

NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ



2022. október



MAGYAR
BANKHOLDING

Tartalom

I. ÖSSZEFOGLALÓ	2
II. RÉSZLETES MAKROGAZDASÁGI ÁTTEKINTÉS MAGYARORSZÁGRÓL	7
Gazdasági növekedés	7
Régiós körkép	13
Hazai infláció	15
Monetáris politika, jegybanki alapkamat	17
Foglalkoztatás, munkanélküliség és béralakulás.....	19
Költségvetési folyamatok	21
Külső egyensúlyi helyzet.....	23
Ingatlanpiac.....	28
III. GLOBÁLIS GAZDASÁGI FOLYAMATOK	32
Az USA gazdasági folyamatai.....	32
Az eurózóna gazdasági folyamatai.....	33
KKE regionális gazdasági folyamatok.....	35
IV. GLOBÁLIS ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP ..	37
Nemzetközi devizapiacok és a forint.....	37
Globális monetáris politikai fejlemények.....	40
Nemzetközi és magyar állampapírpiac, hozamszintek	42
A jelen kiadvány készítői.....	45



LEZÁRVA: 2022. október 11-én 18:00 órakor. Az előrejelzéshez használt adatokat 2022. október 11-ig vettük figyelembe.

I. ÖSSZEFOGLALÓ

A vártnál erősebb második negyedéves gazdasági teljesítmény ellenére az idei GDP növekedési előrejelzésünket 5,7%-ról 5,3%-ra, míg a jövő évit 2,7%-ról 0,4%-ra csökkentettük az elhúzódó háború, az elszálló energiaárak negatív hatásai, a romló külső környezet, az emelkedő kamatszint, a kedvezményes háztartási energiaárak részleges megszüntetése, valamint az idei súlyos aszálykárok miatt. A tavaly év végi és idei év eleji lendületes növekedés áthúzó hatása, valamint az idei robosztus évkezdés miatt idén ennél jóval magasabb, 7%-hoz közelítő növekedési ütem is elérhető lett volna.

A tavaly év végi, valamint az idei első félévi várakozáson felüli gazdasági élénkülés áthúzó hatása önmagában a növekedési kilátások javítását indokolták volna. Az ukrajnai háború számos, részben közvetett, részben közvetlen hatáson keresztül rontja a hazai növekedési kilátásokat. A közvetett hatások leginkább az ellátási láncok zavarain és ezzel szoros összefüggésben a **külföldről begyűrűző árnyomáson** keresztül érvényesülnek. Ráadásul jelentős bizonytalanságot okoz, hogy a háború időtartama, végkimenetele, a szankciók további fokozása továbbra sem ismertek. Ezek hatása a **termelési láncokra, energia-, nyersanyag-, és élelmiszerellátásra kiszámíthatatlan, ami az árupiacokon szélsőséges áringadozásokat**, volatilitást okozott. Ilyen körülmények között nem csupán a növekedési, hanem az inflációs, államháztartási, külkereskedelmi előrejelzések is fokozott nehézségekbe ütköznek. A növekedési kilátásokat beárnyékolja a **globális gazdaság várható lassulása, egyes vezető gazdaságok fokozódó recessziós kilátása** a meglóduló infláció és az ez ellen hozott erősödő monetáris szigorítások következtében. A növekedést a kedvezményes háztartási energiaárak részleges megszüntetése, valamint a gazdaság többi szereplőjének, így a vállalkozások és állami intézmények, önkormányzati energiaszámlájának megugrása is érdemben rontja, ami egyes ágazatokban átmeneti, vagy végleges termelés-csökkenéshez vezethet. Ezt némileg ellensúlyozhatja a kormány **energiaigényes termelőágazatok szereplőinek tervezett támogatása**. A növekedést ezenkívül a **rendkívül súlyos aszály** következtében visszaeső mezőgazdasági termelés is jelentősen visszahúzza.

A hazai kilátások nemzetközi összehasonlításban ugyanakkor kedvezőbbek, mivel az idei bőven kétszámjegyű bérnövekedés és a lakossági transzferek felülmúlják a vártnál lényegesen magasabb inflációt éves átlagban. Az utóbbit a hazai árkorlátozások fékezik, így a reáljövedelmek idén is emelkedhetnek, hozzájárulva a fogyasztás bővüléséhez. Mindezek alapján **nem érezzük indokoltnak az idei növekedési kilátások radikális rontását**, azonban **az idei negyedik negyedév és a jövő évi első negyedév között átmeneti technikai recesszióra számítunk**, ami elsősorban a jövő évi növekedési kilátásokat árnyékolja be. A hazai gazdaság földgáz iránti kitettsége ugyanakkor erőteljes kockázatot

jelent, ami **jelentősen rontja** a hazai gazdasági szereplők **elkölthető jövedelmét**. A növekedésre érdemi kockázatot jelent **az orosz gázzállítások esetleges leállítása az európai országok irányába, mivel számos ágazatot leállásra kényszeríthet, ami a hazai termelést is meredeken visszafogná.**

Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

Infláció

Az orosz-ukrán háború érdemben felülírja az inflációs – és gazdasági – kilátásokat, amelyeknek a hatása továbbra sem becsülhető meg teljesen. A háború kitörése óta a gáz-, áram-, és olajárak elszálltak, amelyek már azelőtt is komoly nehézséget okoztak a gazdasági élet szereplőinek. Emellett komoly hatása van az élelmiszerárak emelkedésének, amely szintén az alapanyaghiányokra vezethető vissza. **Az év utolsó hónapjaiban az átárazások, a forintgyengülés, az adóemelések, valamint az átlagosnál nagyobb fogyasztók energiaszámláinak elszállása miatt jelentősen tovább emelkedik az infláció, ami az árkorlátozó intézkedések nélkül elérhetné a 24-25%-ot is.** A vártnál jóval szélesebb körű és meredekebb áremelkedések hatására **az idei inflációs várakozásunkat 14%-ra, a jövő évit pedig 13,6%-ra emeljük, de az infláció ennél magasabb is lehet, amit a tovább emelkedő élelmiszerárak mellett az európai energiaárak elszállása és az energiaválság okoz.** Az inflációra emellett a jelentős béremelések, a bérköltségek érdemi növekedése, a lakosság többletjövedelmei miatti keresletélénkülés is kockázatot jelent. Az árkorlátozások fenntartása ugyanakkor jelentős ársokkot előzött meg, noha a kiskereskedelemben más termékek áraiba részben áthárításra kerültek.

Munkaerőpiac és fogyasztás

2022-ben jelentősen emelkedik a bérdinamika (várakozásunk: 16,6%-os bruttó átlagbér-növekedés), a 20%-os a minimálbér és garantált bérminimum emelés, több ágazatot érintő 20%-os bérrendezés, valamint a hivatásos állomány hathavi illetménye következtében. Emellett **2021-től ismét feszesé vált a munkaerőpiac** és megjelent a munkaerőhiány, amely 2022 első felében tovább fokozódott; ami a nem minimálbért keresők esetében is magasabb bérdinamikát okozott. A feszes munkaerőpiaci kondíciók 2023-ban lazulhatnak, azonban a nemzetgazdasági szintű bérek növekedése továbbra is megközelítheti a kétszámjegyű ütemet.

Várakozásunk szerint 2022-ben 1,1%-kal bővülhet a foglalkoztatottak száma az előző évhez képest, melyhez elsősorban a privát szektor növekedése járul hozzá. Az eddigi kedvező tendenciát az intenzív gazdasági teljesítmény támogatta. A munkaerőpiacra mindazonáltal ellentétes folyamatok lehetnek hatással a következő negyedévekben. A hazai

gazdaság **akut munkaerőhiányos** helyzetben néz szembe a közelgő **energiaválság negatív hatásaival**, így kérdés, hogy az egyes szektorok elbocsátásait mennyire tudják ellensúlyozni a kevésbé érintett szektorok munkaerőfelvétele. Összességében tehát csupán mérsékelt változásokra számítunk a munkaerőpiacon. **2023-ban kissé csökkenhet foglalkoztatás**, míg a munkanélküliségi ráta átmenetileg enyhén emelkedhet, majd újra mérséklődést mutathat a következő években (2022: 3,6% és 2023: 3,9%).

A kedvező munkaerőpiaci kondíciók mellett a kormányzati támogatások (pl. családokat érintő SZJA-visszatérítés) hozzájárultak **a fogyasztás bővüléséhez**, amit idén az első félévben a tavalyi alacsony bázis is támogatott, azonban a következő negyedévekben az infláció és a háztartási energiaárak emelkedése miatt érdemben lassulhat a fogyasztás növekedése (várakozásunk szerint 2022-ben 6,8%-kal bővülhet, azonban 2023-ban 0,2%-kal mérséklődhet a háztartások fogyasztása). A háztartások fogyasztására egyes ágazatok várható részleges leállása is negatív hatással lehet a kínálati oldal szűkülésének hatására.

Beruházások

A beruházások nemzetgazdasági szinten 2022-ben a kifejezetten dinamikus első félévi teljesítménynek köszönhetően gyorsulhatnak: a 2021-es 4,3%-os növekedést követően 5,8%-os bővülést mutathatnak. Jövőre azonban kismértékű visszaesésre számítunk az **emelkedő kamatok, növekvő bizonytalanság, gyengülő konjunktúra**, valamint **egyes kormányzati beruházások felfüggesztése** miatt. Mivel a folyamatban levő beruházások nem kerülnek leállításra, az intézkedések a következő években befolyásolhatják a beruházások alakulását, azonban ezt az elmúlt években bejelentett **feldolgozóipari óriásberuházások** ellensúlyozhatják.

Az egyes nemzetgazdasági ágakban eltérő folyamatok játszódtak le a beruházások tárgyidőszaki alakulását tekintve. A járvány negatív gazdasági hatásait – más intézkedések mellett – a kormány a vállalatok beruházásainak igen nagyvolumenű közvetlen támogatásával, a jegybankkal és állami bankok támogatásával alacsony kamatozású hitelekkel és garanciaprogramokkal sikeresen ellensúlyozta, ennek hatásai határozottan jelentkeztek az elmúlt két évben. Az emelkedő kamatok, a geopolitikai feszültségek miatt növekvő bizonytalanság és kockázatok, valamint elszálló energiaárak és beruházási költségek **elbizonytalaníthatják a vállalatokat** a beruházásoktól, azonban **a jelenlegi energiaárak mellett az energiahatékonysági beruházások még magasabb kamatok mellett is megtérülhetnek**, az emelkedő kamatok negatív hatását pedig a kkv-k számára továbbra is elérhető kedvezményes hitelkonstrukciók, valamint GINOP pályázatok ellensúlyozhatják. A feldolgozóipari beruházásokat alapvetően a **rekordszintű működő tőke beáramlás** támogatja. Az emelkedő kamatok és a lakásépítési költségek, lakásárak meredek emelkedése, a vásárlóerő várható csökkenése a **háztartások beruházásait** fékezni fogja a

következő időszakban, amit azonban **az energetikai korszerűsítési kereslet megugrása ellensúlyozhat.**

Nettó export

Az orosz-ukrán háború érdemben felülírta a külkereskedelmi kilátásokat. Az energiahordozók és más nyersanyagok árának drasztikus emelkedése **szignifikánsan rontja a cserearányokat**, amit csak kismértékben ellensúlyozhat a nemzetközi piacokhoz képesti olcsóbb orosz olajár. **Az energiaegyenleg önmagában 5,2 milliárd euróval járult hozzá a külkereskedelmi mérleg romlásához** az első hét hónapban, azaz a romlás szignifikáns, háromnegyed részéért felelős. Összességében tehát **jelentősen romlik a külkereskedelmi egyenleg**. Az exportpiaci kilátásokat pedig az energia- és élelmiszerárak által vezérelt meredek infláció miatt **a felvevőpiacainkon csökkenő reáljövedelmek** és alacsonyabb vásárlóerő is ronthatja. A beruházások és a fogyasztás lassulása miatt **a külkereskedelmi egyenleg romlásának mérséklődésére** számítunk a következő hónapokban, amit az ellátási problémák, a chiphiány fokozatos enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése is támogathat. A háború és a gázárak elszállása miatt azonban idén a várakozásunk szerint **7 milliárd euró hiányba fordulhat a külkereskedelem a tavalyi 1,62 milliárd euró többlet után**. Az előzetes folyó fizetési mérlegadatokat alapján az első félévben az egyenleg mintegy **3,9 milliárd euróval romlott** a tavalyi első félévhez képest, amit szinte teljes mértékben a cserearányromlás okozott. Noha az áruforgalmi egyenleg összességében 5,4 milliárd euróval romlott, a **szolgáltatások egyenlegének javulása az előbbi részben ellensúlyozta**, így kisebb volt a folyó fizetési mérleg romlása.

Államháztartás

A kormány az idei **4,9%-os GDP arányos hiánycél tartása érdekében egyenlegjavító intézkedéseket vezetett be**. Az idei hiánycél tartható lett volna, mivel egyes egyszeri tételeket (pl. SZJA-visszatérítés) már a tavalyi eredményszemléletű hiányban elszámoltak, miközben a tervezettnél magasabb tavalyi növekedés és infláció miatt az adóbevételek messze felülteljesülnek. Ennek bázisán **az idén is várható az adóbevételek túlteljesülése**, amit az is alátámaszt, hogy az első nyolc hónapban **időarányosan messze jobban állnak a bevételek**, mint tavaly. Ezenkívül a költségvetési **automatikus stabilizátorok** is támogatják a költségvetés helyreállítását. **Az államháztartás egyenlegére ugyanakkor számottevő kockázatot jelentenek** a megugró piaci gáz-, és energiaárak, valamint a kamatok emelkedése miatt érdemben emelkedő kamatkidadások, amelyek ellensúlyozására a kormány extraprofit adót vezetett be nyolc szolgáltatási ágazatra, valamint mintegy 1200 milliárd forintnyi kiadáscsökkentést jelentett be, elsősorban állami beruházásokat és működési kiadásokat érintve. A gáztartalékok további emelése érdekében a kormány 740 milliárd forint értékben

további gázbeszerzésről döntött, aminek hatására az államháztartás hiánycélja a GDP 6,1%-ra módosult.

MAGYAR MAKROGAZDASÁGI ALAPPÁLYABELI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	TÉNY**				ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	5,4	4,6	-4,5	7,1	5,3	0,4	4,3
Háztartási fogyasztás, %	4,2	4,5	-1,8	4,4	6,8	-0,2	3,6
Kormányzati fogyasztás, %	4,5	6,2	5,4	4,8	1,7	-0,2	2,1
Állóeszköz-felhalmozás, %	16,3	12,8	-6,9	5,9	6,4	-0,1	3,7
Export, %	5,0	5,4	-5,9	10,1	6,7	4,8	5,4
Import, %	7,0	8,2	-3,5	8,2	7,1	3,6	4,1
Ipari termelés, %	3,5	5,6	-6,0	9,6	6,1	3,1	5,0
Építőipari termelés, %	21,3	20,4	-9,7	13,3	6,6	-1,5	4,1
Kiskereskedelmi forgalom, %	6,7	6,2	-0,2	3,3	6,3	-1,0	3,8
Külkereskedelmi egyenleg, millió €	5.520	4.334	5.618	1.897	-7.410	-4.400	-1.500
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	2,8	3,4	3,3	5,1	14,0	13,6	3,6
Maginfláció éves átlag, %	2,0	3,1	3,7	3,9	15,0	11,5	3,3
Munkanélküliségi ráta, %	3,6	3,3	4,1	4,1	3,6	3,9	3,4
Nemzetgazd. foglalkoztatottság, %	1,3	0,8	-0,9	0,9	1,1	-0,3	0,5
Nemzetgazd. bruttó átlagkereset, %	11,3	11,4	9,7	8,5	16,6	9,7	7,5
Nettó reálbér, %	8,3	7,8	6,2	3,3	2,4	-3,1	3,9
Háztart. nettó pü. vagyon, billió HUF	45,5	50,6	56,7	63,1	68,0	72,0	76,2
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-2,1	-2,1	-7,8	-6,8	-6,1	-3,8	-3,0
Bruttó államadósság, GDP %-a	69,1	65,5	79,6	76,8	71,6	67,0	64,9
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	0,2	-0,7	-1,1	-3,2	-7,2	-2,7	-1,0
Külső finansz. képesség*, GDP %-a	2,4	1,2	0,9	-0,6	-4,1	-0,6	1,0
Bruttó külső adósság*, GDP %-a	79,5	72,7	81,9	84,4	83,1	76,0	69,1
Nettó külső adósság*, GDP %-a	9,3	7,1	10,4	15,6	17,8	16,8	14,8
GLOBALIS ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA							
EUR/USD év végi	1,1469	1,1211	1,2215	1,1382	0,95	0,99	1,03
EUR/HUF év végi	321,15	330,52	365,10	365,70	395,00	390,00	385,00
EUR/HUF éves átlag	318,78	325,36	359,00	357,75	399,50	393,60	389,10
USD/HUF év végi	279,94	294,74	296,94	321,34	415,80	393,90	373,80
USD/HUF éves átlag	270,35	290,69	307,84	300,91	397,30	405,80	386,40
MNB alapkamat év végi	0,90%	0,90%	0,60%	2,40%	13,00%	9,00%	4,50%
EKB alapkamat év végi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,00%	2,75%	2,75%
FED alapkamat év végi	2,50%	1,75%	0,25%	0-0,25%	4,25-4,50%	4,50-4,75%	3,50-3,75%
3-hónapos BUBOR év végi	0,13%	0,16%	0,75%	4,21%	13,25%	8,75%	4,50%
3-hónapos EURIBOR év végi	-0,31%	-0,38%	-0,55%	-0,57%	2,00%	2,75%	2,75%
3-hónapos USD LIBOR év végi	2,81%	1,91%	0,24%	0,21%	4,60%	4,70%	3,60%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,48%	1,17%	1,42%	4,35%	10,35%	9,50%	5,20%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,99%	2,01%	2,17%	4,51%	9,90%	8,80%	6,00%
5-éves magyar CDS-felár év végi	89bp	71bp	60bp	45bp	190bp	155bp	140bp

II. RÉSZLETES MAKROGAZDASÁGI ÁTTEKINTÉS MAGYARORSZÁGRÓL

Gazdasági növekedés

6,5%-kal nőtt a hazai GDP 2022. második negyedévében az egy évvel azelőttihez, míg szezonálisan és munkanappal kiigazítva **1%-kal bővült az azt megelőző negyedévhez képest. A járvány előtti szintet a GDP 7,1 százalékponttal haladta meg a második negyedévben.** A dinamikus növekedéshez egyrészt a tavalyi utolsó, valamint ideai első negyedév igen erős áthúzó dó hatásai, másrészt a negyedévben tapasztalt robusztus ágazati növekedések, harmadrészt az egy évvel ezelőtti második/harmadik járványhullám elleni lezárások miatt egyes szektorok alacsony bázisa járultak hozzá. **A rendkívül súlyos aszály** által sújtott mezőgazdaság **önmagában 1,1 százalékponttal** mérsékelte a GDP-t, enélkül a növekedés akár egy százalékponttal magasabb is lehetett volna. A növekedést továbbra is visszafogta a chip- és más alkatrészek hiánya miatt **akadozó járműgyártás**. Amennyiben stabilizálódnának a beszállítói láncok, az ipari termelés élesen felpattanhatna a meglevő robusztus rendelésállománynak köszönhetően. Ezzel szemben a növekedés továbbra is kifejezetten élénk volt a szolgáltatási ágazatok területén a **folytatódó kilábalásnak köszönhetően**.

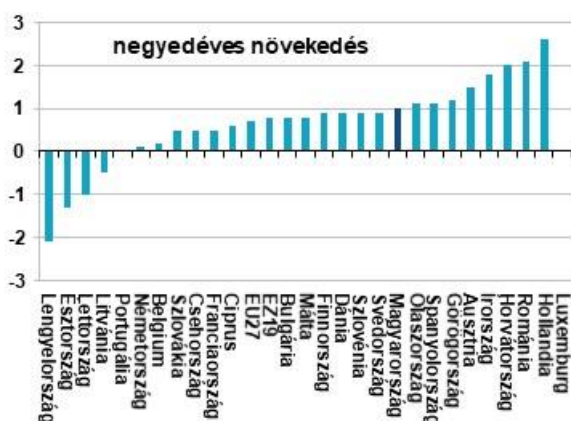
Az elmúlt negyedévek vártnál számottevően kedvezőbb teljesítménye miatt az ideai növekedés **bőven meghaladhatná** korábbi várakozásunkat, azonban az ukrajnai háború **közvetlen és közvetett negatív hatásai, az energiaválság, valamint a kedvezőtlen időjárás** miatt a **GDP-re vonatkozó 2022. évi növekedési prognózisunkat 5,7%-ról 5,3%, a jövő évi növekedési előrejelzésünket pedig 2,7%-ról 0,4%-ra csökkentettük.**

A növekedéshez a mezőgazdaság kivételével szinte minden ágazat hozzájárult. Az ipari termelés lassult az első negyedévhez képest (nyers adat szerint az ipari termelés növekedése 4,7% volt az első negyedévi 5,8% után). Az építőipar növekedése nagyobb mértékben lassult az első negyedévi közel 17%-hoz képest. A kiskereskedelmi forgalom hasonló mértékben bővült, ugyanakkor határozottan folytatódott a vendéglátás és a turizmus helyreállása, noha a növekedési ütemük az egy évvel ezelőtti emelkedő bázis miatt némileg lassult. Folytatódott a helyreállítás a szállítás, fuvarozás ágazatban, elsősorban a nemzetközi személyszállítás, légi utasforgalom területén. Folytatódott a lendületes növekedés az infokommunikációban, a pénzügy, biztosítási szektorban, az ingatlanpiaci szolgáltatásoknál, a szakmai, tudományos, műszaki, adminisztrációs szolgáltatásoknál. A művészet, szabadidős tevékenységek, sport területén egyértelműen folytatódott a kilábalás, teltházias koncertek, sportrendezvények, fesztiválok és más rendezvények hatására, ami a harmadik negyedévben is folytatódott.

A következő negyedévekben már érdemi lassulást várunk, részben bázishatások, részben a háború negatív hatásai miatt. Negyedéves alapon szintén jelentősen mérséklődhet a

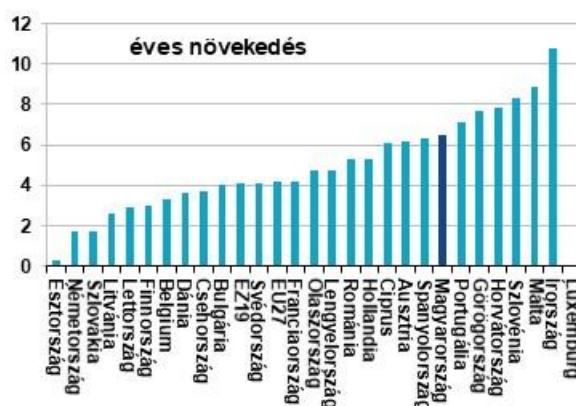
növekedés, **mérsékelt technikai recesszió sem zárható ki teljesen**. A növekedési kilátásokat a kedvezményes **háztartási energiaárak részleges megszüntetése, valamint a gazdaság többi szereplőjének, így a vállalkozások és állami intézmények, önkormányzatok** energiaszámláinak megugrása jelentősen rontja, ami egyes ágazatokban átmeneti, vagy végleges termelés-csökkenéshez vezethet. Ezt némileg ellensúlyozhatja a kormány **energiaigényes termelőágazatok szereplőinek tervezett támogatása**. A növekedésre kockázatot jelentenek a beszállítói nehézségek, az ukrajnai háború és a szankciók miatt esetlegesen megszakadó beszállítói láncok, alapanyag, nyersanyaghiány, a költségek meredek emelkedése, a hitelkamatok emelkedése, valamint leginkább az elszálló infláció miatt csökkenő vásárlóerő, csökkenő reálbérek a főbb exportpiacainkon, ami visszafoghatja a külső keresletet. A legnagyobb kockázatot az orosz olaj- és gázzállítások leállása jelenti, de átmeneti megszakadások ellenére erre a hazai importban még nem került sor. Az energiahiány azonban a legfontosabb kereskedelmi partnereinknél vezethet több ipari ágazat leállításához is, ami igen negatívan érintheti a hazai beszállítókat, vevőket is. Ezzel szemben pozitív kockázatot jelent új ipari kapacitások üzembe helyezése, a chip- és más alkatrészek hiányának enyhülése, a kimagasló ipari rendelésállományok, aminek hatására az ipari termelés felülmúlhatja a várakozásokat. Szintén pozitív kockázatot jelent, amennyiben nem ismétlődik meg az ideai rendkívüli aszály. A növekedést az idegenforgalom folytatódó helyreállása, nagyobb sportrendezvények, világbajnokságok, valamint az elmúlt két évben elmaradt nagyfesztiválok megtartása a harmadik negyedévben még támogatták. A közelmúltban bejelentett igen jelentős méretű beruházások középtávon újra a hazai gazdaság érdemi gyorsulásához vezethetnek, az évtized közepétől a hazai GDP növekedése akár tartósan meghaladhatja a 4%-ot.

1. ábra: Az EU tagállamainak negyedéves növekedése (negyedéves növ. ütem %-ban)



Forrás: Eurostat

2. ábra: Az EU tagállamainak éves növekedése (éves növ. ütem %-ban)



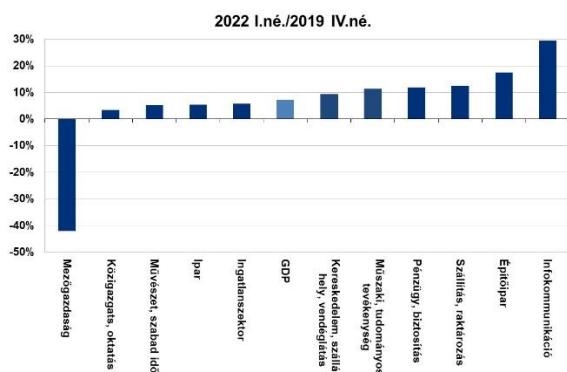
Forrás: Eurostat

A világgazdaság kilábalási folyamata az újabb járványhullámok elleni korlátozások feloldása ellenére is **erőtlen maradt** a második negyedévben, amit az ukrajnai háború kitörése

következtében **meredeken emelkedő infláció**, az emiatt szükségessé váló monetáris szigorítások, a tovább súlyosbodó **energiaválság**, a **megjelenő élelmiszerválság**, az igen szigorú **kínai járványellenes korlátozások** miatt újra széttöredező ellátási láncok, valamint a továbbra is **akut alkatrész- és félvezetőhiány** okoztak, bár ez utóbbi már az enyhülés jeleit mutatja.

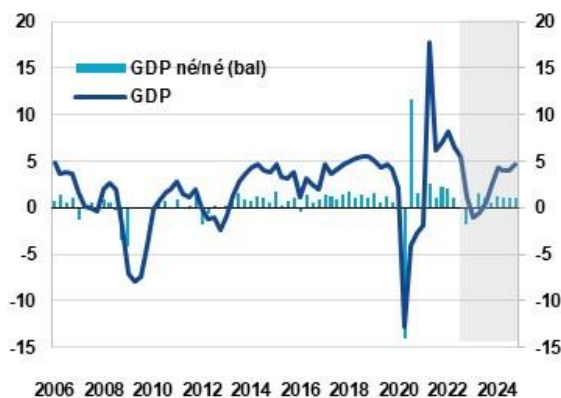
A második negyedévben néhány kivétellel az európai nemzetgazdaságok már elérték a koronavírus-járvány kitörése előtti teljesítményét. A turizmus meghatározó szerepe miatt az idegenforgalom helyreállításának gyorsulásának köszönhetően különösen erős növekedést mutattak a **dél-európai országok**, azonban a járvány előtti szinthez képest még alig mutatnak növekedést. Ugyanakkor a félvezető és más alkatrészek, alapanyagok hiányától szenvedő ipar miatt **a német, a cseh és a szlovák gazdaság is minimális lemaradásban van.** Ezért igen komoly sikerenk nevezhető, hogy a hazai gazdaság összességében már több mint hét százalékkal haladta meg a járvány előtt elért kibocsátást, mivel itthon magasabb a nemzetközi turizmustól és a járműgyártástól függő ágazatok súlya.

3. ábra: Egyes ágazatok teljesítménye a járvány előtti szinthez képest



Forrás: KSH, Takarékbank számítás

4. ábra: A GDP negyedéves és éves növekedési ütemei (%-ban)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

Az egyes ágazatokat és országokat továbbra is **különböző mértékű felpattanás** jellemzi. Az ipari termelés lendületét a gyors helyreállást követően az **általánossá váló alkatrész- és félvezetőhiány**, valamint a **szállítási kapacitások-korlátok** törték meg, noha a kilátások továbbra is kedvezőek lennének a **kifejezetten magas rendelésállománynak** köszönhetően. A kiskereskedelem helyreállása folytatódott, amit néhány országban az egyes cikkekkel érintő **áruhiány**, valamint korábbi **ösztönző intézkedések kifutása** árnyékolt be. A magas infláció miatt csökkenő reáljövödelmek miatt egyes országokban azonban a kiskereskedelmi forgalom újra mérséklődik. A nemzetközi turizmus, az erre épülő szolgáltatások, rendezvények felépülése határozottan élénkült a két évig tartó részleges korlátozások és óvatosság után.

Ennek megfelelően az egyes országok kilábalását nagymértékben határozza meg a **gazdasági szerkezet**, így a kilábalás/helyreállítás mértéke is különböző maradhat.

A járványügyi korlátozások teljes feloldása jelentősen javította a kilátásokat, azonban a **megugró infláció, a megélhetési költségek meredek emelkedése csökkentheti a vásárlóerőt**, így a kilábalás is lassabb lehet. Ezt enyhítheti az uniós helyreállítási alap, amely döntően a nagyobb visszaesést elszenvedő országokat támogatja. A küldő, döntően északi országok a járvány időszak alatt profitáltak az elmaradt nyaralásokból származó megtakarítások belső felhasználásából, amit az északi államok jóval kisebb tavalyelőtti visszaesése és gyorsabb helyreállása tükröztek, azonban az idegenforgalom helyreállításával már a fogadó országokban erőteljesebb a növekedés. A jelentősebb ipari, járműgyártási kapacitásokkal rendelkező gazdaságokban ugyanakkor a **beszállítói láncokkal kapcsolatos nehézségek** vezettek lassuláshoz. Ebből kifolyólag a **kilábalás továbbra is egyenlőtlen**.

2017. negyedik negyedévéől az EU tagállamai közül a hazai gazdaság negyedéves és éves alapon az élmezőnybe került, amit az előző évek során is többnyire megtartott. **Tavaly** a hazai gazdaság teljesítménye továbbra is **közel két százalékponttal haladta** meg az uniós átlagot, ami **az idei év első felében még gyorsult is**. A következő években a hazai gazdaság növekedése stabilan meghaladhatja az EU összesített növekedési ütemét, így **tartós maradhat a hazai gazdaság felzárkózása**. A következő években a fogyasztás további növekedése, a beruházások felfutása és újabb jelentős autóiipari kapacitásbővítések hatására viszonylag gyors lehet a felzárkózás. Középtávon a hazai gazdasági szereplők mérlegének érdemi javulása viszonylag gyors ütemű felzárkózásra ad lehetőséget, azonban a hosszabb távú felzárkózáshoz a **potenciális növekedést meghatározó tényezők** (humántőke, intézményi/szabályozási/üzleti környezet), a **versenyképesség és a termelékenység további javulása szükséges**.

2022 második negyedévében **az ipar, valamint a feldolgozóipar hozzáadott értéke 3,9, ill. 4,5%-kal nőtt** az egy évvel ezelőtti sinthez képest, **enyhén lassulva az első negyedévben elért 4,9, illetve 4,6%-os növekedés után**. A feldolgozóipari ágazatok közül legnagyobb mértékben az élelmiszeripar és a villamos berendezés gyártásának növekedése járult hozzá a bővüléséhez. **Az ipari termelés összesen 0,9 százalékponttal javította a gazdasági teljesítményt. Az építőipar hozzáadott értéke 0,4%-kal emelkedett**, így nem járult hozzá a GDP növekedéséhez, az ágazat 17,6%-kal haladta meg a járvány előtti szintet. Az igen súlyos aszály következtében **mezőgazdasági teljesítmény 35,5%-kal csökkent** a második negyedévben, így 1,1 százalékponttal fékezte a GDP növekedését.

A **szolgáltatói ágazatok hozzáadott értéke 10,5%-kal nőtt**, így **5,7 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás**

teljesítménye 12,7%-kal nőtt, ezen belül az előbbiek teljesítménye 9,1%-kal, az **utóbbiaké 46,2%-kal pattant fel** a tavalyi alacsony bázishoz képest. A **szállítás, raktározás** ágazat teljesítménye **20,9%-kal emelkedett**, az **információ, kommunikáció** ágazat teljesítménye **13,4%-kal nőtt**. A **pénzügyi, biztosítási tevékenység** hozzáadott értéke **6,4%-kal nőtt**. Az **ingatlanügyletek teljesítménye szintén 6,4%-kal javult**. A közigazgatás, oktatás, egészségügy teljesítménye 5,4%-kal emelkedett, ezen belül a közigazgatás, védelem, társadalombiztosítás 0,5%-kal, az oktatás 5,4%-kal, az egészségügyi, szociális ellátás 13,6%-kal nőtt. **A szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív tevékenység teljesítménye 13,4%-kal**, a **művészet, szórakoztatás hozzáadott értéke pedig 20,8%-kal bővült**. A gazdaság felpattanását tükrözve a termékadók- és támogatások egyenlege 1 százalékponttal javította a növekedést. A szolgáltatói ágazatok összességében 9,5%-kal haladják meg a járvány előtti, 2019. negyedik negyedévi szintet. Ezen belül a kereskedelem, járműjavítás, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás 9,3%-kal, a szállítás, raktározás 12,5%-kal, a szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív szolgáltatások 11,3%-kal értek el magasabb teljesítményt, míg a művészet, szórakoztatás, szabadidős szolgáltatások 5,2%-kal bővültek. Az infokommunikáció 29,5%-kal, a pénzügy, biztosítási szektor 11,9%-kal, az ingatlanpiaci szolgáltatások 5,7%-kal az állami szolgáltatások 3,4%-kal múlják felül a járvány előtti szintet.

5. ábra: A GDP felhasználási tételeinek növekedési hozzájárulása (%)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

6. ábra: A GDP termelési oldali tételeinek növekedési hozzájárulása (%)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

A GDP felhasználási oldalán a **lakosság** fogyasztási kiadása 10,1%-kal, tényleges (pénzbeni és nem-pénzbeni transfereket is tartalmazó) **fogyasztása 9,4%-kal emelkedett**, így a fogyasztás összesen 5,4 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A háztartások Magyarország területén realizálódó (hazai) fogyasztási kiadása 11,4%-kal lett nagyobb az egy évvel korábbinál. Ezen belül a tartós termékekre fordított hazai fogyasztási kiadások volumene 11,6%-kal, a féltartós termékeké 13,7%-kal, a nem tartós cikkeké 6,7%-kal, míg a szolgáltatásoké 15,6%-kal emelkedett. A háztartások fogyasztását kettősség jellemezheti a

következő időszakban. A vártnál jóval magasabb infláció hatására a reáljövedelmek csökkenhetnek 2022 hátralevő részében. A háztartási energiaárak átlagfogyasztás feletti emelkedése **igen egyenlőtlenül** érinti a háztartásokat. A háztartások túlnyomó részét vagy nem érinti, vagy kisebb odafigyeléssel csökkenthetik energiaszámlájukat. A magas jövedelműek energiahatékonysági beruházások mellett dönthetnek, egyes munkaadók rendkívüli többlettjuttatást adnak, vagy évközbéli második béremelésről dönthetnek, ugyanakkor számos háztartásnak okozhat súlyos problémát jelenlegi életszínvonaluk fenntartása. Összességében tehát igen nehéz előrejelezni, hogy hogyan alakul a háztartások fogyasztása. A fogyasztást támogathatta a foglalkoztatás teljes helyreállása, az egyes szektorokban megfigyelt, továbbra is dinamikus bérnövekedés, egyes vállalatoknál bejelentett évközbéli bércorrekciók a minimálbér és a bérminimum jelentős emelése, a lakossági transzferek, valamint a járvány alatti korlátozások során felhalmozott kényszer megtakarítások felhasználása is, ugyanakkor a munkaerőpiaci feszesség enyhülése, a munkanélküliség – várhatóan kismértékű, átmeneti – emelkedése szintén mérsékelheti a fogyasztást.

A lakosság pénzügyi vagyonának érdemi növekedésével együtt ugyanakkor még **jelentős tartalékok** állnak rendelkezésre a fogyasztás növekedésének fenntartásához, valamint megjelenhet az elhalasztott fogyasztás is. Továbbra is óvatos maradt költekezésében a lakosság, hiszen rendelkezésre álló jövedelmének változása komolyabb fogyasztás-bővülést is lehetővé tett volna az elmúlt években, a háztartások megtakarítási rátája tartósan 11-12% körül alakult.

A közösségi fogyasztás 0,3%-kal emelkedett, így nem járult hozzá a GDP növekedéséhez.

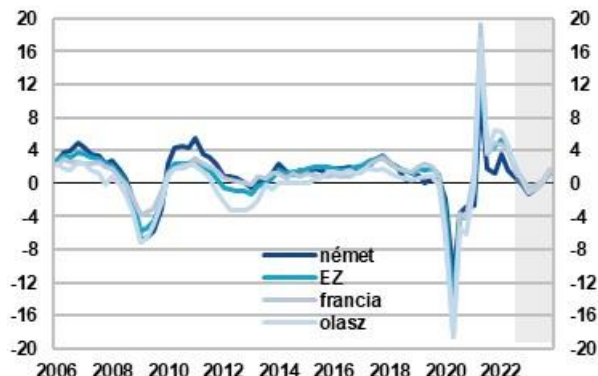
A **bruttó állóeszköz-felhalmozás** 2022. második negyedévében **6,1%-kal nőtt** az előző év azonos időszakához képest. A gép- és berendezés-beruházások volumene nagyobb mértékben nőtt, mint az építési beruházásoké. A beruházásokon belül a feldolgozóiparban és az ingatlanügyletek területén jelentősen nőtt, azonban a szállítás, raktározás területén visszaesett a fejlesztések volumene. A beruházások a második negyedévben 1,7 százalékponttal járultak hozzá a GDP növekedéséhez. **A készletek csökkenése** 1 százalékponttal rontotta a GDP-t.

A külkereskedelem 333 milliárd forint hiányt mutatott, így a külkereskedelmi egyenleg javulása 0,3 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. **Az export volumene 7,6%-kal, az importé 7,2%-kal nőtt.** A külkereskedelmen belül az áruforgalom kivitele 4,4%-kal, behozatala 4,4%-kal nőtt, míg a szolgáltatások exportja 23,5%-kal, importja 26,9%-kal emelkedett.

Régiós körkép

7. ábra: GDP-növekedés a visegrádi térségben (év/év %)


Forrás: Eurostat, Takarékbank előrejelzés (ármékolt terület)

8. ábra: GDP-növekedés a főbb euró-övezeti országokban (év/év %)


Forrás: Eurostat, Takarékbank előrejelzés (ármékolt terület)

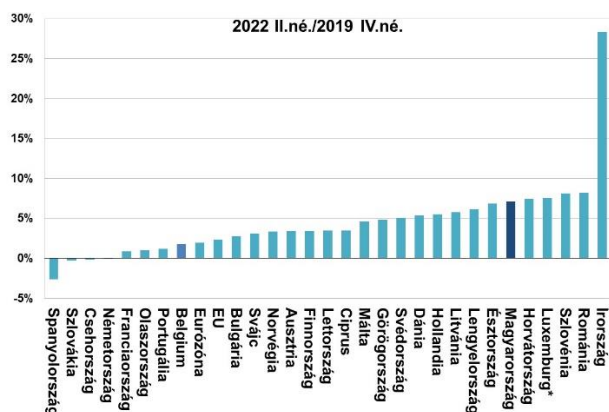
A háború negatív hatásai, az elszálló infláció következtében romló vásárlóerő, valamint a járműgyártást érintő beszállítói nehézségek eltérően érintették a régiós országok gazdaságait. A lengyel gazdaság kifejezetten gyengén teljesített 2,1%-os visszaeséssel az előző negyedévhez képest, így éves összehasonlításban kiemelkedő, 4,7%-ra lassult a növekedés az előző negyedévi 9,2%-ról. A turizmustól legkevésbé függő, jelentős belső piaccal rendelkező lengyel gazdaság teljesítménye 2020-ban mindössze 2,7%-kal esett vissza, 2021-ben pedig 5,7%-kal nőtt.

A cseh gazdaság 0,5%-kal bővült az előző negyedévhez képest, míg egy év alatt 3,7%-kal növekedett, 2020-ban összesen 5,6%-kal csökkent a teljesítménye, amit 2021-ben 3,4%-os növekedés követett, így még nem érte el teljesen a járvány előtti szintet. A szlovák gazdaság teljesítménye 0,5%-kal nőtt az előző negyedévhez képest, éves szinten pedig az uniós országok között az egyik leglassabb mértékű, 1,7%-os növekedést mutatott. Tavalyelőtt 5,2%-kal esett vissza, amit tavaly összességében 3,2%-os növekedés követett. A cseh és a szlovák gazdaság kilábalását elsősorban a járműgyártást korlátozó félvezető és alkatrészhiány hátráltatja. Nagy meglepetésre 2,1%-os felpattanást mutatott a román gazdaság egy negyedév alatt, így a második negyedévben 5,3%-kal nőtt. Tavalyelőtt 3,6%-kal csökkent, azonban tavaly 6%-kal nőtt a román gazdaság.

Középtávon visszatérhet a viszonylag gyors ütemű növekedés a régiós országokban, részben az EU-források felfutása, részben az általános szakemberhiány miatt várhatóan újra gyorsuló bérdinamika eredményeként, így a régiós gazdaságokat elsősorban a belső kereslet fűtheti. A helyreállást ugyanakkor a járműgyártást sújtó alkatrészhiány, a beszállítói nehézségek és a **meredeken megugró megélhetési költségek fékezik rövid távon.**

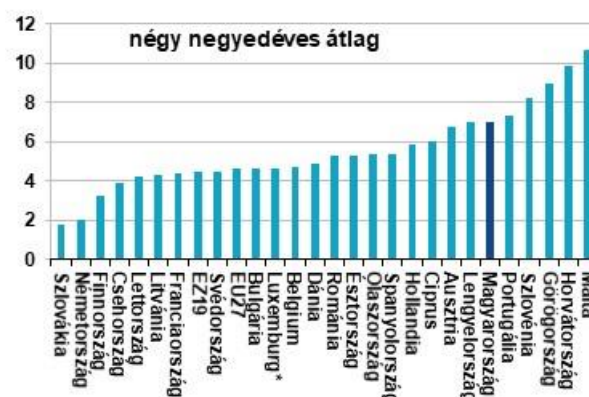
Az EU gazdasága 0,7%-kal, az euróövezet gazdasága pedig 0,8%-kal nőtt az első negyedévhez képest, így az egy évvel ezelőttihez képest az EU gazdasága 4,2%-os, az euróövezet gazdasága 4,1%-os növekedést mutatott. Németország gazdasága 0,1%-kal bővült egy negyedév, míg 1,7%-kal nőtt egy év alatt, így a német gazdaság továbbra is sereghajtó. A német gazdaság kilábalását hátráltatja a globális chiphiány és a beszállítói láncok akadozása, valamint a meredeken emelkedő energiaárak. 6,3%-kal nőtt a spanyol, 4,2%-kal a francia, 4,7%-kal az olasz, 7,1%-kal a portugál, 10,8%-kal az ír gazdaság ugyanebben az időszakban. Átfogóbb képet ad, amennyiben az egyes gazdaságok teljesítményét a járvány kitörése előtti, 2019. negyedik negyedévihez hasonlítjuk, amely alapján huszonhárom európai gazdaság - köztük a hazai - már elérte a járvány előtti szintet, míg a spanyol, a szlovák, a cseh és a német gazdaság még kissé alulmúlja.

9. ábra: Egyes uniós országok teljesítménye 2019 utolsó negyedévéhez képest



Forrás: Eurostat, Takarékbank számítás

10. ábra: Az uniós tagállamok teljesítményének négy negyedéves átlaga



Forrás: Eurostat, Takarékbank számítás

A járvány előtti szintet a legnagyobb mértékben azon országoknak sikerült meghaladni, ahol **kisebb mértékű a turizmus súlya**. A turizmus meghatározó szerepe miatt a dél-európai országok többségében azonban felgyorsult a kilábalás, köszönhetően a nyaralási, utazási igények járványt követő felpattanásának, köztük már csak a spanyol gazdaság teljesítménye marad el 2,6%-kal. Ugyanakkor a félvezető és más alkatrészek, alapanyagok hiányától szenvedő ipar miatt a német, a cseh és a szlovák gazdaság rendre 0,1%-os, 0,1%-os, illetve 0,3%-os lemaradásban van. Ezért igen komoly sikernek nevezhető, hogy **a hazai gazdaság összességében már több mint hét százalékkal haladta meg a járvány előtt elért kibocsátást**, mivel itthon magasabb a nemzetközi turizmusból és a járműgyártástól függő ágazatok súlya. Az EU átlagosan 2,3%-kal, míg az euró-övezet 2%-kal haladja meg a járvány előtti szintet.

Hazai infláció

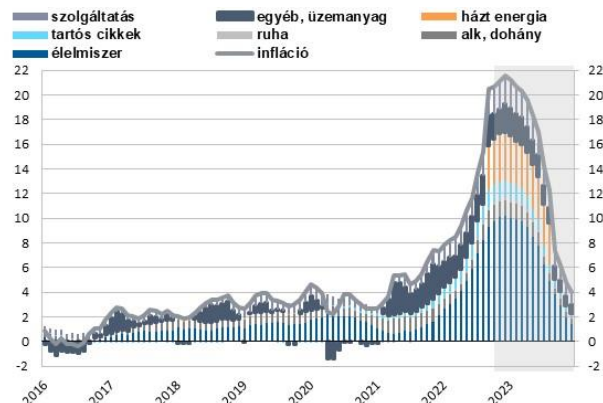
20,1%-ra ugrott az infláció szeptemberben, elsősorban a háztartási energiaárak 62,1%-os emelkedése miatt, ami önmagában 3,7 százalékponttal növelte az inflációt, az áremelkedés ugyanakkor továbbra is rendkívül széleskörű. Az erősödő árnyomást tükrözi, hogy a maginfláció is igen meredeken, 20,7%-ra ugrott. - A vártnál jóval magasabb infláció, a forint érdemi gyengülése, a népegészségügy termékadó és a dohánytermékek, alkoholos italok jövedéki adóemelése, számos, elsősorban élelmiszer termékpályán a nyersanyag és energiaöltségek meredek elszállása miatt továbbra is folytatódó átárazások, valamint a háztartási energiaárak befagyasztásának részleges feloldása miatt, **14%-ra emeljük az ideit, valamint 13,6%-ra a jövő évi átlagos inflációs várakozásunkat.**

11. ábra: A 12-havi infláció alakulása (növ. ütem %-ban)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (áryékolt terület)

12. ábra: A fogyasztói árindex felbontása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (áryékolt terület)

Az orosz-ukrán háború, valamint az Oroszország elleni szankciók, és részben ennek következtében csökkenő orosz gázszállítások érdemben felülírják az inflációs – és gazdasági – kilátásokat, amelyeknek a hatásai továbbra sem becsülhetők meg teljeskörűen. A háború kitörése óta a gáz-, áram-, és olajárak elszálltak, amelyek már azelőtt is komoly nehézséget okozott a gazdasági élet szereplőinek, az inflációt a következő hónapokban pedig tovább növeli a háztartási energiaárak átlagfogyasztás feletti növelése. A mikro- és kisvállalatok kizárása az egyetemes szolgáltatásokból és a hatósági üzemanyagárak igénybevételeiből, valamint a kata szigorítása további áremelkedéseket okozhat. Igen komoly hatásai látszanak a búzaárak és más alapvető terményárak (kukorica, napraforgó) a háború kitörését követő elszállásának, noha a nemzetközi árjegyzések az elmúlt időszakban érdemben süllyedtek, ez azonban a forint dollárral szemben meredek gyengülése ellensúlyozza. Jelentős kockázatot jelent az ideit ukrajnai vetéssel kapcsolatos bizonytalanságok is. A háború kitörését követő első

sokkhatás óta az utóbbi hónapokban lefelé korrigáltak az olaj-, nyersanyag-, és terményárak, ami némileg tompíthatja a várható sokkhatást.

13. ábra: Termelői árindexek



Forrás: KSH,

14. ábra: Egyes nyersanyagok árváltozása



Forrás: Bloomberg, Reuters

A következő hónapokban az átárazások várható folytatódása miatt kissé tovább emelkedik az infláció, ami az árkorlátozó intézkedések nélkül elérhetné a 24-25%-ot, bár az egyes élelmiszerek esetében bevezetett árkorlátozások jórészt áthárításra kerültek más termékekre. Az év végéig kissé 21% fölé emelkedhet az infláció, azonban a jövő év elejétől bázishatások miatt már az infláció mérséklődésére számítunk.

A tartós fogyasztási cikkek árait jelentősen növeli a forint érdemi gyengülése, a nyersanyagárak elszállása, az alkatrészhiány, a szállítási költségek elszállása is, az új autók árának emelkedését azonban a lényegesen magasabb műszaki tartalom is befolyásolja. A faárak elszállása érezteti hatását a bútórákban is. A széleskörű áremelkedést tükrözi, hogy időjárási tényezők, a klímaváltozás, a zöldségtermelés, valamint egyes geopolitikai feszültségek miatt még a gyapot és a cellulóz ára is elszállt, ami a ruházati és papírtermékek árát növeli. A lakbérek és más piaci szolgáltatások árának növekedése is gyorsul. Az üdülési szolgáltatások árait jelentősen mérsékelte a járvány második hulláma miatt meghozott újabb utazási korlátozások és az idegenforgalom ismételt zuhanása, míg a korlátozások feloldása után érdemben növekedtek, a közeljövőben pedig az energiaköltségek elszállása, az élelmiszerek drágulása, valamint a munkaerőhiány miatt erősödő bérverseny miatt várható további áremelkedés. Az élősértés felvásárlási árak az elmúlt hónapokban meredeken, egyes beszámolók szerint 50-70%-kal ugrottak meg, ami a következő hónapokban jelenhet meg a feldolgozott húsk árjaiban. A búzaárak tavaszi emelkedése miatt a következő hónapokban meredeken folytatódhat a liszt nagykereskedelmi és a pékáruk árainak emelkedése, azonban a búzaárak közelmúltbeli visszaesése miatt tetőzhetnek az árak a termékpályákon. A jövedéki adóemelés a dohánytermékek és szeszesitalok, a chipsadó (neta) emelése számos feldolgozott élelmiszer árát emelte. Az egyes szektorokban bevezetett extraprofit adó szintén egyre több

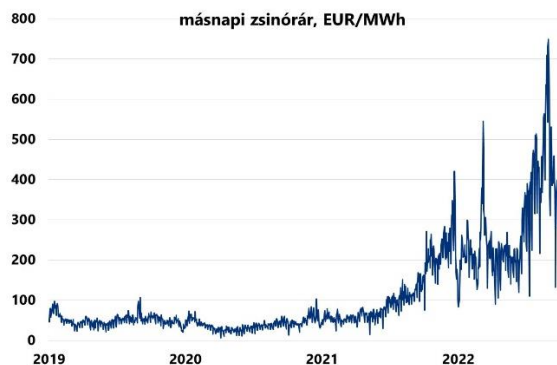
szolgáltatás árában jelenik meg, míg a kiskereskedelmi vállalkozások az egyes termékeket érintő árkorlátozások miatti veszteségeik áthárítására kényszerülnek..

15. ábra: Holland tőzsdei gázárak (EUR/MWh)



Forrás: Bloomberg,

16. ábra: Másnapi áramárak (EUR/MWh)

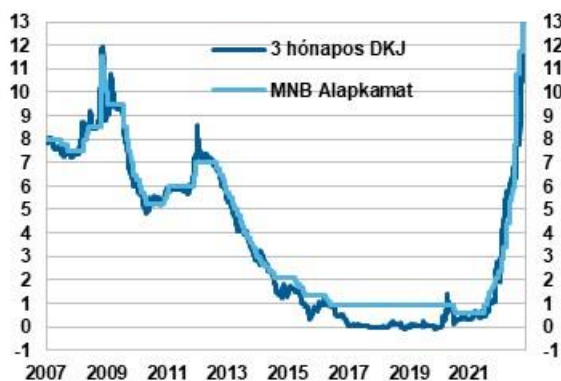


Forrás: HUPX

Monetáris politika, jegybanki alapkamat

13%-ra emelkedett a jegybanki alapkamat a korábbi 11,75%-ról, a Monetáris Tanács emellett 12,50%-ra emelte az egynapos betéti, valamint 15,50%-ra az egynapos és egyhetes fedezett hitel kamatát szeptemberben. Az MNB az egyhetes betéti kamatot szintén 13%-ra emelte. Az MNB bejelentette a **kamatemelési ciklus lezárását**, mivel a Monetáris Tanács megítélése szerint az alapkamat jelenlegi szintjével a **kamatkondíciók kellően szigorúvá** váltak, ami biztosítja az inflációs cél elérését. A szigorú monetáris kondíciók ugyanakkor tartósan fennmaradnak, ami biztosítja az inflációs várakozások horgonyzását és az inflációs cél fenntartható módon történő elérését.

A monetáris kondíciók szigorítása a **likviditás szűkítésével** folytatódik. Ennek megfelelően október 1-jétől emelkedik a kötelező tartalékráta, valamint elindulnak a rendszeres jegybanki diszkontkötvény aukciók és bevezetésre kerül egy hosszabb futamidejű betéti eszköz. A Monetáris Tanács megállapította, hogy a szeptemberi inflációs jelentés előrejelzése körüli kockázati eloszlás szimmetrikussá vált. A külső inflációs nyomás enyhülése és a lassuló kereslet árleszorító hatása 2023 elejétől jelenhet meg a hazai inflációban. A szállítási költségek, a nyersanyag- és energiaárak határidős árai alapján várható csökkenése, valamint a globális gazdaság növekedésének lassulása fékezhetik a külső inflációt. A kamatemelési ciklus lezárását lehetővé tette, hogy **az előretekintő reálhozam pozitívvá vált, az inflációs kockázatok kiegyensúlyozottá váltak**, az elmúlt hónapokban **közeledtek az álláspontok a kormány és az Európai Bizottság között** az uniós források lehívásával kapcsolatban, valamint **javult a monetáris transzmisszió** az fx-swap és az állampapírpiacra is.

17. ábra: A 3 hónapos DKJ-hozam és a jegybanki alapkamat alakulása (%)


Forrás: ÁKK, MNB

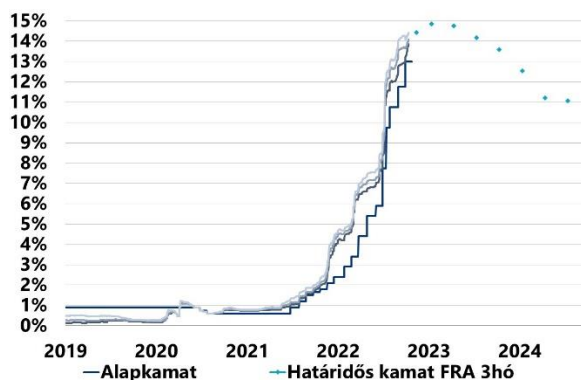
18. ábra: A 12 havi infláció és az MNB alapkamat alakulása


Forrás: KSH, MNB

Az egyhetes betéti kamat, valamint az alapkamat mérséklésére legkorábban 2023 második felében számítunk, amennyiben az inflációs folyamatok arra utalnak, hogy az infláció 2024-ben visszatérhet a toleranciasáv 4%-osteteje alá. Így **a jövő év végére** a várakozásunk szerint **9,00%-ra csökkenhet az alapkamat**, annak érdekében, hogy a lassuló globális gazdasági környezetben kevésbé fékezze a reálnövekedést és a beruházásokat a kamatszint, miközben az infláció egy jelentős része kínálati oldali.

A forint árfolyamát az elmúlt időszakban túlnyomóan az ikerdeficittel kapcsolatos – némileg eltúlzott – aggodalmak, a régiós országokénál magasabb államadósság, a gázárak elszállításának negatív külkereskedelmi és költségvetési hatásai, az uniós forrásokkal kapcsolatos megállapodás hiánya (ami egyszerre javítaná a központi költségvetés pénzforgalmi hiányát, mérsékelhetné az államadósságot, emellett javítaná a tőkemérleget, ellensúlyozva a folyó fizetési mérleg hiányát), a jogállamisági vita, a kedvezőtlen nemzetközi hangulat, és ebből fakadóan kockázatkerülés, az európai recessziós aggodalmak okozzák.

Mivel a jegybankok a kínálati ársokkokat nem igazán tudják befolyásolni, elsődleges céljuk a másodkörös hatások kiszűrése, az inflációs várakozások lehorgonyozása, az ár-bér spirál kialakulásának megelőzése, ahogy ezt teszik jelenleg a jegybankok világszerte. A jelenlegi globális inflációt azonban főleg a megélhetéshez szükséges áruk árának meredek emelkedése növeli, ez azonban önmagában is fékezni fogja a gazdaságokat a vásárlóerő visszaesésének hatására. Ezért a monetáris kondíciók túlszigorítását is érdemes lenne elkerülni, ez pedig kifejezetten megnehezíti a jegybankok munkáját. A hazai kamatemelések feltehetően elégségesek lesznek az előbbi hatások kiszűrésére, de ennek eredményét csak egy-másfél év múlva láthatjuk.

19. ábra: Bubor és határidős kamatlábak


Forrás: MNB, Bloomberg

20. ábra: Kamatcsere ügyletek kamatai


Forrás: Reuters

Foglalkoztatás, munkanélküliség és béralakulás

A nyári hónapokban, július és augusztus között a szezonális hatásoknak megfelelően **12,7 ezer fővel** nőtt a foglalkoztatottak száma az előző háromhavi átlaghoz képest, míg **egy év alatt 52 ezerrel 4711 ezerre** nőtt. A rendszerváltás óta így először lépte át a **4,7 milliós szintet a foglalkoztatottak száma**. Kifejezetten pozitív, hogy a **hazai elsődleges munkaerőpiacon 62 ezer fővel** nőtt a foglalkoztatottak száma, míg a közfoglalkoztatottak létszáma 14 ezerrel csökkent, a külföldön dolgozók létszáma pedig mindössze 4 ezerrel emelkedett. A munkanélküliek száma az előző háromhavi átlaghoz képest 5,6 ezer fővel nőtt, azonban **34,4 ezerrel csökkent az egy évvel ezelőtti szinthez** képest, így **3,4%-ra mérséklődött a munkanélküliségi ráta** az egy évvel ezelőtti 4,1%-ról. A 15-74 éves korosztályban a gazdaságilag aktívak száma egy év alatt 18 ezer fővel 4,877 millióra nőtt. A 15–64 éves korcsoport esetében egy év alatt **a foglalkoztatási ráta 1,1 százalékponttal, 74,6%-ra** nőtt.

A háború eddig semmilyen negatív hatással nem volt a hazai munkaerőpiacra, az év első felében pedig tovább fokozódott az **akut munkaerőhiány** szinte minden szektorban. A következő hónapokban ennek megfelelően **kettősség jellemezheti a munkaerőpiacot**, mivel az elszálló energiaköltségek egyes szektorokban, ágazatokban átmeneti, vagy tartós leálláshoz, a termelés visszafogásához vezethetnek, ami **elbocsátásokat okozhat** különösen a vendéglátás, szálláshely szolgáltatás, más szabadidős, kulturális, sportolással kapcsolatos szolgáltatások területén. A kormány azonban **munkahelyvédelmi programot** tervez az érintett szolgáltatói ágazatokban, míg a termelésben, az ipar területén működő vállalkozásokat az **energiaköltségük növekedésének 50%-os átvállalásával** igyekszik támogatni. Kérdés, hogy a tervezett támogatások, ill. a számos területen továbbra is fennálló munkaerőhiány **mennyire lesz képes ellensúlyozni** az előbb említett negatív hatásokat. Az év végén és a jövő év elején részben szezonális, részben az energiaválság negatív hatásai miatt emelkedhet

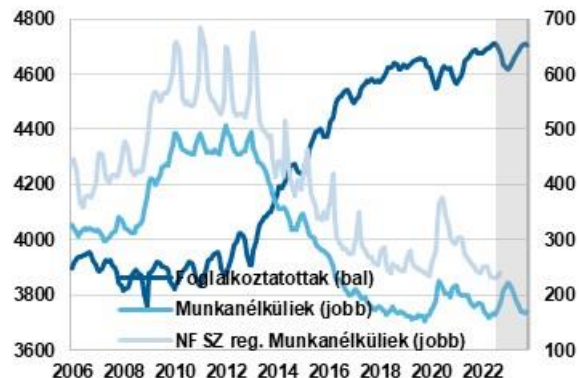
a munkanélküliségi ráta, azonban a jövő év közepétől újra csökkenhet. **Idén 3,6%-ra csökkenhet a munkanélküliségi ráta** a tavalyi 4,1%-ról, míg **jövőre mérsékeltén magasabb, 3,9%-os munkanélküliségi rátára** számítunk.

21. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

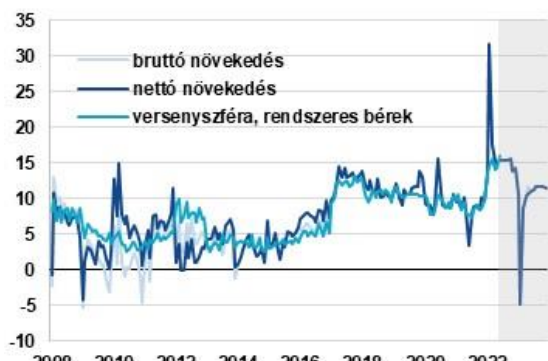
22. ábra: A foglalkoztatás és a munkanélküliség alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

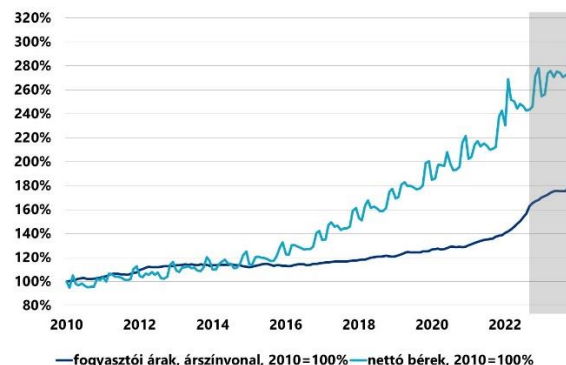
A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai szerint a **nyilvántartott álláskeresők száma** minimálisan, **238 ezer főre** emelkedett a történelmi mélypont közeléből, ami 12 ezer fős csökkenés az egy évvel ezelőttihez képest. A nyilvántartott betöltetlen állások száma kismértékben, 66,7 ezerre csökkent.

23. ábra: A bruttó és nettó bérek alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

24. ábra: A fogyasztói árindex és a nettó bérek alakulása fix bázison



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

Az előző hónapokhoz közeli mértékben, **15,3%-kal nőttek a bruttó bérek júliusban**, 2010-hez képest pedig 153%-kal emelkedtek a bérek. Az adókedvezményekkel figyelembe vett - elsősorban a **25 év alattiak kedvezménye** miatt - **nettó bérek 16%-kal emelkedtek**, míg 2018. óta 57,2% a rendszeres bérek növekedése. Júliusban a bruttó átlagkereset 499 952 forint volt a teljes munkaidőben foglalkoztatottak esetében, míg a nettó átlagkereset 332 468 forinton állt. Közfoglalkoztatás nélkül a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset 510 194 forint volt.

Kedvezmények nélkül számítva a nettó bérek 15,3%-kal emelkedtek, a reálbérek pedig 1,4%-kal nőttek az erőteljes infláció mellett is. A bérdinamika alapfolyamatait meghatározó és így a monetáris politika szempontjából is kiemelt mutató, a rendszeres bérek növekedése 14,8% volt a hónapban az előző havi 16% után. A keresetek a vállalkozások körében 14,9%-kal emelkedtek, a közszféra bérnövekedési üteme 12,4% a nonprofit szervezeteknél 31,1% volt.

A nemzetgazdaságban **alkalmazásban állók létszáma 1,9%-kal emelkedett** éves alapon a tavalyi alacsony bázisról, így a szint már meghaladja a pandémia előtti csúcsát.

A várakozásokat meghaladva folytatódott az ideai bérnövekedési ütem a minimálbéremelések teljes bérskálát feljebb toló hatásának köszönhetően, továbbá a munkaerő megtartása és odavonzása érdekében, illetve az inflációs környezet figyelembevételé miatt érdemi béremelésre kényszerülnek a munkaadók. A januártól 200 ezer forintra emelkedő minimálbér és 260 ezer forintra emelkedő szakmai bérminimum miatt, illetve a 4%-kal csökkenő szociális hozzájárulási adó segítségével a teljes bérskála érdemben feljebb tolódik és várakozásunk szerint **az ideai bérnövekedési ütem 16% feletti lehet a fegyveres testületeknek kifizetett egyszeri juttatás figyelembevételével.** A bérköltségek látványos növekedése, illetve az energia- és alapanyagárak emelkedése pedig tovább erősítheti a vállalatok áremelési szándékát, amit azonban fékezhet a kereslet várható lassulása.

2021-ben 8,7%-kal emelkedtek a bérek, ami az 5,1%-os infláció mellett **3,4%-os reálbér növekedést** eredményezett, így **2013-tól 2021. végéig összesen 68,4%-kal nőttek a nettó reálbérek.** Idén a közel 20%-kal, 200 ezer forintra emelkedő minimálbér és 260 ezer forintra emelkedő garantált bérminimum, valamint több költségvetési ágazatban bejelentett 20%-os béremelés hatására **16% körüli bérnövekedésre** van kilátás. A **rendvédelmi dolgozók** számára kifizetett **hathavi fegyverpénz** szintén hozzájárul a gyorsuló bérnövekedéshez. Mindezek hatására a **nettó bérek reálnövekedése elérheti a 2,4%-ot, 2013-2022 között pedig a 73%-ot.**

A szochó további csökkentése miatt **a bérköltség közel négy százalékponttal lassabb mértékben emelkedik** a bruttó bérek növekedéséhez képest.

Költségvetési folyamatok

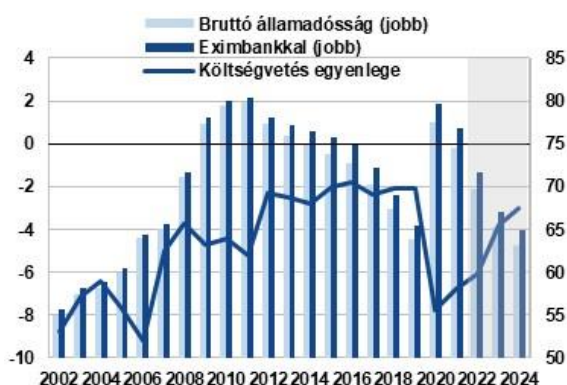
Az első félévben a **teljes államháztartás nettó hitelfelvétele (hiánya) 893 milliárd forint** volt az eredményszemléletű elszámolás alapján, ami a szezonálisan kiigazított **féléves GDP 2,8%-ának** felel meg. Az egyenleg az előző év azonos időszakához képest 627 milliárd forinttal, GDP arányosan 2,9 százalékponttal javult. **Az államháztartás nettó finanszírozási igénye a pénzügyi számlák alapján 910 milliárd forint volt az első félévben, ami az első féléves**

GDP 3%-a volt. Az első féléves adatok alapján az idei államháztartási hiánycél teljesíthető volt.

Az idei első nyolc hónap során 2873 milliárd forint hiány keletkezett a központi költségvetésben, ezzel a teljes idei előirányzat 91%-a teljesült. Az igen magas nyolchavi hiány tartalmazza az szeptember visszatérítést, a 13. havi nyugdíj, valamint a fegyveres testületek munkavállalóinak járó féléves juttatást, az ún. fegyverpénzt is. A költségvetés pénzforgalmi egyenlegét jelentősen rontja, hogy az uniós kifizetések elérték a 2246 milliárd forintot, míg az unióból érkező bevételek csupán 739 milliárd forintnál tartanak, enélkül számolva a pénzforgalmi hiány 1366 milliárd forint lenne. Az eredményszemléletű egyenlegben ugyanakkor nem kell elszámolni az uniós elszámolásokat. Az év hátralevő részében a többlet adóbevételeknek köszönhetően tartható lehetett volna az előirányzott hiány.

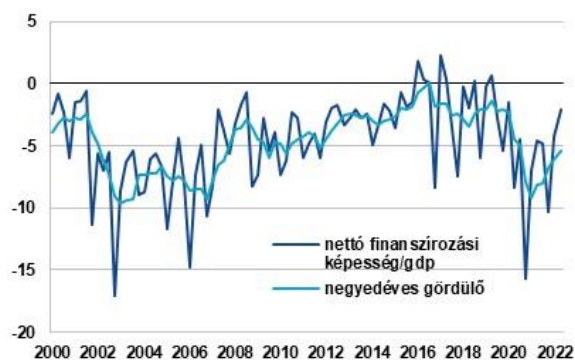
Mivel a gazdaság sikeres újraindulása már kisebb mértékű élénkítést tesz szükségessé, a pénzügyi stabilitás javítása érdekében a kormány a tavalyi év végén az idei hiánycélt a GDP 5,9%-ról **4,9%-ra mérsékelte.** Az idei hiánycél tartható lett volna, mivel egyes egyszeri tételeket (pl. szeptember visszatérítés) már a tavalyi eredményszemléletű hiányban elszámoltak, miközben a tervezettnél magasabb tavalyi növekedés és infláció miatt az adóbevételek messze felülteljesültek. **A hiánycél a GDP 6,1%-ra módosult a gázellátás biztonsága miatti többlet földgázvásárlás miatt, ami ugyanakkor az állam vagyonát is növeli.**

25. ábra: Az államháztartás fő mutatószámai (a GDP %-ában)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (ármékölt terület)

26. ábra: Az államháztartás finanszírozási képessége



Forrás: MNB

Ennek bázisán **az idén is várható az adóbevételek túlteljesülése,** amit az is alátámaszt, hogy az első nyolc hónapban **időarányosan lényegesen jobban állnak a bevételek,** mint tavaly, **az áfabevételek pedig több mint 29%-kal nőttek** az első nyolc hónap során. Ezenkívül a költségvetési **automatikus stabilizátorok** is támogatják a költségvetés helyreállítását. A gazdaság helyreállásával a következő években fokozatosan újra a 3%-os

kritérium alá süllyedhet az államháztartás hiánya. **A megugró piaci gáz-, és energiaárak** azonban lényeges kockázatot jelentett a költségvetésre, amit **a kormány a bevezetett extraprofit adó finanszírozásával felállított rezsivédelmi alapból kíván fedezni**. Az államadósság emelkedő kamatterhe, valamint az MNB várható jelentős vesztesége szintén az államháztartást fogja terhelni.

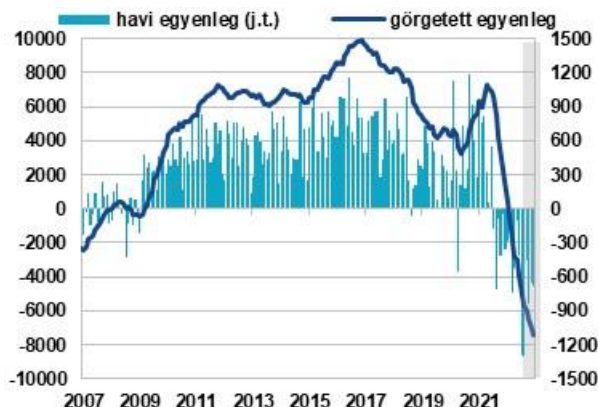
2020-ban a kifejezetten magas finanszírozási igény, és a tartalékok feltöltése miatt **az Eximbank beszámításával az államadósság a GDP 79,6%-ára emelkedett az egy évvel korábbi 65,5%-ról**. Az államadósság ráta a mérséklődő finanszírozási igény, az előfinanszírozás, valamint az érdemben megugró nominális növekedés hatására a tavalyi évtől **ismét csökkenő pályára állt, így 2021-ben 76,8%-ra süllyedt az adósságráta, ami 2022-ben 72%, 2023-ban pedig 68% alá süllyedhet**. Annak érdekében, hogy az uniós kifizetések késlekedése ne hátráltassa a pályázatok meghirdetését és kifizetését, a kormány megelőlegezi a kifizetéseket, ami átmenetileg megnöveli az adósságot.

Emiatt júniusban az ÁKK két dollár-, valamint egy eurókötvény kibocsátását hajtotta végre, 3 milliárd dollár, valamint 0,75 milliárd euró értékben. Az uniós kifizetések teljesülést követő elszámolása miatt azonban a következő években támogathatja a költségvetés pénzforgalmi hiányának mérséklését, ami meredekebb GDP-arányos államadósság-csökkenést eredményezhet. Az államadósság alakulásában kedvező, hogy folytatódott a lakosság állampapír állományának dinamikus növekedése, ami csökkenti az államadósság finanszírozásának sérülékenységet. A jelentős méretű devizakötvény kibocsátások hatására átmenetileg a központi költségvetés adósságának **20%-a fölé emelkedett a devizaadósságok aránya**, amely azonban így is érdemben elmarad a 2008-as válság mélypontján jellemző 45-50%-os arányhoz képest.

Külső egyensúlyi helyzet

1300 millió euró hiány keletkezett a külkereskedelemben augusztusban a júliusi hasonló mértékű, 1298 millió euró deficitet követően. Az ipari termelés és az ipari árak növekedésének köszönhetően igen robusztusan, 37,1%-kal nőtt az export euróértéke, ugyanakkor a drámaian dráguló energiaárak miatt 40,6%-kal nőtt az import euróértéke. Ennek megfelelően a külkereskedelmi egyenleg 582 millió euróval romlott az egy évvel ezelőtti 717 millió euró deficithez képest. Az első nyolc hónapban 18,6%-kal nőtt az export, míg 29%-kal az import euróértéke, ennek megfelelően 7303 millió euróval romlott a külkereskedelmi egyenleg, így 4775 millió euró hiányt mutatott az egy évvel ezelőtti 2528 millió euró többlettel szemben.

27. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

28. ábra: A külső finanszírozási kapacitás és komponenseinek alakulása (GDP %-a)



Forrás: MNB, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

Az orosz-ukrán háború érdemben felülírta a külkereskedelmi kilátásokat. Az energiahordozók és más nyersanyagok árának drasztikus emelkedése **szignifikánsan rontja a cserearányokat**, amit csak kismértékben ellensúlyozhat a nemzetközi piacokhoz képesti olcsóbb orosz olajár. **Az energiaegyenleg önmagában 5,16 milliárd euróval járult hozzá a külkereskedelmi mérleg romlásához az első hat hónapban**, azaz a romlás szignifikáns, háromnegyed részéért felelős. Az Oroszország elleni szankciók és ellenszankciók, valamint az ukrajnai háborús helyzet miatt visszaesik az oda irányuló export, bár ennek nagy részét más piacokra lehet irányítani. A beszállítói láncok megszakadása miatt fennakadások lehetnek az ipari termelésben és az exportban. Összességében tehát jelentősen rontja a külkereskedelmi egyenleget. Az exportpiaci kilátásokat pedig az energia- és élelmiszerárak által vezérelt meredek infláció miatt a külpiacon csökkenő reáljövedelmek és vásárlóerő is ronthatja.

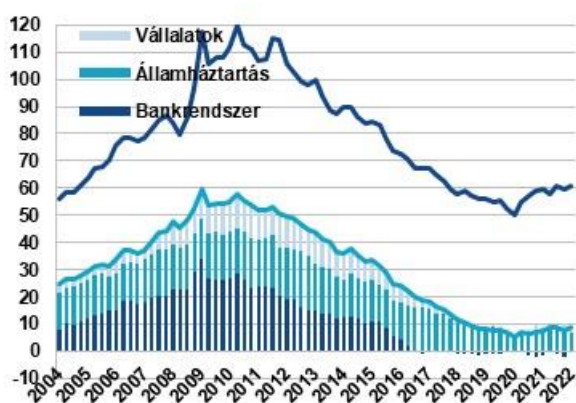
A beruházások és a fogyasztás lassulása miatt a **külkereskedelmi egyenleg romlásának mérséklődésére** számítunk a következő hónapokban, amit az ellátási problémák, a chiphiány fokozatos enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése is támogathat. A háború és a gázárak elszállása miatt azonban idén a várakozásunk szerint **7-7,5 milliárd euró hiányba fordulhat a külkereskedelem** a tavalyi 1,62 milliárd euró többlet után.

A Covid járvány újabb hullámai elleni kínai zéró tolerancia következtében átmenetileg bevezetett korlátozások szintén rontották a német exportkilátásokat, valamint az ellátási láncok újabb fennakadásait okozták. A kivitel kilátásait lényegesen ronthatja, hogy a drasztikusan dráguló energia és élelmiszerárak miatt a főbb felvevőpiacon jelentősen ronthatja a vásárlóerőt. A külkereskedelmi mérleg többletének csökkenését ugyanakkor nagyrészt a cserearányok energia- és nyersanyagárak miatti markáns romlása okozza. Mindezek hatására jelentős bizonytalanságok övezik az idei külkereskedelmi teljesítményt,

azonban új kapacitások kiépülésével a következő években újra javulhat a külkereskedelem többlete.

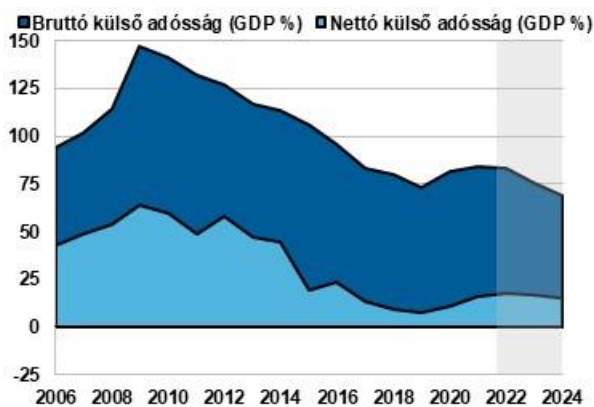
2630 millió euró deficit keletkezett a folyó fizetési mérlegben a második negyedévben, ami 1453 millió euró romlás az egy évvel ezelőttihez képest. A tőkemérleggel együtt a külfölddel szemben 1680 millió euró nettó finanszírozási igény keletkezett az egy évvel korábbi 527 millió euró deficittel szemben. A szezonális hatások kiszűrésével a külső finanszírozási igény 1411 millió euró volt, a negyedéves GDP -3,4%-a. A külkereskedelmi mérleg romlását tükrözve jelentősen, **2829 millió euró hiányra romlott az áruk egyenlege az egy évvel ezelőtti 667 millió euró deficithez képest, döntő mértékben a cse rearányromlás, ezen belül is az energia- és energiahordozó árak elszállásának hatására, amit tükröz az energia egyenleg mintegy 2,1 milliárd eurós romlása a második negyedévi külkereskedelmi mérlegben. Azaz az áruk egyenlegének romlását szinte teljes egészében az energiaárak elszállása okozta, enélkül javulhatott volna a folyó fizetési mérleg.** Ezzel szemben a szolgáltatások – ezen belül az idegenforgalom és szállítási szolgáltatások – fokozatos helyreállása és az egy évvel korábbi alacsony bázis miatt a **szolgáltatások egyenlegének többlete 1402 millió euróról 1904 millió euróra emelkedett.** Míg nőtt az elsődleges jövedelmek hiánya, ezzel szemben mérséklődött a másodlagos jövedelmek hiánya.

29. ábra: A bruttó és nettó külföldi adósság alakulása (GDP %-a), tulajdonosi hitelek nélkül



Forrás: MNB

30. ábra: A bruttó és nettó külföldi adósság alakulása (GDP %-a)



Forrás: MNB, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

A bruttó külső adósság 97,9 milliárd euróra nőtt (a GDP 60,2%-a) az egy évvel ezelőtti 84,4 milliárdról, míg tulajdonosi hitelekkel számolva 137,8 milliárd euróra a tavalyi 122,4 milliárdról. A nettó külső adósság 16,7 milliárd euróra, a GDP 10,3%-ára csökkent az egy évvel ezelőtti 17,73 milliárdról (a GDP 7,5%-a), míg a tulajdonosi hitelekkel együtt 26,21 milliárdra a tavalyi 26,23 milliárdról.

Tavaly összesen 6,43 milliárd euróra nőtt a folyó fizetési mérleg hiánya az egy évvel korábbi 1,56 milliárról, a GDP arányában pedig 4,2%-ra az előző évi 1,1%-ról. A tőkemérleggel együtt számolva a 2020. évi külső finanszírozási képesség 1,23 milliárd euró, a GDP 0,9%-a volt, ezzel szemben 2021-ben 2,5 milliárd eurónyi külső finanszírozási igény (hiány) keletkezett, ami a tavalyi GDP 1,6%-a volt.

Az orosz-ukrán háború miatt az idén igen jelentős bizonytalanság övezi a folyó fizetési mérleg alakulását. Egyfelől a meredeken emelkedő energiaárak miatt szignifikánsan romlik a cserearány, ami érdemben rontja a külső egyensúlyt. Másfelől a bizonytalanná váló külső kereslet, a vásárlóerő romlása várható a főbb exportpiacainkon, a beszállítói láncok háború miatti megszakadása pedig akadályozhatja a folyamatos termelést. Így idén biztosan tovább romlik a folyó fizetési mérleg, de ennek nagyságrendjét érdemben befolyásolja az energia-, és nyersanyagárak kiszámíthatatlan alakulása. Az idegenforgalom határozott helyreállása ugyanakkor javítja a szolgáltatások egyenlegét, némileg ellensúlyozva az áruforgalmi egyenleg romlását.

A következő években azonban **ismét javulhat a folyó fizetési mérleg egyenlege**, részben az áruforgalom, részben pedig az idegenforgalom fokozatos helyreállásának köszönhetően, miközben új exportkapacitások üzembe helyezése adhat lökést az exportnak, így a folyó fizetési mérleg javulása jelentős lehet. A tőkemérleg pedig **az uniós források lehívásának** köszönhetően ugorhat meg a következő években, így átmeneti emelkedés után folytatódhat a külső adósság leépülése. **Idén közel 12, míg jövőre 5 milliárd euró hiányra számítunk a folyó fizetési mérlegben**, azonban a következő években újra többletet mutathat a folyó fizetési mérleg. Így **idén a folyó fizetési mérleg hiánya elérheti a GDP 7,2%-át**, míg a tőkemérleggel együtt a külső finanszírozási igény idén 6,9 milliárd euró közelébe, a GDP 4,1%-ára emelkedhet a tavalyi 2,5 milliárd eurónyi, azaz a GDP 1,6%-át kitevő igény után. Azonban a következő években a visszatérhet a külső finanszírozási képesség, ami lehetővé teszi a külső adósság nominális csökkentését is.

Ipar

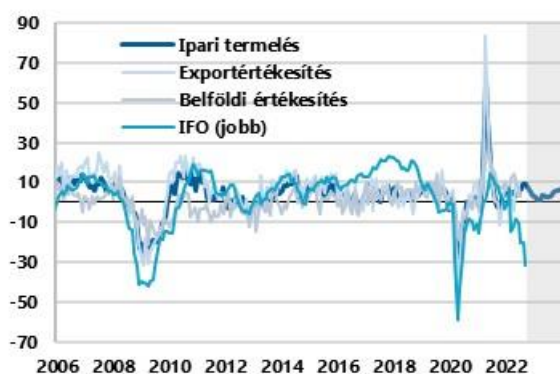
14,4%-kal nőtt az ipari termelés augusztusban, míg munkanaphatással megtisztítva a termelés 9,3%-kal növekedett, mivel augusztusban kettő munkanappal több volt. Az első nyolc hónapban 6,1%-kal nőtt az ipari termelés. A szezonálisan és munkanappal kiigazított adatok alapján az ipari kibocsátás **az előző hónaphoz képest 0,1%-kal emelkedett**, ami az ellátási nehézségek enyhülését tükrözheti.

Az ipari termelés 2020 októberéig teljesen kilábalta a járvány okozta válságból, a további lendületes növekedést azonban a chiphiány fékezte, így a járvány előtti szint közelében, azt kissé meghaladó mértékben ingadozott az ipari termelés, ahonnan az idei év elején határozott

lendületet vett, júliusban pedig új történelmi csúcsra ért. 2015. évi átlaghoz viszonyítva 27%-kal bővült az ipari termelés, míg 55,3%-kal haladja meg a 2010. évi átlagos termelési szintet. Tavaly összesen 9,6%-kal bővült az ipari termelés.

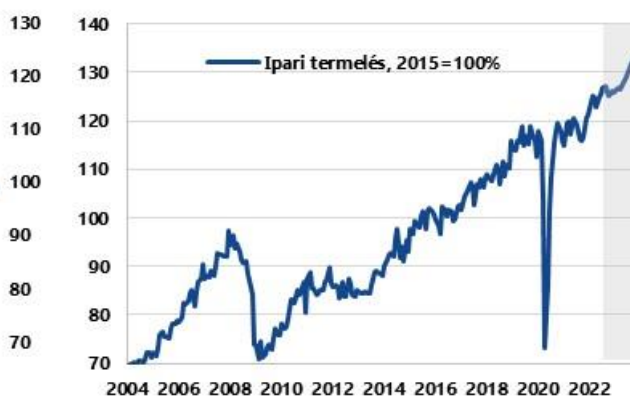
Az idei harmadik negyedévben a chiphiány miatt a tavaly harmadik negyedévi gyenge bázis, valamint az idén **enyhülő chiphiány** miatt nagyobb mértékben növekedhet az ipari termelés, azonban az orosz-ukrán háború továbbra is számos kockázatot jelenthet. Noha a félvezetőhiány még sokáig fennmaradhat, de fokozatos javulásra lehet számítani, mivel az utóbbi időben csökkent a műszaki cikkek iránti kereslet. A beszállítói láncok szakadozása szintén jelentős kockázatot jelenthet, csakúgy, mint az energia árainak elszállása, azonban egyes nyersanyagok, különösen az ipari fémek árai már meredeken visszaestek a recessziós aggodalmak hatására. **Az elszálló energiaárak több ágazatot is a termelés visszafogására kényszeríthetnek.** A külső keresletet ronthatja az infláció élelmiszer-, és energiaárak vezérelte emelkedése a vásárlóerő csökkenésén keresztül. Ugyanakkor továbbra is élénkítheti az ipart a **nagyon magas rendelésállomány** – júniusban 22,6%-kal állt magasabban az egy évvel ezelőttihez képest, valamint a készletek feltöltése is, így az év során átmeneti megingások mellett fokozatos élénkülésre számítunk az ipari termelésben, amit új – főleg az akkumulátorgyártáshoz és autóiparhoz, valamint élelmiszeriparhoz, vegyiparhoz, védelmi iparhoz kapcsolódó – kapacitások várható üzembe helyezése is támogathat. A hazai gazdaság középtávon jelentősen profitálhat a CATL, az SK Innovation, a Samsung SDI, a BMW és a Mercedes beruházásaival, valamint a védelmi ipari kapacitások kiépülésével, mivel a hadiipari kiadások szignifikáns növekedése várható a következő években. Idén bázishatások és új kapacitások üzembe helyezése miatt, de jelentős bizonytalanságok mellett továbbra is 6% körüli növekedésre számítunk, a tavalyi 9,6% után.

31. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH, Ifo, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

32. ábra: Ipari termelés
2015. évi bázison



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

A részletes adatok szerint májusban **az ipar exportértékesítése 4%-kal, míg a belföldi eladások 3,3%-kal nőttek** az egy évvel korábbi adatokhoz képest. Ez utóbbin belül a feldolgozóipari eladások 4,1%-kal csökkentek az egy évvel korábbihoz képest. Az ipar ágai közül **a feldolgozóipari termelés 3,7%-kal nőtt**, a bányászat 5,4%-kal nőtt, míg az energiaipar kibocsátása 29%-kal bővült.

A feldolgozóipar tizenhárom alága közül öt növekedett. **A járműipar kibocsátása 16,6%-kal emelkedett, a globális félvezetőhiány fokozatos enyhülésének köszönhetően, a járműgyártás kibocsátása azonban így mintegy is 7,5%-kal marad el a 2020. októberében elért csúcshoz képest. Enélkül az ipari termelés növekedése 1,1 százalékponttal lehetett volna magasabb.** A közúti gépjármű gyártásának volumene **15,8%-kal emelkedett**, míg a közúti jármű alkatrészeinek gyártása **16,3%-kal nőtt**. A számítógép, elektronikai, optikai termékek gyártása 14,4%-kal nőtt. A két legnagyobb alágazat közül az elektronikus fogyasztási cikk gyártása 29%-kal emelkedett, míg a kisebb súlyú elektronikai alkatrész, áramkörtábla gyártása 3%-kal nőtt. Jelentős mértékben, **26,3%-kal bővült a villamos berendezés gyártása**, nagyrészt a járműgyártáshoz köthető **akkumulátorgyártás** 54%-os felfutásának köszönhetően, ugyanakkor a villamosmotor- és áramfejlesztő gépek gyártása 31%-kal emelkedett.

A feldolgozóiparból 13%-kal részesülő **élelmiszer**, ital és dohánytermék termelése **7,4%-kal** növekedett az egy évvel korábbihoz képest, elsősorban a külpiazi eladások növekedésének köszönhetően, míg a hazai eladások visszaestek. A legnagyobb súlyt (21%) képviselő húsfeldolgozás, -tartósítás, húskészítmény gyártása 8,3%-kal csökkent. A gyógyszergyártás 4,8%-os növekedést mutatott. Ezzel szemben a textil, ruházati termék gyártása 4,8%-kal, a fafeldolgozás 1,2%-kal, a gumigyártás 8,9%-kal, a fémalapanyag és fémfeldolgozás 6,9%-kal, gép, gépi berendezés gyártása 3,7%-kal, az egyéb feldolgozóipar 6,6%-kal csökkent. A kocsigyártás, kőolaj-feldolgozás 10,4%-os, a vegyipar 15,5%-os visszaesést mutatott.

Az új megrendelések júliusban 8,5%-kal, ezen belül az új exportrendelések 12,3%-kal nőttek, az új belföldi rendelések pedig 10,1%-kal csökkentek. **A rendelésállomány 22,6%-kal haladta meg az egy évvel ezelőtti szintet.**

Ingtalanpiac

2022 második negyedévében 26,4%-kal 4605-re nőtt a lakás átadások száma, míg 16,6%-kal 9714-re emelkedett az építési engedélyek száma. 2016 eleje óta a lakásépítési engedélyek száma 211 610, míg az átadások száma 120 411 volt, azaz 91 169-cel több engedélyt adtak ki, mint amennyi lakás megépült, ami tükrözi a kivitelezések igen jelentős csúszását. 2020-ban még viszonylag magas volt a lakásátadások száma a korábban építési engedélyt kapott, folyamatban levő építkezések miatt. A kedvezményes lakásáfa korábban

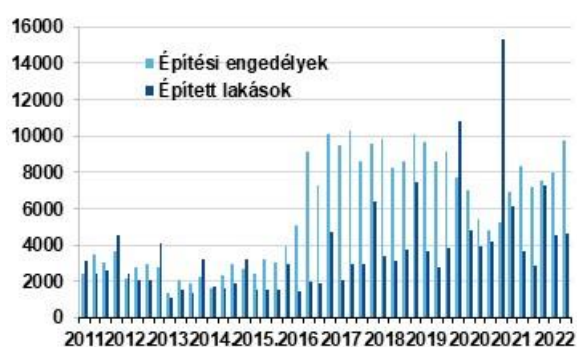
tervezett kivetésének hatása tükröződött az építési engedélyek 2020. évi visszaesésében, azonban a kedvezményes lakásáfa ismételt bevezetése, valamint a számtalan a családtámogatás (a CSOK-kal rendelkezők áfa visszaigénylése, illetékmentesség) új lendületet adott az építési engedélyeknek. Tavaly az előző évben visszaeső engedélyek miatt estek vissza a lakásépítések, ezt azonban ellensúlyozhatja a korábban építési engedélyt kapott, de eddig meg nem valósított lakásépítések, építési tervek esetleges megvalósítása. Az alapanyagok esetenkénti hiánya, az építőanyagárak meredek emelkedése és a kamatok emelkedése szintén hátráltathatja az építkezéseket.

33. ábra: A kiadott építési engedélyek száma (darab)



Forrás: KSH

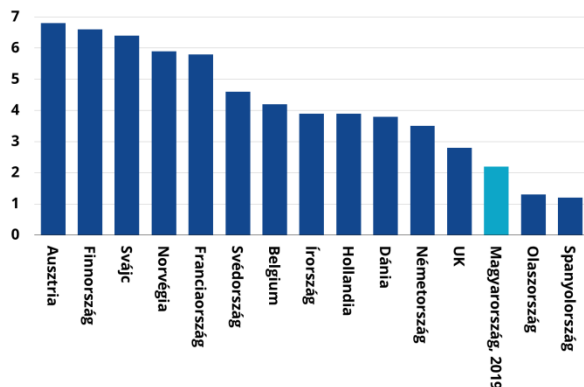
34. ábra: Lakásépítések, építési engedélyek



Forrás: KSH

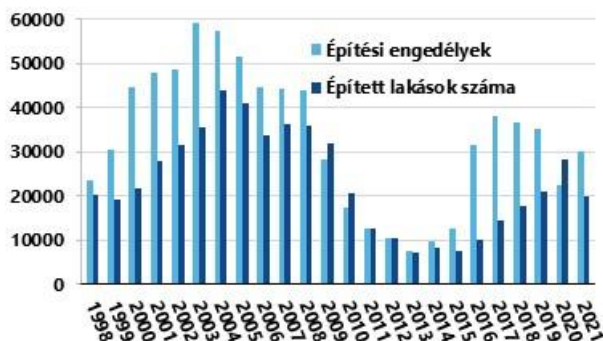
A válság előtti teljesítményhez, a nemzetközi rátákhoz, valamint a hazai lakásmegújítás kívánatos mértékéhez képest a lakásépítések továbbra is elmaradnak. A válság előtt évente 35-40 ezer lakást adtak át. A tavalyelőtt átadott mintegy 28,2 ezer lakás 1000 lakosra 2,8 lakás építését jelenti, míg az európai átlagos érték 3-3,5 lakás. A hazai lakásállomány százévenkénti megújításához is évente 35-40 ezer lakás építésére lenne szükség. Mindezek alapján látható, hogy a hazai lakásépítések száma semmilyen túlfűtöttséget nem tükröz, sőt, még a válság utáni visszaesést sem pótolta.

35. ábra: Lakásépítések száma 2017-ben (lakás / 1000 fő)



Forrás: Scope, Portfólió

36. ábra: Lakásépítések, építési engedélyek



Forrás: MNB, Takaréék

Részben pedig éppen a szűkös új kínálat okozta az elmúlt években látott lakásárrobbanást, azonban a beruházások széles körű fellendülése és a forint gyengülése a költségeket is érdemben növelte. A külpiazi hatásokat tükröző meredek nyersanyagárrobbanás **érdemben növeli a kivitelezési költségeket** és így az újlakásárakat, az árak naponta változhatnak, ez pedig egyes nyersanyagok hiányával átmenetileg **fékezheti a lakásépítéseket, elbizonytalaníthatja, vagy elhalasztása kényszerítheti a beruházókat**, ami kockázatot jelenthet az ideai teljesítményre. **A hitelkamatok növekedése szintén visszafoghatja a keresletet**, azonban a **Zöld Otthon Program** keretében nyújtott hitelek népszerűsége a bevezetést követően kiemelkedő volt.

37. ábra: Lakás reálárindex



Forrás: Takaréék, MNB

38. ábra: Lakásárindex és bruttó bérek



Forrás: KSH, Takaréék

A tavaly tavaszi hónapokban mért rekordok után némileg lassult a lakóingatlan piac. Szeptemberben **9200 adásvétel valósult meg, ami mintegy 22%-kal marad el az egyévvél ezelőttitől**. A Duna House tranzakciószám becslése szerint 2022. első kilenc hónapjában 102371 ingatlan adás-vétel realizálódott, amely a tavalyinál 12,5%-kal kevesebb. A tavalyi év utolsó havi eredményével a hazai ingatlanforgalom kissé meghaladta a 150 ezres határt: a

Duna House becslése szerint 150.974 tranzakció realizálódott 2021-ben, ami szinten így 15%-os bővülést eredményezett az ingatlanpiacon 2020-hoz viszonyítva.

39. ábra: Lakásárindexek


Forrás: MNB

40. ábra: Tranzakciószám becslés


Forrás: Duna House

A Duna House elemzői szerint a hitelkamatok drágulása és az otthonteremtési kedvezmények még biztos kihasználása miatt **sokan előre hozták ingatlanvásárlásukat**. Az adásvételek számát azonban az **erős befektetői aktivitás** erősíti, mivel sokan fordulnak az ingatlanpiac felé a bizonytalanabb és kiszámíthatatlanabb gazdasági környezetben, amit a magas infláció is támogat. A második félévben az emelkedő kamatkörnyezet miatt visszafogottabb ingatlanpiaci forgalommal számolnak a szakemberek.

A lakáspiac gyorsan kiheverte a járvány miatti két évvel ezelőtti visszaesést, a **kereslet azonban érdemben eltolódott a családi házak, illetve egyes üdülőhelyek, kiemelkedően pedig a balatoni térség irányába**, míg a belvárosban a rövid távú lakáskiadás megszűnése okozott növekvő kínálatot. Az elmúlt években felfutó forgalom háttérében nemcsak a megnövekedett kereslet, hanem az ugyancsak megnövekedett kínálat áll, amelyet a CSOK és más családtámogatási eszközök miatt új lakásba vágyók értékesítési kedve is erősített. Az elmúlt években a keresletet érdemben növelte az alacsony kamatszint, amely növelte a befektetői érdeklődést és a lakáshitelek iránti keresletet, az internetes szálláshely megosztással elérhető jelentős hozamok, a kedvezőbb munkapiaci helyzet hatására javuló fogyasztói bizalom, valamint a korábbi évek elhalasztott kereslete is. Az érdeklődés azonban továbbra is döntően a fővárosra, az agglomerációra, illetve egyes kiemelt megyeszékhelyekre koncentrálódott, ahol a lakásárak érdemi felfutása is megfigyelhető volt. Noha a lakásárak több ismert tényező miatt is „elszálltak”, azonban az elmúlt négyévnyi meredek emelkedést követően is csak **a 2008-ban megtört trendhez**, illetve a **bérszínvonalhoz** igazodtak vissza, így a hat-hét évvel ezelőtti hullámvölgyhöz viszonyítva tűnik csak meredeknek az áremelkedés. Egyes területeken, elsősorban **Budapesten, egyes kiemelt üdülőövezetek,**

valamint megyeszékhelyeken már elszakadtak az árak az egyensúlyi szinttől, az árak azonban így is csak behozták régiós lemaradásukat.

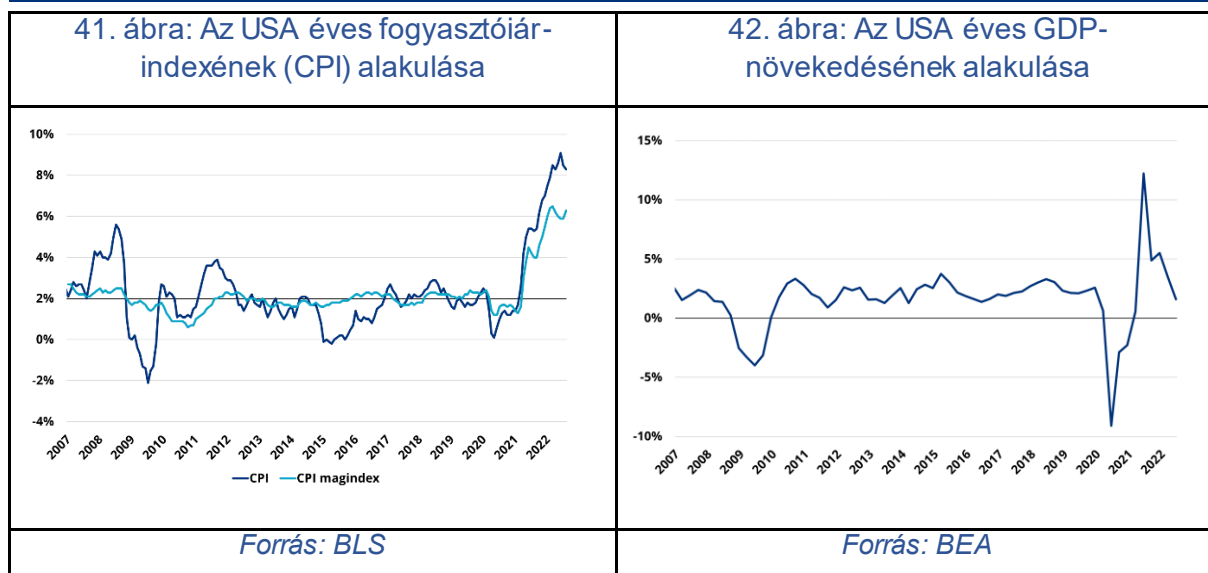
A következő időszakban döntően az egyes lakások, ingatlanok **energihatékonyasága határozhatja** meg az árakat, így nem zárható ki, hogy élesen elválnak egymástól az alacsony és a magas energiaköltségű ingatlanok. Szintén kettőséget okozhat az emelkedő kamatszintek, lakásárak és infláció miatt várhatóan visszaeső lakáspiaci forgalom. **A kereslet visszaesése a kínálatot is némileg csökkenti** azok esetében, akik meglévő lakásukat adták volna el, hogy másikkba költözzenek. Megjelenhetnek ugyanakkor **befektetők** is, akik a magas infláció, és a kifejezetten gyengén teljesítő tőkepiacok miatt az ingatlanpiaci befektetésben keresnek menedéket.

III. GLOBÁLIS GAZDASÁGI FOLYAMATOK

Az USA gazdasági folyamatai

Az éves fogyasztóiár-index (CPI-mutató) már második hónapja mutatott csökkenést éves alapon az USA-ban, augusztusban 8,3%-on állt a mutató. Ezzel szemben a volatilis árú termékeket kihagyó maginfláción egyelőre nem látszik a tetőzés, további gyorsulást mutatott, ami miatt éles negatív piaci reakciók is kibontakoztak. Éppen ezért a Fed-nek továbbra is emelni és fenntartania kell a szigorú monetáris kondíciókat, hogy az infláció visszatérhessen a jegybank által kijelölt 2%-os inflációs célhoz. A jegybank ennek érdekében kamatemelési ciklusba, illetve mennyiségi szigorításba kezdett 2022 során.

Noha az USA az idei év első felében technikai recesszióba csúszott (az évesített negyedéves GDP-index két, egymást követő negyedévben negatív volt), a belső keresleten vagy a munkaerőpiaci folyamatokon egyelőre nem látszódnak a gazdasági zsugorodás jelei. Azonban a következő negyedévekben könnyen elképzelhető a gazdasági aktivitás tényleges csökkenése, amelyhez nagyban hozzájárul a Fed egyre szigorúbb monetáris politikája. A jegybanki kommunikáció szerint a jelenlegi inflációs közeg azt követeli meg a Fedtől, hogy olyan magas tartományba emelje a kamatokat, amely már korlátozza a növekedést. A jegybank előrejelzése szerint idén 0,2%-kal, jövőre pedig 1,2%-kal bővíthet a GDP.



A gazdasági kilátások romlása az S&P Global beszerzésimenedzser-indexein is látható. Noha szeptemberben emelkedett a kompozit mutató, továbbra is a gazdaság aktivitásának csökkenését jelző 50 pontos határ alatt alakul. Itt eltérés látszódik a szektorok között: míg a szolgáltató szektor pesszimistán tekint a jövőre, addig a feldolgozóipari vállalatok a helyzet minimális javulását várják a következő időszakban. Mindenesetre jelzésértékű, hogy az amerikai vállalatok többsége a gazdasági helyzet romlására számít a következő hónapokban.

A kilátások romlása egyelőre nem látszódik a munkaerőpiacon. A harmadik negyedév során az amerikai munkanélküliségi ráta elérte a 2020 februári, koronavírus-járványtól még érintetlen csúcst. Tehát ebből a szempontból az USA munkaerőpiaca helyreállt a járvány előtti szintre, azonban az erőteljes monetáris szigorra néhány negyedéves késleltetéssel kilenghet némileg negatív irányba.

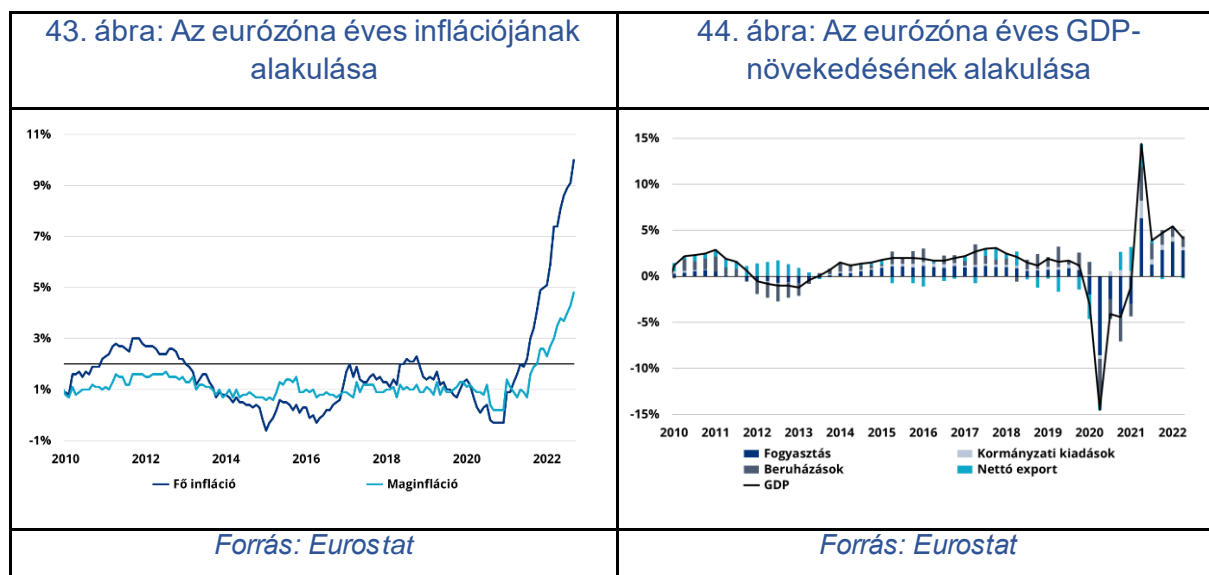
A Fed monetáris politikai lépései hatására csökkenhet a munkaerőpiac feszessége. Várhatóan először csak a betöltetlen álláshelyek csökkennek, azonban könnyen előfordulhat, hogy az elbocsátások hatására a munkanélküliségi ráta is emelkedhet. Pontosan erre utal a Fed prognózisa: a jegybank idénre 3,8%-os munkanélküliségi rátát vár éves átlagban, azonban 2023-ban 4,4%-on alakulhat a mutató, amely számottevő emelkedést jelent.

Az eurózána gazdasági folyamatai

A februárban kirobbant orosz-ukrán konfliktus számottevően átírta az eurózána növekedési kilátásait, jelentős, nagyon régóta nem látott bizonytalanságok léptek be az európai középtávú kilátásokba. Az utóbbi hónapokban tapasztalt energiapiaci fejlemények súlyosabban érintik Európát, mint az USA-t, ez pedig nagyobb áldozatokra és alkalmazkodásra készíti a valutaövezet szereplőit. Önmagában a fizikai közelség miatt is borúsabbak a kilátások, mint az Egyesült Államokban.

Az eurózóna GDP-növekedése egyelőre stabilan alakul. A valutaövezet gazdasági teljesítménye az első negyedévben 0,7%-kal, a második negyedévben pedig 0,8%-kal bővült negyedéves alapon. Mindkettő érték meghaladta az előzetes várakozásokat. A növekedés mögött az euróövezeti tagországok járvány utáni vártnál gyorsabb helyreállása állt.

Ugyanakkor a közelgő fűtési szezon és az energiapiaci krízis komoly lefelé mutató kockázatot jelent a valutaövezet számára. Az energiaintenzív ágazatok könnyen arra kényszerülhetnek, hogy a magas energiaköltségek miatt visszafogják a termelésüket. Másik oldalról a magas inflációs környezet és a csökkenő reálbérek hatására a lakosság mérsékelheti a fogyasztását a következő hónapokban.



A nagyfokú bizonytalanság és a borús kilátások a GDP növekedésében is lecsapódhatnak. Mindezek fényében az Európai Központi Bank legutóbbi makrogazdasági prognózisában azt vetítette előre, hogy 2023-ban az euróövezet gazdasága mindössze 0,9%-kal bővülhet, miközben júniusban még 2% feletti növekedési ütemet várt az EKB. A gazdasági ütem lassulásához a korábban említett tényezőkön túl az is hozzájárul, hogy a pesszimista kilátások és az emelkedő kamatszint(ek) hatására a beruházások is mérséklődhetnek a következő időszakban.

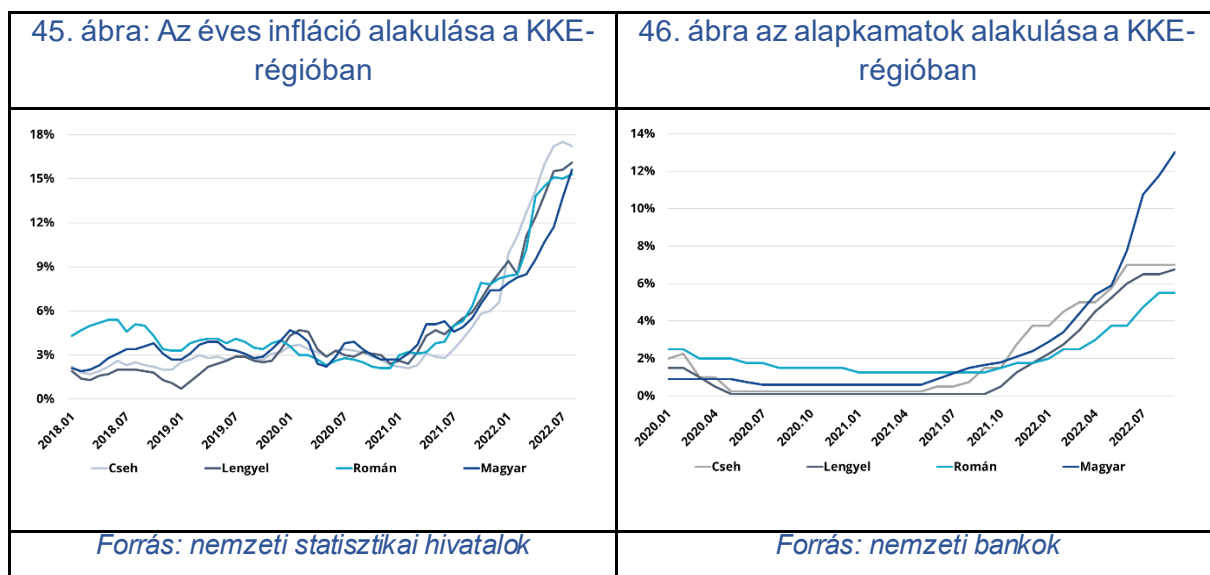
A romló makrogazdasági fejlemények az eurózóna munkaerőpiacán is meglátszódnak. Júliusban 6,6%-on állt a valutaövezetre vonatkozó munkanélküliségi ráta, amely mindenkor pozitív csúcst jelent, az utóbbi hónapok adatai még a koronavírus-járvány előtti szinteket is felülmúlták. Ugyanakkor az EKB számít arra, hogy a közelgő válságra a vállalatok munkaerőszám csökkentéssel vagy akár elbocsátásokkal is reagálhatnak. Ezt tükrözi, hogy míg 2022-re átlagosan 6,7%-os mutatót vár az EKB, addig 2023-ban már 6,9%-ra emelkedhet a mutató.

Az eurózóna éves inflációs mutatója szeptemberben 10%-ra emelkedett, elsődlegesen a drasztikus mértékben dráguló energiahordozók következtében. Azonban az energiaárakat kihagyó, tartósabb inflációs trendeket megragadó maginfláció is már 5% közelében jár, amely szintén számottevően meghaladja az EKB 2%-os középtávú inflációs célját. A tagállamok között jelentős eltéréseket látunk: míg a balti országokban 20% felett jár az éves mutató, addig Franciaországban vagy Máltán csak 6-7% körül, ami igazán megnehezíti a monetáris politika döntési irányának meghatározását.

KKE regionális gazdasági folyamatok

A közép-kelet-európai régióban kifejezetten magasnak alakulnak az inflációs ráták, az utóbbi hónapokban sokéves rekordok dőltek meg. Az uniós tagállamok inflációs sorrendjében a balti tagállamok mögött jellemzően a KKE régió országai szerepelnek. A legutóbbi, augusztusi rangsorban Magyarország a 4., Csehország az 5., Lengyelország pedig a 7. volt, miközben a román inflációs ráta a 10. helyet foglalta el.

A régiót sújtó kiugró inflációs nyomás több okra vezethető vissza. A kelet-európai országok jellemzően gyorsabban lábaltak ki a koronavírus-járványból, ezáltal a magas bérnövekedés és a kínálati szűkösségek árfelhajtó hatása is erősebben jelentkezett ezeknél az országoknál. Továbbá a régió országainak jellemzően nagyobb az energiakitettségük, éppen ezért a gáz- és áramárak heves mozgása nagyobb mértékben szűrődik be a fogyasztóiár-indexbe. Végül a kelet-európai országokra jellemző, hogy a háztartások a jövedelmük nagyobb hányadát fordítják élelmiszerre, ezáltal a háború, valamint az egész Európát sújtó aszály hatására dráguló élelmiszerek jobban éreztetik hatásukat a fogyasztói kosárban. Ezen felül még a lokális valuták globális kockázatkerülés miatti árfolyamcsökkenése is drágítja az importot.



A régiós jegybankok felismerték a magas infláció okozta veszélyeket és monetáris szigorításba kezdtek. Csehország és Magyarország 2021 júniusában indították el a

kamatemelési ciklusukat, Románia és Lengyelország pedig 2021 októberében kezdték el a kamataik sorozatos emelését. Pillanatnyilag Magyarországon a legmagasabb a jegybanki alapkamat 13%-kal, minket követ Csehország 7%-kal, Lengyelország 6,75%-kal, végül Románia 5,5%-kal és több jegybank jelezte is már, hogy lezárta a kamatemelési ciklust, a további inflációs nyomás a monetáris politika hatáskörén kívüli tényezőkből ered.

A jegybankok prognózisai szerint a régiós országokban hamarosan bekövetkezhet az inflációs mutatók tetőzése. A jegybankárok arra számítanak, hogy a globális recessziós félelmek fékezőleg hathatnak a keresletre, ezáltal az inflációra is, valamint jövőre erős bázishatás is érvényesülhet, így már 2023 első felétől csökkenő mutatókra lehet számítani. Ettől függetlenül a régiós országok többségében még kétszámjegyű átlagos inflációval kell számolni a jövő évben is.

47. ábra: A régiós jegybankok előrejelzése

	Infláció			GDP-növekedés		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
CZ (augusztus)	19,5%	9,5%	2,4%	2,3%	1,1%	3,8%
HU (szeptember)	13,5% - 14,5%	11,5% - 14%	2,5% - 4%	3% - 4%	0,5% - 1,5%	3,5% - 4,5%
PL (július)	14,2%	12,3%	4,1%	4,7%	1,4%	2,2%
RO (augusztus)	13,6%	10,5%	4,6%	-	-	-

Forrás: régiós jegybankok

A javuló inflációs kilátások hatására aktuálissá vált a kamatemelési ciklusok lezárásának kérdése a KKE régióban. Elsőként az MNB jelentette be, hogy hivatalosan is lezárta kamatemelési ciklusát, illetve Csehországban is azt láthatjuk, hogy már június vége óta nem változtak az irányadó kamatok, noha a cseh kamatemelési ciklus hivatalosan még nem zárult le. Vélhetőleg a román és lengyel jegybank is hamarosan fontolóra veheti a szigorítási ciklus lezárását.

A másik fontos szempont, amely indokolhatja a kamatemelések lezárását a régióban, azok az erősödő recessziós félelmek. Általánosságban elmondható, hogy a tél és a fűtési szezon közeledtével a gazdasági szereplők óvatosabbak lehetnek: a vállalatok költségcsökkentő lépéseket vezethetnek be, várhatóan kevesebb a beruházást indítanak, ezzel párhuzamosan a fogyasztók is tudatosabban vásárolhatnak. A jegybankok próbálják elkerülni azt, hogy a magas kamatok és a további jegybanki eszközök túlságosan visszafogják a gazdaság növekedését, miközben egyébként is egy lassuló gazdasági környezet felé tartanak az országok. Ez a mérlegelés nemcsak a régióra, hanem a világ valamennyi jegybankjára érvényes.

A recessziós félelmek már a jegybanki előrejelzésekben is megjelentek. A régió jegybankjai stagnálás és 1% körüli gazdasági növekedéssel számolnak a jövő évre, amely számottevő lassulást jelent a tavalyi, illetve az idei várható növekedési ütemhez viszonyítva.

IV. GLOBÁLIS ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

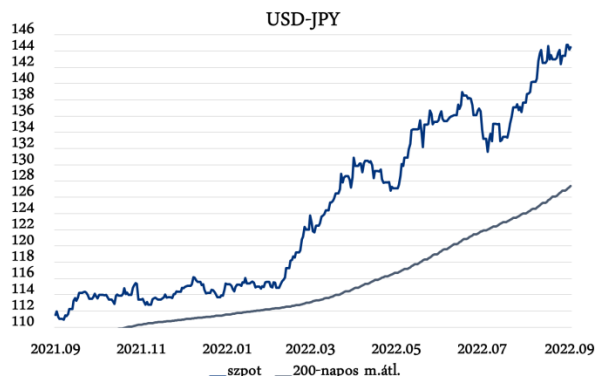
Nemzetközi devizapiacok és a forint

47. ábra: Az EUR/USD keresztárfolyama



Forrás: Bloomberg

48. ábra: Az USD/JPY keresztárfolyama



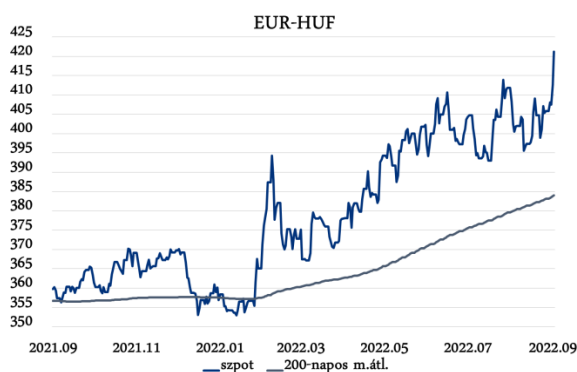
Forrás: Bloomberg

Idén ősz elejére a dollár folytatta a korábbi erősödő szériáját és az egyre erősebb globális recessziós félelmek illetve kockázatkerülés árnyékában egészen 0.96-ig tudott erősödni az euróval szemben. A rapidan szigorodó amerikai monetáris politika, a szintén hirtelen szigorúvá váló, de némileg lemaradó EKB, de legfőképpen az európai energiaválságtól és erős recessziótól való félelmek agyonnyomják a közös európai valutát, aminek az ellenszerét egyelőre nem találja Európa. A dollárt továbbra is segíti a deviza globális menedékszerepe a jelentős piaci bizonytalanságok, az orosz-ukrán háború, a deglobalizáció és az egyelőre beláthatatlan energiaválság közepette, tetézve az emelkedő dollár hozamszintekkel és a pénznyomtatás befejeztével, ami jelenleg fundamentálisan megállíthatatlanná teszi az amerikai devizát. Az egyelőre még kissé divergens monetáris politikai cikluson túl, fundamentális szempontból továbbra is az euró moderált erősödése lenne indokolt a devizakereslet arányaiból kifolyólag, mivel **az euróövezetben az erőteljesen dráguló import energia ellenére is minimális a fizetési mérleg hiánya (2022 Q2: -20.1Mrd EUR).** **Míg ezzel élesen ellentétes a pandémia előtti szinthez képest is masszívan negatív amerikai fizetési mérleg szint (2022 Q2: -251.1Mrd USD),** ami összefüggésben van részben szintén az energiaköltségek növekedésével, valamint az elhalasztott kereslet miatt még mindig pörgő fogyasztás erős importvonzata is ezt erősíti. **Azonban a jegybanki iránymutatások, előrejelzések, dot plot-ok és szóbeli intervenciók továbbra is elsődleges fontosságúak lesznek a devizaárfolyamok alakulásában,** különösen a jelenlegi kiugróan volatilis

helyzetben és ez jól tükröződik az EUR/USD devizakeresztben is, az eddig lezajlott éles változásokat is főként a várakozások beárazódása hajtja.

A dollár jelenlegi erejét még ennél is jobban mutatja – az egyébként szintén menedéknek tekintett – japán jennel szembeni árfolyama, amely tavasz óta két és fél évtizedes csúcsra került és elérte a történelmi 145-ös szintet is, jelezvén a „piaci egyet nem értést” a japán jegybank továbbra is extrém laza politikájával. A látványos folyamatokra közben reagálnia kellett a japán kormányzatnak is, mondván, hogy a gyorsan gyengülő jen nagyobb károkat okoz a gazdaságnak jelenleg, mint az abból származó előnyök, és akár erőteljesebb intervencióra is sor kerülhet az árfolyam stabilizálása érdekében, amennyiben ez tartós trend marad.

49. ábra: Az EUR/HUF keresztárfolyama



50. ábra: Az USD/HUF keresztárfolyama

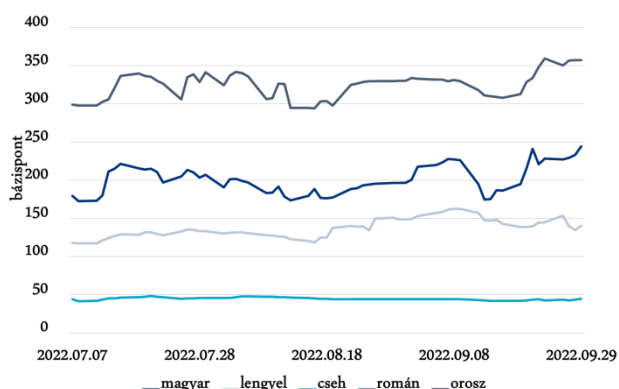


51. ábra: Az EUR/régiós devizák keresztárfolyama
(előző év azonos n.év kezdete=100)



Forrás: Bloomberg

52. ábra: A régiós 5 éves CDS felárak alakulása



Forrás: Bloomberg

A forint esetében az őszi hónapokra a továbbra is kedvezőtlen nemzetközi hangulat, a globális recessziós félelmek, a bejelentés szerint lezárásra kerülő magyar kamatemelési ciklus, illetve az magyar gazdaság gázkitettsége miatti aggodalmak és elszabaduló inflációs folyamatok miatt a 400-420 közötti sávba került fel a hazai deviza az euróval szemben, és továbbra is látható leválást mutat a régióról, ami kevésbé meglepő, mint

évek óta a legmagasabb bétájú régiós deviza. A forintot jelenleg az EU-s forrásokkal kapcsolatos megállapodás esetlegesen novemberre várt megszületése vagy a – jelenleg épp eszkalálódó - régiós háború fejleményei mozdíthatják ki ebből a sávból, és amennyiben pozitív hírek érkeznének, akkor egy gyors 5%-os pozitív irányú korrekciót sem tartunk elképzelhetetlennek. **Az említett egyik kiemelt tényező az EU helyreállítási RRF alapja jelenleg,** amely két részben 6000 milliárd forint körüli összeget jelenthet a hazai gazdaság számára, illetve a természetesen a kohéziós források is jelentős összeget jelentenek. Álláspontunk szerint az áprilisban megindított jogállamisági eljárás esetében **a legnagyobb valószínűsége a kompromisszumos megegyezésnek van, a feltételül szabott átláthatósági jogszabályok már benyújtásra is kerültek a magyar parlament elé,** azonban, ha szükséges lenne, akkor az állampapír piaci kereslet alapján akár piaci finanszírozást is igénybe tud venni a kormány ennek pótlásába, igaz a jelenlegi kamatszintek mellett ez egyre kevésbé olcsó alternatíva.

Alaptrendként a forint és a régiós eszközök volatilitása továbbra is magas maradhat, a feltörekvő piacokon továbbra is jelen van az általános kockázatkerülés, ami miatt a menedékeszközők előnyt élveznek jelenleg (svájci frank, arany, nyersanyagok és kiemelten a dollár eszközök), egész addig, amíg a globális bizonytalansági tényezők egy része meg nem szűnik. Továbbá nemzetközi befektetői szemszögből szempont, hogy a háború egy szomszédos országban zajlik, ezért a földrajzi közelség miatt még a feltörekvőkön belül is szenved a régió és az orosz tőkepiaci korlátozások miatt is a tágabb régió eszközeit „találhatják meg” a befektetők. A forintárfolyamot az sem segíti fundamentálisan, hogy a jelentős hozamemelkedések ellenére is eltűnnek a forint reálkamatok, igaz, ezzel a jelenséggel egyáltalán nincs egyedül a forint a világpiacon. **A rendkívüli gyorsasággal európai csúcsra, 13%-ig emelkedő MNB betéti és alapkamat szintje immár mindenképp erőteljesebb védelmet kellene nyújtson a forintnak a nemzetközi kockázatkerülés közepette,** azonban az árfolyamreakciók alapján láthatóan kevésbé a kamatszint a meghatározó fundamentális háttér, ellenben a reálgazdasági áldozatai súlyosak **lehetnek egy jelenlegi szint környékén ragadó kamatszintnek.** A hazai export növekedése továbbra is növekvő pályán maradhat és az erőteljes magyarországi működőtőke beáramlási szint is fennmarad várhatóan, ugyanakkor **a folyó fizetési mérleg egyenlege negatív lehet idén és jövőre – elsősorban az energiaszámláknak köszönhetően -, ami kevésbé támogatja a hazai deviza erősödését egyelőre.** Ugyanakkor a tőkemérleg többlete megmaradhat, amit a 2021-2027-es új EU-s finanszírozási ciklus is támogat majd a jelenleg fennálló viták várható rendezése után, így a külső finanszírozási képesség az idei évet követően a nulla szint közelében maradhat, miközben a bruttó államadósság az átmeneti

emelkedés után tovább mérséklődik középtávon, ami szintén kedvező a hazai deviza hosszabb távú fundamentális értékelésekor.

A magyar 5 éves csőd kockázati CDS felár a háború előtti 55bp-s szintről a legutóbbi adatok szerint 230bp-ig ugrott, ami következik a feltörekvő piaci kockázatkerülésből, illetve a háborús földrajzi közelségből, így a hasonló helyzetben lévő lengyel CDS szintén a duplájára nőtt. A román CDS felár eközben a négyszeresére nőtt mostanra, de jól látszik a földrajzi esetleges érintettség szerepe is, mivel eközben a cseh felár kevesebb, mint a felével emelkedett szeptemberig.

Globális monetáris politikai fejlemények

A tavalyi év második felétől jelentősen meglóduló inflációs folyamatok következtében – amiben szerepet játszik a pénznyomtatás, a pandémia alatti kényszermegetakarítások elköltésének szándéka, illetve az energia- és nyersanyagár sokkok is – minden fejlett gazdaságban jegybank az érdemi monetáris szigor útjára lépett és még jelenleg is az agresszív szigorítás szakaszában tartanak, egyelőre a kamatpályák csúcsa is kérdéses. A szigor a például 40 éves csúcsra emelkedő amerikai infláció fényében mindenképpen indokoltnak tekinthető, augusztusban a 8.3% volt a mutató az előző havi 8,5% után, de havi alapon és a maginfláció is gyorsult. Továbbá a jegybank másodlagos mandátuma, a munkanélküliség 3,7%-os szintje is lehetővé teszi a restriktív ciklust, továbbra is – túl - feszes az amerikai munkaerőpiaci a szigorítás ellenére.

Jelenleg a legakutabb kérdés a rövid-középtávú makrogazdasági kilátások kapcsán, hogy a világszerte és idehaza elindult, évtizedek óta nem látott agresszív monetáris szigorítás képes lesz-e „puha landolással” megfékezni a pandémia utáni keresleti boomból és a korlátlan pénznyomtatásból eredő inflációs folyamatokat, vagy ezt csak jelentős reálgazdasági áldozatok árán tudják-e majd megtenni a jegybankok. Jelenleg az amerikai gazdaság állapotával kapcsolatban a vélemények többsége inkább optimista és az elindult erős Fed szigorítás mellett is összejöhet a puha landolás, mivel a munkaerőpiac és a munkahelyteremtés a hónapok óta tartó monetáris szigor – bár az erőteljes mérlegszűkítés és pénzkivonás szeptemberben indul - mellett is kiemelten stabil és ebből következően a mindenképpen bekövetkező makrogazdasági lassulás csak a bővülés ütemét fogja lassítani. De eközben az az álláspont is helytálló, hogy jelenleg a 2%-os inflációs célt négyszeresen túllövő amerikai mutatók mellett már olyan szinten kezdenek stabilizálódni az inflációs várakozások – amit erősített, hogy kezdetben a Fed is vonakodott a szigorítástól -, hogy már elkésett a jegybank és a bázishatásokat figyelembe véve is velünk marad a magas infláció évekig. **Így viszont a kamatokat tartósan a neutrális szint fölé, a növekedést fékező tartományba kell emelni, amennyiben a jegybank el kívánja érni az inflációs célját, és a**

Fed vezetése ezt már ki is mondta többször, hogy minden szempontot felülírva a 2%-os árstabilitás elérése a legfontosabb, vagyis készek vállalni a reálgazdasági áldozatokat is. Európában ennél egy fokkal rosszabb a helyzet, mivel az elindult erőteljes monetáris szigor mellett éri a történelmének egyik legsúlyosabb energiaválsága a kontinenst, ami minden bizonnyal erőteljesebb recesszióval fog járni és az EKB a recessziós előjeleket mutató környezetben túl későn és túl agresszívan megkezdett szigorítása még tovább erősítheti a visszaesést, miközben a pandémia alatt még fenntarthatatlanabb szintre emelkedett európai államadósság szintek kamatterhei is megugranak.

A befektetők és a piacok az elmúlt hetekig elsősorban az első, enyhébb forgatókönyvben reménykedtek, viszont a legutolsó, augusztusi amerikai inflációs adatok megjelenésekor, amikor az újabb, némi lassulást váró várakozások nem teljesültek és havi alapon is nőtt, illetve a tartós keresleti folyamatokat jobban leíró maginfláció is emelkedett, utána jelentős pánik és eladási hullám bontakozott ki, mivel immár kezd világossá válni az indokolatlanul optimista hangulatban, hogy a hard landingnek egyre inkább ugyanakkora a valószínűsége, mint az enyhe lassulásnak.

A Fed a likviditásszűkítés érdekében már tavaly novemberben elkezdte a kötvénycsökkentését és kivezetését, és immár a 8800 milliárd dolláros jegybankmérleg leépítése van napirenden fokozatosan (ami tavalyelőtt februárban még 4100 milliárd dolláron állt). **Ezzel párhuzamosan a legutóbbi kamatdöntésen újabb 75bp-s emeléssel a 3-3,25%-os sávba emelkedett az amerikai irányadó ráta és ismét érkeznek az egymást túllicitáló kamatemelési várakozások, a jelenlegi kamatcsúcs várakozások már alulról közelítik az 5%-os, ami legutóbb 15 éve volt példa.** A Fed dot plot ábra és a döntéshozók szerint idén év végére a 4.5%-os szintig emelkedhet az irányadó szint, ami látványosan túl van a semleges, azaz a növekedést sem nem fékező, sem nem ösztönző szinten, de a piaci határidős kamatvárakozások alapján jövő tavaszra már a 4.75%-os szint is reális forgatókönyv.

Az Egyesült Államokhoz hasonló a helyzetkép az eurózóna esetében is, az európai inflációs dinamikában is látszanak az aktív monetáris és fiskális stimulusok, az energiaárak illetve az elhalasztott kereslet hatásai, **szeptemberben 10%-os történelmi csúcsra emelkedett a mutató** az előző havi szintén rekord 9,1%-os szintről gyorsulva, így Amerikával ellentétben itt egyelőre nem látszanak a lassulás jelei. Így az EKB is elkezdte lekövetni a legszorosabban figyelt társát és történelmi léptékű 75bp-s emelésről döntött a legutóbbi hónapban, amivel 1.25%-ra emelkedett az irányadó ráta és további emeléseket helyezett kilátásba, így ebben az esetben is kijelenthető, hogy a valós reálgazdasági aggodalmak a háttérbe szorulnak.

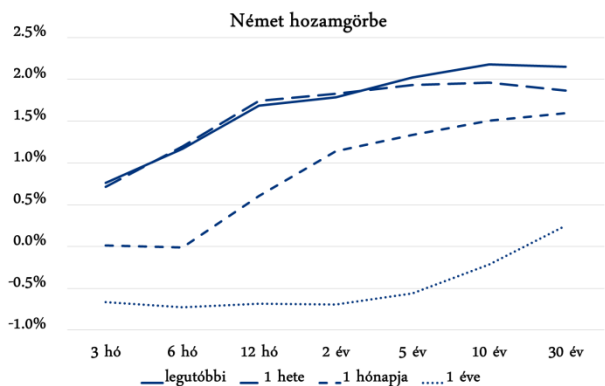
Azonban látni kell, hogy az EKB mozgástere elvileg igen korlátozott a finanszírozás jelentős drágításában, **mivel az elszálló – főként dél-európai – államadósságok a látványosan emelkedő és egyre töredezettebbé váló hozamszintekkel párhuzamosan megoldhatatlan problémát látszanak okozni az eurózána perifériáján.** Így valamilyen eszközt be kell vetnie a jegybanknak a helyzet kezelésére – ami bejelentésre is került, célzott kötvénypiaci beavatkozások keretében, ami főként Olaszországra specifikált -, amit azonban egyben sterilizálnia is szükség lenne, hogy ne táplálja az inflációt, ami szintén a többszöröse például egy balti tagállamban, mint a magállami területeken. A növekedést és a munkanélküliséget tekintve szintén ez a kettőség látszik az EKB csapdahelyzetét igazolva, mivel a munkanélküliség szintje 10% körül van az eurózána déli részén, így ebből a szempontból indokolt lenne a további monetáris lazaság, míg az északi területeken gyakorlatilag teljes a foglalkoztatás és az alap erőteljes inflációs nyomást tetézve fennáll az ár-bér spirál veszélye.

Nemzetközi és magyar állampapírpiac, hozamszintek

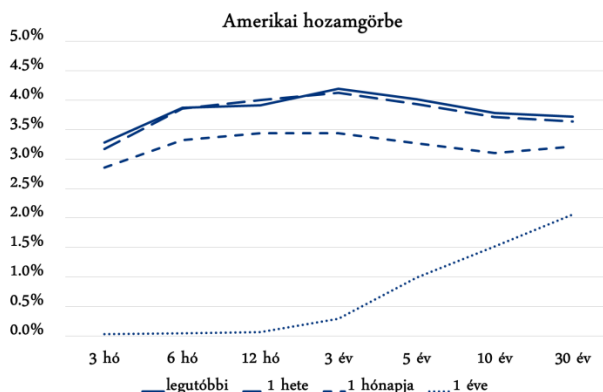
A transzatlanti ellenpárok, a német, illetve az amerikai hozamgörbe összehasonlítása alapján látható **az amerikai görbe továbbra is fennálló inverzsége, amit a piaci vélemények egy része a recesszió előjelének tekint – és jelenleg technikai értelemben ez meg is valósult -, de jelenleg a gyorsan és nagy amplitúdóval változó, elsősorban egyre magasabbra árazott kamatpályák is befolyásolják ezt.** Az is egyértelmű, hogy a görbék immár teljes lefutása látványosan feljebb került az egy évvel korábbi szintekhez képest, ami értelemszerű következménye az inflációs várakozások masszív emelkedésének és a kamatemelési ciklusnak. A korábban inverzség jeleit mutató rövid oldali német hozamgörbe mostanra meredekebbé vált és egy valószínűbb lefutást mutat, hosszú idő után először került a teljes hozamgörbe a pozitív tartományba és továbbra is az euró zóna legalacsonyabb hozamgörbéje, mint a legkockázatmentesebbnek tartott ország. Az EKB korábbi kötvénypiaci beavatkozásai és a tartott állománya láthatóan kordában tartják az államadósság (re)finanszírozási költségeket Európa-szerte – bár látható emelkedésen vannak túl az európai hozamok is -, az erősen eladósodott dél-európai tagállamok hozamszintjei továbbra is jóval a piaci indokolt szint alatt tartózkodnak a jegybanki segítségnek köszönhetően. Ezt a gyakorlatot az európai jegybank fent is kívánja tartani a bejelentett hozamkontrolláló eszközeivel, annak érdekében, hogy megakadályozza az európai kötvénypiaci hozamok széttöredezettségét. **A jelenlegi fejlett piaci államháztartási mutatókra és finanszírozási költségekre tekintve azonban nem alaptalan a felvetés, hogy a jegybankok a jelen helyzetben nem feltétlen bánják a mandátumukkal ellentétes magasabb inflációt sem középtávon, ami segít az élesen megugró államadósságok reálértékének**

csökkentésében, így befektetői szempontból érdemes inflációkövető eszközökben gondolkodni.

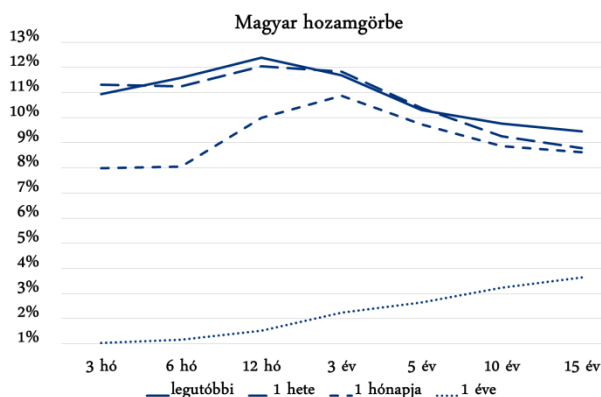
53. ábra: A német hozamgörbe alakulása



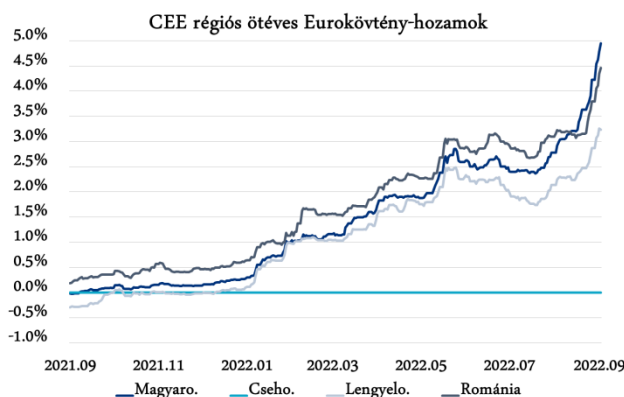
54. ábra: Az amerikai hozamgörbe alakulása



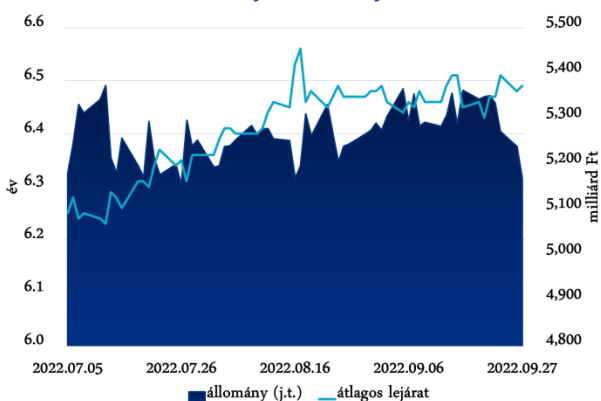
55. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása



56. ábra: CEE Eurokötvény-hozamok (5 éves)

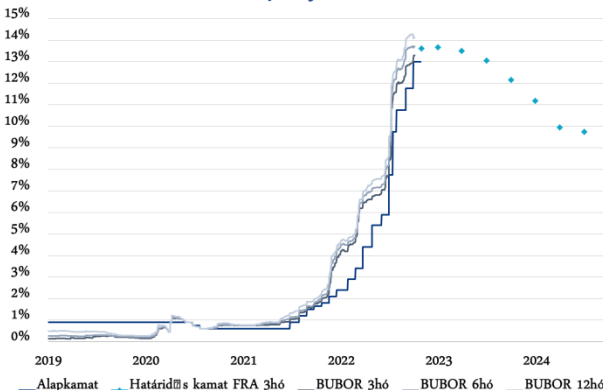


57. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és a lejárat



Forrás: Bloomberg, ÁKK

58. ábra: BUBOR-ok és a magyar határidős kamatpálya lefutása



Forrás: Bloomberg, MNB

A magyar államháztartás finanszírozási helyzete továbbra is stabil, az ÁKK rendszeres aukcióin bőven elégséges ke reslet látszik minden lejáraton, de a hozamemelkedés régiós szinten is kiugró mértékű volt az elmúlt időszakban az ismert inflációs és nemzetközi fejleményeknek köszönhetően, így a hazai hozamgörbe is érdemben feljebb toldott. Eközben az energiaárakból és más bizonytalanságokból eredően az idei 4,9%-os költségvetési hiánycél tarthatósága felvethet kérdéseket – de nyár óta jelentős kormányzati lépések történtek a

tarthatóság érdekében, plusz a rendkívüli gázbeszerzéshez kapcsolódóan 6,1%-ra módosítva is lett a célszám -, így akár a finanszírozási szükséglet módosítására is szükség lehet extrém helyzetben, de vélhetően ez az addicionális forrásbevonási szükséglet sem jelentene problémát a piaci likviditás szempontjából. **A hazai állampapírpiacot az is segíti, hogy az MNB egyelőre nem értékesíti a mérlegében lévő állampapír-állományt, a kötvényvásárlási programok keretében megvásárolt állampapírokat lejáratig tartja.**

A külföldiek továbbra is stabilan keresik a magyar állampapírokat, minimális negyedéves csökkenés után 5200 milliárd forint körül áll az állományuk és az átlagosan 6,5 éves lejáratú idő is növekvő volt a negyedév során. A háztartások pedig aktívan veszik a lakossági kötvényeket, például a megugró infláció következtében egyre inkább az inflációkövető PMÁP-ot, **így a háztartások kezében a teljes, 44 240 milliárd forintos adósságállomány 22%-a van jelenleg közvetlenül**, a befektetési alapokon keresztül közvetett kitétség mellett. A teljes állományon belüli egyharmados kormányzati célszint minden bizonnyal elérhetőnek tűnik középtávon, köszönhetően a magas kamatnak illetve a hozam adómentességének – és az idén ősztől bevezetendő új papíroknak -, de a hazai infláció a mostani szinten stabilizálódó szintjén köszönhetően az inflációkövető PMÁP és új sorozatok kiszoríthatják a fix kamatozású társait, ami középtávon némileg növelheti a költségvetés kamatkidadásait is. **A teljes államadósságon belül a devizaarány 24%-os szinten állt a harmadik negyedév adatai alapján a korábbi 21%-ot követően** és az ÁKK a stratégiája szerint a szükséges mértékben kész aktívan menedzselni az adósságot visszavásárlásokkal, és ha a hozamszint indokolja, új – akár deviza – kibocsátásokkal, de tekintettel a devizaarány célértékre.

Az 58. ábrán látható bankközi határidős kamatlábak lefutása az MNB kamatciklust lezáró üzenetei után lejjebb került, főként a hosszabb vége, **jelenleg a 13%-os szint fölé beszorult kamatszintet áraz rövidtávon a görbe, utána pedig látványos visszacsorgás és 10%-os szintig kamatvágás jöhet a jövő év utáni év elején, mivel ilyen magas kamatszint tartós fennmaradása már érdemben fékezne a jelenleg amúgy is több problémával küzdő reálgazdasági növekedést.** De a görbe egy-egy váratlan gazdaságpolitikai fejlemény és a nemzetközi környezet által befolyásolt hazai nyitott gazdaság esetében bekövetkező fordulat esetén látványosan más formát is felvehet viszonylag rövid időn belül, így elsősorban elméleti irányjelző szerepet tulajdonítanánk a jelenlegi lefutásnak.

A jelen kiadvány készítői



Kuti Ákos, CFA
Stratégiai Elemzés Központ vezető
Kuti.Akos@mkb.hu



Suppan Gergely
Vezető elemző
Suppan.Gergely@takarek.hu



Horváth András
Vezető elemző
Horvath.Andras@takarek.hu



Durkó Ruben
Gyakornok
Durko.RubenIstvan@mkb.hu

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MTB Magyar Takarékszövetkezeti Bank Zrt. (székhely: 1122 Budapest, Pethényi köz 10., cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz.: III/41.086/2002., EN-III/M-608/2009.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1054 Budapest, Szabadság tér 9.sz.) valamint az MKB 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 1054 Budapest, Szabadság tér 9.sz.) - továbbiakban: a Bankok - készítették.

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 szerinti befektetéssel kapcsolatos kutatásnak, és nem minősül a 2007. évi CXXXVIII. törvény (Bsz.) szerinti 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, ajánlásnak, 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 Bankok kizárják a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállalnak 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 Bankok biztosítékot nem kaptak, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bankok 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 Bankok fenntartják a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsák 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, hirdetőanyagokat, 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!

További tájékoztatás elérhető a Bankok fiókjaiban, valamint a www.mtb.hu és az www.mkb.hu honlapokon.

6. A Bankok jogosultak a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.

A Bankok továbbra is jogosultak 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 Bankok rendelkeznek a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal.

8. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvényszerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bankok előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bankok valamennyi szerzői jogon alapuló jogukat fenntartják.

9. Amennyiben a továbbiakban nem kíván tájékoztatást kapni az MKB Banktól, illetve az MTB Magyar Takarékszövetkezeti Banktól, megadott hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a helloelemzesikozpont@mkb.hu, illetve a takarekelemzesek@takarek.hu e-mail címen vagy a munkanapokon 8 és 17 óra között ingyenesen hívható 06 80 456 456-os zöld számon. Hozzájárulását visszavonhatja postai úton is az MKB Bank Nyrt., 1134 Budapest, Kassák Lajos u. 16-18. címre elküldött nyilatkozatával, amelyen kérjük, hogy jól olvashatóan tüntesse fel nevét, az e-mail címét, és azt, hogy a hírlevélküldés tiltását kéri. Az adatkezelésre vonatkozó tájékoztatás és az adatkezelési irányelvek elérhető a bankfiókokban, a www.mtb.hu, valamint az mkb.hu honlapokon.

10. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2022. év október hónap 11. napja 18.00 óra.

A véleményekhez használt adatokat 2022. október 11. napjáig kerültek figyelembe vételre és értékelésre.

11. Az alkalmazott értékelési eljárások:

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

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