MBH BANK

NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ

2025. szeptember

Tartalom

ÖSSZEFOGLALÓ 3

II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK 8

Gazdasági növekedés 8

Foglalkoztatottság, bérdinamika 11

Infláció 12

Monetáris politika, jegybanki alapkamat 13

Költségvetési folyamatok 14

Ingatlanpiac 17

III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK 19

Az USA gazdasági folyamatai 19

Az eurózóna gazdasági folyamatai 22

IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP 24

A forintárfolyam alakulása 24

Nemzetközi hozamkörnyezet, magyar állampapírpiac 25

A JELEN KIADVÁNY KÉSZÍTŐI 28

LEZÁRVA: 2025. szeptember 11-én 16:00-kor.

ÖSSZEFOGLALÓ

Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

GDP-növekedés

A magyar gazdaság 2025 első negyedéves váratlanul gyenge teljesítményét **a második negyedévben érkezett, az előzetes várakozásokat némileg meghaladó GDP-adat követett.** Nyers adatok alapján az éves bázison mért növekedés csupán 0,1%-os volt, míg szezonálisan és naptárhatással kiigazítva 0,2%-os, az előző negyedévhez képest pedig 0,4%-os bővülést mutatott a gazdaság. Összességében a 2025 első féléves GDP nyers adatok stagnálást, a kiigazított mutatók pedig 0,1%-os visszaesést jeleztek az egy évvel korábbi azonos időszakhoz képest. **Ennek hatására éves növekedési előrejelzésünket a május elején általunk közzétett 1,1%-ról 0,8%-ra módosítottuk lefelé, még augusztus legelején.**

A nemzetközi környezetben továbbra is **jelentős kockázatot jelentenek a vámháborúk**, bár az **Egyesült Államok és az EU közötti kereskedelmi megállapodás enyhített a feszültségeken**, egy egységes 15%-os vámplafont bevezetve az EU-ból származó árukra. Ez az intézkedés ugyan kedvezőtlen a vámmentességhez képest, de megakadályozott egy súlyosabb eszkalációt. **Az európai gazdaságélénkítő programok hatása inkább csak 2026-tól várható, miközben jelenleg a megnövekedett vámok negatív hatásai dominálnak.** Magyarország legfontosabb kereskedelmi partnere, Németország gazdasága gyengélkedik, az ipari megrendelések és az export is csökkenést mutatnak, ami érdemben visszaveti a magyar exportot. Biztató ugyanakkor, hogy **a német és az euróövezeti feldolgozóipari beszerzési menedzser indexek az elmúlt hónapokban többéves csúcsra emelkedtek**, ami növeli az esélyét, hogy 2026-ban valódi kilábalás érkezhet az évek óta tartó gyengélkedés után exportpiacainkon. Belföldön az egyes ágazatok eltérő teljesítménye alakította a GDP-t. **A szolgáltatások, főként az információs és kommunikációs szektor, illetve a kiskereskedelem és vendéglátás növekedése támogatta a gazdaságot, míg az ipar és a mezőgazdaság jelentős visszaesést szenvedett el**, ami főként a gyenge külső kereslettel és kedvezőtlen időjárási viszonyokkal magyarázható. **Az erősödő háztartási és kormányzati fogyasztás mérsékelte a visszaesést, azonban a beruházások továbbra is csökkennek** az EU-s támogatások akadozása és a geopolitikai bizonytalanságok okán.

A 2026-ra vonatkozó GDP növekedési előrejelzésünk 2,9%, míg 2027-re 3,1%-os gazdasági növekedésre számítunk, amit a nemzetközi feszültségek enyhülése, a magyarországi multinacionális beruházások termőre fordulása és kormányzati ösztönző programok támogatnak. Ugyanakkor a kormány gazdaságélénkítési mozgástere szűkös, így a növekedés motorjai elsősorban a külső tényezők és a belföldi fogyasztás maradhatnak, illetve 2026-ban már a beruházások mérsékelt emelkedésére is számítunk. 2025 első félévének adatai rávilágítanak arra, hogy a magyar gazdaság számos kihívással néz szembe, de a jövő évben optimistább kilátásokkal számolunk.

Munkaerőpiac

Júliusban a korábbi hónapok gyengesége után váratlanul erős foglalkoztatotti adatot láttunk, egy hónap alatt 30 ezer fővel bővült a foglalkoztatottak száma; **de tartós pozitív trendfordulóra csak akkor lehet számítani, ha a gazdasági növekedés is érezhetőbben magára talál**. Ugyanakkor a **munkaerőpiacok reakcióideje kifejezetten lassú**, a beálló reálgazdasági változások 9-12 hónapos késéssel jelenhetnek meg a munkaerő iránti keresletben. Idővel a vállalatok bizonytalanságának enyhülésével újra elindulhat a munkaerő toborzása. Először stabilizálódást kellene látnunk a munkaerőpiacon, ezt követően indulhat el a foglalkoztatottság növekedése és a munkanélküliségi ráta csökkenése. **2025-re továbbra is 4,4%-os, 2026-ra 4,2%-os átlagos munkanélküliségi rátával számolunk.**

Infláció

Az elmúlt hónapokban is a jegybanki célsávon kívül mozgott az infláció. Az **árrésstop bevezetése ugyan segített kordában tartani az árszínvonalat**, de egyelőre továbbra is erősek a vállalati átárazási szándékok az MNB szerint. A nyári hónapok átmeneti dezinflációja után őszre ismét 4,5% körül **alakulhat az infláció, majd decemberre ismét 4%-ot megközelítő szintet érhet el. A kilátásokat tekintve jó jel, hogy a maginfláció tovább csökkent**, 3,9%-os augusztusi éves szintű növekedése négy éve nem látott alacsony szintet jelent. Fontos lenne látni, hogy **a lakosság inflációs várakozása a következő hónapokban fokozatosan csökken**, mivel az jelenleg még mindig magas. A bizonytalan munkaerőpiaci környezet mérsékelheti a vállalatokon a bérköltség irányából érkező nyomást, emellett **a forint stabilizálódása is a dezinflációt segítheti**. **Az árrésstop** kivezetésének lakosságra való negatív, áremelő hatásai miatt érdemi annak a valószínűsége, hogy az intézkedés tartósabban velünk maradhat, és **legkorábban valamikor 2026-ban szűnhet csak meg.** A 2026-os jövedéki-adó emelés tervezett féléves elhalasztása pedig az üzemanyagárakat tolhatja magasabbra majd jövő nyáron. **2025-ben 4,5%-os átlagos inflációs rátával számolunk, 2026-ra pedig 3,9%-os inflációs rátát várunk**.

Monetáris politika

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa már egy éve 6,50%-on tartja az alapkamatot és nagyon úgy tűnik, hogy ez még legalább hónapokig nem is fog változni. Ennek fő oka, hogy az infláció továbbra is célsávon kívül mozog, a forint jelenlegi stabilitása pedig egy túlzottan korai kamatcsökkentés hatására biztosan meginogna. Jelenleg 6,50%-os hazai alapkamatot várunk 2025 év végére. Tekintve, hogy várakozásunk szerint az EKB is csökkenti még egyszer a kamatokat, a Fed pedig várhatóan 3% közelébe (akár ez alá) csökkenti az irányadó rátát 2026 végére, **az MNB előtt idővel egyre nagyobb tér nyílhat majd a kamatcsökkentésekre. 2026-ban már elindulhat a kamatcsökkentési ciklus, de akkor is csak nyáron**. Jövő év végére 6,00%-os alapkamattal számolunk, 2027-ben pedig 5,00%-ig csökkentheti az irányadó rátát a Monetáris Tanács. Ugyanakkor mivel az árfolyam stabilitása az inflációs folyamatok mellett az inflációs

várakozások szempontjából is kulcsfontosságú, ezért **az MNB vélhetően nagyon fog figyelni arra, hogy ne kockáztasson meg forintgyengülést egy kamatcsökkentés hatására.**

Forintárfolyam

Májusi előrejelzésünket, miszerint az euróval szembeni forintárfolyam 2025 év végére 410 forint alatt, de 400 forint felett alakulhat, július végén már lefelé (azaz az erősebb forint irányába) módosítottuk, ezt a módosítást pedig továbbra is tartjuk. **2025 év végére 397,50 forintos euróárfolyamot prognosztizálunk**. A **2025-ös évre vonatkozó átlagos** árfolyamvárakozásunkat erősebb irányba, **401 forintra**, míg **2026-ra 400,30 forintra** változtattuk az **euró ellenében**.

Az elmúlt három hónap devizapiaci folyamatai a dollárgyengülésről és az ezzel párhuzamos forintfelértékelődésről szóltak. **Június elején még 1,143 körül kereskedett az euró-dollár kereszt, amely szeptember elejére 1,17 fölé emelkedett. Ezzel párhuzamosan az euró-forint árfolyam a június eleji 403 feletti szintről szeptember elejére 391 alá is benézett.**

A forint erősödése mögött nemzetközi és hazai tényezők állnak. Nemzetközi szinten a Fed kamatvágási várakozásai, az amerikai munkaerőpiac gyengülése és a politikai bizonytalanságok gyengítették a dollárt, miközben az Európai Központi Bank óvatosabb politikát folytatott. Hazánkban a magas, 6,5%-os jegybanki alapkamat és a szigorú MNB-hangnem támogatta az árfolyam erősödését. **Az MNB elnökének kijelentése, miszerint a gyenge forint már nem előnyös a felzárkózás szempontjából és árfolyamstabilitásra van szükség, tovább erősítette a forintot.**

Kockázatként említhetők a közelgő választások miatt tervezett szociális és adóintézkedések, amelyek fiskális aggodalmakat vetnek fel. Emellett, több éves távon kérdéses, hogy megmaradhat-e a 400 forint alatti euróárfolyam, tekintettel arra, hogy **az euróövezethez összehasonlítva továbbra is jelentős az inflációs különbözet**, emiatt pedig a reálárfolyam egy stabil nominálárfolyam mellett valójában felértékelődik, amelynek (jelentős reálgazdasági konvergencia hiányában) az egyensúlyi mértéke mérsékelt lehet. Fontos továbbá, hogy **jelenleg a forint nominális árfolyama az MNB politikája miatt tekinthető viszonylag erősnek**, azonban ha az alapvető inflációs folyamatokat sikerül végül moderáltabb mederbe terelni és az inflációs várakozások is lecsökkennének, úgy az MNB végre elkezdhetné a kamatcsökkentéseket, ami mérsékelné a forint jelenleg egyik legfontosabb támaszát.

Államháztartás

A vártnál gyengébb gazdasági és **a már bejelentett kormányzati intézkedések nyomán** úgy gondoljuk, hogy **a kormány a jelenlegi hivatalos, 4,1%-os eredményszemléletű hiánytervét nem fogja tudni idén tartani.** A tavalyi 4,9%-os eredményszemléletű hiánynál azért valószínűleg mindenképpen alacsonyabb számot láthatunk majd év végén, hiszen az állampapírkamatok miatt felmerülő kiadások csökkennek ebben az évben, ami jelentősen javítja az egyenleget. **Várakozásunk szerint az idei hiány a GDP 4,6%-a körül alakulhat eredményszemléletben.** A kormány részéről nem kizárható, hogy érkeznek még fogyasztás- és gazdaságélénkítő intézkedések idén és jövő év elején, amelyeknek lehetnek költségvetésre gyakorolt hatásai. Mindezek figyelembevételével **2026-ra nem számolunk hiánycsökkenéssel, sőt várakozásunk szerint az eredményszemléletű hiány jövőre is a GDP 4,8%-a körül alakulhat**.

Az államadósság GDP-arányos rátája Magyarországon idén kismértékben emelkedhet 2024-hez képest. Ennek a gyenge GDP növekedés és a relatíve magas költségvetési hiány az oka. Az adósságráta növekedésének mértékét azonban idén csillapíthatja, hogy **a forint árfolyama év végén a tavalyihoz képest érezhetően erősebb lehet: tavaly az év végi EURHUF kereszt 410,09 volt, idén év végén várakozásunk szerint ennél a szintnél körülbelül 3%-kal erősebb lehet**. Mivel az államadósság devizaaránya 30% körül alakul, ekkora forinterősödés önmagában 0,7-0,8 százalékponttal javíthatja az adósságrátát ahhoz képest, mintha nem lenne forinterősödés. Jövőre azonban erre a hatásra már nem számítunk, így **2026 végére az államadósság GDP-arányos rátája az idén várhatóhoz képest csak mérsékleten, pár tized százalékkal csökkenhet**. A GDP bővülésének üteme várhatóan jelentősen nő jövőre, ugyanakkor a költségvetési hiány eredményszemléletben kismértékben növekedhet, ami lassítja az adósságkonszolidációt.

Magyar alappályabeli előrejelzések táblázata						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	TÉNY			ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	4,3	-0,8	0,5	0,8	2,9	3,1
Háztartási fogyasztás, %	6,6	-0,3	3,5	3,4	3,7	3,4
Állóeszköz-felhalmozás, %	0,7	-7,7	-11,1	-6,1	3,8	3,9
Export, %	10,7	1,7	-3,0	0,7	4,0	5,4
Import, %	10,7	-3,4	-4,0	1,6	4,3	5,1
Ipari termelés, %	6,1	-5,5	-4,0	-2,0	5,4	6,9
Építőipari termelés, %	1,6	-5,3	-0,4	2,8	5,2	6,5
Kiskereskedelmi forgalom, %	5,0	-7,7	2,8	2,8	4,9	3,7
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	14,5	17,6	3,7	4,5	3,9	3,8
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	8,2	7,0
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-6,2	-6,7	-4,9	-4,6	-4,8	-4,1
Bruttó államadósság, GDP %-a	73,9	73,0	73,5	73,7	73,6	73,1
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	-8,2	0,2	2,2	1,9	1,7	2,0
Pénzpiaci előrejelzések összefoglalása						
EUR/USD év végi	1,0705	1,1039	1,0354	1,16	1,20	1,20
EUR/HUF év végi	400,25	382,78	410,09	397,5	405,0	410,0
EUR/HUF éves átlag	391,33	381,95	395,20	401,0	400,3	407,5
USD/HUF év végi	375,68	346,44	393,60	342,65	337,5	341,65
USD/HUF éves átlag	373,12	353,25	365,24	356,5	339,25	339,6
MNB alapkamat év végi	13,00%	10,75%	6,50%	6,50%	6,00%	5,00%
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%	3,00-3,25%	3,00-3,25%
3-hónapos BUBOR év végi	16,18%	9,96%	6,50%	6,50%	5,85%	4,95%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	9,73%	5,78%	6,07%	6,65%	5,95%	5,35%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	8,98%	5,86%	6,55%	6,90%	6,20%	5,60%

II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK

Gazdasági növekedés

A magyar gazdaság 2025 első negyedéves váratlanul gyenge teljesítményét **a második negyedévben már az előzetes várakozásoknál kedvezőbb GDP adat közlése követte**, az éves bázison mért növekedés nyers adatok szerint 0,1%, szezonálisan és naptárhatással kiigazítva 0,2%, míg az előző negyedévhez képest a szezonálisan kiigazított adat 0,4%-os bővülést jelzett. Összeségében tehát **2025 első félévében a GDP** a nyers adatok szerint **stagnált**, a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint 0,1%-kal alulmúlta a 2024 azonos időszakit. **A magyar gazdaság első féléves teljesítményének értékelését követően a májusban kiadott idei éves növekedési várakozásunkat már augusztus legelején 1,1%-ról 0,8%-ra, lefelé módosítottuk, amit egyelőre tartunk**

A külső tényezők közül a **vámháború kockázatai** továbbra is kulcsszerepet játszanak, ugyanakkor a bizonytalanság valamelyest csökkent az első negyedévhez képest, az Egyesült Államok és az EU között létrejött kereskedelmi megállapodásnak köszönhetően. Az említett megállapodás értelmében az EU-ból származó árukra vonatkozó egységes, átfogó 15%-os amerikai vámplafon került megállapításra. Ez még mindig kedvezőtlenebb, mint egy vámmentes forgatókönyv, de a tárgyalások eredményeként elkerülhetővé vált a még ennél is károsabb eszkaláció. Örvendetesek továbbá a bejelentett **európai gazdaságélénkítő programok**, azonban ezeknek hatásai inkább csak 2026-tól húzhatják felfelé a gazdasági növekedést. Jelenleg a külső környezetben a megemelt vámok negatívumait érzékeljük. A hazánk szempontjából legfontosabb kereskedelmi partner Németországban az Egyesült Államokba irányuló 2025 júliusi export 7,9%-kal csökkent az előző hónaphoz képest. Kedvezőtlen továbbá, hogy a legfrissebb adatok szerint a német ipari megrendelések harmadik hónapja egymás után, 2025 júliusában váratlanul, 2,9%-kal tovább csökkentek. **A gyenge külső kereslet az erős belföldi fogyasztással együttesen pedig az exportét meghaladó importdinamikát jelentett a magyar gazdaság számára 2025 első félévében.** Míg a nyers adatok szerint az export év/év alapon átlagosan 0,6%-kal csökkent az említett időszakban, addig az import átlagosan 2%-kal nőtt. Az **import növekedése 2025 második negyedévében volt igazán látványos** a maga 4%-os év/év alapú növekedésével, amely az erős háztartási (4,5%-os év/év alapú növekedés) és kormányzati fogyasztásnak (9,8%-os év/év alapú növekedés) tudható be, illetve vélhetően összefügg a bruttó felhalmozás nagy megugrásával, amit a készletek növekedése okozhatott.

Mindeközben a beruházások szempontjából az EU-s forrásbeáramlás megakadása és az orosz-ukrán háború lezárásnak késlekedése továbbra is negatív tényezőkként vannak jelen. A bruttó állóeszköz-felhalmozás csökkenési üteme lassult 2025 második negyedévében, 7%-kal esett vissza év/év alapon. Eközben a belföldi tényezők közül az első féléves gyenge teljesítményre az ágazatok közötti eltérő dinamika ad magyarázatot.

A belföldi tényezőket vizsgálva a lassú GDP növekedési ütem egy kettős gazdasági szerkezetet tükröz: miközben **bizonyos szektorok – elsősorban szolgáltatások – érdemben támogatták a bővülést, addig más ágazatok, különösen az ipar és a mezőgazdaság, jelentős fékezőerőt jelentettek**. A termelési oldali bontás világosan mutatja, hogy a gazdasági teljesítményt alapvetően a szolgáltatások tartották fenn. A szektor 1,2%-kal nőtt 2025 első félévében 2024 azonos időszakához képest, de az ágazaton belül kiemelendő az információ és kommunikáció, amely 2025 második negyedévében év/év alapon 6,3%-kal nőtt, valamit pozitívan járult hozzá a növekedéshez a kiskereskedelem és a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás is. **A pozitív oldalon említést érdemel az építőipar is**, amely a 2025 második negyedéves erős teljesítménye által (4,3%-os év/év alapú növekedés) összeségében hozzájárult az első féléves GDP növekedéséhez, részben az állami és infrastrukturális beruházások élénkülésének köszönhetően. Ezzel szemben **az ipar 3,6%-kal, a mezőgazdaság pedig 6,8%-kal esett vissza év/év alapon 2025 első félévében**. Az ipar gyengélkedése mögött főként a feldolgozóipari exportorientált ágazatok gyenge külső kereslete áll, míg a mezőgazdaságot a kedvezőtlen időjárási feltételek sújtották.

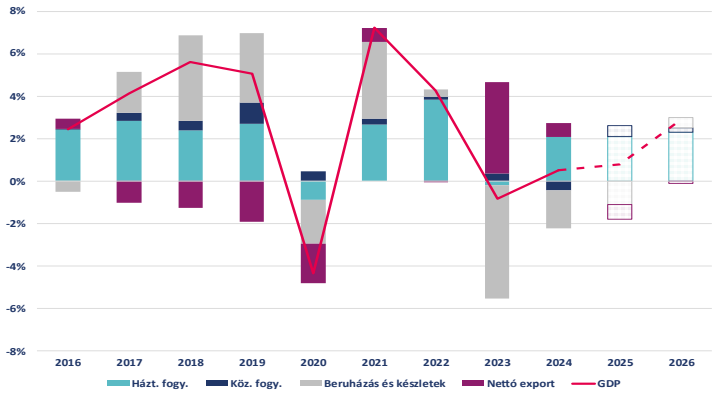
Felhasználási oldalon a háztartások fogyasztása viszont stabilizáló tényezőként mérsékelte a további visszaesést a maga 4,5%-os év/év alapú növekedésével 2025 második negyedévében, és a továbbiakban is fontos növekedéstámogató tényező maradhat. A fogyasztás növekedését segíti a reálbérek növekedése, a lejárt állampapírok után megvalósult kifizetések, a családi adókedvezmény emelése és a munkáshitel konstrukció, szeptembertől az Otthon Start Program, míg a későbbiekben a kormány SZJA csökkentése is hozzájárulhat a fogyasztás élénküléséhez. A **beruházások** azonban az alacsonyabb kapacitáskihasználtság, a gyenge külső kereslet, a vámháború és az orosz-ukrán háború miatti bizonytalanság miatt **tovább rontották a magyar GDP-t**. 2025 első félévében éves alapon 8,3%-os csökkenés következett be a bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében.

Az áthúzódó hatások miatt a jövő évi GDP előrejelzésünk kiigazítására is szükség volt, amit már a nyár folyamán végrehajtottunk. **2026-ra 2,9%-os, 2027-re pedig 3,1%-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 költségszintjük, ami a termelés felfutását és az exportorientált ipari ágazatok helyreállását 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, továbbá az Otthon Start Programtól is az építőiparon keresztüli pozitív GDP hatásra számítunk. A vámháború kapcsán az Egyesült Államok és az EU viszonylatában nem számítunk eszkalációra és 15%-os általános vámszinttel kalkulálunk.

Így 2025 végére jelenleg 1,5% körüli éves reál GDP-növekedés tűnik elérhetőnek, míg 2026 első felében 2,5-3% közötti éves növekedési rátát várunk. A háztartási fogyasztást támogathatja a gyermekesek SZJA mentességének kiterjesztése, a jövőre továbbra is magas ütemű béremelés (amit a fegyverpénz és a minimálbér várhatóan jelentős további emelése is támogat), valamit az élénk lakossági hitelezés. Külső tényezőként pedig a német kormány fiskális lazítása és az eurózóna gazdasági aktivitásának javulása, valamint a kedvezőbb kamatkörnyezet lehet pozitív hatással a magyar kivitelre, különösen a járműiparra és a kapcsolódó beszállítókra. A beruházások esetében 2026-tól számítunk emelkedésre.

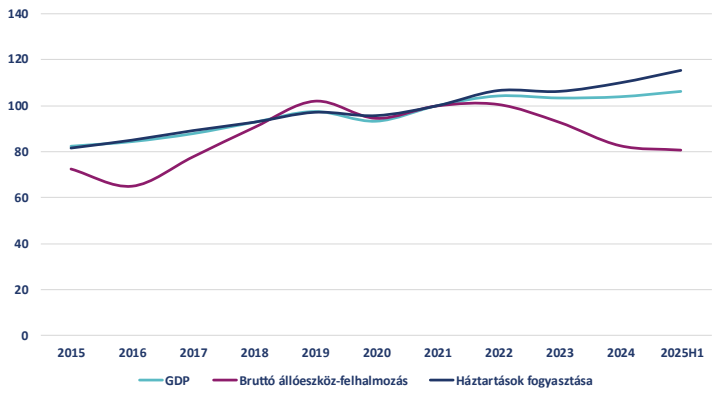
A hazai és európai gazdasági kilátásokat a relatíve alacsonyan álló energiaárak támogathatják, ugyanakkor az orosz-ukrán konfliktus továbbra is bizonytalanságot okoz. Németország kormánya gazdaságélénkítő intézkedéseket vezet be, ami javíthatja a külpiaci konjunktúrát és ezáltal a magyar növekedési kilátásokat is. Ugyanakkor a magyar fiskális mozgástér továbbra is viszonylag szűkös, egy esetleges leminősítés veszélye korlátozza a további élénkítő lépéseket. **2025 első két negyedévének adatai egyértelműen mutatják, hogy a magyar gazdaság továbbra is jelentős kihívásokkal néz szembe, amelyeket a globális és hazai tényezők egyaránt befolyásolnak. A 2026-ra vonatkozó növekedési várakozások kedvezőbbek, amelyhez a multinacionális cégek beruházásainak beérésével, a vámháború lehetséges enyhülésével és az európai kereslet élénkülésével számolunk. Mindazonáltal a kormányzat számára korlátozottak a további gazdaságélénkítési lehetőségek.**

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

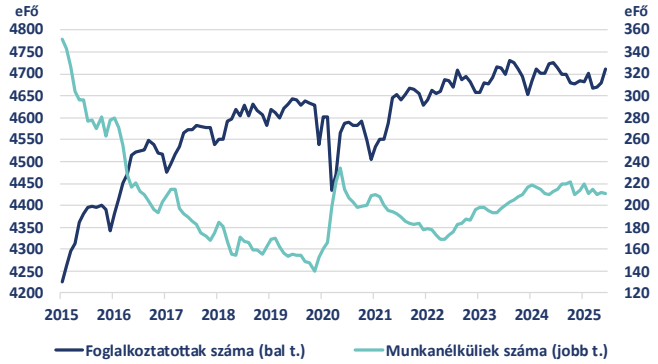
Foglalkoztatottság, bérdinamika

Júliusban a korábbi hónapok gyengesége után váratlanul erős foglalkoztatotti adatot láttunk. 4 millió 712 ezer fő volt a foglalkoztatottak száma a 15-74 év közötti munkaképes korú népesség körében. A 30 ezres havi bővülés ellenére ez a szint még 14 ezerrel elmarad a tavaly júliusitól. Emellett a munkaerőpiaci trendet jobban mutató háromhavi adatokban is elmozdulást láthattunk a többéves mélypontról. Kedvező az is, **hogy tovább bővült a gazdaságilag aktívak száma**, tehát a potenciális munkaerőállomány. A foglalkoztatás növekedését korlátozhatja ugyanakkor, hogy a 15-74 éves korú népesség, tehát **a munkaképes korosztály egy év alatt nagyjából 65 ezer fővel csökkent** és júniushoz képest is megfigyelhető némi visszaesés. A **munkanélküliségi ráta júliusban is 4,3%-on maradt**, a háromhavi adatokban 4,5%-ról 4,3%-ra jött le a mutató. A téli hónapokra jellemző szezonális emelkedés után **áprilistól már csökkent az álláskeresők száma**, ez a tendencia **júliusban megfordult és enyhe növekedést mutatott**.

A legutolsó rendelkezésre álló adatok bíztatónak tűnnek, de **tartós pozitív trendfordulóra csak akkor lehet számítani, ha a gazdasági növekedés is érezhetőbben magára talál**. Az elmúlt hónapokat erőteljesen befolyásolta nemcsak itthon, hanem a fejlett piacokon is, hogy a vámokkal kapcsolatos bizonytalanság közepette a vállalatok kivárhattak a beruházási döntésekkel, vagy el is halaszthatták azokat. Azt fenntartjuk, hogy az év vége felé a gazdaságban megindulhat a felívelés és a gazdaság éledezését idővel a munkaerőpiac is követheti. Ugyanakkor a **munkaerőpiacok reakcióideje kifejezetten lassú**, a beálló reálgazdasági változások 9-12 hónapos késéssel jelenhetnek meg a munkaerő iránti keresletben. Idővel a vállalatok bizonytalanságának enyhülésével újra elindulhat a munkaerő toborzása. Először stabilizálódást kellene látnunk a munkaerőpiacon, ezt követően indulhat el a foglalkoztatottság növekedése és a munkanélküliségi ráta csökkenése. **2025-re továbbra is 4,4%-os. 2026-ra 4,2%-os átlagos munkanélküliségi rátával számolunk.**

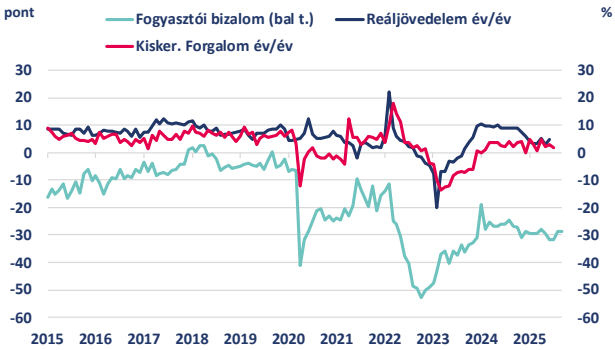
Májusban még azt láthattuk, hogy lassult a bérkiáramlás üteme. A májusi éves szintű 7,8%-os bruttó bérnövekedés két százalékpontos csökkenést jelentett az előző hónapban mérthez képest. Az átmeneti megtorpanás után **júniusban ismét 9,7%-kal emelkedett a bruttó átlagkereset idehaza**. A reálkereset ezáltal 4,8%-kal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A bruttó keresetek továbbra is bőven infláció felett növekednek, még úgy is, hogy az infláció nem a toleranciasávban mozog. **A reálbérek emelkedése további fogyasztásbővülést eredményezhet**, ugyanakkor az ilyen mértékű béremelés bőven meghaladja a gazdasági növekedésből adódó, tartósan fenntartható szintet, ami **az inflációs nyomást erősíti.**

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, Bloomberg

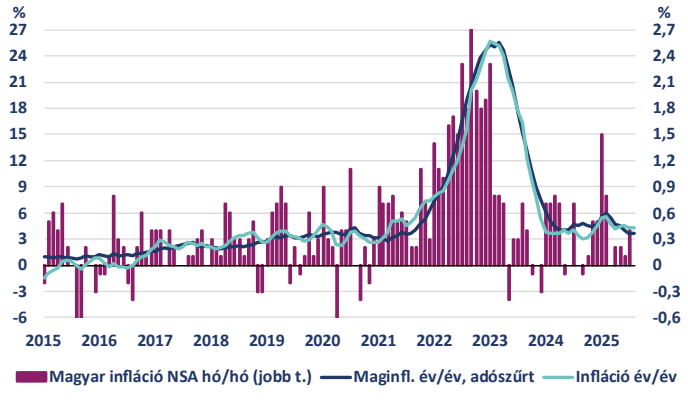
Infláció

A dezinfláció májusban megtört, júniusban ismét távolabb került a jegybanki célsávtól az infláció, majd júliusban és augusztusban is 4,3%-os év/év alapú növekedést láthattunk. Az **inflációs folyamatokra pozitívan hatott** a második negyedévben, **hogy a kormány több termékkörre is kiterjesztette az árréskorlátozó intézkedéseket,** majd azokat előbb augusztus végéig, majd **november végéig meghosszabbította,** így addig az élelmiszerek ugrásszerű drágulásával nem kell kalkulálni. A **házon kívüli étkezés** (amit a KSH az élelmiszereken belül számol el) drágulása a kategória növekvő súlya mellett az idei év első felében meghatározó tényezőt jelentett, azonban nyár évégre mintha mérséklődni kezdett volna itt az árdinamika. Ebben a kategóriában az egyéb élelmiszerekhez képest erőteljesebb lehet az éttermek által fizetett rezsidíj, illetve a munkaerőköltség (munkaerőhiány) hatása, tehát jobban érzékeltetheti a gazdaság alapvető inflációs folyamatait, mint az összességében volatilis teljes élelmiszerkosár. Az **élelmiszereken** belül a nyári hónapokban a gyümölcsök drágultak leginkább.

Az **üzemanyagárak** a júniusi és júliusi egyhavi emelkedések után augusztusban 0,8%-kal csökkentek, emellett kevesebbet kellett fizetni **ruházkodási cikkekért** is. Továbbá a **háztartási energiaárak** a megelőző hónapokban látottakkal szemben – fogyasztás alapú elszámolásból fakadó áremelő hatás - stagnáltak augusztusban. A háztartási energiaárak tekintetében a korábbi hónapok emelkedését követően augusztusban már nem emelkedtek tovább az árak: a júniusi hónap a korábbiaknál alacsonyabb földgáz fogyasztást hozott, ugyanakkor a rendelkezésre álló adatok a villamos-energia fogyasztás mérsékelt emelkedéséről szóltak. A **szolgáltatásokon** belül az üdülési szolgáltatások nyáron szezonálisan is jellemző emelkedése volt a fő áremelő tényező. Az éves élelmiszerinfláció már idei legalacsonyabb szintjén jár, a szolgáltatások éves mutatója is három éve nem látott alacsony szint közelében maradt. **A kilátásokat tekintve jó jel, hogy a maginfláció tovább csökkent**, 3,9%-os augusztusi éves szintű növekedése négy éve nem látott alacsony szintet jelent.

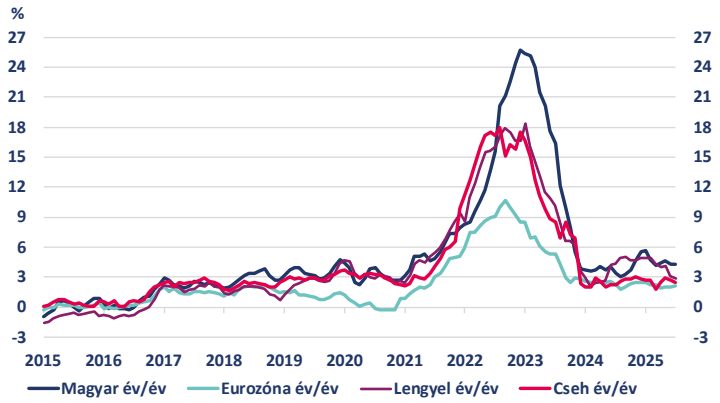
Fontos lenne látni, hogy **a lakosság inflációs várakozása a következő hónapokban fokozatosan csökken**, mivel az jelenleg még mindig nagyon magas. A következő hónapokban továbbra is **hullámzó adatokkal számolunk bázishatások miatt**. A nyári hónapok átmeneti dezinflációja után őszre ismét 4,5% körül **alakulhat az infláció, majd decemberre ismét 4%-ot megközelítő szintet érhet el.** A bizonytalan munkaerőpiaci környezet mérsékelheti a vállalatokon a bérköltség irányából érkező nyomást, emellett **a forint stabilizálódása is a dezinflációt segítheti**.

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



Forrás: KSH, Bloomberg

6. ábra: Régiós infláció alakulása



Forrás: KSH, Bloomberg

Az **árrésstop bevezetése ugyan segített kordában tartani az inflációt**, de egyelőre továbbra is erősek a vállalati átárazási szándékok az MNB szerint. **Az árrés-stop** kivezetésének lakosságra való negatív, áremelő hatásai miatt érdemi annak a valószínűsége, hogy az intézkedés tartósabban velünk maradhat, és **legkorábban valamikor 2026-ban szűnhet csak meg.** A 2026-os jövedéki-adó emelés tervezett féléves elhalasztása pedig az üzemanyagárakat tolhatja magasabbra majd jövő nyáron. **2025-ben 4,5%-os átlagos inflációs rátával számolunk, 2026-ra pedig 3,9%-os inflációs rátát várunk**.

Monetáris politika, jegybanki alapkamat

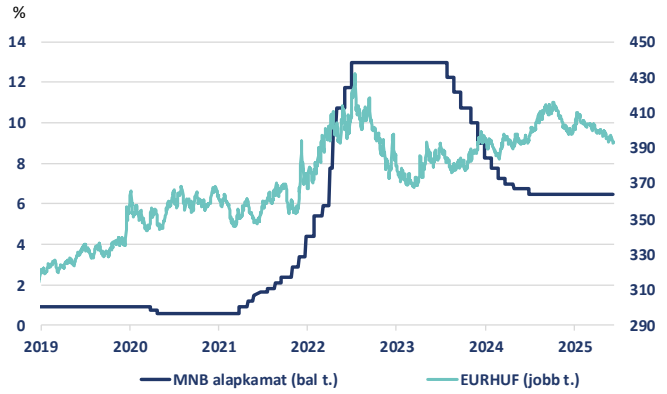
A Magyar Nemzeti Bank utoljára 2024 szeptemberében csökkentette az irányadó rátát. **Azóta a Monetáris Tanács 6,50%-on tartja az alapkamatot és nagyon úgy tűnik, hogy legalább 2026 nyaráig ez nem is fog változni**. Ennek fő oka, hogy az infláció továbbra is célsávon kívül mozog, a forint jelenlegi stabilitása pedig egy túlzottan korai kamatcsökkentés hatására biztosan meginogna. Jelenleg 6,50%-os hazai alapkamatot várunk 2025 év végére. **2026-ban már elindulhat a kamatcsökkentési ciklus, de akkor is legkorábban nyáron**. Jövő év végére 6,00%-os alapkamattal számolunk, 2027-ben pedig 5,00%-ig csökkentheti az irányadó rátát a Monetáris Tanács.

Elsősorban a hazai infláció miatt az MNB továbbra sem csökkentheti a kamatszintet idehaza, miközben nemzetközi szinten a kamatok inkább csökkenni látszanak. Habár **a lakossági inflációs várakozások némileg mérséklődtek, a historikus szintnél még mindig sokkal jobban meghaladják a tényinflációt**. Ezzel

kapcsolatban pozitívum a forint jelenlegi relatív erőssége és stabilitása az euróval szemben, hiszen az inflációs várakozásokat befolyásoló egyik legfontosabb tényező éppen a forint árfolyama az MNB júniusi inflációs jelentése szerint. 2026-ban már célsávon belüli inflációs számokat is láthatunk, ugyanakkor felfelé mutató kockázatként fontos megemlíteni, hogy a kormány várhatóan csak 2026 közepén fogja kivezetni a jelenleg 2025. november 30-ig meghosszabbított árrésstopot, amelynek az áremelő hatásával még mindenképpen számolnunk kell.

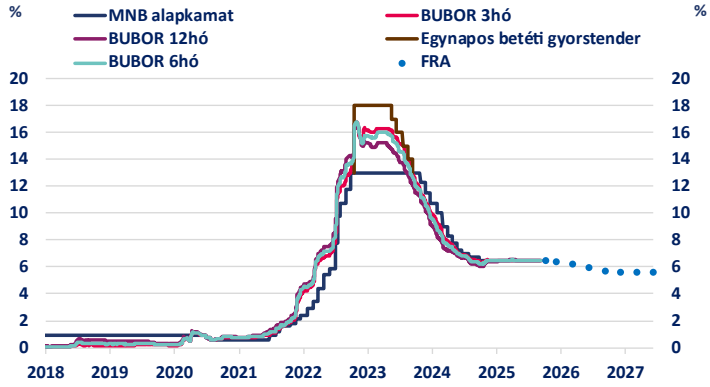
Tekintve, hogy várakozásunk szerint az EKB is csökkenti még egyszer a kamatokat, a Fed pedig várhatóan 3% közelébe (akár ez alá) csökkenti az irányadó rátát 2026 végére, **az MNB előtt idővel egyre nagyobb tér nyílhat majd a kamatcsökkentésekre.** Ugyanakkor mivel az árfolyam stabilitása az inflációs folyamatok mellett az inflációs várakozások szempontjából is kulcsfontosságú, ezért **az MNB vélhetően nagyon fog figyelni arra, hogy ne kockáztasson meg forintgyengülést egy kamatcsökkentés hatására.**

7. ábra: A forint árfolyam és az MNB alapkamat



Forrás: Bloomberg, KSH

8. ábra: Bubor és határidős kamatlábak



Forrás: Bloomberg

2025 második és harmadik negyedévében **tovább nőtt a régiós** (lengyel, cseh, román alapkamathoz viszonyított) **relatív hazai kamatelőny**. Jelenleg 1,58 százalékpontot tesz ki a kamatkülönbözetek átlaga, ami 2025 első negyedévének végén még csak 1,25 százalékpont volt. A lengyel jegybank március óta már kétszer is kamatot vágott (mindkét alkalommal 25 bázisponttal). A cseh jegybank egy 25 bázispontos kamatvágást hajtott végre májusban, a román jegybank továbbra sem változtatott a kamatokon.

Költségvetési folyamatok

2025 első nyolc hónapjában a költségvetés pénzforgalmi szemléletben 3025,5 milliárd forintnyi hiányt halmozott fel, ami a várható pénzforgalmi hiány 63,4%-a. Úgy gondoljuk, hogy **a kormány a jelenlegi hivatalos, 4,1%-os eredményszemléletű hiánytervét nem fogja tudni idén tartani**, erre egyébként Nagy Márton nemzetgazdasági miniszter is utalt egy Reutersnek adott interjúban, valamint a szeptember elején tartott Közgazdász Vándorgyűlésen is. A magasabb GDP-arányos hiány köszönhető egyrészt a vártnál alacsonyabb gazdasági növekedésnek, mivel vélhetően nem fogja elérni a GDP növekedés idén az 1%-ot sem. A másik fontos tényező, hogy **a kormány az elmúlt hónapokban olyan intézkedéseket jelentett be, amelyek**

már a 2025-ös költségvetésre is hatással lehetnek. A tavalyi 4,9%-os eredményszemléletű hiánynál azért valószínűleg mindenképpen alacsonyabb számot láthatunk majd év végén, hiszen az állampapírkamatok miatt felmerülő kiadások csökkennek ebben az évben, ami jelentősen javítja az egyenleget. **Várakozásunk szerint az idei hiány a GDP 4,6%-a körül alakulhat eredményszemléletben.**

A kormányzati bejelentések jelentősebb hatása 2026-ban érződhet majd. Idén októbertől a háromgyermekes anyák mentesülnek SZJA fizetési kötelezettségük alól, azonban ennek költségvetési hatása elenyésző lehet még idén, mivel ennek egy része a többletfogyasztás miatt az ÁFA bevételeken keresztül visszakerülhet a költségvetésbe bevételi oldalon, így a nettó hatás a GDP-arányos hiányt még nem fogja érezhetően feljebb lökni. Jövőre már a kétgyermekes anyáknak sem kell SZJA-t fizetni, így 2026-ban már nagyobb lehet ezen intézkedésnek a költségvetési hatása. A nyugdíjasok idén szeptemberben kapták meg vásárlási utalványukat, amelyet hideg élelmiszerre használhatnak fel. Azt gondoljuk, hogy ennek nem lesz túl nagy egyenlegrontó hatása, hiszen a fogyasztás miatt az ÁFA-bevételek tovább nőhetnek. További hatása lesz a költségvetésre a jövő év elején esedékes fegyverpénz kifizetése, amely a fegyveres testületek részére szánt hathavi jövedelmet jelent egy összegben. Úgy kalkulálunk, hogy ez nagyjából a GDP 0,1-0,2%-ával ronthatja a jövő évi egyenleget.

A jelenlegi slágertéma az Otthon Start Program a magyar gazdaságban. A lakosság által fizetett évi fix 3%-os kamaton felül a kormány az elmúlt három hónap 5-éves állampapír-aukcióinak volumenekkel súlyozott átlaghozamának 1,1-szeresét plusz 1% támogatást nyújt a bankoknak a hitelek után, ez szintén a költségvetési egyenleget rontja majd, várhatóan évente a GDP 0,1%-a körüli nagyságrendben. A szociális hozzájárulási adó belengetett, 1 százalékpontos csökkentése azonban akár a GDP 0,2-0,3%-ával is ronthatja az egyenleget jövőre, a közszolgálati dolgozók részére ígért évi 1 millió forintos lakáshitel támogatásnak pedig nagyjából 0,1%-os lehet a hatása. **Még ha az intézkedések gazdaságélénkítő hatását figyelembe is vesszük, a fentiek összességében így is a GDP fél százalékának megfelelő nagyságrendben rontják a jövő évi költségvetési egyenleget.**

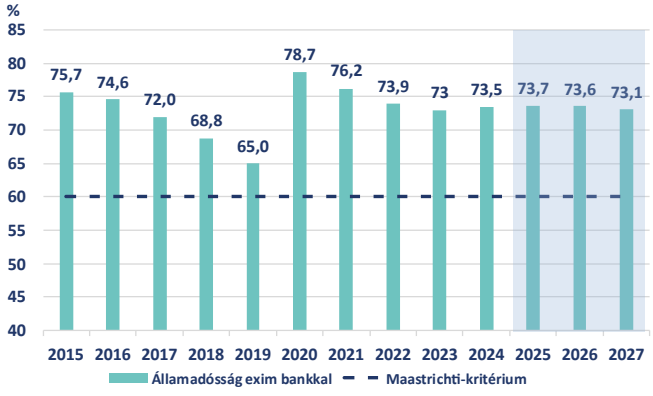
Nem kizárható, hogy a kormány részéről érkeznek még fogyasztás- és gazdaságélénkítő intézkedések idén és jövő év elején, amelyeknek lehetnek költségvetésre gyakorolt hatásai. Mindezek figyelembevételével **2026-ra nem számolunk hiánycsökkenéssel, sőt várakozásunk szerint az eredményszemléletű hiány jövőre a GDP 4,8%-a körül alakulhat**. **Arra azonban nem számítunk, hogy a kormány túlzottan hagyná elszállni a hiányt, hiszen ez egy hitelminősítői leminősítéssel fenyegetne**. A hitelminősítők az őszi felülvizsgálat során árgus szemekkel fognak figyelni a költségvetési hiánypálya várható alakulására. Ennek kissé kedvezőtlenebb alakulását ellensúlyozhatja, hogy a gazdasági kilátások 2026-ra már pozitívabbak és a monetáris politikai irányvonal is elég szigorú ahhoz, hogy a hitelminősítők bizalmát megtartsa. Fontos az is, hogy magyar fiskális helyzet a régión belül nem mondható kirívóan rossznak: Lengyelországban a költségvetési hiány idén elérheti

a GDP 6-7%-át, Romániában pedig még ennél is nagyobb költségvetési hiány mellé egy komoly folyó fizetési mérleg deficit is tartozik, miközben még utóbbi ország is befektetési kategóriába tartozik mindhárom minősítőnél (bár a leminősítésre utaló negatív kilátással mindhárom minősítő esetében Romániánál). Mindezek miatt **arra nem számítunk, hogy olyan hitelminősítői döntés születne idén, amely által befektetésre nem ajánlott kategóriába kerülne Magyarország.**

Fontos azt is megjegyezni, hogy **idén kifejezetten nagy lehet a különbség a pénzforgalmi és az eredményszemléletű deficit között,** leginkább amiatt, hogy a 2024-es lakossági kamatkifizetések nagy része áttolódott az idei évre, ami megnövelte a pénzforgalmi hiányt. Ezek az összegek ugyanakkor eredményszemléletben a 2024-es évre kerültek elszámolásra. 2026-ban már kisebb lehet a rés a pénz- és eredményszemléletű hiány között, így **még ha emelkedik is az eredményszemléletű hiány a GDP %-ában, a pénzforgalmi hiány a GDP arányában jövőre még így is kisebb lehet, mint idén**. Várakozásunk szerint 2026-ban 4,8%-ra is emelkedhet az eredményszemléletű hiány, tekintettel a kormányzati bejelentésekre, ezt követően ugyanakkor már elindulhat egy lefelé tartó hiánypálya, 4,1%-os GDP-arányos hiánnyal számolunk 2027-re.

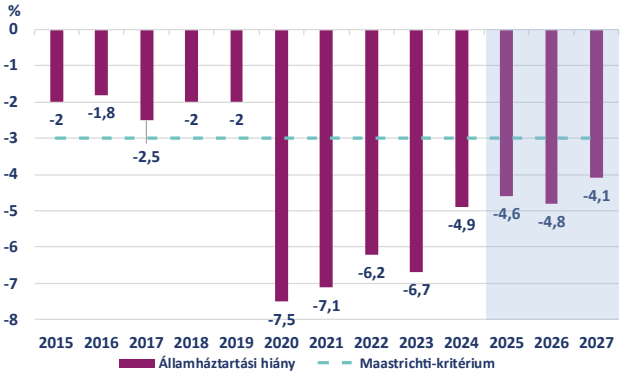
Az államadósság GDP-arányos rátája Magyarországon idén kismértékben emelkedhet 2024-hez képest. Ennek a gyenge GDP növekedés és a relatíve magas költségvetési hiány az oka. Az adósságráta növekedésének mértékét azonban idén csillapíthatja, hogy **a forint árfolyama év végén a tavalyihoz képest érezhetően erősebb lehet: tavaly az év végi EURHUF kereszt 410,09 volt, idén év végén várakozásunk szerint ennél a szintnél körülbelül 3%-kal erősebb lehet**. Mivel az államadósság devizaaránya 30% körül alakul, ekkora forinterősödés önmagában 0,7-0,8 százalékponttal javíthatja az adósságrátát ahhoz képest, mintha nem lenne forinterősödés. Jövőre azonban erre a hatásra már nem számítunk, így **2026 végére az államadósság GDP-arányos rátája az idén várhatóhoz képest csak mérsékleten csökkenhet**. A GDP bővülésének üteme várhatóan jelentősen nő jövőre, ugyanakkor a költségvetési hiány eredményszemléletben kismértékben növekedhet, ami lassítja az adósságkonszolidációt.

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)

Ingatlanpiac

Kettős képet látunk az ingatlanpiacon, azonban összességében a pozitív változások előszele látszik már az adatokban. Az építési engedélyek számának emelkedése már kisebb élénkülésre utal, de a tényadatok még a lakásépítések visszaesését mutatják. Az év eddig eltelt időszakában az adás-vételi tranzakciók száma tovább emelkedett, amelyet az első negyedévben főként a befektetői kereslet hajtott. **Az Otthon Start program szeptember 1-jén hivatalosan is elindult, és a megnövekedett kereslet már érzékelhető**, ami arra enged következtetni, hogy az év hátralévő részében még élénkebb verseny alakulhat ki a jó állapotú, a program feltételeinek megfelelő ingatlanokért. Bár a lakásépítések trendje egyelőre még mindig csökken, de kisebb élénkülést sejtet az építési engedélyek számának növekedése. 2025 I. félévében 5 129 új lakás épült, 15%-kal kevesebb, mint egy évvel korábban. Negyedéves alapon is visszaesés történt, mivel 2025.Q2-ben 25%-kal kevesebb új lakás épült meg, mint egy negyedévvel ezelőtt. Mindezek alapján 2025-ben azonos számú vagy kevesebb lakás épülhet majd, mint az előző évben. A természetes személyek által épített lakások aránya 38%-ról 33%-ra csökkent, míg a vállalkozások által építetteké 60%-ról 67%-ra nőtt az egy évvel korábbihoz képest. Ezenkívül az értékesítési céllal épített lakások aránya 66%, a saját használatra építetteké 32% volt a második negyedévben. Ez utalhat arra, hogy a **vállalati szereplők újra elkezdtek aktivizálódni a piacon.**

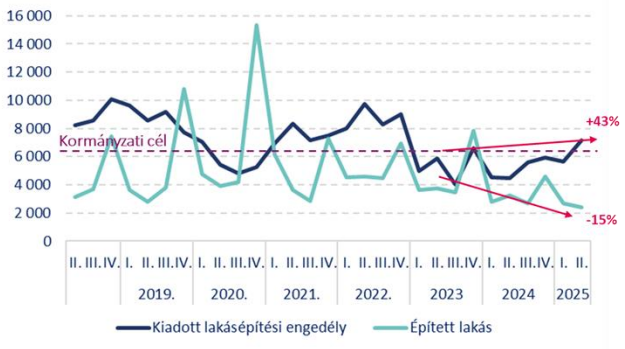
A lakásépítési engedélyek alapján azonban látható egy kisebb élénkülés az építkezési kedvet tekintve. A kiadott építési engedélyek és egyszerű bejelentések alapján építendő lakások száma 12 830 volt az első félévben, 43%-kal több, mint 2024 azonos időszakában. A jövő szempontjából azonban lényegesebb az építési engedélyek számának alakulása, mint a megépített lakásoké, mivel ez több negyedévvel előre jelzi a várható piaci aktivitást. Az adatok **fokozatos növekedést jeleznek a lakásépítések számában,** azonban az építkezések hosszabb átfutási ideje miatt ez csak lassan válik majd láthatóvá a statisztikákban. **Az igazi fordulat 2026/2027-től következhet be, ekkortól várhatóan már erősebb évei lesznek a lakásépítéseknek.**

Eközben továbbra is gyorsuló ütemben nőnek a lakásárak: 2025 első negyedévében országosan 7%-kal nőttek a megelőző negyedévi 2,2%-os emelkedést követően. Az éves nominális növekedési ütem a 2024.Q4-es 14,3%-ról 15,3%-ra gyorsult 2025. Q1-re, reál értelemben pedig éves szinten 9,6%-kal nőttek a lakásárak. **A tovább élénkülő lakáspiac minden bizonnyal az árak további jelentős – kétszámjegyű – emelkedésével járhat év végéig, melyet azt utolsó negyedévben még inkább fog hajtani az Otthon Start Program által fűtött kereslet-élénkülés.**

A Dunahouse becslése alapján 2025 első félévében 69.390 tranzakció ment végbe, ami 3%-kal több mint 2024 első félévében (a pontos adatokat később közli a KSH)**.** A tranzakciószámok növekedése idén is tovább folytatódik, az év eleji rendkívül dinamikus növekedés után a befektetési célú vásárlások kifutatottak, majd ősztől az Otthon Start program fog egy újabb lökést adni – ekkor már alapvetően a saját célra vásárlók által –

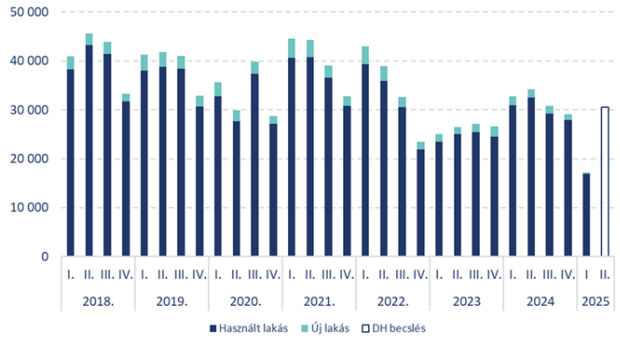
a piacnak. **Az aktivitás növekedése a 2024. évihez képest 10-20 ezerrel magasabb tranzakciószámot eredményezhet 2025-ben, amivel megközelíthető az utoljára 2021-ben tapasztalt 150 ezres érték.**

11. ábra: Építési engedélyek és lakásépítések, db



Forrás: KSH

12. ábra: Lakástranzakciók száma, db



Forrás: Duna House

Milyen hatásai lehetnek a piacra az Otthon Start Programnak?

Ősztől az Otthon Start Program egy nagyobb lökést adhat a lakáspiacnak azáltal, hogy a program nem kötött sem életkorhoz, sem családi állapothoz. Két lényeges feltétel viszont van: az igénylőnek legalább két év társadalombiztosítási jogviszonnyal kell rendelkeznie, továbbá az elmúlt tíz évben legfeljebb 50%-os tulajdonrésze lehet egy lakóingatlanban. További feltételek: az önerő legalább 10%, míg a maximálisan felvehető hitelösszeg 50 millió forint, a négyzetméter ár pedig 1,5 millió Ft lehet, maximális lakásérték lakásnál bruttó 100, családiháznál bruttó 150 millió Ft lehet.

A kedvezményes hitel ösztönzőleg hat a használtlakás-piacra és az új építésekre is, ami az építőipar vállalkozásait is segítheti 2025 második felétől, de leginkább 2026-tól. A kereslet megugrása várható, mely első körben különösen a használt lakások szegmensét érintheti, bár a program új lakásokra egyaránt vonatkozik, így hosszabb távon ösztönözheti az új építéseket/fejlesztéseket. Az építőipar támogatása érdekében a program keresletélénkítő hatása miatt, a kínálati oldalt is támogatná a kormány. Ezt a célt támogatja a „kiemelőrendelet” néven bevezetett új szabályozás, amely alapján maximális gyorsítást biztosít a nagy volumenű lakásépítéseknek (kiemeltté nyilvánítható minden olyan, legalább 250 lakásos projekt, amelynek minimum 70%-a megfelel az Otthon Start program feltételeinek), ez gyorsabb engedélyezést, kevesebb adminisztrációt fog jelenteni, állami vagy uniós támogatás igénybevétele nélkül is. Ez az intézkedés különösen a nagyobb fejlesztők építési kedvére hathat pozitívan.

A hitel bevezetése ugyanakkor árfelhajtó hatással is fog járni, ez a tendencia megfigyelhető volt már a korábbi keresletet érintő ösztönzők esetében. Az áremelkedés a hitelprogram indulását követő egy éven belül teljesedhet ki. A program az albérlet piacra is hatással lehet, ugyanis egyes bérlők dönthetnek inkább a vásárlás mellett, mert kedvezőbb lehet, mint a bérlés, ez csökkentheti a bérleti piac keresletet, ami nyomást gyakorolhat az árakra, csökkentve a bérbeadói hozamot.

III. Nemzetközi gazdasági folyamatok

Az USA gazdasági folyamatai

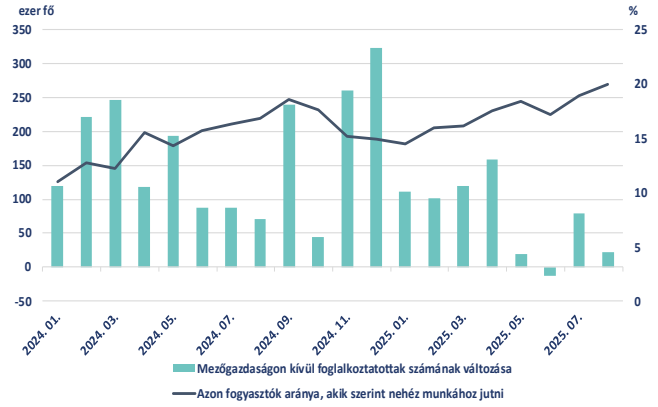
Az amerikai gazdaság a második negyedévben 3,3%-kal nőtt az első negyedévben látott 0,5%-os visszaesés után. A gazdaság elsődleges motorját, **a fogyasztást is felfelé revideálták**, illetve a vállalati beruházások is gyorsabb ütemben nőttek a második negyedévben. A **nettó export közel 5 százalékponttal**, eddig soha nem látott mértékben **támogatta a növekedést**. A feldolgozóipari beszerzési menedzser-index 18 hónapos csúcsra emelkedett augusztusban, a termelés felfutását támogatták a magasabb értékesítések és az újrakészletezés is. Az adatok arra utalnak, hogy **a feldolgozóipar a harmadik negyedévben már hozzájárulhat a növekedéshez**. A szolgáltatóipari aktivitás is a bővülési tartományban mozog. Ugyanakkor **az üzleti szektor következő egy évvel kapcsolatos optimizmusa három éve nem látott alacsony szinten van**, elsősorban a vámok, azok infláció emelő hatása és a várható kereslet visszaesés miatt. A vámtarifák emelkedése nyomán **az átlagos amerikai vámkulcs 17,4%-ra emelkedett** a The Budget Lab at Yale kutatóintézet legfrissebb becslése szerint, ami 1935 óta nem látott magas szintet jelent. **A negatív növekedési hatást tompíthatja a nyáron elfogadott fejnehéz fiskális csomag és a pénzügyi feltételek enyhülése is**. Az elemzői várakozások 1,6%-os idei és 1,7%-os 2026-os növekedést várnak a tengerentúlon, ami magasabb a Fed legutolsó júniusi várakozásánál (új előrejelzést szeptember 17-én tesznek közzé), de elmarad a hosszú távú 1,8%-os növekedési ütemtől.

A munkaerőpiac is a lassulás jeleit mutatja, a nyári hónapok lefelé rontott foglalkoztatási adatai mellett a szeptember elején közölt revízió is ezt támasztja alá. Június-augusztus között mindössze 29,3 ezer főtt tett ki a havi átlagos foglalkoztatás-növekedés. Továbbá **2024 áprilisa és 2025 márciusa között 911 ezerrel kevesebb munkahelyet regisztráltak a tengerentúlon**, mint azt a korábbi becslések mutatták, amiben szerepet játszhatott a bevándorlás szabályozása is. Ez a legnagyobb negatív revízió 2000 óta és jelzi, hogy már a vámok tavaszi bejelentése előtt jelentősen mérséklődött a foglalkoztatottak száma. A fogyasztói hangulatindexek részadatai szerint előretekintve **az infláció emelkedését és a munkanélküliség emelkedését várja a lakosság.**

Az amerikai infláció továbbra is a 2%-os célérték felett mozog, májustól megtört az év elején indult dezinfláció, továbbá az **időközben bejelentett új vámintézkedések mellett az inflációs mutatókban átmeneti romlás várható**. A júliusi amerikai inflációs adatok vegyesen alakultak, az év/év alapú maginfláció várt felett emelkedett és idén február óta először újra 3% fölé került. Emellett nagy meglepetést a termelői árak hirtelen megugrása jelentett, ami már a vámok hatásait tükrözi. **A Fed azonban a fogyasztás alapú inflációt figyeli elsősorban, ami szintén nem tud a 2%-os jegybanki célérték felé közelíteni**, júliusban 2,6%-on, míg a tisztított mutató 2,9%-on alakult. Jerome Powell, a Fed elnöke a legutóbbi kamatdöntés után elmondta, még mindig nem látni teljesen az inflációs hatásokat, azt látják, hogy lassabban gyűrűződik át a vámok hatása a

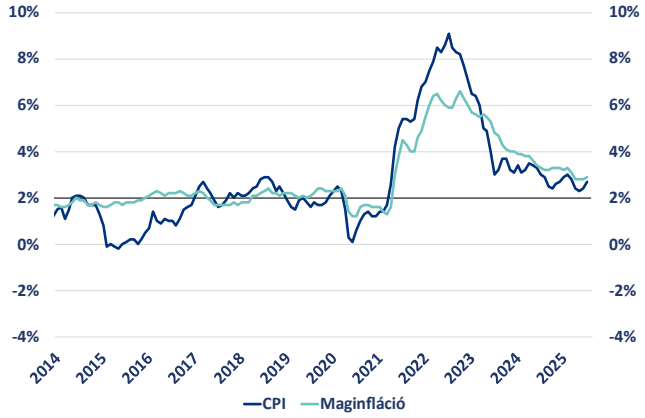
fogyasztói árakba, mint azzal az elején számoltak. **A Fed alap forgatókönyvében azzal számol, hogy a vámoknak egyszeri áremelő hatásuk lesz, de továbbra is fontos, hogy ne alakuljon ki tartós inflációs probléma**.

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



Forrás: Bloomberg

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



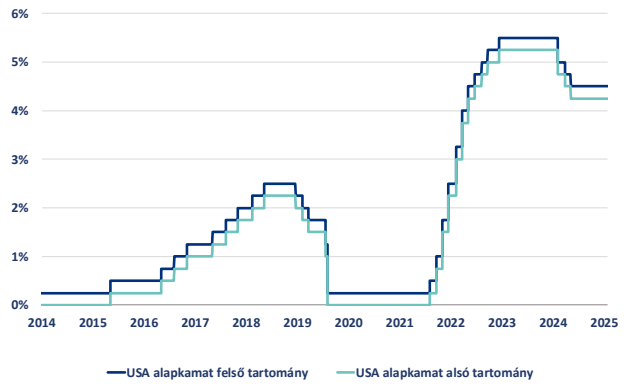
Forrás: Bloomberg

Miután tavaly több alkalommal is mérsékelte a kamatokat, **az amerikai jegybanki szerepet betöltő Fed az idei kamatdöntő üléseken egyelőre nem nyúlt az irányadó rátához**. A Fed elnöke, Jerome **Powell** augusztus 22-i **Jackson Hole-i, beszédében** azonban **kinyitotta a kaput a szeptemberi kamatcsökkentés előtt**, ami egy újabb kamatcsökkentési periódus kezdete lehet. Powell elmondta, a jegybank **kihívással** néz szembe, mivel rövid távon erősödtek az inflációval kapcsolatban a felfelé mutató kockázatok a vámok miatt, míg a foglalkoztatás esetében a negatív irányú kockázatok erősebbek. **A gyengébb munkaerőpiaci adatok nyomán a szeptemberi kamatcsökkentést beárazták a piaci szereplők és egyre nagyobb valószínűséggel várnak további két kamatcsökkentést 2025 végéig** és 2026 végére a jelenlegi várakozások szerint akár 3% alá is csökkenhet az amerikai alapkamat. Várakozásunk szerint 2025 végére 3,50-3,75%-os sávba mérséklődhet a ráta, a piaci várakozásokkal összhangban, de a 2026 végére várt kamatszint esetében egy árnyalattal kevésbé vagyunk optimisták, azt nem várjuk a Fed által jelzett hosszú távú kamatszint (3%) alá.

Augusztus végén erősödtek az amerikai jegybank függetlenségével kapcsolatos aggodalmak, miután az amerikai elnök a jegybanki döntéshozói testületbe való beavatkozást jelentett be. A piacok félelme erősödni látszik, hogy egy esetlegesen sokkal inkább kamatcsökkentéseket támogató döntéshozó testület (amit 2026 májustól új Fed-elnök vezet) lépései milyen gazdasági hatásokkal járhatnak. Az amerikai elnök júliusban 1%-os irányadó amerikai kamatszint mellett érvelt – ez nyilvánvalóan túl alacsony lenne a jelenlegi helyzetben. Ilyen **alacsony kamatszinte**t jellemzően gazdasági lejtmenet és magas, 6% feletti munkanélküliségi ráta indokolna, ez pedig most nem áll fenn. Egy ilyen drasztikus lépés szintén **az inflációs várakozások megugrását hozhatná**, aminek következtében a befektetők nagyobb kompenzációt is elvárhatnak az amerikai kötvények tartásáért. Utóbbi fejlemény azonban a Trump adminisztrációt is aggaszthatja. Nyáron ugyanis az amerikai

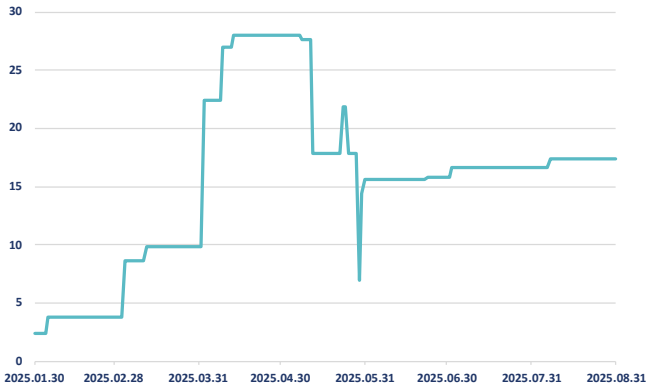
kongresszus elfogadott egy költségvetési élénkítő csomagot, ami a kongresszus költségvetési elemző intézete szerint 10 év alatt 3,4 ezer milliárd dollárral növelné meg az **államadósságot** – márpedig ezt valamiből **finanszírozni** kell, és ha az állampapírok hozama megemelkedik, mindez jóval drágább mulatság lehet. Emellett az amerikai **jelzáloghitelek árazásának** sem tenne jót, ha a hosszabb lejáratú kamatok, hozamok növekednének, mivel a drágább hitelfelvételi lehetőségek a fogyasztásra, és így a növekedésre rossz hatással lennének. Az S&P Global nemzetközi hitelminősítő augusztusban fenntartotta az Egyesült Államok ’AA+” szintű besorolását, úgy látják, hogy a megemelt vámokból származó bevételek kompenzálhatják a fiskális csomag deficitnövelő hatásait. A hitelminősítő szerint a Fed képes lesz kezelni a monetáris politika kihívásait, de negatív kockázatot erősítené a jegybanki függetlenség sérülése.

15. ábra: Az USA irányadó kamata



Forrás: Bloomberg

16. ábra: Átlagos effektív vámszint az USA-ban

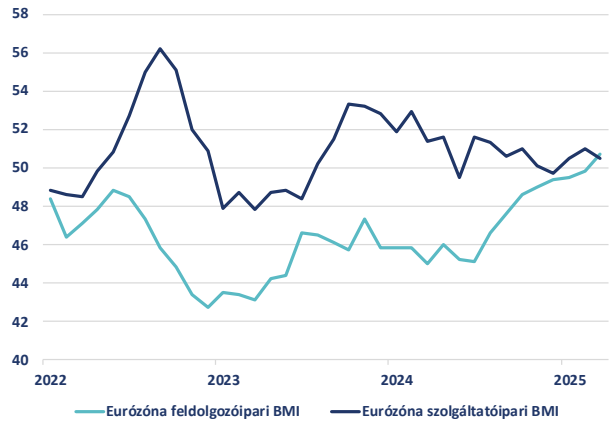


Forrás: The Budget Lab at Yale

Az eurózóna gazdasági folyamatai

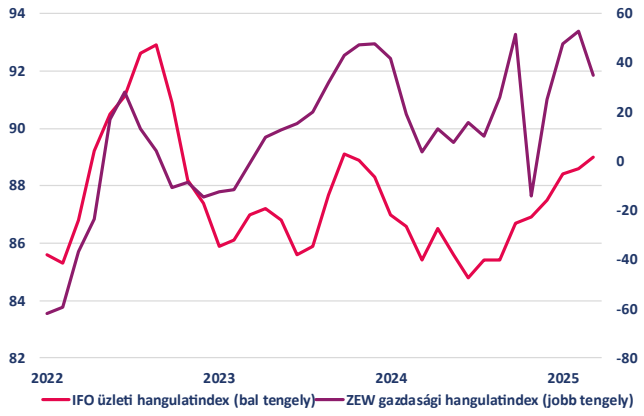
Az eurózóna gazdasága 1,5%-kal nőtt a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest, az első negyedévhez viszonyítva 0,1%-os növekedést láthattunk. A növekedéshez leginkább a **készletezés** járult hozzá pozitívan, de a háztartások és a kormányzat fogyasztása is nőtt. Az amerikai vámok a második negyedévben már életbe léptek, így a **külső kereslet is gyengült**, amely már meg is látszott a nettó exporton, hiszen ez a komponens 0,2%-os visszaesést mutatott. Németország gazdasága 0,2%-kal nőtt a második negyedévben a végleges adatok szerint, viszont az első becslés még 0,4%-os növekedést mutatott, így kisebb csalódás lett a végleges adat. A francia GDP 0,8%-kal, az olasz 0,4%-kal, a spanyol pedig 2,8%-kal nőtt év/év alapon.

17. ábra: Beszerzési menedzser indexek alakulása az eurózónában



Forrás: Bloomberg

18. ábra: A német IFO és a ZEW üzleti hangulatindex alakulása



Forrás: Bloomberg

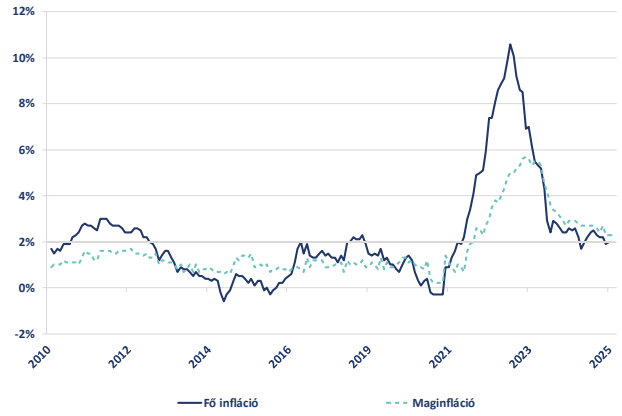
A konjunktúramutatók összességében pozitívan alakultak Európában a második negyedévben, az eurózóna feldolgozóipari és szolgáltatóipari indexe átlépte az 50 pontos zsugorodást és növekedést elválasztó határt. Németországban még nem sikerült áttörni ezt a vonalat, de pozitív hír, hogy már **magasabban állnak a mutatók, mint az első negyedév végén.** A befektetői és vállalati hangulatot jelző indexek szintén jól alakultak, a ZEW index az áprilisi vámok bejelentésekor ugyan visszaesett, de azóta ismét a pozitív tartományban mozog. A német IFO üzleti hangulatindexe év eleje óta folyamatosan nő, az első negyedévben még 85,8 pont volt az átlag értéke az adatnak, egy kedvező szeptemberi adatközlés esetén ez akár 90 pont fölé is nőhet. A gazdasági kilátások elég vegyesek az euróövezetben. Egyrészt az Európai Központi Bank kamatpolitikája, amely jelenleg a gazdaság élénkítését szolgálja, másrészt a **német kormány gazdasági törekvései pozitív kockázatokat jelentenek**. A német élénkítőcsomaggal kapcsolatban fontos kiemelni, hogy ez leginkább a jövő évi növekedésre lehet majd pozitív hatással, idénre még 0,5% alatti növekedést vár a konszenzus.

Az infláció a második negyedévben végig a 2%-os célérték közelében mozgott, amely pozitív hír az EKB számára és egyelőre nem látni olyan inflációs tényezőt, amely miatt el kéne kezdeni aggódnia az európai

jegybankároknak. Az amerikai vámok vélhetően infláció csökkentő hatásúak lesznek az EU-ban, mivel a csökkenő külső kereslet által megnő a kínálat a térség országaiban, ami dezinflációs hatású lehet.

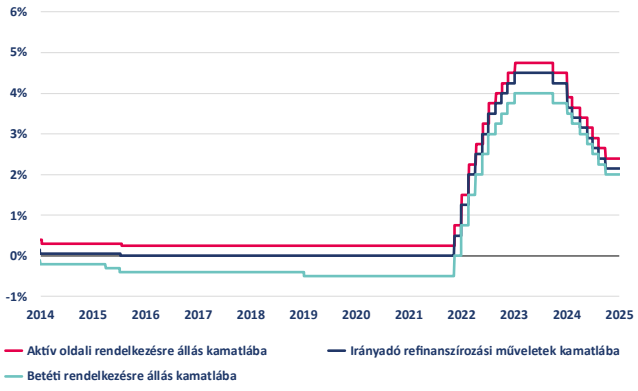
Az **Európai Központi Bank** utoljára júniusban változtatott az irányadó rátákon. Azóta 2,00%-on áll a betéti ráta, várakozásunk szerint év végéig ez 1,75%-ra csökkenhet. A legutóbbi sajtótájékoztatón elhangzottak alapján a megfelelő monetáris politikai irányvonal meghatározásához továbbra is **adatfüggő, értekezletről értekezletre való megközelítést követ** majd a Kormányzótanács és továbbra sem köteleződik el meghatározott kamatpálya mellett, a beérkező inflációs adatok és kockázatok alapján fognak dönteni a kamatokról. A dezinflációs időszak véget ért, de **továbbra is jó helyzetben van az EKB, hiszen célértéknél van az infláció.** Az EKB elnöke, Christine Lagarde szerint a növekedési kockázatok kiegyensúlyozottabbak, mint júniusban. A bizonytalanság csökkent a kereskedelmi háborúval kapcsolatban, habár nem normalizálódott teljesen. A kockázatok nem tűntek el, bármikor felmerülhetnek újabbak, éppen ezért döntenek ülésenként a kamatokról. A pénzügyi piaci hangulat romlása és az esetlegesen romló kereskedelmi kapcsolatok gyengébb növekedéshez vezethetnek. A megemelt védelmi és infrastrukturális kiadások és a termelékenységet növelő reformok viszont támogatják a növekedést. Az EKB stábja **az idei növekedést illetően optimistább, mint júniusban**, 2025-re 0,3%-kal magasabb, 1,2%-os növekedést várnak szeptemberben. A 2026-os 1,0%-os növekedési prognózis kissé alacsonyabb, mint legutóbb, a 2027-es pedig 1,3% maradt. Az inflációt csak kismértékben módosították, az idei és 2026-os várakozást 0,1 százalékponttal emelték, míg a 2027-est százalékponttal lejjebb hozták. A tisztított maginflációval kapcsolatos várakozás csak 2027-re módosult, lefelé. **Az infláció továbbra is a célérték közelében mozog.** Az infláció alakulására pozitív hatással lesz a továbbiakban, hogy a béremelkedés üteme várhatóan lassulni fog.

19. ábra: Az eurózóna éves inflációjának alakulása



Forrás: Bloomberg

20. ábra: Az eurózóna kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

A forintárfolyam alakulása

Májusi előrejelzésünket, miszerint az euróval szembeni forintárfolyam 2025 év végére 410 forint alatt, de 400 forint felett alakulhat július végén már lefelé, azaz az erősebb forint irányába módosítottuk, ezt a módosítást pedig továbbra is tartjuk. **2025 év végére 397,50 forintos euróárfolyamot prognosztizálunk**. A **2025-ös évre vonatkozó átlagos** árfolyamvárakozásunkat is ennek megfelelően az erősebb irányba, **401 forintra**, míg **2026-ra 400,30 forintra** változtattuk az **euró ellenében**.

Az elmúlt három hónap devizapiaci folyamatai a dollárgyengülésről és az ezzel párhuzamos forintfelértékelődésről szóltak. **Június elején még 1,143 körül kereskedett az euró-dollár kereszt, amely szeptember elejére 1,17 fölé emelkedett. Ezzel párhuzamosan az euró-forint árfolyam a június eleji 403 feletti szintről szeptember elejére 391 alá is benézett.**

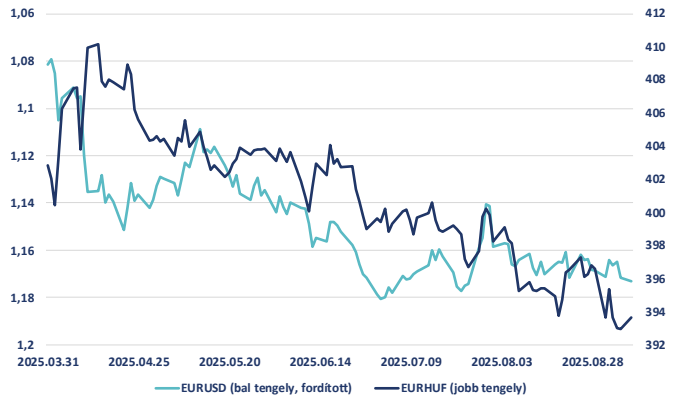
A forinterősödést nemzetközi és belföldi tényezők is hajtották. A nemzetközi térben 2025 nyarán és szeptember elején az euró/dollár árfolyamát elsősorban a monetáris politikai várakozások, a gyengülő amerikai munkaerőpiac, valamint a politikai bizonytalanságok és a globális piaci hangulat határozták meg. **A dollár gyengülésének legfontosabb oka a Fed monetáris politikájával kapcsolatos várakozásokban keresendő**. A befektetők egyre inkább biztosra veszik, hogy az amerikai jegybank a gazdaság lassulása és a munkaerőpiac gyengülése miatt lazít a politikáján, **miközben az EKB sokkal óvatosabbnak bizonyult,** és a piac legfeljebb egy további mérsékelt kamatcsökkentést árazott az idei évre. Ez a kamatkülönbség fokozatosan az euró javára tolta az árfolyamot. Az USA munkaerőpiaci adatai különösen erős hatást gyakoroltak a dollárra.

Belföldön a szigorú MNB hangnem támogatja a forintot. Jelenleg Magyarországon a legmagasabb az alapkamat az EU-ban, Romániával megegyezően 6,5%. Az MNB elnöke, Varga Mihály többször hangsúlyozta, hogy a gyenge forint nem előnyös a gazdaság számára, és a jegybank céljának eléréshez, **a magas infláció féken tartása érdekében szükség van az árfolyamstabilitásra**. Ennek hatására pedig tovább **erősödött a forint, amely egy éves csúcsokat ért el az euróval szemben.** A gyengébb forint már nem segíti a növekedést, sőt a magas importarány miatt gyorsan és erőteljesen gyűrűzik be az árakba, ezért arra számítunk, hogy az MNB továbbra is kitüntetett figyelemmel kíséri majd. A feljebb már említett inflációs várakozások körüli probléma (még mindig magasak a várakozások) letörésében is sokat segíthet egy stabil és relatív erős forint.

Kockázatként említhetők a közelgő választások miatt tervezett szociális és adóintézkedések, amelyek fiskális aggodalmakat vetnek fel. Emellett, **több éves távon kérdéses, hogy megmaradhat-e a 400 forint alatti euróárfolyam**. Az euróövezethez összehasonlítva ugyanis továbbra is jelentős az inflációs különbözet, emiatt pedig a reálárfolyam egy stabil nominálárfolyam mellett valójában felértékelődik, amelynek (jelentős reálgazdasági konvergencia hiányában) az egyensúlyi mértéke mérsékelt lehet. Fontos továbbá, hogy **jelenleg**

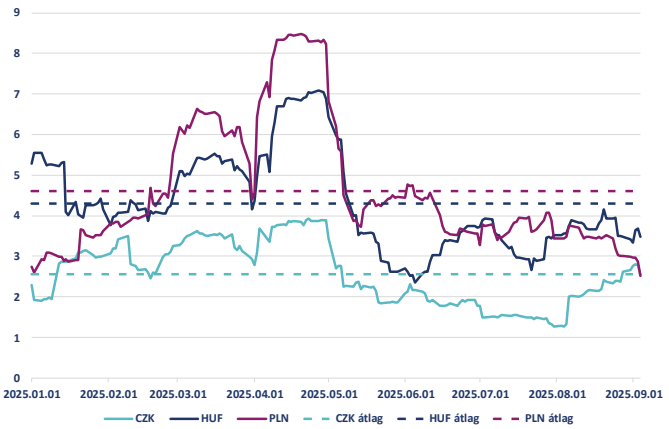
a forint nominális árfolyama az MNB politikája miatt tekinthető viszonylag erősnek, azonban ha az alapvető inflációs folyamatokat sikerül végül moderáltabb mederbe terelni és az inflációs várakozások is lecsökkennének, úgy **az MNB végre elkezdhetné a kamatcsökkentéseket, ami mérsékelné a forint jelenleg egyik legfontosabb támaszát.**

21. ábra: Az EURUSD és az EURHUF árfolyam mozgása



Forrás: Bloomberg

22. ábra: A forint és a régiós devizák historikus 1-havi volatilitása az euróval szemben



Forrás: Bloomberg

Nemzetközi hozamkörnyezet, magyar állampapírpiac

A világban sok helyen emelkedtek a hozamok, de nem mindenhol ugyanaz a kép. Bár a rövid kamatok globálisan jellemzően esnek (ez a helyzet például a tengerentúlon és Európában is), a hosszabb lejáratokon már vegyesebb képet látunk. **Európában egyértelműen a hosszabb kamatok és hozamok emelkedését tapasztaltuk az elmúlt hónapokban.** Ennek egyrészt az az oka, hogy Európában a tavasz folyamán a várható költségvetési élénkítés és hadikiadások növekedése miatt (ami leginkább Németországban jelent markáns váltást a korábbi évekhez képest) az államkötvények kínálatában jelentős növekedésre lehet számítani. Németországban az 500 milliárd eurós többéves infrastruktúra fejlesztési csomag és az egyéb intézkedések miatt a kötvénykínálat jelentős várható megnövekedését jól illusztrálja, hogy 2024 végén 1,2 ezermilliárd eurónyi szövetségi német államkötvény volt kint a piacon[1], amihez képest a program számottevő mértéket képvisel. Másfelől **az öreg kontinensen bizonyos államokban a politikai kockázat is megnőtt**: itt leginkább Franciaországra kell gondolni, ahol a költségvetés tavaly 6% körüli hiányt (5,8%-ot) ért el, és a kormányzóképesség körül is kérdőjelek merültek fel, miközben a növekedés is szerény: a francia hozamok 2011 óta nem álltak ilyen magasan, a 10-éves államkötvény 3,6% körüli szintre ért, ami már közel olyan magas, mint a hagyományosan jelentős adósságproblémákkal rendelkező Olaszországé. Bár nem az euróövezet tagja, de Nagy-Britannia is jelentős hozamemelkedést élt át mostanában: szeptember elején 4,8%

[1] https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/federal-securities/types-of-federal-securities/federal-bonds

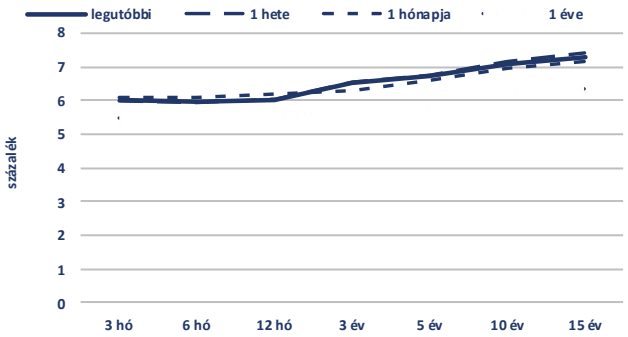
fölé nőtt a 10 éves gilt hozama, ami 2008 óta nem látott értéket jelent. A német 10 éves Bund hozama ennél jóval alacsonyabb, 2,6-2,7% körül mozgott szeptember elején, de ez is 2011 óta nem látott értéket jelent.

Ugyanakkor **a hozamemelkedés nem mindenkit érint ugyanúgy**: az olasz, spanyol és görög hozamok felárai sokat szűkültek a német 10 éves hozam felett, ami arra utal, hogy **erőteljesebb növekedési és/vagy jobb költségvetési kilátások mellett az általában kockázatosabbnak tekintett államok kötvényeire ilyen nominális hozamszint mellett megfelelő a kereslet.**

A fentiek mellett az utóbbi 1-2 hétben a sokat romló amerikai munkaerőpiac miatt **a tengerentúli hozamkörnyezetben (nem csak a Fed által jobban befolyásolható rövid lejáratokon, hanem a 10-éves papíroknál is) markáns hozamcsökkenés volt megfigyelhető.** Ez sokat segít a globális kötvénypiac stabilitásában. Amennyiben a Fed a piac által vártnak megfelelő mértékben csökkenti a kamatokat, úgy **ez a támasz fennmaradhat**.

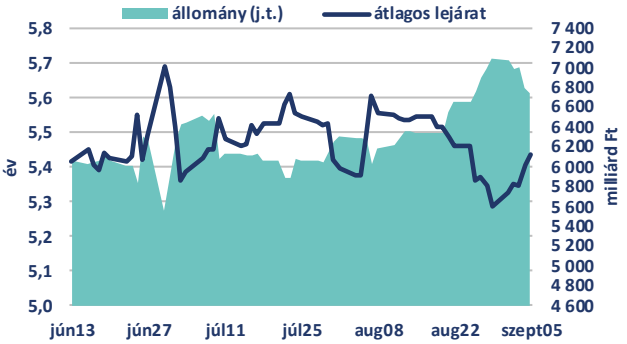
A hazai forintos kötvényhozamok eközben nem igazán csökkentek: **az év első 1-2 hónapjában látott 6,5-7% közötti 10-éves hozam nyárra 7% környékére, kismértékben e fölé emelkedett**, és azóta is ezen szint körül oldalaz a 10-éves forintban denominált benchmark állampapír lejáratig tartó hozama. Az aukciókon ugyanakkor elég jónak tűnik a kereslet: a 10 éves lejáraton a jellemzően 10-20 milliárd forint közötti meghirdetett mennyiségnél rendszeresen többet tudott eladni az ÁKK a nyári aukciók alkalmával, ami arra utal, hogy **ezen a hozamszinten már vonzó 10-éves forintos papírt venni a piaci szereplők szerint**. A forint papírok kínálata azonban egyrészt az elmúlt hónapokban már eleve magas volt, hiszen a lakossági értékesítés visszafogása mellett – a megnövekedett devizakibocsátások miatt – a külföldi pénznemben felvett adósság teljes volumenen belüli aránya már 30%-ra emelkedett, így **a forintos papírok kibocsátására lényegében kényszerűségből is nagyobb hangsúlyt kellett helyezni**. Másfelől, a következő hónapokban a költségvetés év végén rendszeresen jelentkező finanszírozási igénye, valamint a negyedik negyedévben érkező érdemi lejáratok miatt a kínálat várhatóan továbbra is magas marad. Emiatt idén az esetleges nemzetközi támogató hatások ellenére sem várjuk a 10-éves hozam érdemi csökkenését, az **6,9%-os lehet várakozásunk szerint idén év végén**. Jövőre ugyanakkor, amikor már az MNB várhatóan megkezdi a kamatcsökkentéseket, a **10-éves hozamunkban is mérséklődést várunk, amely 2026 végére 6,2%-ra eshet**.

23. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása



Forrás: ÁKK, Bloomberg

24. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és lejárata



Forrás: MNB, Bloomberg

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

	ÁKK célérték 2025	***2025.06.30****	***2021.12.31****
Államadósság devizaaránya	maximum 30%	**29,8%**	20,4%
Devizaadósság összetétel (devizaswapok után)	100% EUR	**99,9% EUR**	100% EUR
Átlagos lejárati idő (ATM)	minimum 5,5 év	**5,4 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%	**70,9%**	81,5%
Lakossági állampapírok aránya	20-25%	**20,2%**	24,5%
Zöldkötvények aránya	-	**4,8%**	-

**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 figyelmeztetés 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 árfolyamokra, 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 körültekintően 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 összeférhetetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetetlenségi 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, terjeszteni, 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 *telebankar@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 készítünk előrejelzéseket negyedéves bontásban, figyelembe véve a negyedéves dinamikákat, bázishatások, valamint áthúzódó 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.