



CIB heti riport

Tartalom

- A hét ábrája: Zuhanó hozamok a választás után
- A hét dióhéjban
- Amire a jövő héten figyelünk
- Táblázatos makrogazdasági, árfolyam- és kamatelőrejelzések
- Táblázatos eseménynaptár a következő hétre

A hét ábrája



A hét dióhéjban

- **Itthon: 2/3-os Tisza győzelem**
- **Erősödő forint, csökkenő hozamok**
- **Globális piacok: Még mindig a háborús hírek mozgatják a piacokat**

Itthon: Erős felhatalmazással alakíthat kormányt a Tisza- első gondolatok

Bár a végleges választási eredményekre a hét végéig várnunk kell, a jelenlegi feldolgozottságnál biztosra vehető, hogy a Tisza Párt kétharmados győzelmet aratott, vagyis az újonnan felálló kormány nagyon erős felhatalmazással vághat bele a kormányzásra. A Parlament alakuló ülését május 6-ára hívták össze.

A pontos kormányzati programot, intézkedéseket a következő hetekben-hónapokban fokozatosan ismerhetjük meg, a Tisza Párt választási programja, illetve az e héten elhangzottak alapján azonban a fő irányok világosak.

Az új kormány külpolitikájában az EU-val, NATO-val való viszony normalizálására, a nyugati szövetségi rendszerbe való visszaintegrálódásra, a V4 megerősítésére, illetve minden szomszédos vagy nem szomszédos országgal korrekt, pragmatikus kapcsolatok kialakítására törekszik.

Itthon fő prioritás a jogállamiság, az intézményi függetlenség visszaállítása, a fékek-ellensúlyok rendszerének megerősítése, gazdaságpolitikában a piaci viszonyok, kiszámíthatóság, verseny erősítése, a korrupció visszaszorítása.

A választási győzelem és a kétharmados parlamenti többség komoly bizalom erősítő tényezőnek bizonyult, ami a piaci folyamatokban is pontosan visszatükröződött (forint árfolyam, hozamok).

A makrogazdasági kilátásokat tekintve fontos leszögezni, hogy egyrészt nehéz kiinduló helyzetből indul az új kormány, másrészt a bejelentett/tervezett intézkedések pozitív növekedési hatása rövid távon még alig lesz érzékelhető. Közép- és hosszú távon azonban reális lehetőség mutatkozik arra, hogy a gazdaság egy magasabb növekedési pályára álljon.

A gazdasági növekedés már három éve stagnál, az államháztartási hiány tartósan magas (idén a GDP 6%-át is elérheti), az államadósság pedig emelkedő pályán mozog. A gazdaság külső környezete sem kifejezetten támogató, az iráni háború az energia ár sokkon keresztül

rontja a növekedési és inflációs kilátásokat, az euró övezetben és a fő export piacunknak számító Németországban idén sem számíthatunk érdemi dinamizálódásra.

Pozitív oldalon viszont megemlíthetjük, hogy az energia árak emelkedése egy kifejezetten kedvező inflációs pillanatban érte el hazánkat, külső egyensúlyi pozíciónk bár kismértékben romlik idén, nem tragikus, miközben a jegybank hitelessége az elmúlt bő egy évben érdemben erősödött.

A kormány előtt álló gazdaságpolitikai feladatok közül a legsürgetőbb az EU-források kiszabadítása, illetve a piacok és nemzetközi hitelminősítők számára egy hiteles, reális makrogazdasági pályán, számításokkal alátámasztott középtávú költségvetési konszolidációs pálya felvázolása.

A befagyasztott EU-forrásokkal kapcsolatban a kétharmados felhatalmazás birtokában viszonylag gyors haladásra számíthatunk. Egyrészt a szükséges törvényalkotási folyamat (ami a 27 szupermértékű és a horizontális feljogosító feltételek teljesítését jelenti) gyorsan lezavarható, másrészt az erős felhatalmazás miatt az EU-tól is pozitív hozzáállást várhatunk (A Brüsszeli Bizottság egy tárgyaló delegációja már ma megérkezik Magyarországra)

A befagyasztás (összesen közel 16 milliárd euró vissza nem térítendő támogatás és 3,9 milliárd RRF hitel) egyrészt a kohéziós pénzeszegeket egy részét, másrészt az RRF pénzeket érinti, a helyzet az utóbbi esetben sürgetőbb. Itt augusztus 31-e a végső dátum, ami után végleges forrásvesztéssel néznénk szembe. Egy reális forgatókönyvet figyelembe véve azt gondoljuk, hogy az RRF pénzek nem vesznek el, illetve az év végére a kohéziós források is hozzáférhetővé válhatnak. Az uniós források beáramlása 2027-től kezdődően fokozatosan fejti majd ki pozitív növekedési és költségvetési hatását.

A költségvetés helyzete meglehetősen ingatag. Az első negyedévben a deficit az éves terv 83%-át érte el, a 12 havi gördülő egyenleg a GDP 7,5%-a körül alakult.

A költségvetés esetében idén érdemi hiány csökkenésre nem számíthatunk, sőt az év egészében a költségvetési hiány 6% körül, akár kismértékben e szint felett alakulhat, ami tovább emelkedő adósságrátát vetít előre. Ez többek között a tervezettnél alacsonyabb növekedésnek és a választások előtti fiskális intézkedéseknek -amelyek jelentős része determinisztikus jellegű, éveken keresztül növekvő mértékben terheli a büdzsét- köszönhető.

A választási programból megismert bevétel oldali intézkedések rövid távon szintén nem a hiány csökkentésének irányába mutatnak. Több intézkedés bevétel kieséssel jár (például szja csökkentés, jóváírás, ÁFA csökkentés, nyugdíjas SZÉP kártya), a kiadási oldalon a közbeszerzések reformja, az állam támogatások, állami kiadások felülvizsgálata a presztízsberuházások törlése és általánosságban a pazarlás megszüntetése növeli a mozgásteret, csakúgy, mint a várhatóan mérséklődő kamatkidadások. Ezen intézkedések jótékony hatása azonban csak időben elnyújtva, fokozatosan jelentkezhet.

Az EU-források nagyobb mértékű beáramlása és a várhatóan a következő években magasabb növekedés erősítheti a bevételi oldalt csakúgy, mint a tervezett vagyonadó, bár az kérdéses, hogy utóbbi adónem milyen extra bevételeket tud hozni (a nemzetközi tapasztalatok e téren nem kifejezetten kedvezőek).

A hitelminősítőktől azonban számíthatunk türelmi időre, a kormányváltás és a 2/3-os többség miatt a következő körben nem várunk leminősítést (ami a három nagy hitelminősítő közül az S&P esetében már bővli kategóriát jelentene) -ezt a minősítők nyilatkozatai is alátámasztják. Számukra most az a fontos, hogy az új kormány (nyilván a jövő évi költségvetés összeállításával párhuzamosan) be tud-e mutatni egy elfogadható konszolidációs tervet.

A költségvetés bevételi oldalát az elmúlt években komolyan támogató különféle ágazati különadók azonnali kivezetését nem tartjuk reálisnak, itt arra számíthatunk, hogy a piaci szereplőkkel egyeztetve középtávon, a költségvetés egyensúlyát nem veszélyeztető módon fokozatosan mérséklődhet ez a fajta terhelés.

Arra sem számítunk, hogy az új kormány azonnali nagymértékben átalakítani a családtámogatási rendszert vagy a támogatott hitelek rendszerét, középtávon azonban e téren reális forgatókönyv az ésszerűsítés, egyszerűsítés. Az ársapkák, árrés sapkák rövid távon szintén velünk maradnak, az üzemanyag ársapkával kapcsolatban a miniszterelnök jelölt azt kérte a leköszönő kormánytól, hogy azt május 30-ig hosszabbítsa meg.

Az új kormány célul tűzte ki azt, hogy az ország belátható időn belül csatlakozik az euró övezethez. A választást követő nemzetközi sajtótájékoztatón a miniszterelnök jelölt 2030-2031-es céldátumot emlegetett. Ez a nemzetközi tapasztalatok alapján nem irreális forgatókönyv, de nyilván nincs kőbe vésve sem egyelőre. Jelenleg a

gazdasági és piaci folyamatok szempontjából nem is az a legfontosabb, hogy pontosan melyik évben (kicsit hamarabb, kicsit később) váltja a forintot az euró, hanem hogy legyen egy hiteles terv, ami mellett elkötelezett a kormány (ez nagyon erős horgonyként működhet), mind a reál- mind a nominális konvergenciára hagyjunk megfelelő időt, és felkészülten érkezzünk az euró kapujába.

Az idei évre vonatkozó makrogazdasági előrejelzéseinken érdemben nem módosítottunk. 2026-ban 1,7%-os GDP növekedést, év végére 4% körüli, kissé 4% feletti, éves átlagban 3% körüli inflációt várunk. 2027-re 2,6%-os növekedést tartalmaz alapforgatókönyvünk, itt azonban érzékelünk felfele mutató kockázatokat. Az MNB irányadó kamata alapelőrejelzésünk szerint év végére 6%-ra süllyedhet, de a választási eredmények ismeretében nem tartjuk kizártnak, hogy ennél alacsonyabban zárja az évet az alapkamat. A forint árfolyamába és az állampapír piaci hozamokba megítélésünk szerint a jó hírek már teljes egészében beépültek, rövid távon konszolidációra, kis visszarendeződésre számítunk, illetve arra, hogy a forint eszközök mozgásaira a külső kockázati környezet alakulása ismét nagyobb hatással bír. Az iráni háború kitörése után frissített, de még a választások előtti forgatókönyvünk év végére 6,9%-os tízéves hozamot és 388-as EUR/HUF keresztárfolyamot tartalmazott. Jelenleg úgy látjuk, hogy az év végi hosszú hozam ennél alacsonyabb (de 6% feletti) lehet, és a forint is erősebben zárhatja az évet. A következő időszakra a 360-375 közötti sávot tartjuk irányadónak.

Erősödő forint, zuhanó hozamok

Rég nem látott mértékű forint erősödésnek lehettünk szemtanúi az utóbbi napokban. A Tisza párt 2/3-os győzelme a választásokon hatalmas lökést adott a hazai fizetőeszköznek. Az euróval szemben 4 éve nem látott szintre 363 közelébe esett, míg a dollárral szembeni kurzus tartósan 310 alá került.

A forint mozgása viszont nem egy hirtelen, előzmény nélküli erősödési hullám volt, hanem egy már korábban megkezdődött trend folytatása és felgyorsulása. A piac ugyanis már a választásokat megelőző hetekben elkezdte árazni egy esetleges politikai fordulat lehetőségét, ami javíthatja Magyarország megítélését és az uniós kapcsolatok alakulását. Azonban a végül megszülető, a vártól is erősebb és egyértelműbb választási eredmény újabb lökést adott ennek a folyamatnak: a befektetői bizalom ugrásszerűen nőtt, és ez azonnal megjelent a devizapiacra is. A forint így nemcsak folytatta korábbi erősödését, hanem kifejezetten fel is gyorsította azt.

A hét egészét tekintve a forint teljesítménye kiemelkedő volt nemzetközi

összehasonlításban is. Az egyik legfontosabb fejlemény, hogy a magyar deviza az adott időszakban a világ legerősebb devizái közé került, sőt több napon keresztül konkrétan a legjobban teljesítő fizetőeszközök között szerepelt. Ez különösen figyelemre méltó annak fényében, hogy a globális környezet kifejezetten bizonytalan volt, amit a közel-keleti konfliktus és az olajár volatilitása határozott meg. Míg más feltörekvő piaci devizák inkább oldalaztak addig a forint képes volt ezzel szembe menni, ami egyértelműen az erős hazai fundamentális és politikai sztorinak tudható be. A régiós versenytársakhoz képest is van egy 3%-os felértékelődés.

A forint erősödésének hátterében elsősorban a befektetői várakozások gyors és jelentős javulása állt. A piac elkezdte újra razni annak esélyét, hogy Magyarország közelebb kerülhet az uniós forrásokhoz, ami számottevő tőkebeáramlást eredményezhet a következő időszakban. Ez nemcsak a folyó fizetési mérleg és a költségvetés szempontjából jelent pozitívumot, hanem általánosságban is csökkenti az ország kockázati megítélését. Emellett a forintot támogatta a továbbra is viszonylag magas hazai kamatszint (nominális és reál is), amely vonzóvá teszi a devizát a nemzetközi befektetők számára

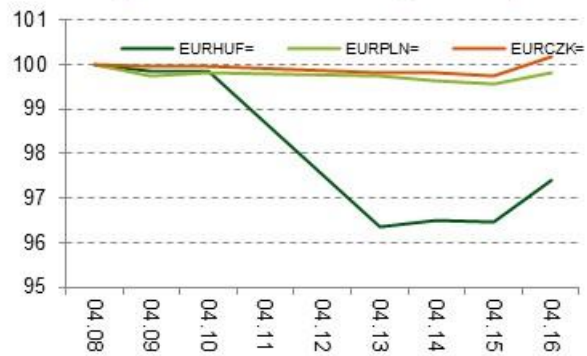
A nemzetközi tényezők ugyanakkor nem tűntek el, de ebben az időszakban inkább másodlagos szerepet játszottak. Az olajár emelkedése és az ebből fakadó inflációs félelmek általában nyomást gyakorolnak a feltörekvő devizákra, azonban a forint esetében ezt a hatást felülírta a pozitív hazai narratíva. A hét második felében, amikor a geopolitikai feszültségek enyhülni látszottak és az olajár visszahúzódott, a globális hangulat is támogatóbbá vált, ami tovább erősítette a forint pozícióját.

Ugyanez a trend volt megfigyelhető a kamat-, valamint a államkötvénypiacon is. A határidős jegyzésekből a kamatemelések teljesen eltűntek, míg a hozamgörbe rövid oldalán egy 20-30 bázispontos csökkenés volt megfigyelhető. Hosszabb lejáratokon még ennél is markánsabb hozamesések voltak, a 10 éves pont például már alig van 6% fölött, holott két hete még bőven 7% feletti hozamokat láthattunk. Ez úgy történt, hogy közben a fejlett piacok nem változtak érdemben, így a kamatfelárunk sok éve nem látott (mindösszesen 300 bázispont) szintre szűkült.

Régiós devizák relatív teljesítménye



Régiós devizák relatív teljesítménye



10 éves hozam (%)



EUR/HUF



HU-DE 10Y spread, %



HU 9x12 FRA, %



Globális piacok: Háborús hírek mozgatják a tőzsdéket

A globális pénz- és tőkepiacokat továbbra is az iráni háborúval kapcsolatos fejlemények határozzák meg. Itt pedig a hét második felében az enyhülés jelei jelentek meg –diplomáciai tárgyalások lehetősége –, ami részben visszarendeződést hozott az eszközárakban.

A részvénytőzsdék meglepően ellenállóknak bizonyultak. Az amerikai indexek, különösen az S&P 500 és a Nasdaq új csúcspontok közelében mozogtak, annak ellenére, hogy az olajár-emelkedés hagyományosan negatívan hat a vállalati profitokra és a gazdasági kilátásokra. Ugyanakkor a piac mögött meghúzódó kockázatok nem tűntek el: az

energiaárak tartós emelkedése középtávon nyomást gyakorolhat a marzsokra és a monetáris politikára. Ez pedig hatványozottan igaz az európai vállalatokra, emiatt az öreg kontinens részvényindexei még azért messze vannak a február végi szintektől, de az elmúlt öt kereskedési nap itt sem sikerült rosszul.

A kötvénypiacokon érdemi mozgásokat nem láttunk, maradtak a relatíve magas kamatok (USA 10 éves: 4,3%). A piac egyre inkább egy olyan környezetet áraz, ahol a jegybankok hosszabb ideig kénytelenek magasabb kamatszinteket fenntartani. Jelenlegi piaci árazások alapján a FED maradhat a jelenlegi kamatszinten, míg az EKB-től két kamatemelés is jöhet idén.

A devizapiacokon egyértelmű trend rajzolódott ki: Az enyhén javuló befektetői hangulat következtében gyengült a dollár, míg különösen a nyersanyag-exportőr országok valutái erősödtek. Az ausztrál, kanadai vagy norvég deviza profitált a magasabb nyersanyagárakból és a globális ellátási láncok átrendeződéséből. Az EUR/USD árfolyam pedig visszatért a háború előtti 1,18 szint közelébe, amiben a javuló kereskedési hangulat mellett a várhatóan csökkenő kamatkülönbség is szerepet játszik.

Az árupiacokon természetesen az olaj volt a központi tényező. A hét eleji 100 dollár feletti árak után a jegyzések visszahúzódtak, de a fundamentális kockázatok nem szűntek meg. Az ellátási zavarok és a Hormuzi-szoros körüli bizonytalanság továbbra is felfelé mutató kockázatot jelent. Emellett más nyersanyagok ára is emelkedett, ami arra utal, hogy az energiaár-sokk másodkörös hatásai már például az élelmiszerpiacokon is megjelentek. Az európai gázárak alakulása viszont mindenképpen örömteli. Egy folyamatos csökkenő trendet mutat az irányadó jegyzés a holland gáztőzsdén. Ma már alig több mint 40 EUR/MWh mellett zajlik a kereskedés (februári átlag 32 euró). Eközben az arany árfolyama távol került az 5000 feletti szintektől, áprilisban eddig végig 4700-4800 között fluktuált a sárga nemesfém árfolyama.



Amire a jövő héten figyelünk

Munkanélküliségi ráta itthon

A KSH jövő pénteken publikálja a márciusi munkanélküliségi adatokat. Az előző hónapban viszonylag jelentősen, 4,9%-ig ugrott a munkanélküliségi ráta miután a gyenge kereslet és a költségoldali nyomás miatt a vállalatok az év elején erősebb elbocsátásokba kezdtek. Nem kizárt, hogy a márciusi adat még további romlást mutat, de előre tekintve stabilizálódó, lassan javuló munkaerő piaci helyzetre számítunk.

A figyelem középpontjában azonban a választások utáni fejlemények, a következő kormány bejelentései állhatnak továbbra is.

BMI mutatók az euró övezetben

Az euró övezetben az előzetes áprilisi beszerzési menedzserindexeket ismerhetjük meg. A várakozások szerint az iráni háború kitörését követően a BMI-k mérséklődnek a márciusi szinthez képest -tükrözve a romló növekedési kilátásokat.

Kiskereskedelmi és ipari statisztikák a tengerentúlon

A tengerentúlon a szokásos heti munkanélküliségi adatok mellett a friss kiskereskedelmi és ipari statisztikákat ismerhetjük meg.

Kapcsolatfelvétel

Elemzés	Értékesítés – Értékpapírok	Értékesítés – FX
<ul style="list-style-type: none"> • Trippon Mariann Vezető elemző 423-2420 • Bukovszki András Elemző 423-2904 	<ul style="list-style-type: none"> • Fenyvesi Sándor Üzletkötő-Kötvény 489-8352 • Verzár Zoltán Üzletkötő-Kötvény 489-8353 	<ul style="list-style-type: none"> • Juhász Mária Treasury értékesítés vezető 489-8313 <hr/> <ul style="list-style-type: none"> • Nagy Marianna FX üzletkötő 489-8303 • Kelemen Péter FX üzletkötő 489-8304 • Horváth Gábor FX üzletkötő 489-8327

Jelen elemzés nyilvánosan hozzáférhető információk alapján készült. A CIB Bank Zrt. az elemzés készítése során az elvárható szakmai gondosság mellett törekedett arra, hogy az elemzésben kizárólag pontos és hiteles információk kerülhessenek felhasználásra. Ennek ellenére, a forrásként használt adatok és információk pontosságáért és hitelességéért, valamint az ebből levont következtetésekért – ide értve különösen a pénzügyi eszköz várható, jövőbeli árfolyamát – a CIB Bank Zrt. felelősséget nem vállal. Ezen információk frissítése, vagy a jelen dokumentumban tárgyaltak alapján történő tanácsadás nem tartozik a CIB Bank Zrt. feladatai közé. Az elemzésben foglalt vélemény bármikor megváltozhat anélkül, hogy azt a CIB Banknak nyilvánosságra kellene hoznia. Az elemzésnek, vagy tartalmának felhasználásából, illetve azzal összefüggésben bármely más módon keletkező esetleges veszteségeikért a CIB Bank Zrt. felelősséget nem vállal. A CIB Bank Zrt. a befektetési ajánlás tartalmáról a kibocsátót előzetesen nem tájékoztatta. A CIB Bank Zrt. munkatársai, valamint a szerzők a hatályos jogszabályok szerinti korlátozásokat figyelembe véve jogosultak az ajánlás tárgyát képező pénzügyi eszközökben pozíciókat szerezni, saját számlás vagy megbízásos alapon ügyleteket kötni. Jelen ajánlás nem tekinthető sem vételi, sem eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsnak, sem pedig szerződéskötésre, vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek az ajánlás tárgyát képező pénzügyi eszközök vonatkozásában, kizárólag az Ön tájékoztatására szolgál és az sem egészében, sem részleteiben nem másolható, illetve terjeszthető. A CIB Bank Zrt. a befektetési ajánlás készítésében közreműködő alkalmazottai tekintetében alkalmazza a befektetési vállalkozásokról, az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény 77. § és 110. §-ában foglalt rendelkezéseket. Az ajánlást készítő alkalmazottak a befektetési szolgáltatási tevékenységet végző szervezeti egységektől elkülönítve végzik tevékenységüket, juttatásuk nem függ a CIB Bank Zrt, illetve kapcsolt vállalkozásaik által végzett saját számlás ügyletek eredményétől. A CIB Bank Zrt. a Magyar Nemzeti Bank felügyelete alá tartozik. A befektetési ajánlás a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll és a CIB Bank Zrt. valamennyi ebből eredő jogát fenntartja. A befektetési ajánlás készítésében közreműködő személyek: Trippon szenior elemző.