

NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ

2025. május

Tartalom



ÖSSZEFOGLALÓ	3
---------------------------	----------

II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK	7
--	----------

Gazdasági növekedés	7
---------------------------	---

Foglalkoztatottság, bérdinamika	9
---------------------------------------	---

Infláció	10
----------------	----

Monetáris politika, jegybanki alapkamat	11
---	----

Költségvetési folyamatok	13
--------------------------------	----

Ingatlanpiac	15
--------------------	----



III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK	16
---	-----------

Az USA gazdasági folyamatai	16
-----------------------------------	----

Az eurózána gazdasági folyamatai	20
--	----

IV. PÉNZ- ÉS TŐKEIACI HELYZETKÉP	22
---	-----------

A forintárfolyam alakulása	22
----------------------------------	----

Magyar állampapírpiac, hozamok	23
--------------------------------------	----

A JELEN KIADVÁNY KÉSZÍTŐI	26
--	-----------



ÖSSZEFOGLALÓ

Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

GDP-növekedés

A magyar gazdaság 2025 első negyedében váratlanul gyengén teljesített. Ennek, valamint a vámháború kirobbanásának következtében csökkentettük növekedési várakozásunkat: **a vámháború kirobbanása után először 2,6%-ról 2%-ra, majd a gyenge első negyedéves növekedési adatok után 1,1%-ra mérsékeljük idei GDP-növekedésre vonatkozó várakozásunkat.** Ennek háttérében **a külső tényezők közül elsősorban a vámháború fennálló kockázatai játszanak kulcsszerepet, miközben az örömdetes európai gazdasági élénkítés hatásai inkább csak jövőre húzhatják felfelé a gazdasági növekedést.** Eközben az orosz-ukrán háború lezárásának késlekedése sem pozitív. A **belföldi tényezők** közül az első negyedéves gyenge teljesítmény mögött az ágazatok közötti eltérő dinamika húzódik meg. A részletes adatok ugyan még nem hozzáférhetőek, de valószínűsíthető, **hogy a szolgáltató szektorok együttesen pozitívan járultak hozzá a magyar GDP-hez, míg az ipar és az építőipar továbbra is jelentős visszaesést mutathatott éves alapon,** ami a külső kereslet gyengélkedésével és a hazai beruházások visszaszorulásával magyarázható. **Felhasználási oldalon a háztartások fogyasztása viszont stabilizáló tényezőként mérsékelhette a további visszaesést és a továbbiakban is fontos növekedéstámogató tényező maradhat.** A fogyasztás növekedését segíti a reálbérek növekedése, a lejárt állampapírok után megvalósult kifizetések, a családi adókedvezmény emelése és a munkáshitel konstrukció, míg a későbbiekben a kormány SZJA csökkentése is hozzájárulhat a fogyasztás élénküléséhez. A **beruházások** azonban az alacsonyabb kapacitáskihasználtság, a gyenge külső kereslet és a vámháború miatti általános bizonytalanság miatt tovább **ronthatták a GDP-t. A 2026-os és 2027-es növekedési kilátásaink azonban már derűlátóbbak: Jövőre 3,5%-os, 2027-re pedig 3,3%-os gazdasági növekedésre számítunk.** Ennek alapját a globális feszültségek várható enyhülése, valamint belföldi tényezők jelentik: az elkészülő nagy autóipari kapacitások, illetve az európai gazdaságélénkítés jövőre segítheti az ipar kibocsátásának növekedését, miközben a beruházások a kilátások javulása, valamint a vámháború várható enyhülése miatt már kismértékben növekedhetnek. Eközben a fogyasztás lehet jövőre is a legfontosabb támasztó ereje a gazdasági növekedésnek. A jövő évi, erőteljesebb kilábalásban lefelé mutató kockázatot az ipar és a beruházások oldaláról érzékelünk.

Munkaerőpiac

A következő hónapokban a vámokkal kapcsolatos bizonytalanság a vállalatok beruházási döntéseire is negatívan hathat, amit egyelőre nehéz számszerűsíteni. Azt egyelőre fenntartjuk, hogy az év második felében a gazdaságban megindulhat némi élénkülés, ami év vége felé a foglalkoztatásban is kis segítséget jelenthet már. A foglalkoztatás növekedése ugyanakkor lassú lehet, mivel a cégek a gyenge gazdasági helyzet mellett sem bocsátottak el tömegesen munkaerőt, ezért **a felívelés megindulásakor várhatóan nem lesz**

nagyon gyors a toborzás megindulása sem. 2025-ben az átlagos munkanélküliségi ráta 4,4%-on alakulhat, 2026-ban pedig 4,2%-os rátával számolunk.

Infláció

Az **év első hónapjaiban** (sőt, már a tavalyi év vége felé) **elkezdtek romlani az idei inflációs kilátások**, ami márciusban az élelmiszerekre vonatkozó **árrés-stop bevezetésére**, később ennek a piperecikkekre vonatkozó kiterjesztésére sarkallta a kormányt. Emellett **a bankok és telekommunikációs cégek vállalták, hogy nem emelik áraikat. Áprilisban** már alacsonyabb adatok érkeztek, **az infláció 4,2%-ra mérséklődött**, az élelmiszerek ára a korábbi 7% körüli emelkedések után csak 5,4%-kal nőtt éves összehasonlításban, az előző hónaphoz képest pedig 1,3%-os csökkenést közölt a KSH ebben a kategóriában. **Az április adatok szerint a kormányzati intézkedések egyelőre hatásosak az élelmiszerárak letörésében**, míg más termékeknél nem látható ezt felülíró, erőteljes drágítás. Az árrés-stop vélhetően a korábban bejelentettekhez képest tovább, legalább a nyári hónapok végéig hatályban maradhat. Ugyanakkor jelentős probléma, hogy a lakosság inflációs érzékelése továbbra is magas, ahogyan a szolgáltatások árindexe is. A pénzromlási ütem szempontjából jó hír, hogy Donald Trump által bejelentett **vámoknak Európában, így idehaza is deflációs hatásuk lehet**, azonban a bizonytalan környezetben **a forint árfolyama várhatóan nem fog tudni erősödni az év végéig**, ami nem segíti a deflációt. **2025-re így jelenleg 4,5%-os éves átlagos inflációt várunk idehaza.** A 3%-os jegybanki inflációs cél stabilan fenntartható elérése továbbra sem érhető el a közeljövőben, azonban 2026-ban már a toleranciasávon belüli átlagos inflációra számítunk.

Monetáris politika

A hazai inflációs nyomás és a forint árfolyamának bizonytalansága nem enged meg túl laza monetáris politikát. Láthatóan továbbra is nagyon magas a **szolgáltatások** áralakulása, ami **éves összehasonlításban** még mindig 7%-on állt áprilisban. Ez **nincs összhangban az MNB 3%-os inflációs céljával.** Eközben a lakosság inflációs érzékelése, valamint várakozásai is nagyon magasak, az MNB adatai szerint 8-10% körül mozognak. **A forint árfolyama** valamivel 400 forint feletti euróárfolyam környékén stabilizálódott, de ez még mindig **némileg magasabb a tavalyi évi átlagnál**, még ha az év végénél valamivel már erősebb is. **Ennél érdemben gyengébb forint valószínűleg veszélyeztetné az inflációs cél elérését.** Ezen hazai tényezők miatt **az MNB vélhetően egyelőre továbbra is kívárhoz a kamatcsökkentésekkel**, annak ellenére is, hogy a vámháború Európára inkább deflációs hatást vált ki, illetve **a régiós jegybankok is mérséklék (a magyarnál egyébként alacsonyabb) irányadó kamatszintjüket.** **A fentiek miatt összességében azt gondoljuk, hogy idén év végénél előbb nem tud kamatot csökkenteni az MNB – ennek is az a feltétele, hogy a Fed érdemben csökkenteni tudja a kamatokat a tengerentúlon.** 2026-ban ugyanakkor már érezhető kamatcsökkentésekkel számolunk, **2025 végére 6,25%-os 2026 végére pedig 5,25%-os alapkamatot várunk**, ami megegyezik februári várakozásainkkal.

Forintárfolyam

Korábbi előrejelzésünket, miszerint az euróval szembeni forintárfolyam 2025 év végére 410 forint alatt, de 400 forint felett alakulhat, továbbra is tartjuk. **A 2025-ös évre vonatkozó átlagos árfolyamvárakozásunk 404 forint, míg 2026-ra 407,5 forintot prognosztizálunk az euró ellenében. A piaci turbulenciák ellenére a forint viszonylag stabil, amelyet a relatíve szigorú monetáris politika is támogat.** Jelenleg Magyarországon a legmagasabb az alapkamat az EU-ban, Romániával párhuzamosan 6,5%. De a kormánynak sem érdeke most egy gyengébb forint, ugyanis az államadósság devizaaránya az első negyedév végén 30% felett alakult. **Forintot támogató tényező maradt még a folyó fizetési mérleg többlete is.** A forintgyengülés irányába mutató kockázat viszont a hitelminősítői kilátások romlása, amely egy romló költségvetési pálya esetén az adóbsorolás rontásához vezethet. **A következő hónapokban a forint árfolyamát támogathatja a vámháború esetleges (az utóbbi napokban egyre valószínűbbnek tűnő) enyhülése, illetve egy esetleges tűzszünet Ukrajnában,** amelynek az időzítése ugyanakkor nagyon kiszámíthatatlannak tűnik jelenleg.

A felfelé és lefelé mutató kockázatok mérlegelése után nem látjuk indokoltnak a korábbi forintárfolyam előrejelzésünk módosítását, ugyanis nem érzékelünk nyomást sem egy tartós leértékelődés sem egy tartós felértékelődés irányában. **A forint értékelése jelenleg a fundamentumoknak nagyjából megfelelően alakul.**

Államháztartás

A korábbi 4,1%-os GDP-arányos hiányra vonatkozó előrejelzésünket március végén felfelé módosítottuk, **4,5%-os hiánnyal számoltunk 2025-re,** a kormányzati fogyasztásélénkítő bejelentéseknek, valamint a kormányzati várakozásokhoz képest alacsonyabban alakuló GDP növekedésnek köszönhetően. Ugyanakkor a közelmúltban olyan jelzéseket tett a kormány, amik a hiány elszállása esetén költségvetési zárolásokat helyeznek kilátásba, ami segítheti egy lassan csökkenő költségvetési hiánypálya megvalósulását, és ennek nyomán jelenleg **4,3%-os hiánnyal kalkulálunk 2025-re.** A közeledő választások ellenére sem várható, hogy a 2024-es fölé emelkedjen a hiány, sem 2025-ben, sem 2026-ban, ugyanakkor a hiánycsökkenés sebessége minden bizonnyal lassulni fog.

2026-ra az ideihez képest tovább mérséklődhet a költségvetési hiány, azonban a már említett kormányzati költségek, valamint a korábban vártnál gyengébb GDP pálya miatt egyelőre nem látjuk biztosítottnak, hogy 4% alá lehessen csökkenteni a hiányt jövőre. **A kamatkiadások már jóval kevésbé csökkenhetnek 2026-ban,** mint idén. **A gazdaság jövőre azonban már érdemi növekedésnek indulhat,** ami a költségvetés bevételi oldalát az ideinél jobban segítheti. 2026-ban ugyanakkor várhatóan a kormány nem fog jelentős hiánycsökkentő lépéseket tenni, hiszen választási évről beszélünk. Azt viszont fontos megemlíteni, hogy a

hitelminősítői figyelmeztetéseket a kormány kénytelen figyelembe venni a piaci finanszírozás biztosításához, így túlságosan nem engedheti el a hiányt sem.

Összességében a jelenlegi helyzetben a GDP-arányos adósságráta további emelkedésének érdemi kockázata van, de egyelőre arra számítunk, hogy a ráta a tavalyi, 73,5%-os szinten maradhat idén év végén. 2026-2027-ben a gazdasági növekedés várható megindulásával egyrészt a költségvetési hiány is tovább mérséklődhet (várhatóan évente néhány tized százalékponttal), másrészt a nominális GDP növekedése is erőteljes lehet, ami már **szemmel látható mértékű adósságráta-csökkentést tehet lehetővé az idei évet követően.**

Magyar alappályabeli előrejelzések táblázata						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	TÉNY			ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	4,3	-0,8	0,5	1,1	3,5	3,3
Háztartási fogyasztás, %	6,6	-0,3	3,5	3,6	4,4	3,3
Állóeszköz-felhalmozás, %	0,7	-7,7	-11,1	-4,4	4,3	4,3
Export, %	10,7	1,7	-3,0	-0,6	5,7	6,7
Import, %	10,7	-3,4	-4,0	0,1	6,6	6,2
Ipari termelés, %	6,1	-5,5	-4,0	-1,5	6,7	4,5
Építőipari termelés, %	1,6	-5,3	-0,4	0,3	7,7	4,1
Kiskereskedelmi forgalom, %	5,0	-7,7	2,8	3,4	5,8	3,4
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	14,5	17,6	3,7	4,5	3,5	3,2
Munkanélküliségi ráta, %	3,6	4,1	4,5	4,4	4,2	3,8
Nemzetgazd. Bruttó átlagkereset, %	17,4	14,2	13,2	8,5	7,5	7,0
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-6,2	-6,7	-4,9	-4,3	-4,2	-3,5
Bruttó államadósság, GDP %-a	73,9	73,0	73,5	73,5	72,2	70,8
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	-8,2	0,2	2,2	2,1	2,0	2,8
Pénzpiaci előrejelzések összefoglalása						
EUR/USD év végi	1,0705	1,1039	1,0354	1,13	1,15	1,17
EUR/HUF év végi	400,25	382,78	410,09	405,0	410,0	415,0
EUR/HUF éves átlag	391,33	381,95	395,20	404,0	407,5	412,5
USD/HUF év végi	375,68	346,44	393,60	358,5	356,5	354,7
USD/HUF éves átlag	373,12	353,25	365,24	364,5	357,4	355,5
MNB alapkamat év végi	13,00%	10,75%	6,50%	6,25%	5,25%	4,50%
EKB betéti ráta év végi	2,00%	4,00%	3,00%	1,75%	1,75%	2,00%
FED alapkamat év végi	4,25-4,50%	5,25-5,50%	4,25-4,50%	3,50-3,75%	3,25-3,50%	3,00-3,25%
3-hónapos BUBOR év végi	16,18%	9,96%	6,50%	6,15%	5,20%	4,60%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	9,73%	5,78%	6,07%	6,45%	5,85%	5,50%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	8,98%	5,86%	6,55%	6,70%	6,10%	5,60%

II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK

Gazdasági növekedés

A magyar gazdaság 2025 első negyedévében váratlanul gyengén teljesített, ami újabb revíziót tett szükségessé a rövid távú növekedési előrejelzéseinkben. A legfrissebb adatok szerint a GDP 0,2%-kal csökkent 2024 negyedik negyedévéhez képest, míg az előző év azonos időszakához viszonyítva stagnálás mutatkozik. A szezonálisan és naptárhatásokkal kiigazított és kiegyensúlyozott adatokat vizsgálva szembetűnőbb, 0,4%-os csökkenés látható, amely jóval alulmúlta az elemzői konszenzust, negatív meglepetést okozva. Az első negyedéves adatközlés negatív meglepetésének hatására **az idei éves növekedési várakozásunkat 2,0%-ról 1,1%-ra, lefelé módosítottuk.** (Korábban áprilisban a vámháború kirobbanásának hatására a februári 2,6%-ot már 2,0%-ra mérsékeltek.) Ennek hátterében **a külső tényezők közül elsősorban a vámháború fennálló kockázatai játszanak kulcsszerepet, miközben az öröndetes európai gazdasági élénkítés hatásai inkább csak jövőre húzhatják felfelé a gazdasági növekedést.** Eközben az **oroszuukrán háború** lezárásnak késlekedése sem pozitív.

Eközben a **belföldi tényezők** közül az első negyedéves gyenge teljesítményre az ágazatok közötti eltérő dinamika ad magyarázatot. A részletes adatok ugyan még nem hozzáférhetőek, de valószínűsíthető, **hogy a szolgáltató szektorok együttesen pozitívan járultak hozzá a magyar GDP-hez,** míg az **ipar és az építőipar továbbra is jelentős visszaesést mutathatott éves alapon,** ami a külső kereslet gyengélkedésével és a hazai beruházások visszaszorulásával magyarázható. **Felhasználási oldalon a háztartások fogyasztása viszont stabilizáló tényezőként mérsékelhette a további visszaesést és a továbbiakban is fontos növekedéstámogató tényező maradhat.** A fogyasztás növekedését segíti a reálbérek növekedése, a lejárt állampapírok után megvalósult kifizetések, a családi adókedvezmény emelése és a munkáshitel konstrukció, míg a későbbiekben a kormány SZJA csökkentése is hozzájárulhat a fogyasztás élénküléséhez. A beruházások azonban az alacsonyabb kapacitáskihasználtság, a gyenge külső kereslet és a vámháború miatti általános bizonytalanság miatt tovább ronthatták a magyar GDP-t. Részletes első negyedéves adatok hiányában csak valószínűsíthetjük, hogy éves alapon 15%-ot is meghaladó csökkenés következhetett be a bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében. Elképzelhető, hogy készletoldalon is rossz volt a teljesítmény, amit a gyenge ipari kibocsátás magyarázhat.

A 2026-os és 2027-es növekedési kilátásaink azonban már derűlátóbbak: Jövőre 3,5%-os, 2027-re pedig 3,3%-os gazdasági növekedésre számítunk. Ennek alapját a globális feszültségek várható enyhülése, valamint belföldi tényezők jelentik. A multinacionális gyártó vállalatok magyarországi üzemei számára előnyként jelentkezhet a Nyugat-Európával összehasonlítva alacsonyabb költség szintjük, ami a termelés felfutását és az exportorientált ipari ágazatok helyreállítását segítheti. Emellett **az utóbbi években bejelentett gyártókapacitások várhatóan 2026-ra már termőre fordulnak,** ami az exporton és a munkahelyteremtésen

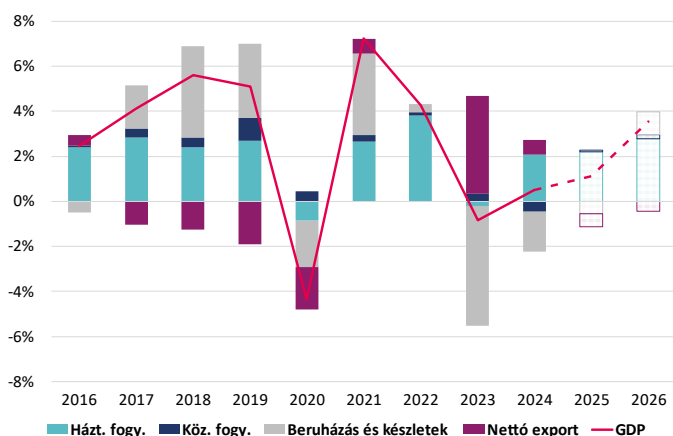
keresztül is hozzájárulhat a gazdasági növekedéshez. **Így 2025 végére jelenleg 1,8%-2,2% közötti éves reál GDP-növekedés tűnik elérhetőnek, míg 2026 elejére nem kizárt, hogy 4% körüli növekedési rátát lássunk. 2027-re a 3%-ot enyhén meghaladó éves reálnövekedési ütemre számítunk.**

A háztartási fogyasztást támogathatja a nyugdíjasoknak járó **ÁFA-visszatérítés** és a gyermekesek **SZJA-mentességének kiterjesztése**. Külső tényezőként pedig a **német kormány fiskális lazítása és az eurózóna gazdasági aktivitásának javulása** lehet pozitív hatással a magyar exportteljesítményre, különösen a járműiparra és a kapcsolódó beszállítói láncokra. **A beruházások esetében 2025-2026 fordulójától számítunk emelkedésre.** A beruházások 2024-ben az egész évet tekintve jelentősen estek, és a visszaesés (bár kisebb mértékben, de) 2025-ben is folytatódhat. **A hazai és összeurópai kilátásokat az energiahordozók (kőolaj, földgáz) magasabb kitermelésével várhatóan csökkenő energiaárak segíthetik,** azonban az orosz-ukrán háború, valamint a vámháború folytatódása beárnyékolja a kilátásokat. A **Demján Sándor Program** kedvezményes beruházási hitel-, lízing- és tőkeprogramok, valamint vissza nem térítendő támogatások révén **igyekszik segíteni a vállalkozásoknak,** de egyéb források is rendelkezésre állnak.

Németországban az új kormány gazdaságélénkítésébe kezdhet, amely a külpiaci konjunktúrát segíti, ez pedig a magyar növekedési kilátásokat is támogathatja. Ugyanakkor a **magyar fiskális mozgástér nagyon alacsony.** A legutóbbi hitelminősítői kilátásrontás felhívta a figyelmet a tartósan magas költségvetési deficit kockázataira, így **egy esetleges leminősítés fenyegetése korlátozza a további gazdaságélénkítési lehetőségeket.**

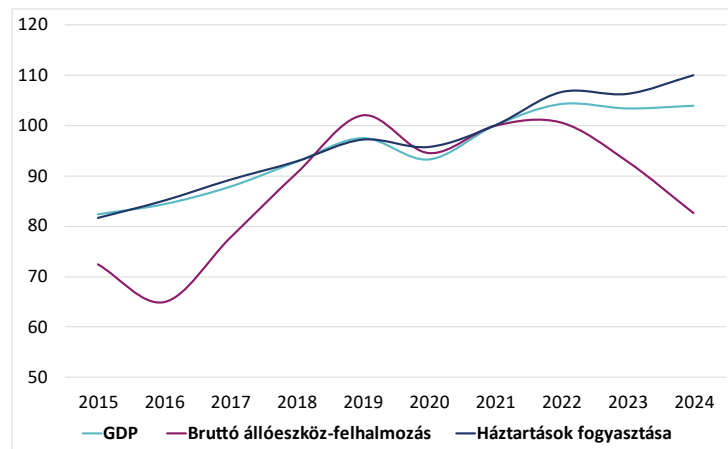
2025 első negyedévének adatai egyértelműen jelzik, hogy a magyar gazdaság továbbra is jelentős nehézségekkel szembesül, amelyeket a globális környezet és belső tényezők együttes hatása okoz. **A 2026-ra vonatkozó növekedési kilátások** – a multinacionális vállalatok beruházásainak termőre fordulása, a vámháború lehetséges enyhülése, s az európai keresletélénkítés miatt – **az idei évnél biztatóbbak.** A kormánynak ugyanakkor nincs igazán további tere a gazdaságot élénkíteni, ugyanis a makrogazdasági stabilitás fenntartása elsődleges fontosságú – különösen a hitelminősítők elmúlt hónapokban látott reakcióit figyelembe véve.

1. ábra: A GDP felhasználási oldali tételeinek növekedési hozzájárulásai



Forrás: KSH

2. ábra: A GDP, háztartási fogyasztás és a bruttó állóeszköz-felhalmozás változatlan árakon, 2021 = 100%



Forrás: KSH

Foglalkoztatottság, bérdinamika

A munkaerőpiacon a foglalkoztatottság összességében 2023 közepe óta nem mutat trendszerű emelkedést, de jelentősebb csökkenést sem. Márciusban 4 millió 701 ezer fő volt a foglalkoztatottak száma a 15-74 év közötti munkaképes korú népesség körében, ami több mint 18 ezer fővel magasabb a februári szintnél, de 9,5 ezer fővel elmarad az egy évvel korábbtól. **2025. márciusban a KSH által közölt egyhavi munkanélküliségi ráta 0,2 százalékponttal 4,3%-ra mérséklődött**, ami elmaradt várakozásunktól és a piaci konszenzustól is (4,5%). Márciusban a munkanélküliek száma az előző hónaphoz képest 8,7 ezer fővel, míg az egy évvel korábbi adathoz képest 5,2 ezer fővel csökkent. **A gazdaságilag aktívak száma 10 ezer fővel nőtt egy hónap alatt**, de a tavaly ilyenkor látotthoz képest közel 15 ezer fővel kevesebb volt. A februárban látott nagyobb népességcsökkenést márciusban már kisebb, 5,5 ezer fős csökkenés követte a 15-74 éves korosztályt tekintve. **A következő hónapokban a vámokkal kapcsolatos bizonytalanság a vállalatok beruházási döntéseire is negatívan hathat, amit egyelőre nehéz számszerűsíteni, de ez a jelenlegi kedvező folyamatokat átmenetileg megfordíthatja.** Azt egyelőre fenntartjuk, hogy **az év második felében a gazdaságban megindulhat némi élénkülés, ami év vége felé a foglalkoztatásban is kis segítséget jelenthet már.** A foglalkoztatás növekedése ugyanakkor lassú lehet, mivel a cégek a gyenge gazdasági helyzet mellett sem bocsátottak el tömegesen munkaerőt, ezért **a felívelés megindulásakor várhatóan nem lesz nagyon gyors a toborzás megindulása sem.** **2025-ben az átlagos munkanélküliségi ráta 4,4%-on alakulhat, 2026-ban pedig 4,2%-os rátával számolunk.**

A KSH adatai szerint 2025. februárjában **a bruttó bérek 9,3%-kal, 661 400 forintra emelkedtek.** A nettó átlagkereset 9,1%-kal, a **reálkeresetek 3,5%-kal haladták meg az egy évvel korábbit.** **A reálbérek idén átlagosan körülbelül 4%-kal bővíülhetnek.** A bruttó keresetek továbbra is infláció felett növekednek, még úgy

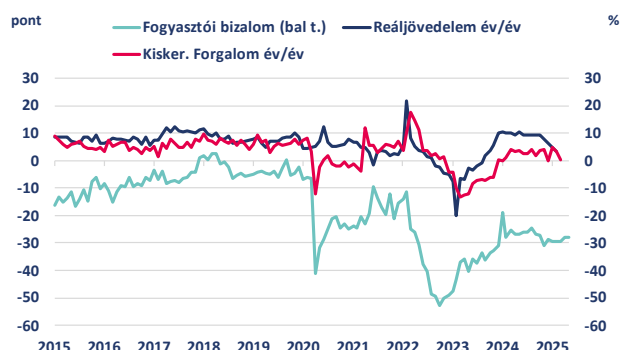
is, hogy az infláció nem a toleranciasávban mozog. **A reálbérek emelkedése további fogyasztásbővülést eredményezhet.**

3. ábra: A munkanélküliségi és a foglalkoztatási ráta alakulása



Forrás: KSH, Bloomberg

4. ábra: A reáljövedelmek, a kiskereskedelmi forgalom és a fogyasztói bizalom változása

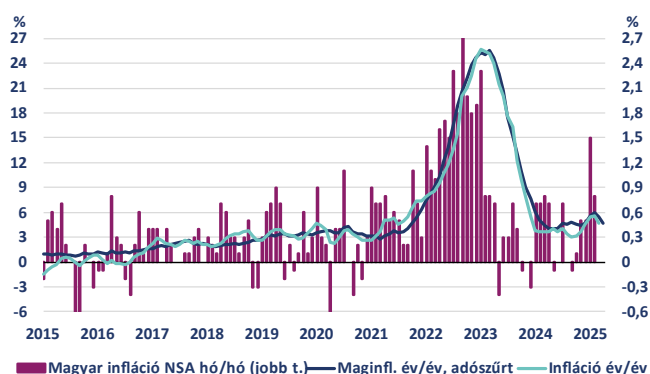


Forrás: KSH, MBH Bank

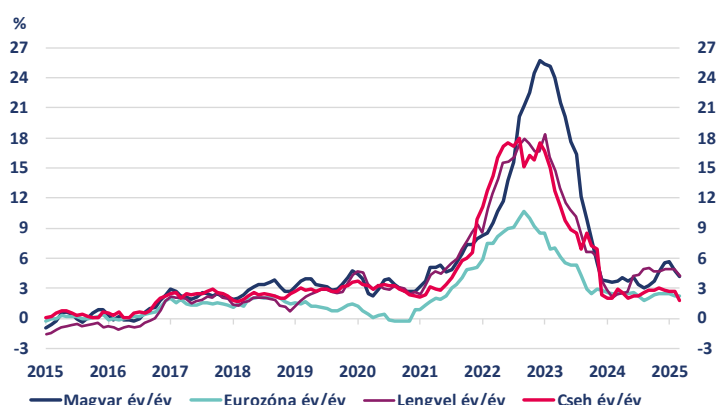
Infláció

Az infláció az év elején sorra okozta a kellemetlen meglepetéseket. Januárban 5,5%-kal emelkedtek az árak, majd ezután újabb negatív meglepetés érkezett a februári adattal. Az élelmiszerek és szolgáltatások éves szintű áremelkedése tovább gyorsult így az inflációs ráta 5,6%-ra emelkedett. Az éves maginfláció a fő adathoz képest is gyorsabban, 5,8%-ról 6,2%-ra nőtt februárban. A maginfláció 2023 decembere óta nem látott magas szintre emelkedett, ami az inflációs nyomás további erősödését jelezte.

A kormány, látva a megugró inflációs adatokat, árrés korlátozást vezetett be 30 termékkör esetében, később ezt a piperecikkekre kiterjesztette. Az érintett élelmiszertermékek a **fogyasztói kosár nagyjából 6%-át teszik ki, a kormány pedig előzetesen arra számított, hogy az intézkedés nagyjából 2 százalékponttal csökkentheti az élelmiszer-inflációt.** Emellett **a bankok és telekommunikációs cégek vállalták, hogy nem emelik áraikat.** Márciusban hat hónap után először, mérséklődni tudott az infláció idehaza. A korábban jelentősen emelkedő kategóriák, az élelmiszerek és a szolgáltatások esetében havi szinten érdemben mérséklődött az áremelkedési ütem, az éves mutatóknál azonban vegyes volt a kép. Míg az élelmiszerek esetében 7%-os volt a drágulás, ami nem jelentett érdemi változást a februári 7,1%-hoz képest, addig a szolgáltatások éves szintű áremelkedése valamelyest csökkent, 9,2%-ról 7,5%-ra. **Az árrés-stop hatálya alá tartozó élelmiszereknél regisztrált árcsökkenés mellett nem érkezett hasonló mértékű áremelés az intézkedéssel nem érintett termékeknél, a kiskereskedelmi veszteségek ellensúlyozására.** Idővel egyre nagyobb lehet a nyomás a kereskedőkön, hogy kompenzáljanak más termékek drágításán keresztül, de amennyiben az árrés-stop idővel eltörlésre kerül, úgy a más termékeken történő későbbi áremelés kockázata is alacsonyabb. **Az árrés-stop alapvetően május 31-ig van érvényben, de vélhetően a korábban bejelentettekhez képest tovább, legalább a nyári hónapok végéig hatályban maradhat.**

5. ábra: A hazai infláció alakulása (év/év, %)


Forrás: KSH, Bloomberg

6. ábra: Régiós infláció alakulása


Forrás: Bloomberg, KSH

Áprilisban már alacsonyabb adatok érkeztek, az infláció **4,2%-ra mérséklődött**, az élelmiszerek ára a korábbi 7% körüli emelkedések után csak 5,4%-kal nőtt éves összehasonlításban, az előző hónaphoz képest pedig 1,3%-os csökkenést közölt a KSH. **A Donald Trump által bejelentett vámoknak Európában, így idehaza is deflációs hatásuk lehet**, azonban a bizonytalan környezetben a forint árfolyama várhatóan nem fog tudni erősödni az év végéig, ami nem segíti a deflációt. Az őszi hónapokban ugyan ismét jöhetnek 4,5% feletti inflációs értékek, elsősorban bázishatás miatt, de nem gondoljuk, hogy az év eleji 5%-os, vagy afeletti értékeket ismét láthatunk. **2025-re így jelenleg 4,5%-os éves átlagos inflációt várunk idehaza.** A 3%-os jegybanki inflációs cél stabilan fenntartható elérése nem teljesül a közeljövőben, azonban 2026-ban már a toleranciasávon belüli számokat láthatunk.

Monetáris politika, jegybanki alapkamat

Az idei év első négy hónapjában a Magyar Nemzeti Bank továbbra is szüneteltette a kamatcsökkentéseket, így az irányadó ráta 6,50%-on maradt. A hazai inflációs nyomás és a forint árfolyamának bizonytalansága nem enged meg túl laza monetáris politikát.

Ami a magyar inflációs folyamatokat illeti: az év első hónapjaiban (sőt, már a tavalyi év vége felé) elkezdtek romlani az idei inflációs kilátások, ami márciusban árrés-stop bevezetésére sarkallta a kormányt. Az áprilisi adatok szerint az intézkedések egyelőre hatásosak az élelmiszerárak letörésében, míg más termékeknél sem látható erőteljes drágítás. A háztartási cikkeknel ráadásul még csak most (május 19-én) fog elindulni az árrés-stop. Ugyanakkor az áprilisi inflációs adat a csökkenés mellett is magasabb volt a vártnál. Láthatóan továbbra is nagyon magas a szolgáltatások áralakulása, ami éves összehasonlításban még mindig 7%-on állt áprilisban. Ez nincs összhangban az MNB 3%-os inflációs céljával. Eközben a lakosság inflációs érzékelése, valamint várakozásai is nagyon magasak. A forint eközben ugyan stabilizálódni látszik valamivel 400 forint feletti euróárfolyam környékén, de ez még mindig némileg magasabb a tavalyi évi átlagnál, még ha az év

végénél valamivel már erősebb is. Ennél érdemben gyengébb forint valószínűleg veszélyeztetné az inflációs cél elérését.

Ezen hazai tényezők miatt **az MNB vélhetően egyelőre továbbra is kívár a kamatcsökkentésekkel**, annak ellenére is, hogy a vámháború Európára inkább dezinflációs hatást vált ki, illetve **a régiós jegybankok is mérséklék (a magyarnál egyébként alacsonyabb) irányadó kamatszintjüket. A Monetáris Tanács továbbra is elkötelezettnek tűnik az inflációs cél fenntartható elérése mellett.** Az inflációs környezetet övező kockázatok, valamint a kereskedelem- és geopolitikai feszültségek továbbra is óvatos és türelmes monetáris politikát tesznek szükségessé.

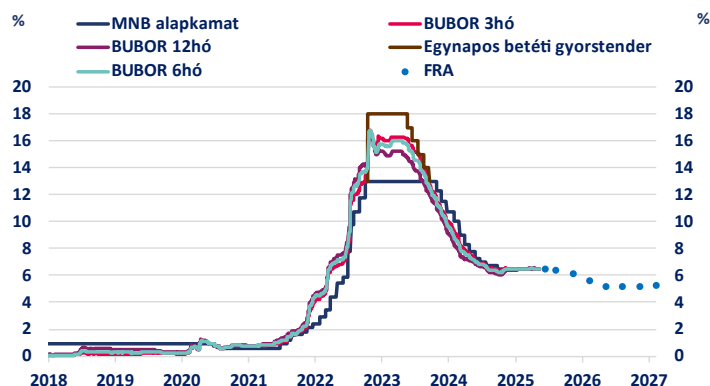
A fentiek miatt összességében azt gondoljuk, hogy idén év végénél előbb nem tud kamatot csökkenteni az MNB – ennek is az a feltétele, hogy a Fed érdemben csökkenteni tudja a kamatokat a tengerentúlon. 2026-ban ugyanakkor már érezhető kamatcsökkentésekkel számolunk, 2025 végére 6,25%-os 2026 végére pedig 5,25%-os alapkamatot várunk, ami megegyezik februári várakozásainkkal. **Kamatcsökkentés akkor jöhet majd, ha már jól látszik, hogy az infláció idővel tartósan visszatérhet a jegybanki célsávba** (és ezt a piac is elhiszi). Az elmúlt hetekben (hónapokig tartó, folyamatos romlás után) javulni kezdtek az inflációs kilátások, azonban a célsávba való tartós visszatérésre még várni kell.

7. ábra: A forint árfolyam és az MNB alapkamat



Forrás: Bloomberg, KSH

8. ábra: Bubor és határidős kamatlábak



Forrás: Bloomberg

2025 első hónapjaiban tovább nőtt a régiós (lengyel, cseh, román alapkamathoz viszonyított) relatív hazai kamatelőny. Jelenleg 1,42 százalékpontot tesz ki a kamatkülönbségek átlaga, ami 2024 végén még csak 1,08 százalékpont volt. A csökkenő infláció és a megnövekedett recessziós félelmek a lengyel jegybank számára már teret adtak a kamatcsökkentésnek május elején, ráadásul egyből 50 bázisponttal csökkentették az irányadó rátát. A cseh jegybank két 25 bázispontos kamatvágást hajtott végre eddig idén, a román jegybank azonban nem változtatott a kamatokon.

Költségvetési folyamatok

A 2024-es költségvetés pénzforgalmi szemléletben 4095,8 milliárd forintos hiányt halmozott fel. Ez ugyan bőven meghaladja a 2023 nyarán eredetileg tervezett, 2514 milliárd forintos hiányt, de a tavaly október elejére sokadjára megemelt, **4790 milliárd forintos mínuszhoz képest jóval alacsonyabb értéket jelent.** Ezzel párhuzamosan **a GDP arányos eredményszemléletű hiány 4,9%-on alakult a tavalyi évben,** mely az eredetileg tervezett 4,5%-os GDP-arányos célhoz képest 4 tized százalékponttal magasabb értéket jelent. 2023-ban még 6,7%-os GDP-arányos mínuszt produkált a költségvetés, **így mindenképpen elmondható, hogy jelentős javulás következett be tavaly, miközben a gazdaság ciklikus pozíciója érdemben romlott (azaz a hiánycsökkentés komoly ellenszélben történhetett).**

A korábbi 4,1%-os GDP-arányos hiányra vonatkozó előrejelzésünket március végén felfelé módosítottuk, 4,5%-os hiánnyal számoltunk 2025-re, a kormányzati fogyasztásélénkítő bejelentéseknek, valamint a kormányzati várakozásokhoz képest alacsonyabban alakuló GDP növekedésnek köszönhetően. Ugyanakkor **a közelmúltban olyan jelzéseket tett a kormány, amik a hiány elszállása esetén költségvetési zárolásokat helyeznek kilátásba, ami segítheti egy lassan csökkenő költségvetési hiánypálya megvalósulását, és ennek nyomán jelenleg 4,3%-os hiánnyal kalkulálunk 2025-re.** A közeledő választások ellenére sem várható, hogy a 2024-es fölé emelkedjen a hiány, sem 2025-ben, sem 2026-ban, ugyanakkor a hiánycsökkenés sebessége minden bizonnyal lassulni fog.

A kormány a tavasz folyamán több olyan intézkedést is bejelentett, **amely az idei és a 2026-os költségvetésre is hatással van.** A 2-3 gyermekes nők adómentessége, illetve a 30 év alatti anyák kiterjesztett SZJA-mentessége négy lépésben évente 0,2-0,3 százalékponttal rontja a GDP arányos hiányt. A nyugdíjas fogyasztók részére szánt ÁFA visszatérítések idén várhatóan a GDP 0,1%-ánál kisebb mértékben növelik a hiányt, jövőre azonban ennél már nagyobb mértékben ronthatják az egyenleget. A fegyverpénz, azaz a fegyveres testületek havi illetménye a 2026-os költségvetésre lesz hatással: ha a 2022-es adatokat figyelembe vesszük akkor nagyjából a GDP 0,1%-0,2%-ával növelheti a hiányt (attól is függően, hogy mekkora alapbéremelést kaphatnak a fegyveres testületekben dolgozók). **Az intézkedéseknek ugyanakkor fogyasztásélénkítő hatása is lehet,** ezáltal az ÁFA-bevételek növekedésén keresztül a költségvetés bevételi oldala is növekedhet, valamivel mérsékelve a hiánynövelő hatást.

2026-ra tovább mérséklődhet a költségvetési hiány, azonban a már említett kormányzati költségek, valamint a korábban vártnál gyengébb GDP pálya miatt egyelőre nem látjuk biztosítottak, hogy 4% alá lehessen csökkenteni a hiányt jövőre. **A kamatkiadások már jóval kevésbé csökkenhetnek 2026-ban,** mint idén. **A gazdaság jövőre azonban már érdemi növekedésnek indulhat,** ami a költségvetés elsődleges egyenlegének javulásához hozzájárulhat. 2026-ban ugyanakkor várhatóan a kormány nem fog jelentős hiánycsökkentő lépéseket tenni, hiszen választási évről beszélünk. Azt viszont fontos megemlíteni, hogy a

hitelminősítői figyelmeztetéseket a kormány kénytelen figyelembe venni a piaci finanszírozás biztosításához, így túlságosan nem engedheti el a hiányt sem.

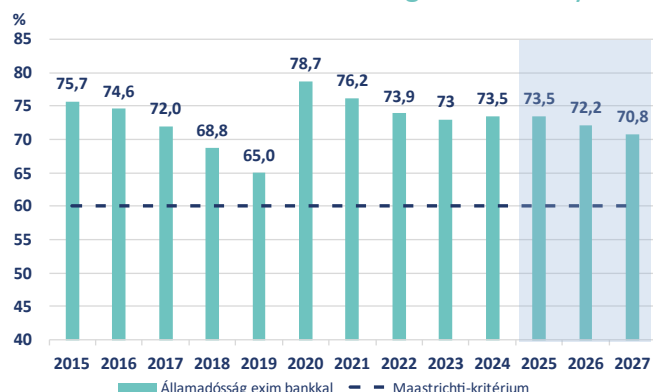
Elképzелhető, hogy a zárolással kapcsolatos bejelentéseknek a Moody's (május 30.) és a Fitch (június 6.) közelgő hitelminősítői felülvizsgálathoz is köze van, hiszen az S&P az áprilisi döntésekor – amikor negatív kilátással látta el a magyar minősítést – többek között a költségvetési hiány elszállásával kapcsolatos aggodalmaival támasztotta alá a lépését.

Az alacsonyabb gazdasági növekedés és a költségvetési hiány mérséklődő ütemű csökkenése együttesen **nagyon megnehezíti az államadósság GDP-arányos rátájának csökkentését az idei évre.** Az államadósság mennyiségét ráadásul a pénzforgalmi szemléletű hiány határozza meg rövid távon, és nem az eredménysszemléletű egyenleg. Idén ugyanakkor az utóbbi lehet sokkal jobb, hiszen a tavalyi évre elszámolandó lakossági kamatfizetéseket az idei év első hónapjában kell(ett) nagyrészt kifizetni, ami az idei évi finanszírozási szükségletet növeli meg, így emeli az államadósságot. Ugyanakkor az ismét 30% körüli szintre emelkedő devizaadósság arány miatt hangsúlyosabbá válik a forintárfolyam kérdése. 2024 végén a mostaninál gyengébb volt a forint, és arra is számítunk, hogy idén év végén is erősebb lehet, mint tavaly év végén, ami valamennyit segít az adósságráta stabilizálásában. Emellett ismét lehet év végén a KESZ számla egyenlegének csökkentésével esetleg némileg redukálni az adósságot. **Összességében a jelenlegi helyzetben az adósságráta további emelkedésének érdemi kockázata van, de egyelőre arra számítunk, hogy a ráta a tavalyi, 73,5%-os szinten maradhat idén év végén.** 2026-2027-ben a gazdasági növekedés várható megindulásával egyrészt a költségvetési hiány is tovább mérséklődhet (várhatóan évente néhány tized százalékponttal), másrészt a nominális GDP növekedése is erőteljes lehet, ami már **szemmel látható mértékű adósságráta-csökkentést tehet lehetővé az idei évet követően.**

A fenti folyamatokat árgus szemekkel követik a hitelminősítők, és vélhetően úgy ítélik meg, hogy az elmúlt hónapokban inkább romlottak a gazdasági fundamentumok, a kormány mozgástere szűkült. A Moody's, amely tavaly negatív kilátást rendelt a magyar besoroláshoz, május 30-án vizsgálja felül a hazai minősítést. Nehéz kérdés, hogy a romló folyamatokra már most reagálni fog-e a hitelminősítő, vagy még kivár, és idővel meg lehet úszni a leminősítést. A rossz hírek mellett azért továbbra is úgy látjuk, hogy az adósságráta 2025-öt követő csökkenése egyelőre jóval valószínűbbnek tűnik, mint a további emelkedés hosszú távon. **A kormány is láthatóan igyekszik nem elengedni a hiányt, miközben az MNB oldaláról is óvatos monetáris politikát láthatunk.** A magyar gazdasági növekedés csalódást keltő számai ugyan rontják az adósságfinanszírozás fenntarthatóságát, de a fenti tényezők a stabilitást szolgálják. Így arra számítunk, hogy idén nem érkezik olyan leminősítés, amelynek következtében befektetésre nem ajánlott kategóriába kerülne bármelyik nagyobb hitelminősítőnél a magyar besorolás. Ez konkrétabban azt jelenti, hogy **az S&P-től nem várunk leminősítést, ugyanakkor a Moody's-nál erre nagyobb az esély idén.** Utóbbi azonban egy esetleges

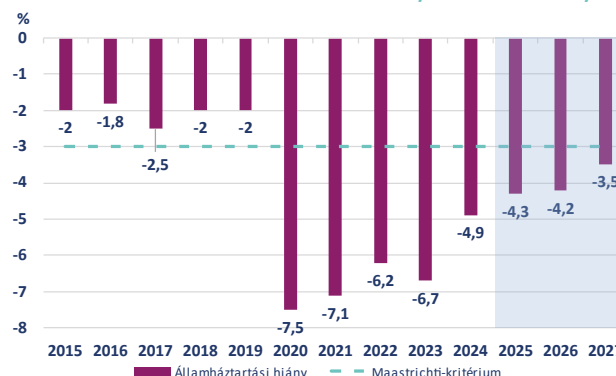
egyfokozatú leminősítés esetén még mindig befektetésre ajánlott kategóriában tartaná a magyar besorolást. Eközben a Fitch-nél a kilátás stabil, és az S&P-nél eggyel magasabb is a minősítés. A Fitch a magyar besorolást június 6-án vizsgálhatja felül.

9. ábra: Bruttó államadósság a GDP arányában



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

10. ábra: Az államháztartási hiány a GDP arányában



Forrás: Bloomberg, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

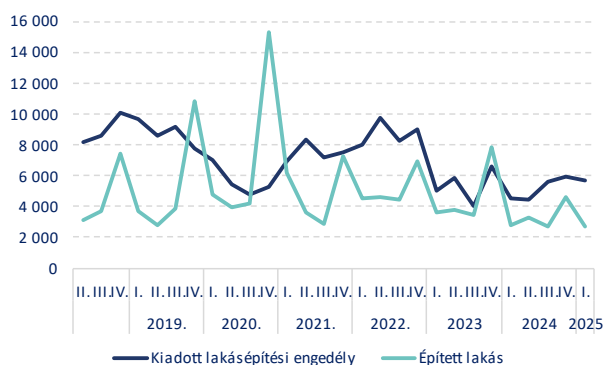
Ingtatlanpiac

A lakásépítések trendje egyelőre még csökken, de kisebb élénkülést sejtet az építési engedélyek számának év eleji növekedése. 2025 első negyedében összesen 2704 új lakás épült Magyarországon, 2,7%-kal kevesebb, mint egy évvel korábban, ezzel **folytatódott tehát a lakásépítések számának csökkenése.** Az új lakások száma minden településkategóriában csökkent az előző évihez képest: a megyei jogú városokban 33, a többi városban 29, a községekben 2,5%-kal.

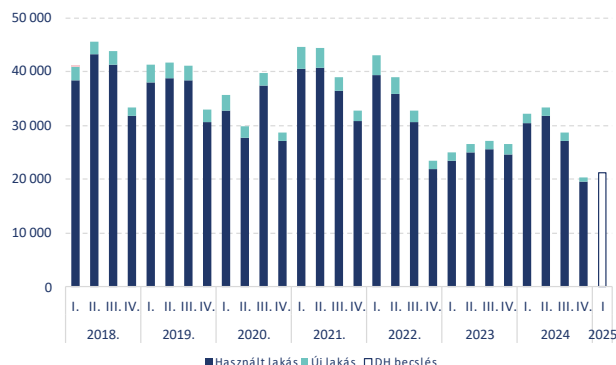
A természetes személyek által épített lakások aránya 38-ról 34%-ra csökkent, míg a **vállalkozások által építettek 61-ről 66%-ra nőtt az egy évvel korábbihoz képest.** Ezenkívül az **értékesítési céllal épített lakások aránya 65%,** a saját használatra építettek 32% volt az első negyedében. **Ez utalhat arra, hogy a piaci szereplők újra elkezdtek mozgolódni a piacon.**

A lakásépítési engedélyek alapján látható egy kisebb élénkülés az építkezési kedvet tekintve, mivel a kiadott építési engedélyek és egyszerű bejelentések száma a 2024 azonos időszakit 25%-kal meghaladva 5 651-ra nőtt. Így a 2022 óta tartó csökkenő dinamika 2025-ben megfordulhat, és kisebb emelkedés jöhet, de az épített lakások száma minimálisan haladhatja csak meg a 2024-es év alacsony adatait.

Tovább gyorsult eközben a lakásárak növekedése. A negyedéves nominális növekedési ütem 2024. negyedik negyedében 3,4%-os volt a 2024. harmadik negyedév 1,2%-os emelkedését követően. **Az éves nominális növekedés ezzel az előző negyedévi 13,6%-ról 15,1%-ra emelkedett, reál értelemben pedig éves szinten 10,9%-os felértékelődés ment végbe a lakásárakban.** A tovább élénkülő lakáspiac minden bizonnyal az **árak további jelentős – kétszámjegyű - emelkedésével jár.**

11. ábra: Építési engedélyek és lakásépítések, db


Forrás: KSH

12. ábra: Lakástranzakciók száma, db


Forrás: Duna House

2024-ben a Duna House adatai alapján 125 ezer tranzakció valósulhatott meg (a pontos adatokat később közli a KSH – egyelőre csak egy ennél jóval alacsonyabb, előzetes számot tett közzé a hivatal, ami nem tekinthető irányadónak). **A tranzakciószámok növekedése idén is tovább folytatódik:** az ingatlanközvetítő cég adatai alapján **2025. első negyedévében 32 805 ezer tranzakció jött létre**, ami 40%-kal magasabb a tavalyi első negyedéves adatnál. **Az év eleji rendkívül dinamikus növekedés ugyanakkor normalizálódni látszik**, ugyanis az akkori felfutást alapvetően a PMÁP-kifizetések és visszaváltások okozták, mely hatás kifutásával előtérbe kerülhetnek a saját célra vásárlók.

Az aktivitás növekedése a 2024. évihez képest 10-20 ezerrel magasabb tranzakciószámot eredményezhet 2025-ben, amivel megközelíthető az utoljára 2021-ben tapasztalt 150 ezres érték.

III. Nemzetközi gazdasági folyamatok

Az USA gazdasági folyamatai

Az **USA gazdasága** 0,3%-kal esett vissza 2025. első negyedévében az évesített negyedéves adatok szerint. A vártnál nagyobb visszaeséshez leginkább az járult hozzá, hogy a vámbejelentések miatt a vállalatok olyan mértékű felhalmozásba kezdtek, ami végül 41,3%-os import növekményhez vezetett, így a nettó export erős mínuszt mutatott. A Fed márciusban ugyanakkor rontotta a következő évek növekedési előrejelzését is. A 2025-ös növekedést 0,4 százalékponttal csökkentette, 2,1%-ról 1,7%-ra, 2026-ban a korábbi 2% helyett 1,8%-os GDP-növekedést vár, és a 2027-es prognózist is 0,1 százalékponttal 1,8%-ra hozta le. **Egyelőre az adatok még jó képet mutatnak a gazdaságról, de látható a lakossági és vállalati bizalmi mutatók számottevő romlása is.** A korábban felerősödő recessziós félelmek halványodhatnak, miután enyhülni látszik az amerikai-kínai kereskedelmi háború, ugyanakkor a május 14-től bevezetett 90 napos felfüggesztés utáni helyzetet továbbra is sok bizonytalanság övezi.

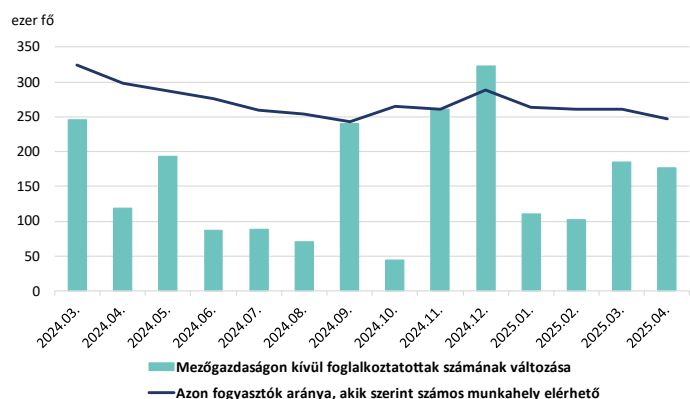
Áprilisban mérséklődött valamelyest a **foglalkoztatottság** a tengerentúlon, de **az adat várt felett alakult.** A mezőgazdaságon kívül foglalkoztatottak száma 177 ezer fővel emelkedett, a márciusi lefelé módosított 185 ezres bővülést követően; élénkült a foglalkoztatottság a közlekedés és raktározás, az egészségügy és a

szabadidő szektorban is. A munkanélküliségi ráta 4,2%-on maradt. A vámokkal kapcsolatos bizonytalanság és az államigazgatási elbocsátások a munkaerőpiaci kilátásokra azonban árnyékot vetnek. **A vállalatok vélhetően előbb a munkaórák számát csökkentik, kivárnak az elbocsátásokkal. Ugyanakkor a heti munkanélküli kérelmek száma április közepe óta lassú emelkedésnek indult, a tartósan munkanélküli segélyért folyamodók száma is 3,5 éves csúcshoz közelében van már.** A magánszektorban foglalkoztatottak száma mindössze 62 ezerrel bővült áprilisban, ami 2024 júliusa óta nem látott alacsony érték. A Conference Board fogyasztói bizalmi indexe 86,0 pontra csökkent áprilisban, ez közel 8 pontos visszaesést jelent márciushoz képest. A bizalmi index 2020 május óta nem volt ilyen alacsony, ami jól mutatja, hogy mennyire nagy a bizonytalanság a piacokon. Az is sokat elárul a jelenlegi helyzetről, hogy az öthavi folyamatos csökkenés a leghosszabb ideje tartó visszaesés, amit 2008 óta láthatunk.

Az infláció az év elején magas szinten ragadt, januárban átlagosan 3%-os volt a fogyasztói árak növekedése. A Fed elnöke is elmondta a Képviselőházban, **az amerikai jegybank nagy előrelépést tett az infláció 2%-os célhoz való közelítése felé, de még nem egészen ott tart, ahol kellene.** Márciusban a Fed az inflációs prognózist (PCE) 2025 végére 0,2 százalékponttal emelte, 2,5%-ról 2,7%-ra, a 2026-os várakozás 0,1 százalékponttal magasabb, 2,2%. A maginfláció esetében a 2025-ös várakozást 0,3 százalékponttal 2,8%-ra emelték, a 2026-os és 2027-es ráta nem változott (rendre 2,2%, 2,0%).

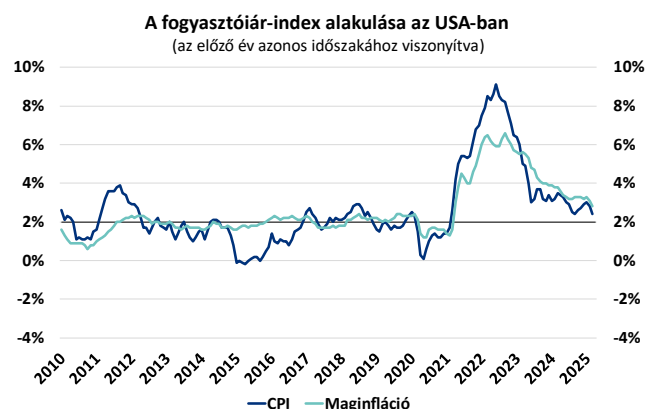
A márciusra és áprilisra közölt headline inflációs adatok pozitív meglepetést jelentettek, az áprilisi év/év alapú 2,3%-os ráta 2021 február óta nem látott alacsony érték. Az infláció csökkenéséhez leginkább az üzemanyagárak és a használtautóárak mérséklődése járult hozzá, a lakhatási költségek nem tudtak érdemben csökkenni. Az adatok összességében pozitívak, ugyanakkor a vámok hatásai a következő hónapokban megjelenhetnek az inflációban is. **A Fed szerint a vámok nem okoznak tartós inflációt (csak az árszint egyszeri emelkedését). Míg rövid távon érzékelhetőek inflációs kockázatok, a hosszú távú inflációs várakozások jól horgonyoztak.**

13. ábra: Amerikai foglalkoztatási adatok és lakossági felmérés a munkahelyek számáról



Forrás: Bloomberg

14. ábra: A fogyasztóiár-index alakulása az USA-ban (év/év, %)

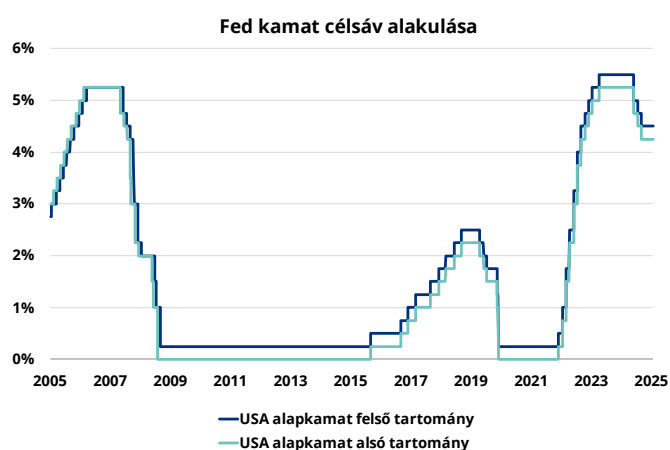


Forrás: Bloomberg

A Fed az idei évben **4,25-4,50%-on tartotta az alapkamatot**, mindhárom kamatdöntő ülésén. A Fed-elnök, Jerome Powell jelzése szerint ez a kamatszint már csak mérsékelten restriktív (miután 2024-ben összesen 100 bp-tal csökkentették az irányadó rátát), így a jelenlegi nehéz környezetben **van tere a kivárásnak**, hogy meg tudják állapítani, mi a megfelelő monetáris politika. Utalt arra, hogy a vámok gazdasági hatása nagyobb lesz, mint azt korábban gondolták és kiemelt feladatuk az inflációs várakozások lehorgonyozása. **A vámtárgyalások és egyéb kormányzati intézkedések kimenetelét, azok reálgazdasági hatásait még nem lehet látni, az adatokat figyelik.** Folyamatosan vizsgálják, milyen messze vannak a céloktól a beérkező adatok és ha szükséges, akár gyorsan is tudnak reagálni. A Fedtől az első kamatcsökkentést szeptemberre várjuk, és ahogyan tavaly is, úgy idén is jöhet egy nagyobb mértékű kamatvágás szeptemberben. **Az általunk eddig várt idei 50 bp helyett 75 bp kamatvágást várunk év végéig, 3,50-3,75%-ig, ami a jelenlegi piaci árazásoknál némileg alacsonyabb kamatszintet jelent** (jelenleg a piacok szeptembertől két kisebb kamatvágást áraznak). A kamatcsökkentések 2026-ban is folytatódhatnak a tengerentúlon.

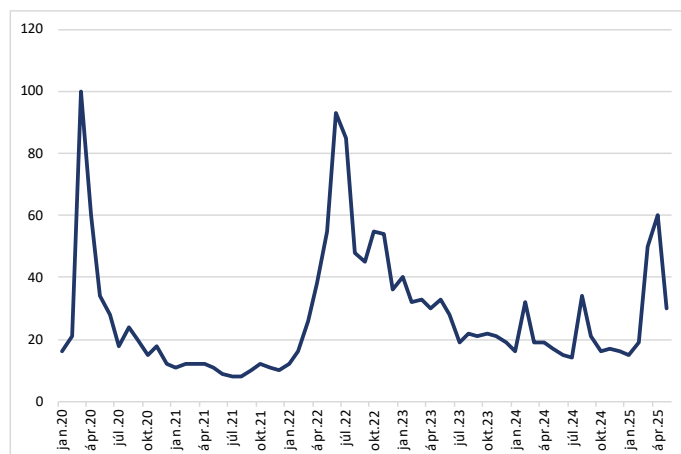
Ugyan kevesebb figyelmet kap a vámintézkedések mellett, de **az amerikai költségvetés vitája is zajlik, melynek egyik legfontosabb eleme a 2017-ben bevezetett és idén lejáró adócsökkentés meghosszabbítása.** Mivel 2025 augusztusáig biztosított lehet az amerikai gazdaság finanszírozása, de a kiadáscsökkentések vagy további adósságnövelés kérdésében nem lesz egyszerű egyezsége jutni. Mindez azonban **előrevetíti az amerikai költségvetési hiány további emelkedését, a jelenlegi GDP-arányos 6-7%-ról.** Az Institute of International Finance (IIF) májusi jelentése szerint a globális adósságszint 2025 első negyedében új rekordot ért el, 324 ezer milliárd dollár fölé emelkedett. Az IIF szerint aggodalomra ad okot az USA adósságszintje, és úgy vélik, az amerikai gazdaság finanszírozási igénye felfelé irányuló nyomást gyakorolhat a hozamokra, ami növelné a kamatkidadásokat is.

15. ábra: Az USA irányadó kamata



Forrás: Bloomberg

16. ábra: Keresési érdeklődés a Google-ben a recesszió szó iránt



Forrás: Google

Egy ilyen forgatókönyv mellett az inflációs kockázatok is növekednének. A jelentés kitért arra is, hogy elképzelhető, hogy a(z általános 10%-os) vámok végül csökkentik a kormányzati bevételeket, ha azok jelentős külföldi megtorlást váltanak ki. Az adósságok fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatok megjelenhetnek a hitelminősítésekben, de a piaci forrásbevonás költségeit is emelik nemcsak a tengerentúlon, de közvetve a feltörekvő országokban is.

Donald Trump amerikai elnök április 2-án „viszonossági vámok” rendszerét jelentette be szinte az összes kereskedelmi partnerével szemben. A bejelentést nyugodtan lehet történelmi jelentőségűnek nevezni, hiszen **az Egyesült Államok effektív vámszintje ezzel legalább az 1930-as évek elejének nivójára ugrra vissza** – amikor az USA akkori vezetése a nagy gazdasági világválság hazai termelőket sújtó hatásait úgy látta jónak kezelni, ha masszív vámokat vet ki a külföldi árukra. A konszenzusos álláspont szerint ezzel jelentősen tovább súlyosbította a válság negatív hatásait akkoriban.

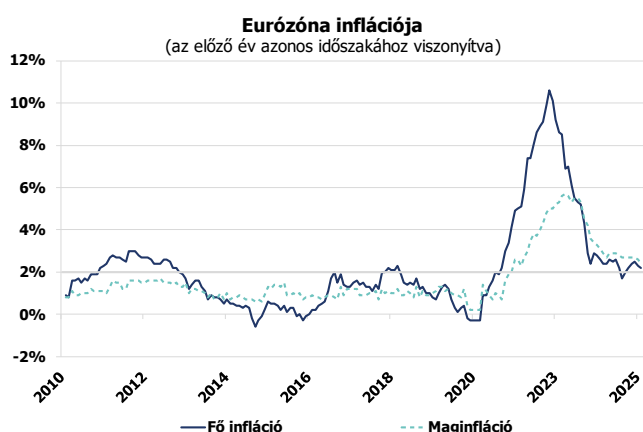
Az amerikai elnök április 9-én, az egy hete tartó részvénypiaci öntés, az eszkalálódó recessziós félelmek és a hirtelen emelkedni kezdő amerikai államkötvényhozamok láttán úgy döntött, hogy 90 napig csak 10%-os vámot vet ki mindenkre, ezzel jelentősen csökkentve a terhet, amit az azt megelőző héten bejelentett. Ez alól ugyanakkor Kína kivétel, akire ez után még nagyobb vámokat vetett ki az USA elnöke.

Azóta további biztató hírek érkeztek a kereskedelmi háborúval kapcsolatban. Az amerikai pénzügyminiszter, Scott Bessent azóta többször is a Kínával való lehetséges megállapodásokról beszélt és úgy tűnik, hogy erre Kína is nyitott. A többi ázsiai országgal is folynak a tárgyalások, Indiával például rövidesen megállapodhatnak. **Az amerikai elnök kommunikációja továbbra is csapongó,** egyszer a vámok enyhítésére utal, másik alkalommal pedig arról beszél, hogy neki nem sürgős a megállapodás. Az mindenesetre biztató, hogy **hosszú távon az ilyen magas mértékű vámok nem valószínű, hogy velünk maradnak.** Ezt erősíti meg **a május 12-én bejelentett megállapodások is,** miszerint **az amerikai vámok Kína ellenében 30%-ra, a kínai vámok pedig 10%-ra csökkennek.** A megállapodás május 14-től 90 napig van érvényben, **ezzel az USA átlagos vámszintje 15% körüli szintet ér el a Tax Foundation adatai szerint** (a megállapodás előtti becslések 25% körül alakultak). A recessziós félelmek ugyan csökkentek, de **a bizonytalanság miatt elmaradó beruházások és a termelésvisszafogás továbbra is alacsonyabb növekedési számokat eredményezhetnek** – habár az eddigieknél azért kedvezőbb számokat mutatnak a nemzetközi elemzések.

Az eurózóna gazdasági folyamatai

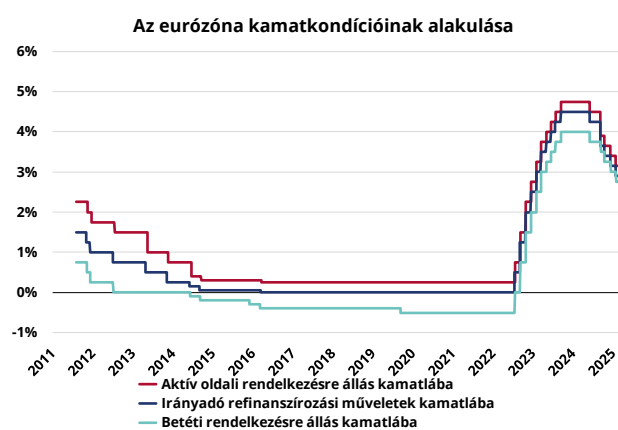
Az eurózóna gazdasága az **első negyedévben várakozások felett teljesített**, 1,2%-kal bővült éves összehasonlításban. Az előző negyedévhez viszonyítva 0,4%-os növekedést láthattunk, ami szintén kedvezőbb a vártnál. Európa legnagyobb gazdaságában, Németországban ismét lassult a gazdaság éves összehasonlításban, **az előző negyedévhez viszonyított 0,2%-os növekedés viszont biztató lehet**. A francia gazdaság 0,8%-kal, az olasz 0,8%-kal, a spanyol pedig 2,8%-kal nőtt év/év alapon. A későbbiekben az eurózóna gazdasága az amerikai vámok miatt nehezebb helyzetbe kerülhet. A vámok bejelentése után nagymértékű visszaesést láthattunk például a ZEW indexben és a Sentix befektetői hangulatindexében is, egyértelműen megfigyelhető volt a piaci hangulat romlása. **A vámháborús retorika enyhülésével ugyanakkor a Sentix hangulatindexe is javult, az áprilisi beszerzési menedzser indexeket pedig felfelé korrigálták az első becslés kedvezőtlenebb számai után.**

17. ábra: Az eurózóna éves inflációjának alakulása



Forrás: Bloomberg

18. ábra: Az eurózóna kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

Az eurózóna gazdaságára tekintve az is pozitív, hogy az új **német kormány** még március elején bejelentette az **adósságfék lazítását és egy 500 milliárd eurós infrastrukturális alap létrehozását** - bár ez inkább a **2026-os növekedésre lehet majd hatással**.

Az infláció januárban még emelkedett az euróövezetben, majd a későbbi hónapokban már azt láthattuk, hogy az áremelkedés **elkezdett az Európai Központi Bank 2%-os célértékéhez konvergálni**. Márciusban már **2,2%-os értéket közölt az Eurostat**, amihez főleg az energiaárak csökkenése és a szolgáltatások árának eddiginél kisebb mértékű növekedése járult hozzá leginkább. **Az áprilisi előzetes szám is 2,2% maradt.**

Az EKB az idei első negyedévben tovább folytatta kamatcsökkentési ciklusát, márciusban és áprilisban is kamatvágás történt, így már 2,25%-on áll a betéti ráta. A márciusi döntés során a Kormányzótanács megfogalmazta friss prognózisait is. A gazdaság továbbra is kihívásokkal küzd, ezért a növekedési prognózist

ismét lefelé korrigálták: 2025-ben 1,1%-ról 0,9%-ra, 2026-ban 1,4%-ról 1,2%-ra, a 2027-es várakozás nem módosult, 1,3%. A 2025-2026-os számok az alacsonyabb kivitelnél és gyenge beruházásnak tudhatók be. Az inflációt tekintve kissé magasabb, 2,3%-os emelkedésre számítanak, korábban csak 2,1%-kal számoltak idénre. Ennek háttérében az erősebb energiaár-dinamika állt, ugyanakkor azóta azt láthatjuk, hogy mind az energia, mind az olajárak csökkentek és az április 2-án bejelentett amerikai vámok is inkább a dezinfláció felé hathatnak Európában.

Az EKB elég bizonytalan helyzetben kényszerül a kamatokról dönteni. Az infláció ugyan közelít a 2%-os célértékhez, de ha az EKB túl alacsony kamatokat kezd alkalmazni, azoknak újra infláció emelő hatása lehet. A növekedési kockázatok emelkedtek, ami viszont a kamatcsökkentéseket indokolná. A kamatvárakozások a Liberation Day (Trump vámbejelentései) óta szignifikánsan lejjebb kerültek, a piac átmenetileg 1,5% körül várta év végére az EKB irányadó rátáját, holott március végén még az 1,75%-os kamatokat sem árazta egyértelműen a piac. Ugyanakkor **a május eleji, vámháborút enyhítő bejelentések ismét emelték valamennyire az idei év végére várt betéti ráta szintet**, ami újra inkább 1,75% a jelenlegi piaci várakozások alapján. Amennyiben a továbbiakban jelentkeznek a vámok dezinflációs hatásai és az energiaárak, valamint az olajárak sem emelkednek vissza a közeljövőben, akkor az EKB még mindig tudja folytatni a kamatcsökkentési ciklust. **Mi a korábbi 2,00% helyett jelenleg 1,75%-ra várjuk az EKB betéti rátáját 2025. év végére**, úgy véljük, hogy már közel lehet az a semleges kamatszint, ahol még éppen nem gerjeszt túl nagy inflációt a Kormányzótanács, de a vámok miatti növekedés visszafogottságát is ellensúlyozni tudja.

IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

A forintárfolyam alakulása

Korábbi előrejelzésünket, miszerint az euróval szembeni forintárfolyam 2025 év végére 410 forint alatt, de 400 forint felett alakulhat, továbbra is tartjuk. A 2025-ös évre vonatkozó átlagos árfolyamvárakozásunk 404 forint, míg 2026-ra 407,5 forintot prognosztizálunk az euró ellenében.

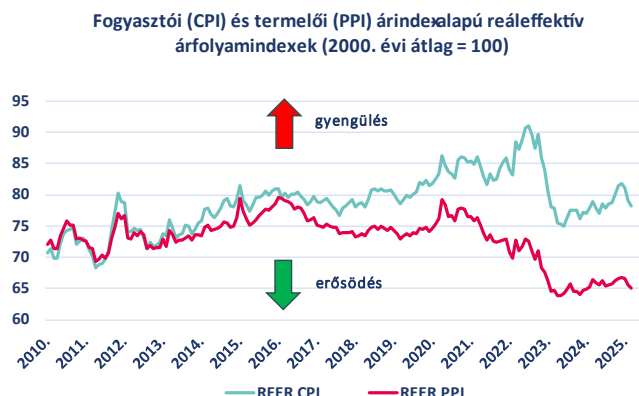
Az elmúlt három hónapban a kereskedelempolitikai feszültségek befolyásolták leginkább a hazai fizetőeszközt. Az amerikai kormányzat a kereskedelmi háború kirobbantásával extrém magasságba repítette a gazdaságpolitikai bizonytalanságot mérő indexeket, amely a nemzetközi befektetőket is arra készítette, hogy átstrukturálják portfólióikat. Ez a folyamat pedig jelentős dollárgyengülést hozott magával, amelynek a svájci frank, japán jen és az euró voltak a nyertesei. Az euró a 2025. január 10-i 1,025 körüli szintjéről 2025. április 21-re 1,15 fölé is erősödött a dollárral szemben, és jelenleg is 1,12 felett kereskedik az EUR/USD kereszt. Ebből kifolyólag míg a dollárral szemben a 2025 március elején látott 385 feletti árfolyamszintekről áprilisra érdemben 355 alá is le tudott szűrni a forint, addig az euró ellenében a márciusi szintekhez képest egy gyengébb, stagnáló magyar fizetőeszközt láthattunk. A forint 2025 április vége óta a 402-406 közötti szűk sávban kereskedik az euróval szemben, egyelőre irányt keresve.

A piaci turbulenciák ellenére a forint viszonylag stabil, amelyet a szigorú monetáris politika is támogat. Jelenleg Magyarországon a legmagasabb az alapkamat az EU-ban, Romániával megegyezően 6,5%. De a kormányzatnak sem érdeke most egy gyengébb forint, ugyanis az államadósság devizaaránya az első negyedév végén 30% felett alakult. Forintot támogató tényező maradt még a folyó fizetési mérleg többlete is. A forintgyengülés irányába mutató kockázat viszont a hitelminősítői kilátások romlása, amely egy romló költségvetési pálya esetén az adóbsesorolás rontásához vezethet.

A következő hónapokban a forint árfolyamát támogathatja a vámháború esetleges (az utóbbi napokban egyre valószínűbbnek tűnő) enyhülése, illetve egy esetleges tűzszünet Ukrajnában, amelynek az időzítése ugyanakkor nagyon kiszámíthatatlannak tűnik. De befolyásoló tényező lehet még az MNB kamatcsökkentési pályájával kapcsolatos kilátások változása, a költségvetés alakulása, és a hitelminősítői döntések is – az ezeket a tényezőket körüllegő bizonytalanság miatt azonban ezen fejlemények bármely irányba okozhatnak kilengéseket a forint árfolyamában.

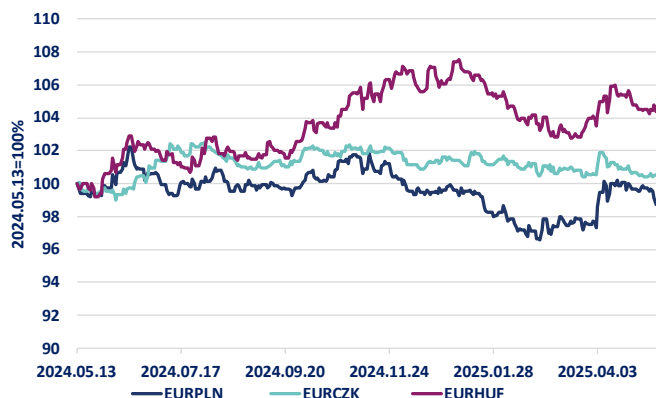
A felfelé és lefelé mutató kockázatok mérlegelése után nem látjuk indokoltnak a korábbi forintárfolyam előrejelzésünk módosítását, ugyanis nem érzékelünk nyomást sem egy tartós leértékelődés sem egy tartós felértékelődés irányában. A forint értékeltsége jelenleg a fundamentumoknak nagyjából megfelelően alakul.

19. ábra: A forint reáleffektív (REER) árfolyamindexei (2000. január = 100)



Forrás: MNB

20. ábra: Az EUR/régiós devizák relatív telj. (előző év azonos időszaka=100)



Forrás: Bloomberg

Magyar állampapírpia, hozamok

Az állampapíroknál a 2025-ös év első hónapjai elsősorban a lakossági piacról szóltak: a Prémium Magyar Állampapírok jelentős kamatfizetése után a piac közelről figyelte, hogy milyen mértékben akarják a háztartások fenntartani kitettségüket azok után, hogy ezt követően már csak jóval alacsonyabb mértékű kamatbevételel számolhatnak. **Az első négy hónap adatai alapján a lakosság névértéken még növelte is állampapír-kitettségét.** Ebben némileg a romló inflációs kilátások is „segíthettek”, hiszen így a befektetők nagyobb hányada szemében maradhatott vonzó a pénzromlástól védő konstrukció. Jól látszik, hogy az ÁKK az állampapírba fektetni kívánók számára olyan lehetőségeket, papírokat kínál, ami továbbra is vonzóvá teszi ezt a befektetéstípust, így nem várható, hogy egy lakossági roham következtében a költségvetésnek rövid távú problémái keletkeznének. A folyamatok eredményeképpen azonban **a lakossági értékesítésre vonatkozó nettó kibocsátási terv csökkent**, az ÁKK idén már csak nettó 915 milliárd forintot szeretne bevonni a lakosságtól, miközben tavaly még 1 323 milliárd forint volt a terv 2025-re. A csökkentést a jelentős mennyiségű visszaváltás mellett a lakossági finanszírozás magas költsége (magas kifizetendő kamatai) is indokolhatják az ÁKK részéről.

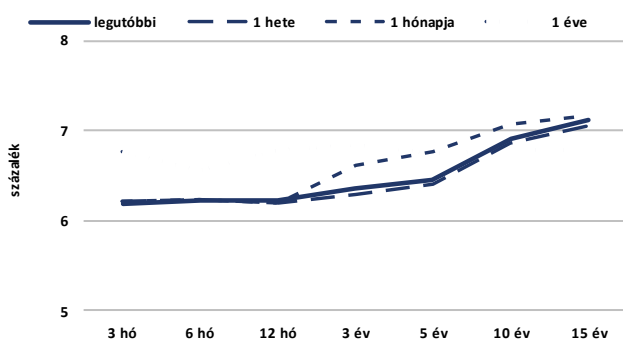
A nagybani piacon eközben jelentős keresletet lehetett tapasztalni az első negyedévben, ami áprilisban is folytatódni látszott, az ÁKK rendszeresen a tervezett mennyiség felett tudott kibocsátani 5 és 10 éves papírokat az aukciókon. Az első negyedév végi finanszírozási terv teljesítési jelentésében az ÁKK közzé is tette, hogy az intézményi piacon a forintkötvények tervezett kibocsátási mennyiségét felemelte erre az évre: a korábbi, 4 742 milliárd forint helyett 5 151 milliárd forintot tervez kibocsátani az adósságkezelő ilyen papírokból idén. **A vámháború, illetve az elmúlt hónapok piaci megrázkódtatásai ellenére a kereslet tehát egészségesnek mondható a hazai állampapírpiacon.** Ebben ugyanakkor erőteljesen közrejátszik az is, hogy a **bankszektor folyamatosan növeli állampapír állományát:** 2025. március végén 31%-kal (3 300 milliárd

forinttal) nagyobb értékben tartottak a hitelintézetek állampapírt, mint egy évvel korábban. Erre az extraprofitadó felezésének lehetősége is sarkallja a bankokat.

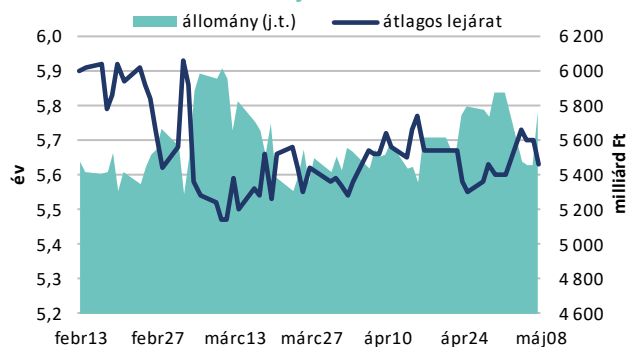
A forintos hozamszintek eközben az elmúlt hónapokban erőteljes hullámváz mellett mérsékelt emelkedő trendben voltak. 2025-ben eddig nagyjából 6,5% és 7,2% között hullámozott a 10 éves, forintban denominált állampapírhozam, a német Bund fölött a legutóbbi napokban 430 bázispont környékén járt a felár. Ez nagyjából megfelel az elmúlt 6 hónap átlagának. A 10 éves forinthez 10 éves kamatswap feletti spread-je azonban egyértelműen emelkedésnek indult, május közepe táján 40-50 bázispont körül mozgott, miközben április végére 6,4% alá, évi minimumára esett a 10 éves forint kamatswap. A felár az év első 1-2 hónapjában még negatív is volt, tehát az emelkedés mértéke mindenképpen figyelemre méltó, ugyanakkor a 2010-es évek második felében ennél jóval szélesebb felárakat is láthattunk. Bár **a spread emelkedése tükrözheti a kockázati felár emelkedését, egyelőre ennek mértéke nem tűnik aggasztónak**, és a kormány felől érkező hírek sem utalnak arra, hogy további, jelentős költségvetési élénkítés miatt esetlegesen erőteljes hozamemelkedéseket lássunk 2025-ben. Ugyanakkor **idén év végéig a jelenlegi, 6,9-7% körüli szintekről csak mérsékelt hozamcsökkenést prognosztizálunk a 10 éves forintos állampapírhozamban.**

Ami a **devizakötvények** piacát illeti, **az év eleji, jelentősebb kibocsátások után az ÁKK takaréokra kapcsolt**, amit az is indokol, hogy a devizaarány 30% fölé emelkedett az első negyedév végére. Idén még várható némi devizakibocsátás (pl. tervben van egy Panda kötvény), de **az éves devizakibocsátási terv április elejére már meghaladta a 70%-ot, azaz az év hátralévő részére már nem kell sok, hogy a terv teljesüljön.** A visszafogottabb devizakibocsátást segíti az is, hogy az első negyedév végi adatok szerint 2026 végéig körülbelül 1,3 milliárd eurónyi devizaadósság jár le csupán, ami jelentősen alulmúlja a szokásos szintet (ami több milliárd euró is szokott lenni, egyetlen évben). Így **a forintadósság kibocsátásán lehet elsősorban a hangsúly, ami miatt a devizaarány 30% alá visszacsökkenése várható a következő hónapokban, negyedévekben.**

Ami a hozamokat illeti, a devizakötvények piacán az áprilisi eleji, Trump-féle Liberation Day környékén jelentős hozamemelkedést lehetett látni, ugyanakkor azóta megnyugodtak a kedélyek. A 2035 júniusában lejáró eurós devizakötvény jelenleg 4,8-4,9% körüli hozamszinten forog, ami ugyan meghaladja a márciusban látott, 4,5-4,7% körüli hozamokat, de elmarad az április első felében látott, 5,2%-ot közelítő szinttől.

21. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása


Forrás: Bloomberg, ÁKK

22. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és lejárat


Forrás: Bloomberg, MNB

23. ábra: Az ÁKK célrendszere és a legutóbbi állapot az államadósság karakterisztikájára vonatkozóan

	ÁKK célérték 2025	2025.03.31*	2021.12.31*
Államadósság devizaaránya	maximum 30%	30,3%	20,4%
Devizaadósság összetétel (devizaswapok után)	100% EUR	100% EUR	100% EUR
Átlagos lejáratidő (ATM)	minimum 5,5 év	5,6 év	5,1 év
Átlagos átárazódásig hátralévő idő (ATR)**	minimum 4,0 év	4,6 év	4,5 év
Fix kamatozású papírok aránya	60-80%	69,2%	81,5%
Lakossági állampapírok aránya	20-25%	20,9%	24,5%
Zöldkötvények aránya	-	5,0%	-

*Forrás: ÁKK

**Az a súlyozott átlaggal korrigált időmérték, amíg az adósságportfólió összes elemére új kamatláb fog vonatkozni

A jelen kiadvány készítői



Árokszállási Zoltán, CFA

Elemzési Centrum vezető

Arokszallasi.Zoltan@mbhbank.hu



Balog-Béki Márta

Szenior tőkepiaci elemző

Balog-Beki.Marta@mbhbank.hu



Rodic Ádám

Makrogazdasági elemző

Rodic.Adam@mbhbank.hu



Sümegi Ákos

Makrogazdasági elemző

Sumegi.Akos@mbhbank.hu

A hazai ingatlanpiaci kilátásokról szóló fejezet készítésében Horti Flóra szenior stratégiai elemző is részt vett.

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MBH Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina körút. 55. sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.
2. Jelen kiadvány a 2014/65/EU irányelv, és a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alkalmazásában marketingközleménynek minősül. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen kiadvány nem minősül a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete szerint a befektetéssel kapcsolatos kutatás követelményeinek megfelelő befektetési elemzésnek. A jelen dokumentumban közölt megállapítások nem objektív és nem független magyarázatot tartalmaznak. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen marketingközleménynek minősülő dokumentum nem a befektetéssel kapcsolatos kutatás függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült és nem érinti a befektetéssel kapcsolatos kutatás terjesztését, közzétételét megelőző kereskedésre vonatkozó tilalom. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek, és a jelen tájékoztatás nem teljes körű.
3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak, abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelemztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat.
5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamok, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körülmények mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját!

További tájékoztatás elérhető a Bank fiókjaiban, valamint az mbhbank.hu honlapon.

6. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.
7. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal.
8. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjesztetni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.
9. Ezt az üzenetet azért kapta, mert korábban feliratkozott hírlevelünkre vagy hozzájárult ahhoz, hogy Önt a Bank marketingcélú üzenetekkel megkeresse. Amennyiben a továbbiakban nem kíván tájékoztatást kapni az MBH Banktól, megadott hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja. A vonatkozó adatkezelésekről, illetve az Önt megillető jogokról, azok gyakorlásának módjáról, valamint a jogorvoslati lehetőségekről további tájékoztatást a www.mbhbank.hu/adatvedelem honlapon található Általános adatkezelési tájékoztatóban, valamint a 06 80 333 660-as zöld számon kaphat. Amennyiben nem kíván a továbbiakban híreket, üzleti ajánlatokat kapni, hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a tebankar@mbhbank.hu e-mail címen, illetőleg a 06 80 333 660-as zöld számon. Hozzájárulását visszavonhatja postai úton is az MBH Bank Nyrt., 1134 Budapest, Kassák Lajos u. 16-18. címére küldött nyilatkozatával, amelyen kérjük, hogy jól olvashatóan tüntesse föl nevét, lakcímét és azt, hogy a közvetlen üzletszerzési célú (direkt marketing) megkeresések tiltását kéri. Az adatkezelésre vonatkozó tájékoztatás elérhető a bankfiókokban és a www.mbhbank.hu/adatvedelem honlapon.
10. Az alkalmazott értékelési eljárások:

A GDP számításához a GDP termeléséhez hozzájáruló ágazatokra készített előrejelzéseket negyedéves bontásban, figyelembe véve a negyedéves dinamikákat, bázishatások, valamint áthúzó hatásokat. Az egyes ágazatokat a súlyuknak megfelelően vesszük figyelembe, majd korrigáljuk a naptárhatással. Ezt végül összhangba hozzuk a GDP felhasználási oldali tényezőivel – fogyasztás, kormányzati fogyasztás, beruházások, készletek, valamint export-import egyenleg-, amelyek esetében szintén megbecsüljük az egyes komponensek negyedéves dinamikáit is.

Az inflációs előrejelzés készítésénél a fogyasztói árindex komponenseit havi bontásban jelezzük előre, amiket a fogyasztói kosárban betöltött súlyukkal vesszük figyelembe.