

NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ



2023. április



MAGYAR
BANKHOLDING

Tartalom


I. ÖSSZEFOGLALÓ2

**II. RÉSZLETES MAKROGAZDASÁGI ÁTTEKINTÉS
MAGYARORSZÁGRÓL**6

Gazdasági növekedés.....6

Foglalkoztatás, munkanélküliség és béralakulás.....10

Hazai infláció12

Monetáris politika, jegybanki alapkamat.....15

Költségvetési folyamatok17

Külső egyensúlyi helyzet19

Ingatlanpiac.....21


III. GLOBÁLIS GAZDASÁGI FOLYAMATOK23

Az USA gazdasági folyamatai.....23

Az eurózóna gazdasági folyamatai26

KKE regionális gazdasági folyamatok28

IV. GLOBÁLIS, ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP ..30

Nemzetközi devizapiacok és a forint.....30

Globális monetáris politikai fejlemények32

Nemzetközi és magyar állampapírpiac, hozamszintek34

A jelen kiadvány készítői.....37


LEZÁRVA: 2023. április 13-án 18:00 órakor. Az előrejelzéshez használt adatokat 2023. április 13-ig vettük figyelembe.

I. ÖSSZEFOGLALÓ

Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

GDP növekedés

A GDP 0,4%-kal csökkent 2022 negyedik negyedévében az előző negyedévhez képest, míg 0,4%-kal nőtt az egy évvel ezelőttihez képest. Ennek megfelelően a hazai gazdaság **technikai recesszióba került**. Az idei első negyedév még gyenge lehet, de a **második negyedévtől és a fűtési szezon végével már fordulat várható**, amit a mezőgazdaság is támogathat a kirívóan alacsony tavalyi bázis miatt. A fogyasztást az év elején még visszafogja a csökkenő reálbér, de az év második felében a visszaeső infláció miatt a reálbérek már újra növekedést mutathatnak, így **a fogyasztás fokozatosan javulhat**. A beruházásokat a magas kamatok és az állami/uniós beruházások visszaesése csökkenti, de az FDI részben ellensúlyozhatja ezt. **Idén a növekedést elsősorban a nettó export, valamint a készletek alakulása húzhatja**. Az idei évi kilátásokat az – európai gazdaságokban is – **elmaradó akut energiaválság**, az európai gazdaságok **alkalmazkodóképessége**, az **energiaárak folytatódó visszaesése** miatt kedvezőbb európai és hazai kilátások, **számos ágazat ellenállóképessége**, valamint a **kínai nyitás** is javítja, ennek megfelelően kismértékben, **0,8%-ról 1%-ra módosítjuk az idei növekedési prognózist. A következő években újra gyorsulhat a növekedés**, amit a kilábalás mellett az új ipari kapacitások is támogatnak, az utóbbiak különösen 2025-ben lehetnek erőteljesek, mivel a tervek szerint számos jelentős feldolgozóipari fejlesztést helyeznek üzembe, köztük a BMW, valamint a CATL első gyára is megkezdte a termelést.

Infláció

A szolgáltatások és alkoholdermékek vártnál nagyobb drágulása miatt 17,5%-ról **18,5%-ra emeljük az inflációs előrejelzést**, miközben a többi komponens többnyire a várakozásainkhoz közeli mértékben emelkedett. **Döntően bázishatások miatt számítunk az infláció eleinte mérsékelt, majd az év közepétől meredek csökkenésére**, mivel számos tavalyi évközbéli intézkedés (neta, jövedéki adó emelések, az átlag felett fogyasztó háztartások rezsijének emelése), a külső sokkhatások és a forintgyengülés hatása kiesik a bázisból. Az utóbbi időben **egyre szélesebb körben** bejelentett **árcsökkentések** hatására **az infláció csökkenése akár meredekebb is lehet**, amit a nemzetközi termény-, nyersanyag- és energiaárak zuhanása is támogat – ezek többségében már mélyen az egy évvel ezelőtti szint alatt járnak. Az inflációra szintén lefelé mutató kockázat, hogy hasonlóan a havi diktálásos gázfogyasztókhoz, piaci információk alapján az átalányfogyasztók gázszámlája is csökkenhet az éves leolvasást követően, így sok háztartás kerülhet az átlagfogyasztás alá, amit a KSH a gázárak csökkenéseként jeleníthet meg.

A forint árfolyamának erősödése pedig már megjelent a tartós cikkek árának mérséklődő növekedésében. **Mindezek hatására az év végére egyszámjegyű lehet az infláció.**

Munkaerőpiac

2022-ben jelentősen emelkedett a bérdinamika, a 20%-os minimálbér és garantált bérminimum emelés, több ágazatot érintő 20%-os bérrendezés, valamint a hivatásos állomány hathavi plusz illetménye következtében. Emellett 2021-től ismét feszessé vált a munkaerőpiac és megjelent a munkaerőhiány, ami a nem minimálbért keresők esetében is magasabb bérdinamikát okozott, a meredeken emelkedő infláció következtében pedig egyes munkaadók évközbeni pótlólagos béremelést, bérkiegészítést nyújtottak a munkavállalóknak. **A feszes munkaerőpiaci kondíciók 2023-ban lazulhatnak**, azonban a nemzetgazdasági szintű **bérnövekedés továbbra is kétszámjegyű, 14-15% közötti lehet** a minimálbér és a bérminimum 16%-os, illetve 14%-os emelése, valamint a magas infláció következtében növekvő bérigények miatt.

A visszaeső gazdaság ellenére **a foglalkoztatás kifejezetten stabil maradt**, az év végi enyhe csökkenés még a szezonális hatásokat sem éri el. Azaz **a munkaerőpiac válságállónak tűnik**, a betöltetlen állások száma a legfrissebb, márciusi adatok szerint kissé emelkedett. A munkanélküliségi ráta emelkedését az inflációs környezet miatt az inaktivitásból a munkaerőpiacra visszatérők okozzák. Ezzel szemben a nyilvántartott álláskereső száma kissé csökkent az egy évvel ezelőttihez képest. **Össességében mérsékelt változásokra számítunk a munkaerőpiacon.** 2023 első felében kissé csökkenhet, majd újra emelkedő pályára állhat a foglalkoztatás, míg a munkanélküliségi ráta átmenetileg enyhén emelkedhet, majd újra mérséklődést mutathat a következő években.

Külső egyensúly

Tavaly a meredeken emelkedő energiaárak hatására a cserearány romlása okozta a külső egyensúly markáns romlását. Az energiaegyenleg önmagában 9,8 milliárd euróval járult hozzá a külkereskedelmi mérleg 10,2 milliárd eurót elérő romlásához. **Az energiaárak számottevő visszaesése azonban idén érdemben csökkentheti a külkereskedelmi hiányt**, a jelenlegi árak mellett a **cserearányok javulása akár 7-8 milliárd euró lehet.** A beruházások és a fogyasztás lassulása szintén csökkentheti az importot, míg az ellátási problémák, a chiphiány enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése az exportot támogathatja. Az exportpiaci kilátásokat ezzel szemben az energia- és élelmiszerárak által vezérelt infláció miatt a felvevőpiacainkon csökkenő reáljövedelmek és alacsonyabb vásárlóerő ronthatja. Idén összességében **1-1,5 milliárd euróra csökkenhet a deficit a tavalyi 8,6 milliárd euróról.** A folyó fizetési mérleg 7,5 milliárd euróval **13,7 milliárd euróra romlott**, amit teljes mértékben a cserearányromlás okozott. Enélkül 2,3 milliárd euróval javulhatott volna a folyó fizetési mérleg.

Idén a cserearányok javulása, a belső kereslet enyhe visszaesése és az export folytatódó növekedése miatt **5,3 milliárd euróra, a GDP 2,6%-ára csökkenhet a folyó fizetési mérleg hiánya.**

Monetáris politika

Az MNB a tavaszi hónapokban továbbra is magasan tartja a kamatokat, az óvatosság egyelőre indokolt, tekintve, hogy a forint árfolyama az elmúlt hetek pénzügyi turbulenciái alatt még mindig sérülékenynek bizonyult. Az alapkamat csökkentése jelenleg nincs napirenden, a **18%-os egynapos betéti tender kamatának fenntartását is indokoltnak tartja a Monetáris Tanács.** Ez utóbbi **akkor csökkenhet, ha a hazai gazdaság kockázati megítélése trendszerűen javul, illetve az infláció mérséklődése meredekebbé válik,** amire a nyári hónapokban kerülhet sor. **Az év második felében számítunk a kamatok csökkentésére,** a 18%-os egynapos kamat fokozatosan a 13%-os alapkamathoz csökkenhet, ezt követően pedig sor kerülhet az alapkamat csökkentésére is. **A vártnál magasabb hazai infláció, valamint a kockázati tényezők vártnál lassabb javulása következtében a korábban várt kamatcsökkentés is kitolódik.** Az idej és a jövő évre várt kamatpályát felfelé módosítottuk, ennek megfelelően **az idej év végi, korábbi 9%-os alapkamat várakozásunkat 10,5%-ra, a jövő év végét 4,5%-ról 6%-ra emeltük.** A kockázati megítélés javulásával és a Fed, valamint az EKB kamatciklusának tetőzésével a hosszabb hozamok is fokozatosan mérséklődhetnek, de a hazai kamatcsökkentési ütemnél kisebb mértékben, így a hozamgörbe a jövő év közepére ellaposodhat, a jövő év második felétől pedig normalizálódhat.

Forintárfolyam

A forint árfolyamát elsősorban a 18%-os egynapos MNB betéti kamat 2022 októberi bevezetése fordította meg, azonban az év során az energiaárak zuhanása miatt javuló cserearány hatására érdemben **csökkenő folyó fizetési mérleghiány is pozitívan támogathatja a devizát.** **A forint árfolyamára vonatkozó előrejelzést mindazonáltal javítottuk,** amit indokol a forint gyors év eleji erősödése, a gáz- és energiaárak év eleje óta látott csökkenése és alacsonyabb szinteken való stabilizálódása, ami érdemben javítja a külső egyensúlyt, a dollár év eleje óta látott gyengülése, valamint az MNB kamatcsökkentésének elhúzódása. A későbbiekben a várható kamatcsökkentési ciklus ellenére nem számítunk a forint jelentős gyengülésére, mivel az infláció várható meredek csökkenésének hatására az év végére pozitív lesz a reálkamatláb, ami csökkentheti az elvárt hozamokat, míg a kockázati megítélésünk javulása a hazai kamatfelárak szűküléséhez vezethet. A forintot a külső egyensúly javulása is stabilizálhatja, mivel várhatóan nem lesz szükség magas kamattal a forró tőke vonzására.

MAGYAR MAKROGAZDASÁGI ALAPPÁLYABELI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	TÉNY**				ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	4,9	-4,5	7,2	4,6	1,0	4,3	4,3
Háztartási fogyasztás, %	4,5	-1,9	4,0	5,8	-0,4	3,7	3,8
Kormányzati fogyasztás, %	9,5	3,9	2,5	-1,3	-0,2	2,1	2,0
Állóeszköz-felhalmozás, %	12,8	-7,1	6,5	1,2	-6,0	4,1	4,4
Export, %	5,4	-6,1	8,8	11,8	5,7	5,4	5,2
Import, %	8,2	-3,9	7,7	11,1	4,3	4,1	4,5
Ipari termelés, %	5,6	-6,0	9,5	5,8	3,1	4,6	4,7
Építőipari termelés, %	20,4	-9,7	12,1	3,0	-2,8	3,8	4,2
Kiskereskedelmi forgalom, %	6,3	-0,1	3,7	5,2	-5,0	4,3	4,0
Külkereskedelmi egyenleg, mrd €	4,33	5,62	1,62	-8,59	-1,43	-0,70	0,35
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	3,4	3,3	5,1	14,5	18,5	3,6	3,2
Maginfláció éves átlag, %	3,1	3,7	3,9	15,7	17,8	3,5	3,4
Munkanélküliségi ráta, %	3,3	4,1	4,1	3,6	3,9	3,4	3,3
Nemzetgazd. foglalkoztatottság, %	0,8	-0,9	0,9	1,3	0,0	0,4	0,3
Nemzetgazd. bruttó átlagkereset, %	11,4	9,7	8,5	17,6	14,5	8,5	7,5
Nettó reálbér, %	7,7	6,2	3,2	3,0	-3,0	4,7	4,2
Háztart. nettó pü. vagyon, billió HUF	50,7	56,8	64,2	69,5	72,0	76,2	79,8
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-2,1	-7,8	-6,8	-6,2	-3,8	-3,0	-2,8
Bruttó államadósság, GDP %-a	65,3	79,3	76,8	73,3	66,8	65,3	63,4
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	-0,8	-1,1	-4,1	-8,1	-2,4	-1,7	-0,6
Külső finansz. képesség*, GDP %-a	1,0	0,9	-1,5	-6,1	-0,	0,3	1,1
Bruttó külső adósság*, GDP %-a	72,7	81,9	84,9	88,2	72,8	67,9	62,1
Nettó külső adósság*, GDP %-a	7,4	10,5	15,8	17,6	15,4	14,1	12,7
GLOBALIS, ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA							
EUR/USD év végi	1,1211	1,2215	1,1382	1,0705	1,10	1,12	1,10
EUR/HUF év végi	330,52	365,10	365,70	399,73	378,00	370,00	370,00
EUR/HUF éves átlag	325,36	359,00	357,75	391,33	379,70	374,90	370,00
USD/HUF év végi	294,74	296,94	321,34	373,34	343,60	330,40	336,40
USD/HUF éves átlag	290,69	307,84	300,91	373,12	347,40	337,10	333,20
MNB alapkamat év végi	0,90%	0,60%	2,40%	13,00%	10,50%	6,00%	4,50%
EKB alapkamat év végi	0,00%	0,00%	0,00%	2,50%	4,00%	3,25%	2,50%
FED alapkamat év végi	1,75%	0,25%	0-0,25%	4,25-4,50%	5,00-5,25%	4,00-4,25%	2,75-3,00%
3-hónapos BUBOR év végi	0,16%	0,75%	4,21%	16,18%	10,35%	5,75%	4,50%
3-hónapos EURIBOR év végi	-0,38%	-0,55%	-0,57%	2,30%	3,70%	2,75%	2,55%
3-hónapos USD LIBOR év végi	1,91%	0,24%	0,21%	4,77%	5,10%	4,00%	2,70%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	1,17%	1,42%	4,35%	9,89%	7,50%	6,35%	5,60%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,01%	2,17%	4,51%	9,11%	7,50%	6,50%	6,00%
5-éves magyar CDS-felár év végi	71bp	60bp	45bp	198bp	155bp	140bp	110bp

II. RÉSZLETES MAKROGAZDASÁGI ÁTTEKINTÉS MAGYARORSZÁGRÓL

Gazdasági növekedés

0,4%-kal bővült a hazai GDP a negyedik negyedévben, míg szezonálisan és naptárhatással kiigazítva a növekedés 0,9% volt. **Az előző negyedévhez képest a gazdaság teljesítménye 0,4%-kal csökkent, így a hazai gazdaság technikai recesszióba került.** A harmadik negyedévben az időjárás miatt a mezőgazdaság, míg a negyedik negyedévben alapvetően a termékadók és támogatások egyenlege rontotta a GDP-t. A felhasználási oldalon a harmadik negyedévi visszaesés mögött a kirívóan gyenge mezőgazdasági termeléssel összefüggően a készletek alakulása állt, a negyedik negyedévben pedig a beruházások okozták a gazdaság visszaesését. Meglepetést okozott azonban, hogy a fogyasztás bár érdemben lassult, a negyedik negyedévben sem csökkent. **Jelenleg egy kettősség látszódik a fogyasztásban: míg a kiskereskedelmi vásárlások csökkennek, ezt ellensúlyozza az egyéb szolgáltatásokra, így a vendéglátásra, turizmusra, szabadidős szolgáltatásokra való kiadások növekedése.** Szintén meglepetést okozott **egyed- egyes szolgáltatói ágazatok**, különösen a vendéglátás, a turizmus, ingatlanpiaci szolgáltatások, valamint szabadidős szolgáltatások **stabil növekedése, ami ezen ágazatok ellenállóképességére utal.** A tavalyi év egészében a GDP 4,6%-kal nőtt, a növekedést érdemben rontotta az aszály miatt számottevően visszaeső mezőgazdaság, valamint az ukrán háború negatív hatásai, elsősorban az energiaárak megugrásán keresztül.

Az idei első negyedév még gyenge lehet, de a második negyedévtől és a fűtési szezon végével már **fordulat várható**, amit a mezőgazdaság is támogathat a kirívóan alacsony tavalyi bázis miatt. A fogyasztást az év elején még visszafogja a csökkenő reálbér, de az év második felében a visszaeső infláció miatt a reálbérek már újra növekedést mutathatnak, így **a fogyasztás fokozatosan javulhat.** A beruházásokat a magas kamatok és az állami/uniós beruházások visszaesése húzza le, de az FDI részben ellensúlyozhatja ezt. **Idén a növekedést elsősorban a nettó export, valamint a készletek alakulása húzhatja.** Az idei évi kilátásokat az – európai gazdaságokban is – elmaradó akut energiaválság, az európai gazdaságok alkalmazkodóképessége, az energiaárak folytatódó visszaesése miatt kedvezőbb európai és hazai kilátások, számos ágazat ellenállóképessége, valamint a kínai nyitás is javítja, ennek megfelelően kismértékben, **0,8%-ról 1%-ra javítjuk az idei növekedési prognózist.** Az elmúlt években bejelentett igen jelentős méretű beruházások középtávon újra a hazai gazdaság érdemi gyorsulásához vezethetnek, **a következő években a hazai GDP növekedése akár tartósan meghaladhatja a 4%-ot.**

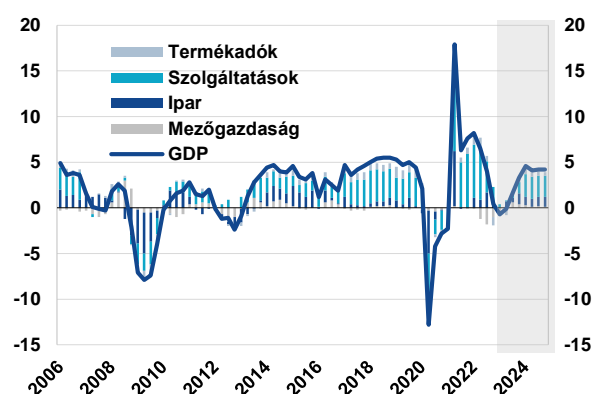
2022. negyedik negyedévében **az ipar, valamint a feldolgozóipar hozzáadott értéke 2,8, illetve 3,4%-kal nőtt** az egy évvel ezelőtti szinthez képest, **érdemben lassulva a harmadik negyedévhez képest**. A feldolgozóipari ágazatok közül legnagyobb mértékben a közúti jármű és a villamosberendezés gyártásának növekedése járult hozzá a bővüléshez. **Az ipari termelés összesen 0,5 százalékponttal javította a gazdasági teljesítményt. Az építőipar hozzáadott értéke 1,2%-kal emelkedett, így 0,1 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez.** Az igen súlyos aszály következtében a **mezőgazdasági teljesítmény 31,8%-kal csökkent** a negyedik negyedévben, így **1 százalékponttal fékezte a GDP növekedését**.

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



Forrás: KSH, MBH (árnyékolt terület)

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

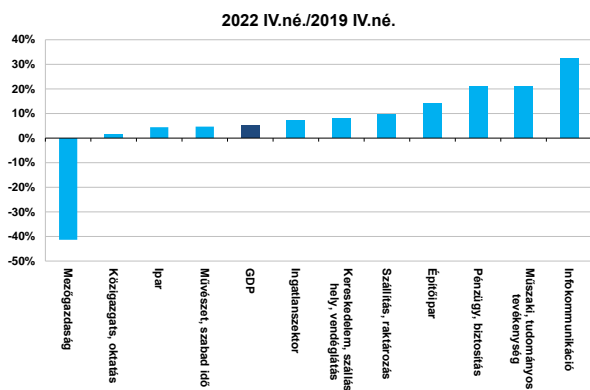


Forrás: KSH, MBH (árnyékolt terület)

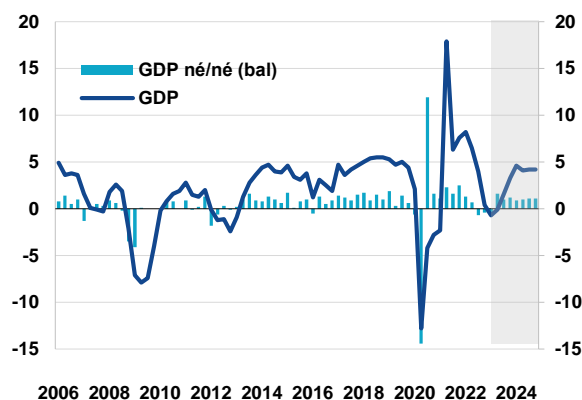
A **szolgáltatói ágazatok hozzáadott értéke 2,9%-kal nőtt, meredeken lassulva az előző negyedévekhez képest, így 1,8 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez.** A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás teljesítménye 0,3%-kal csökkent, ezen belül az előbbi teljesítménye 0,7%-kal csökkent, az utóbbiaké 1,7%-kal bővült. A szállítás, raktározás ágazat teljesítménye is kiemelkedett (+8,1%). **Több ágazat ellenállóképessége is tükröződik az adatokban,** így többek között a pénzügyi, biztosítási tevékenység (+5,4%), az ingatlanügyletek (+5,3%), de a művészet, szórakoztatás, szabadidős tevékenységek hozzáadott értéke is 2,9%-kal bővült. A termékadók- és támogatások egyenlege 0,9 százalékponttal rontotta a növekedést.

A GDP felhasználási oldalán **a lakosság** fogyasztási kiadása 1,8%-kal, tényleges (pénzbeni és nem-pénzbeni transfereket is tartalmazó) **fogyasztása 1,4%-kal emelkedett, így a fogyasztás 0,8 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez.** Ezen belül a tartós termékekre fordított hazai fogyasztási kiadások volumene 3,4%-kal, a féltartós termékeké 3,4%-kal, a szolgáltatásoké 5%-kal emelkedett, míg a nem tartós cikkeké 2,2%-kal csökkent.

A közösségi fogyasztás 4,9%-kal csökkent, így 0,6 százalékponttal mérsékelte a GDP növekedését.

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


Forrás: KSH, MBH számítás

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


Forrás: KSH, MBH (árnyékolt terület)

A **bruttó állóeszköz-felhalmozás** 2022. negyedik negyedévében **9%-kal csökkent** az előző év azonos időszakához képest. Mind az építési, mind a gép- és berendezésberuházások volumene csökkent. A beruházásokon belül a feldolgozóiparban továbbra is nőtt, azonban az ingatlanügyletek területén és a szállítás, raktározás területén visszaesett a fejlesztések volumene. A beruházások a negyedik negyedévben **2,5 százalékponttal rontották a GDP növekedését**. A készletek növekedése azonban **1,3 százalékponttal javította a GDP-t**.

A **külkereskedelem** 998 milliárd forint hiányt mutatott, ennek ellenére a **külkereskedelmi egyenleg 1,3 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez**, mivel az egyenleget a cserearány romlása rontotta, ezt leszámítva jelentős javulást okozott. **Az export volumene 9%-kal nőtt, meghaladva az import volumenének 7,7%-os növekedését.**

Ipar

Gyengén kezdte az idei évet az ipar, 4,6%-kal csökkenést mutatott februárban, míg az első két hónapban 2,4%-kal csökkent az ipari termelés az egy évvel ezelőttihez képest. A szezonálisan és munkanappal kiigazított adatok alapján az ipari kibocsátás az előző hónaphoz képest 0,3%-kal nőtt, így egyelőre nem következett be a januári visszaesést követően várt felpattanás, ami továbbra is arra utal, hogy a magas energiaárak miatt egyes ágazatok termelése visszafogott lehetett.

Az ipari termelés negyedik negyedév elejétől tapasztalt megtorpanását döntően az energiaárak robbanásának következtében elsősorban **az energiaigényes ágazatokban bekövetkező termelés visszafogása vagy leállása okozta**, míg novemberben az olajfinomítással kapcsolatos problémák is rontották az ipar teljesítményét. Egyes ágazatokban, különösen **az élelmiszeriparban pedig a gyengülő belső kereslet okoz visszafogottabb termelést**. Az ipari termelést az alacsonyabb energiafelhasználás hatására

(részben az enyhe téli időjárásnak, részben a kényszerű energiamegtakarításnak köszönhetően) az energiatermelő ágazatok termelésének visszaesése is lefelé húzta.

Az autógyártók a szűk beszállítói kapacitások miatt az elmúlt két évben elsősorban a drágább, nagyobb profitmarrzsal rendelkező modellek rendeléseit teljesítették, azonban a tavalyi év második felétől érdemi javulást mutat az alágazat. Egyes szereplők pedig a beszállítói láncok teljes helyreállításáról számoltak be, ennek köszönhetően tavaly decemberben új csúcst ért el a hazai járműgyártás kibocsátása. Az ukrajnai háború, valamint az energiaválság jelentősen rontotta a termelési és keresleti kilátásokat a tavalyi év elején, azonban a tavalyi év végétől jelentős javulást mutatnak a kilátások, mivel az európai gazdaságok elkerülték az akut energiaválságot, az energiaárak pedig jelentősen csökkentek a tavaly nyár végi szintekhez képest.

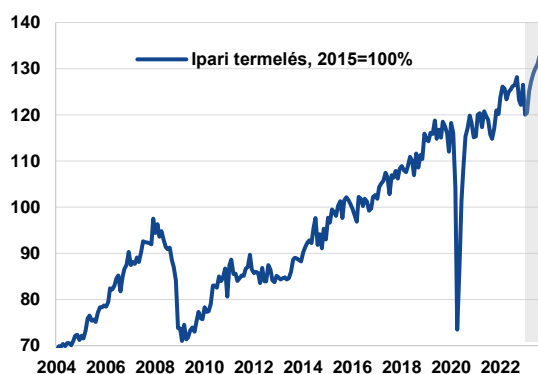
Az energiaválság által okozott várható átmeneti megingásokat követően **az idei év közepétől újra fokozatos élénkülésre számítunk az ipari termelésben**, amit új – főleg az akkumulátorgyártáshoz és autógyártáshoz, valamint élelmiszeriparhoz, vegyiparhoz, védelmi iparhoz kapcsolódó – kapacitások várható üzembe helyezése is támogathat. A hazai gazdaság középtávon jelentősen profitálhat a CATL, az SK Innovation, a Samsung SDI, a BMW és a Mercedes kiemelkedő mértékű beruházásaival, valamint a védelmi ipari kapacitások kiépülésével, mivel a hadiipari kiadások szignifikáns növekedése várható a következő években. **Idén 2,5-3% körüli növekedésre számítunk az ipari termelésben. 2024-től azonban a felfutó új kapacitások hatására jelentősen élénkülhet az ipari termelés.**

5. ábra: Az ipari termelés alakulása



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

6. ábra: Ipari termelés
2015. évi bázison



Forrás: KSH, MBH/Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

A részletes adatok szerint februárban **az ipar exportértékesítése 2%-kal, míg a belföldi eladások 12,2%-kal csökkentek** az egy évvel korábbi adatokhoz képest. Ez utóbbin belül a feldolgozóipari eladások 11%-kal csökkentek az egy évvel korábbihoz képest. Az ipar ágazatai közül **a feldolgozóipari termelés 4%-kal**, a bányászat 26%-kal, az energiaipar kibocsátása pedig 18,3%-kal csökkent, az utóbbi részben az enyhe téli időjárás, részben a kényszerű megtakarítások és alkalmazkodás hatására.

A feldolgozóipar tizenhárom alága közül nyolc mutatott visszaesést. **A járműipar kibocsátása 7,5%-kal emelkedett**, a globális félvezetőhiány fokozatos enyhülésének köszönhetően. **A közúti gépjármű gyártásának volumene 4,1%-kal emelkedett**, míg **a közúti jármű alkatrészeinek gyártása 11,6%-kal nőtt**. A számítógép, elektronikai, optikai termékek gyártása 8,9%-kal csökkent. Ezen belül az elektronikus fogyasztási cikk gyártása 12,5%-kal csökkent, míg az elektronikai alkatrész, áramköri kártya gyártása 13,6%-kal csökkent. Jelentős mértékben, **27,9%-kal bővült a villamos berendezés gyártása**, nagyrészt a járműgyártáshoz köthető **akkumulátorgyártás** 47%-os feljutásának köszönhetően, ugyanakkor a villamosmotor- és áramfejlesztő gépek gyártása is 22%-kal emelkedett.

A feldolgozóiparból 11%-kal részesülő **élelmiszer**, ital és dohánytermék termelése **13,6%-kal mérséklődött** az egy évvel korábbihoz képest, a csökkenő külpiaci és a hazai eladások miatt. A legnagyobb súlyt képviselő húsfeldolgozás, -tartósítás, húskészítmény gyártása 14,2%-kal csökkent. A dohánytermék, édesség és készétel gyártás kivételével többi alágazatban 3,7-43%-kal csökkent a termelés.

A gyógyszergyártás és a gépgyártás 7,6%-os, valamint 6,4%-os növekedést mutatott. A többi ágazatban visszaesést mértek, különösen kocszgyártás, kőolaj-feldolgozás területén 31,4%-os, a vegyiparban 23,5%-kal csökkent a termelés, de a szintén energiaintenzív fémipar és gumi-, műanyag, nemfém ásványi termékek gyártása is 14,2-16,5%-kal esett vissza.

Az új megrendelések februárban 5,4%-kal, ezen belül az új exportrendelések 4,5%-kal, az új belföldi rendelések pedig 10,3%-kal csökkentek. **A rendelésállomány 2,1%-kal haladta meg az egy évvel ezelőtti szintet.**

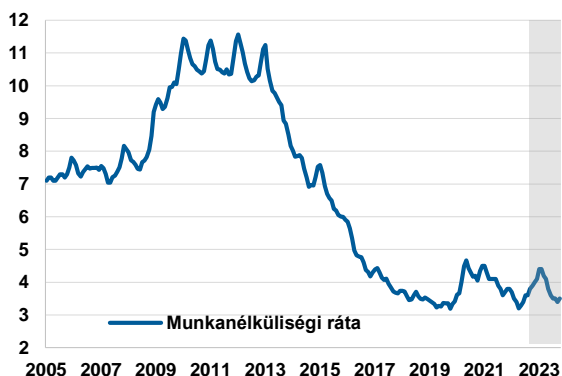
Foglalkoztatás, munkanélküliség és béralakulás

A téli hónapokban, december és február között csúcs közelében maradt a foglalkoztatottság, a szezonális hatásoknál kisebb mértékben, **15 ezer fővel csökkent a foglalkoztatottak száma az előző háromhavi átlaghoz képest**, míg egy év alatt 15 ezerrel 4690 ezerre nőtt. **A hazai elsődleges munkaerőpiacon 12 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak száma**, míg a közfoglalkoztatottak létszáma 10 ezerrel csökkent, a külföldön dolgozók létszáma pedig 14 ezerrel emelkedett. **A munkanélküliek száma az előző háromhavi átlaghoz képest 3 ezer fővel nőtt**, míg **16 ezerrel emelkedett az egy évvel ezelőtti**

szinthez képest, így 4,1%-ra nőtt a munkanélküliségi ráta az egy évvel ezelőtti 3,8%-ról. A fenti időszakban a 15-74 éves népesség 66,8%-a volt jelen a munkaerőpiacon, a szezonálisan összevethető tavalyi év azonos hónapjában mért 66,0%-os aktivitási rátával és az előző hónapban mért 66,9%-os szinttel szemben. A 15–64 éves korcsoport esetében egy év alatt a **foglalkoztatási ráta 0,3 százalékponttal, 74,3%-ra nőtt.**

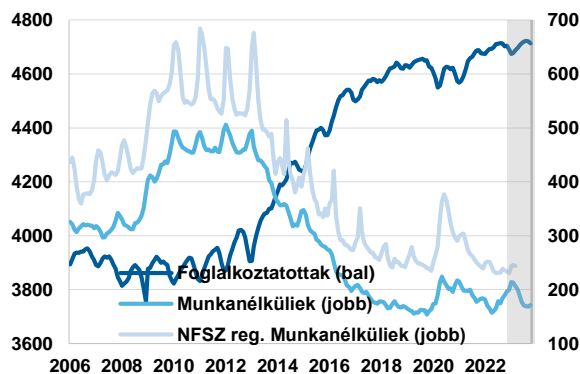
A munkaerőpiac(ok) kapcsán a jelenlegi legakutabb kérdés, hogy az ár-bér spirált megakadályozni igyekvő, kamatemelésekkel és likviditásszűkítéssel operáló jegybankok mikor tudnak immár érdemben hűtő hatást kifejteni a munkaerőpiacokra a fejlett gazdaságokban, azonban érdemes megjegyezni, hogy a munkaerőpiacok reakcióideje kifejezetten lassú, a beálló reálgazdasági változások 9-12 hónapos késéssel jelenhetnek meg a munkaerő iránti keresletben.

7. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

8. ábra: A foglalkoztatás és a munkanélküliség alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

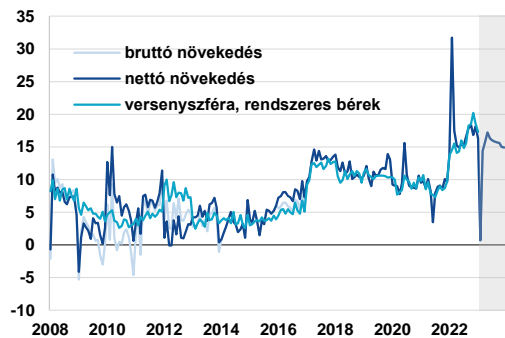
Tavaly 3,6%-ra csökkent a munkanélküliségi ráta az előző 4,1%-ról, míg **idén** mérsékelten magasabb, **3,9%-os munkanélküliségi rátára számítunk.** A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai szerint a **nyilvántartott álláskeresők száma** márciusban minimálisan, **244 ezer főre**, a történelmi mélypont közelébe **csökkent**, ami 7 ezer fős csökkenés az egy évvel ezelőttihez képest. A nyilvántartott **betöltetlen állások száma** kismértékben, **71 ezerre emelkedett.**

16,1%-os növekedéssel kezdte az évet januárban a bérdinamika, miközben a rendszeres keresetek 17,3%-kal emelkedtek. A vizsgált hónapban a bruttó átlagkereset 528 000 forint volt a teljes munkaidőben a munkáltatók teljes körénél foglalkoztatottak esetében, míg a nettó átlagkereset 363 900 forinton állt.

Az adókedvezmények nélkül számított nettó átlagbér szintén 16,1%-kal nőtt, **a nettó reálbérek pedig 7,6%-os csökkenést mutattak** a hónapban, **az erőteljes inflációs**

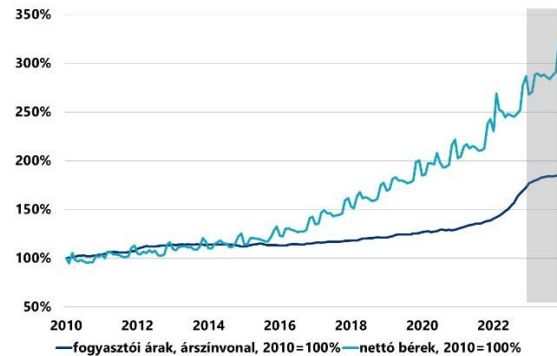
folyamatok egyértelmű nyomot hagynak a bérnövekedésen. A bérdinamika alapfolyamatait meghatározó és így a monetáris politika szempontjából is kiemelt mutató, a rendszeres bérek növekedése 17,3% volt az év első hónapjában az előző havi 18,6% után.

9. ábra: A bruttó és nettó bérek alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

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



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

Januárban a nemzetgazdaságban alkalmazásban állók létszáma 1,1%-kal emelkedett éves alapon a munkáltatók teljes körénél, így az alkalmazottak száma továbbra is érdemben meghaladja a pandémia előtti csúcst.

Az idei évet is erőteljes dinamikával kezdte a hazai bérnövekedés, de **a tavaly év vége felé látott hónap-hónapra gyorsuló spirál egyelőre minimálisan lassulni látszik** a reálgazdasági környezet lassulásával és a tavaly szeptemberig tartó erőteljes kamatemelésekkel párhuzamosan, így **egy lépéssel távolabb kerülhetett a hazai gazdaság az ár-bér spiráltól**, amennyiben nem következnek be ismét évközi további emelések. A tavalyi 17,6%-os bérnövekedési ütem után így **idén a 14 és 16%-os bérminimum emelkedések segítségével 14,5% körüli lehet a béremelkedés mértéke**. Az idei szintén erőteljes minimálbéremeléseknek és alap bérdinamikának köszönhetően még a prognosztizált erőteljes inflációt figyelembe véve is **3%-os reálbércsökkenéssel kell számolni 2023-ra**, mivel az infláció az év második felében látványos csökkenésnek indulhat, támogatva a vásárlóerő stabilitását.

2022-ben 17,6%-kal emelkedtek a bérek, ami az 14,5%-os infláció mellett **3%-os reálbér növekedést** eredményezett, így **2013-tól 2022 végéig összesen 73,5%-kal nőttek a nettó reálbérek**. A szochó tavalyi négy százalékpontos csökkentése miatt **a bérköltség közel négy százalékponttal lassabb mértékben emelkedett** a bruttó bérek növekedéséhez képest.

Hazai infláció

25,2%-ra mérséklődött az infláció márciusban a februári 25,4%-ot követően, amit elsősorban az üzemanyagárak és az alacsonyabb fogyasztás miatt a háztartási energiaárak további csökkenése okozott, ezzel szemben a **vártnál jóval nagyobb mértékben drágultak**

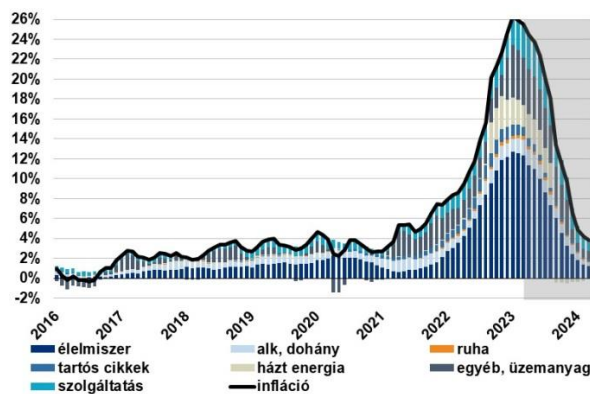
a szeszitalok és a szolgáltatások árai. Az élelmiszerárak emelkedése ugyanakkor már lassulást mutatott, azonban az elmúlt hetekben bejelentett árcsökkentések hatása még nem jelent meg az inflációban, így az a következő hónapokban várhatóan már mérsékelheti az inflációt. **A továbbra is erős inflációs nyomást tükrözi, hogy a maginfláció 25,7%-ra gyorsult,** elsősorban a szolgáltatói árak kifejezetten gyors emelkedése miatt. A következő hónapokban bázishatások, az üzemanyagárak folyamatos csökkenése és egyes élelmiszertermékekre bejelentett árcsökkentés miatt **az infláció fokozatos, majd az év közepétől meredek mérséklődésére számítunk, így várakozásunk szerint januárban tetőzhetett az infláció.** A bázishatásokat felerősítheti, hogy a nemzetközi nyersanyag-, termény-, és energiaárak, valamint szállítási költségek jelentősen visszaestek az utóbbi hónapokban, így újabb külső ársokkra nem számítunk, sőt, a várakozásoknál gyorsabban is lehúzhatja az inflációt. A forint erősödése pedig szintén mérsékelheti az inflációt, ami a tartós fogyasztási cikkeknel már látható. Az ár-bér spirál kialakulása egyes szolgáltatói ágazatokban megfigyelhető, ami lassíthatja az infláció mérséklődésének ütemét, azonban **az idei év végére így is egyszámjegyű inflációra számítunk. Az idei éves átlagos infláció ugyanakkor elérheti a 18,5%-ot.**

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



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

12. ábra: A fogyasztói árindex felbontása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

Az orosz-ukrán háború, az Oroszország elleni szankciók, és részben ennek következtében csökkenő orosz gázszállítások a tavalyi év során érdemben felülírták az inflációs – és gazdasági – kilátásokat. A háború kitörése után a gáz-, áram-, és olajárak elszálltak, ami már azelőtt is komoly nehézséget okozott a gazdasági élet szereplőinek. Az utóbbi hónapokban azonban **meredeken csökkentek az energiaárak,** ami lényegesen csökkentheti azon szereplők költségeit, akik napi szinten, a piacról szerzik be a működéshez szükséges energiát. A búzaárak és más **alapvető terményárak** (kukorica, napraforgó) a háború kitörését követő

elszállása átmeneti volt, **a nemzetközi árjegyzések az elmúlt időszakban érdemben süllyedtek**, amit a FAO élelmiszer árindexének, valamint a hazai mezőgazdasági termelői árindex meredek visszaesése is tükröz, az árszintek azonban a korábbi évekhez képest még mindig magasak.

13. ábra: Termelői árindexek


Forrás: KSH

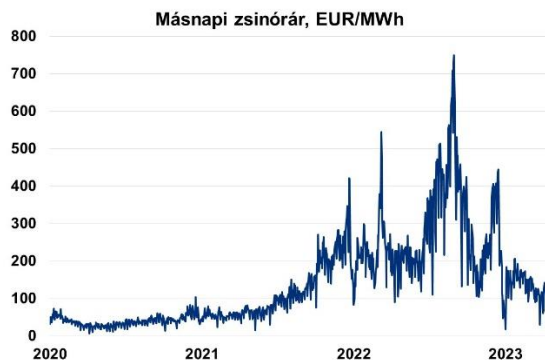
14. ábra: Egyes nyersanyagok árváltozása


Forrás: Reuters

A búzaárak tavalyi emelkedése és az energiaárak elszállása miatt jelentősen emelkedtek a liszt nagykereskedelmi és a pékáruk árai, azonban a búzaárak és energiaköltségek közelmúltbeli visszaesése miatt tetőzhetnek az árak a termékpályákon. A takarmányárak és energiaköltségek emelkedése miatt tavaly az áremelkedés a tej- és tejtermékek, valamint a tojás esetében is folytatódott, noha ez utóbbi termék árát szintén korlátozták, a nemzetközi takarmányárak mérséklődése és a nyerstej felvásárlási árainak túlermelés által okozott visszaesése azonban előbb-utóbb megállíthatja a további áremeléseket, egyes tejtermékek esetében már jelentősebb árcsökkenéseket is bejelentettek. Az élelmiszerárak további emelkedését a visszaeső kereslet is fékezi. A jövedékiadó emelése a dohánytermékek és szeszesitalok körében, valamint a chipsadó (neta) emelése számos feldolgozott élelmiszer árát emelte a tavalyi év során, idén azonban ezek az intézkedések kiesnek a bázisból. Az egyes szektorokban bevezetett extraprofit adó szintén egyre több szolgáltatás árában jelent meg, míg a kiskereskedelmi vállalkozások az egyes termékeket érintő árkorlátozások miatti veszteségeik áthárítására kényszerültek, azonban az extraprofitadók tervezett mérséklése is hozzájárulhat az árak stabilizálódásához. Az egyes élelmiszerekre vonatkozó hatóságiárkorlátozások kivezetése májusban kockázatot jelenthet az inflációra, ezt azonban ellensúlyozhatják a terményárak egyre szélesebb körű visszaesésének várható hatásai, valamint a kiskereskedők által más termékekre áthárított áremeléseinek mérséklése.

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


Forrás: Bloomberg,

**16. ábra: Másnapi áramárak
(EUR/MWh)**


Forrás: HUPX

Monetáris politika, jegybanki alapkamat

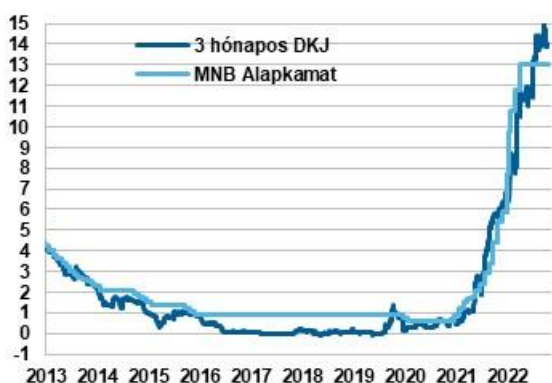
A várakozásoknak megfelelően **13% maradt az alapkamat** márciusban, a Monetáris Tanács emellett 12,50%-on tartotta az egynapos betéti, valamint 25%-on az egynapos fedezett hitel kamatát. Az MNB a tavaly szeptemberi kamatdöntő ülésen bejelentette a kamatemelési ciklus lezárását, mivel a Monetáris Tanács 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 Tanács ugyanakkor a hazai pénzüpiacokat érintő negatív kockázati prémiumsokk hatására tavaly **október 14-től bevezette az egynapos betéti eszközt 18%-os kamattal** mellett, valamint 25%-ra emelte az egynapos fedezett hitel kamatát, az egyhetes fedezett hiteleszközt pedig felfüggesztette. Emellett a jegybank átmenetileg vállalta, hogy **közvetlenül biztosítja az energiaimport fedezése kapcsán felmerülő jelentősebb devizalikviditási igényt**. Mivel a folyó fizetési mérleg energiaegyenlegen kívüli tételei összességében már pozitívak, így az intézkedés érdemben módosította a devizapiac kereslet-kínálati viszonyait, azonban az intézkedés az idei év elején felfüggesztésre került, köszönhetően az energiaárak meredek visszaesésének. Az intézkedéseknek köszönhetően **az effektív kamatláb átmenetileg az egynapos betét kamata lett**, amelynek **fokozatos csökkentésére a hazai gazdaság kockázati megítélésének tartós javulása mellett kerülhet sor**. Ebben kulcsszerepe lehet az uniós forrásokkal kapcsolatos mérföldkövek és horizontális feltételek teljesítésének. Arra számítunk, hogy az idei év közepétől az **egynapos betéti eszköz kamata az alapkamat szintjére csökken**, majd kivezetésre kerül. A tavalyi év végén azonban meredeken zuhantak a hazai hozamok mind az állampapír, mind a kamatcsere piacokon, majd alacsonyabb szinteken stabilizálódtak a kamatcsökkentési várakozások felerősödének hatására, így **az effektív kamatláb is jelentős mértékben csökkent**.

A Monetáris Tanács a transzmisszió erősítése érdekében **a kötelező tartalékráta 10%-ra való emeléséről**, valamint az egyhetes diszkontkötvény és a hosszú futamidejű betéti tender folytatásáról döntött. A kockázati megítélést befolyásoló tényezők áttekintése során jelezték, hogy az elmúlt időszak javuló tendenciái ellenére a meghatározó jegybankok további szigorításának feltörekvő gazdaságokra gyakorolt hatása, az orosz-ukrán háború következményei, az uniós megállapodás részleteivel kapcsolatos bizonytalanság, a folyó fizetési mérleg hiánya, valamint a változékony pénzügyi környezet továbbra is kockázatot jelent. Ennek megfelelően a tavaly október közepén bevezetett eszközök jelenlegi kondícióit a kockázati megítélés trendszerű javulásáig fenntartja.

A külső inflációs nyomás enyhülése és a lassuló kereslet árleszorító hatása 2023. elejétől fokozatosan, majd gyorsuló mértékben jelenhet meg a hazai inflációban. A szállítási költségek, a nyersanyag- és energiaárak csökkenése, a termelési láncokat érintő nehézségek oldódása, valamint a globális gazdaság növekedésének lassulása **fékezhetik a külső inflációt**. A kamatemelési ciklus lezárását lehetővé tette, hogy **az előretekintő reálhozam pozitívvá** vált, – azaz az egy év múlva várható inflációt a jelenlegi hozamok érdemben meghaladják –, az inflációs kockázatok kiegyensúlyozottá váltak, valamint javult a monetáris transzmisszió az fx-swap és az állampapírpiacon is.

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



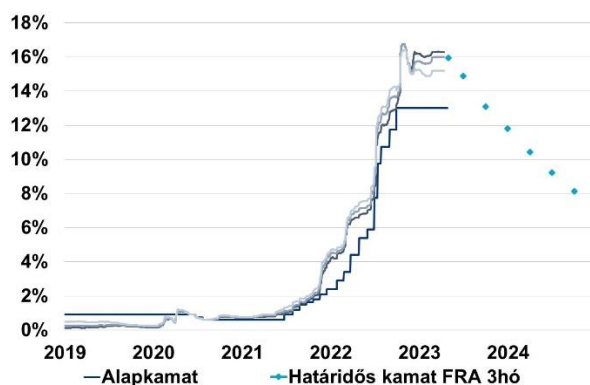
Forrás: ÁKK, MNB

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



Forrás: KSH, MNB

Az egyre erőteljesebb bázishatások, és a nyersanyag-, termény, energiaárak, szállítási költségek fent említett csökkenése miatt az idei év elejétől fordulhatott az infláció, míg az energiaárak meredek csökkenése, az energiapiaci alkalmazkodás, a belső kereslet csökkenése miatt fékező import, valamint az új kapacitások miatt tovább élénkülő export hatására érdemben javulhat a külső egyensúly. **Az alapkamat csökkentésére 2023. év közepétől** számítunk, így **2023. év végére 10,5%-ra csökkenhet az alapkamat**.

19. ábra: Bubor és határidős kamatlábak


Forrás: MNB, Bloomberg

20. ábra: Kamatcsere ügyletek kamatai

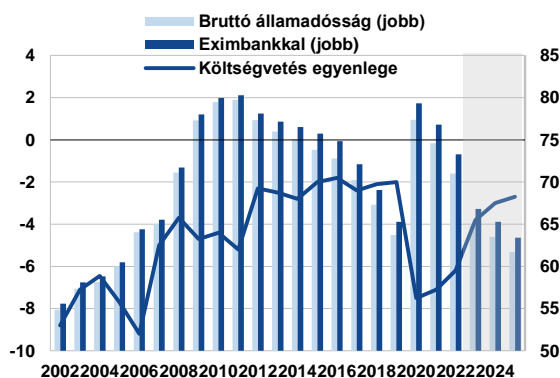

Forrás: Reuters

Költségvetési folyamatok

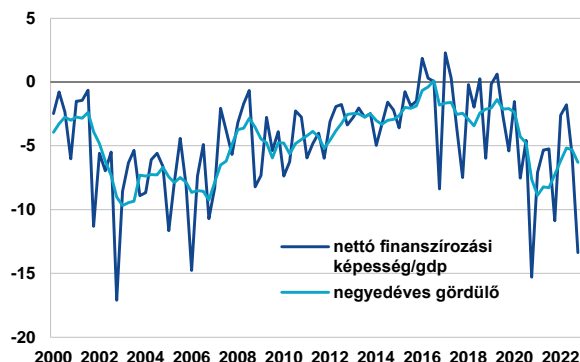
2022-ben az **államháztartás nettó hitelfelvétele (hiánya) 4159 milliárd forint** volt az eredményszemléletű elszámolás alapján, ami a szezonálisan kiigazított **GDP 6,2%-ának** felelt meg. Az egyenleg az előző év azonos időszakához képest 209 milliárd forinttal romlott, ugyanakkor GDP arányosan 0,9 százalékponttal javult. **Az államháztartás nettó finanszírozási igénye a pénzügyi számlák alapján 4223 milliárd forint volt tavaly, ami a GDP 6,3%-a volt.**

2090 milliárd forint hiány keletkezett a központi költségvetésben az első negyedévben, így az idei előirányzat 61%-a teljesült. Az idei első negyedéves hiányadat 219 milliárd forinttal volt alacsonyabb a 2022-es első háromhavi hiányhoz viszonyítva, amely még tartalmazta az szja visszatérítést, valamint a fegyveres testületek munkavállalóinak járó féléves juttatást, az ún. fegyverpénzt is. A költségvetés pénzforgalmi egyenlegét rontja, hogy az első két hónapban uniós kifizetések érték a 313 milliárd forintot, míg az unióból érkező bevételek csupán 208 milliárd forintnál tartottak, enélkül számolva a pénzforgalmi hiány 52 milliárd forinttal lett volna alacsonyabb. Az eredményszemléletű egyenlegben ugyanakkor nem kell elszámolni az uniós elszámolásokat.

A vártnál jobb tavalyelőtti bázis és a magas infláció miatt kiemelkedően növekvő nominális GDP miatt **az adóbevételek tavaly is túlteljesültek. Az áfabevételek 27,1%-kal nőttek,** 25%-kal felülmúlva az előirányzatot. Ezenkívül a költségvetési **automatikus stabilizátorok** is támogatták a költségvetés helyreállítását. **A megugró piaci gáz-, és energiaárak** azonban lényeges mértékben növelték a költségvetés kiadásait, amit **a kormány a bevezetett extraprofit adó finanszírozásával felállított rezsvédelmi alapból kíván fedezni.** Az államadósság, illetve a kedvezményes kamatozású termékek kamattámogatásának **emelkedő kamatterhe,** valamint az MNB várható jelentős vesztesége szintén az államháztartást terheli.

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


Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

22. ábra: Az államháztartás finanszírozási képessége


Forrás: MNB

A kormány a háború és az elszálló energiaárak miatt a tavalyi év végén módosította az idei költségvetési tervet. A jóval magasabb bázis és nominális növekedés miatt mind a bevételi, mind a kiadási oldal érdemben emelkedett, az energiatámogatások miatt pedig **a hiánycél a GDP 3,5%-áról 3,9%-ra módosult, a központi költségvetés pénzfogalmi hiánycélja pedig 2352 milliárdról 3400 milliárd forintra. A Rezsivédelmi Alap 670 milliárdról 2610 milliárd forintra emelkedett**, aminek fedezetét az 1412 milliárd forint extraprofitadó és bányajáradék, valamint 1198 milliárd forint költségvetési támogatás teremti meg. A tervezett kamatkidadások 310 milliárd forinttal emelkedtek. A költségvetési terv 1,5%-os GDP növekedéssel és 15%-os inflációval számol. A gazdaság helyreállásával a következő években fokozatosan újra a 3%-os kritérium alá süllyedhet az államháztartás hiánya.

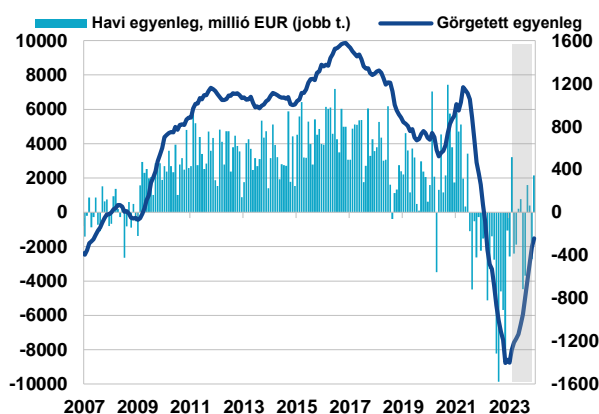
2020-ban a kifejezetten magas finanszírozási igény, és a tartalékok feltöltése miatt az **Eximbank beszámításával az államadósság a GDP 79,6%-ára emelkedett az egy évvel korábbi 65,5%-ról**. Az államadósság ráta a mérséklődő finanszírozási igény, az előfinanszírozás, valamint az érdemben megugró nominális növekedés hatására a tavalyi évtől **ismét csökkenő pályára állt, így 2021-ben 76,8%-ra, 2022-ben 73,3%-ra süllyedt az adósságráta, ami 2023-ban 67% közelébe süllyedhet**.

Az államadósság alakulásában kedvező, hogy folytatódott a lakosság állampapírállományának dinamikus növekedése, ami csökkenti az államadósság finanszírozásának sérülékenységet. A jelentős méretű devizakötvénykibocsátások hatására átmenetileg a központi költségvetés adósságának **25%-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

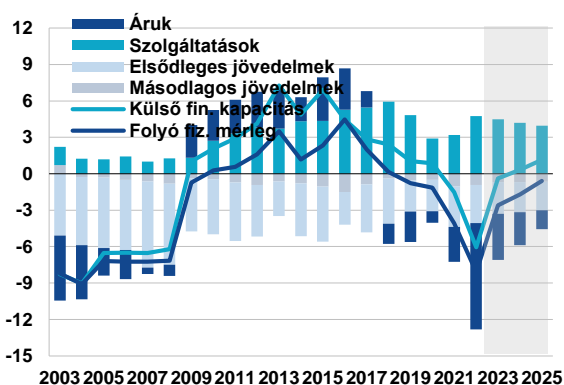
513 millió euró többlet keletkezett a külkereskedelemben idén februárban, amire több, mint másfél éve nem került sor. Az ipari termelés csökkenése miatt 10,5%-ra mérséklődött az export euróértékének növekedése, ugyanakkor az energiaárak visszaesése és a belső kereslet csökkenése miatt érdemben, 3,8%-ra lassult az import euróértékének növekedése. Ennek megfelelően a külkereskedelmi egyenleg 749 millió euróval javult az egy évvel ezelőtti 236 millió euró deficithez képest. **Az első két hónapban 13,4%-kal nőtt az export, míg 10,5%-kal az import euróértéke, ennek megfelelően 579 millió euróval javult a külkereskedelmi egyenleg, így 100 millió euró többletet mutatott az egy évvel ezelőtti 479 millió euró hiánnyal szemben.**

23. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

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



Forrás: MNB, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

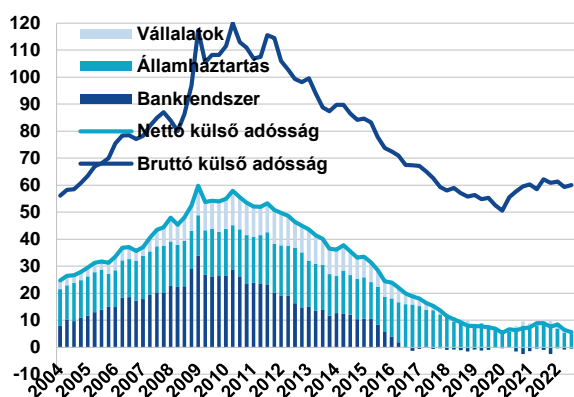
Az orosz-ukrán háború érdemben felülírta a külkereskedelmi kilátásokat. Az energiahordozók és más nyersanyagok árainak drasztikus emelkedése szignifikánsan rontotta a cserearányokat. 2022-ben összességében 19,3%-kal nőtt az előző évhez képest az export, míg 28,2%-kal az import euróértéke, ennek megfelelően **10 216 millió euróval romlott a külkereskedelmi egyenleg, így 8 593 millió euró hiányt mutatott az egy évvel korábbi 1 623 millió eurós többlettel szemben. Az energiaegyenleg önmagában 9 791 millió euróval járult hozzá a külkereskedelmi mérleg romlásához a tavalyi évben.**

Az energiaárak számottevő visszaesése azonban idén érdemben csökkentheti a külkereskedelmi hiányt, a jelenlegi árak mellett a **cserearányok javulása akár 7-8 milliárd euró javulást** eredményezhet. A beruházások és a fogyasztás lassulása szintén csökkentheti az importot, míg az ellátási problémák, a chiphiány enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése az exportot támogathatja. Az exportpiaci kilátásokat ezzel szemben az energia- és élelmiszerárak által vezérelt infláció miatt **a felvevőpiacainkon csökkenő**

reáljövedelmek és alacsonyabb vásárlóerő ronthatja. Idén összességében **1-1,5 milliárd euróra csökkenhet a deficit a tavalyi 8,6 milliárd euróval szemben.**

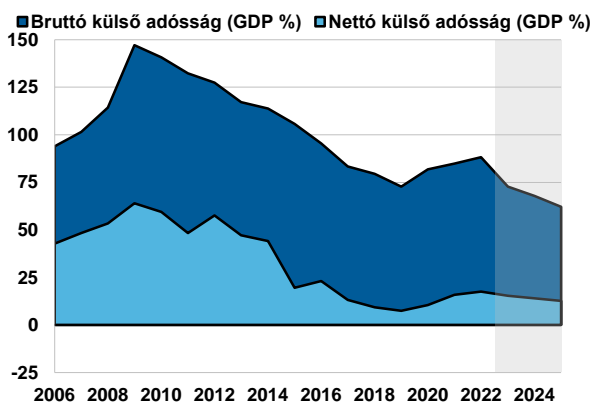
Tavaly 13,7 milliárd euró deficit keletkezett a folyó fizetési mérlegben, ami 7,5 milliárd euró romlás az egy évvel ezelőttihez képest. A tőkemérleggel együtt a külfölddel szemben 10,3 milliárd euró nettó finanszírozási igény keletkezett az egy évvel korábbi 2,3 milliárd euró deficittel szemben. A folyó fizetési mérleg hiánya így tavaly a GDP 8,1%-ára nőtt az egy évvel korábbi 4,1%-ról. A külkereskedelmi mérleg romlását tükrözve jelentősen, **14,9 milliárd euró hiányra romlott az áruk egyenlege** az egy évvel ezelőtti 4,4 milliárd euró deficithez képest, **döntő mértékben a cserearányromlás,** ezen belül is az energia- és energiahordozó árak elszállásának hatására, amit tükröz **az energia egyenleg mintegy 9,8 milliárd euró romlása a külkereskedelmi mérlegben.** Azaz az áruk egyenlegének romlását közel teljes egészében az energiaárak elszállása okozta, enélkül **2,3 milliárd euróval 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 4,9 milliárd euróról 8,1 millió euróra emelkedett.** Kismértékben, ellentétesen változott az elsődleges, valamint a másodlagos jövedelmek hiánya.

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



Forrás: MNB

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



Forrás: MNB, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

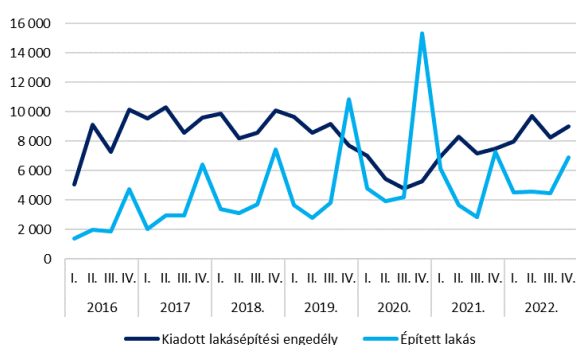
A bruttó külső adósság 107,98 milliárd euróra nőtt (a GDP 64%-a) az egy évvel ezelőtti 93,7 milliárdról, míg tulajdonosi hitelekkel számolva 149,8 milliárd euróra az egyévvvel korábbi 130,5 milliárdról. A nettó külső adósság 21,1 milliárd euróra, a GDP 12,5%-ára nőtt az egy évvel ezelőtti 16,5 milliárdról (a GDP 7,6%-a), míg a tulajdonosi hitelekkel együtt 29,9 milliárdra a tavalyelőtti 24,4 milliárdról.

A következő években ismét javulhat a folyó fizetési mérleg egyenlege, döntő részben a tavalyi átlagokhoz képest **meredeken visszaeső energia- és energiahordozóárak** miatt, aminek hatására **a cserearányjavulás önmagában 7,5-8 milliárd euróval javíthatja a külső egyensúlyt**, a visszaeső fogyasztás, az energiamegtakarítás (részben az enyhe télnek is köszönhetően), valamint a napenergiatermelés súlyának növekedése a hazai energiatermelésben jelentős mértékben csökkentheti az importot, így a javulás ennél erőteljesebb is lehet. Az áruforgalom, valamint az idegenforgalom további fokozatos helyreállása szintén hozzájárulhat a külső egyensúly javulásához, 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 5-5,5, jövőre 3,5-4 milliárd euró hiányra** számítunk a folyó fizetési mérlegben, azonban a javulás akár ennél nagyobb mértékű is lehet, míg a következő években újra többletet mutathat a folyó fizetési mérleg. Így idén a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 2,6%-ára mérséklődhet, míg a tőkemérleggel együtt a külső finanszírozási igény idén 1,1 milliárd euró közelébe, a GDP 0,5%-ára csökkenhet.

Ingtatlanpiac

2022. negyedik negyedévében 57,5%-kal 6.923-re nőtt a lakás átadások száma előző negyedévhez képest, míg 9%-kal 9.018-ra nőtt az építési engedélyek száma. **Így 2022-ben, éves szinten 20.540 új lakás épült, 3,2%-kal több, mint egy évvel korábban. A kiadott építési engedélyek és egyszerű bejelentések alapján az építendő lakások száma meghaladta a 35 ezret, ami 17%-kal több, mint 2021-ben.** 2016 eleje óta a lakásépítési engedélyek száma 228.897, míg az átadások száma 131.837 volt, azaz 97 ezerrel több engedélyt adtak ki, mint amennyi lakás megépült. Ez tükrözi a kivitelezések igen jelentős csúszását.

27. ábra: Lakás építések összesen (db)



Forrás: KSH

28. ábra: Duna House tranzakciószám becslés (db)



Forrás: Dunahouse

2022-ben **az építőanyagárak meredek emelkedése, a kamatok emelkedése, a gazdasági bizonytalanság, a reáljövedelmek romlása egyre inkább hátráltatták az építkezéseket.** Ezzel szemben az energiaárak emelkedése miatt **előtérbe kerültek az energiakorszerűsítési beruházások és felújítások.**

A válság előtti teljesítményhez, a nemzetközi rátákhoz, valamint a hazai lakásmegújítás kívánatos mértékéhez képest a lakásépítések továbbra is elmaradnak. Az ingatlanok energetikai jellemzői az építés évétől és a legutóbbi nagy felújítással van összefüggésben. A hazai lakások több mint 50%-a 1960 és 1990 között épült. Az éves megújulási ráta az elmúlt években 0,23% és 0,63% között mozgott, vagyis évente 20-30 ezer új lakással számolva 150-225 évig tartana a 4,5 milliós teljes hazai lakásállomány cseréje. A hazai lakásállomány megújulási aránya 12 éve elmarad az EU átlagától, ezen idő alatt mintegy 100–150 ezer lakás megépítése maradt el. Mindezek alapján látható, hogy a **hazai lakásépítések száma semmilyen túlfűtöttséget nem tükröz**, sőt, még a válság utáni visszaesést sem pótolta.

A külpiazi hatásokat tükröző meredek nyersanyagárrobbanás **érdemben növelte a kivitelezési költségeket** és így az újlakás árakat, az árak naponta változhatnak, ez pedig egyes nyersanyagok hiányával átmenetileg tovább **fékezheti a lakásépítéseket, elbizonytalaníthatja, vagy elhalasztásra kényszerítheti a beruházókat**, ami kockázatot jelenthet az idej teljesítményre.

Jelentős változás az engedélyeztetések esetében, **hogy tavaly meghosszabbították a kedvezményes áfa időszakát, így a 2024 végéig engedélyt szerző projektekben elkészülő lakások 2028 végéig a kedvezményes 5%-os áfakulccsal értékesíthetők.** Szintén jelentős változás, **hogy elhalasztották az energetikai követelmények szigorítását, és csak 2024 júliusától lép életbe.** Ezek az intézkedések **könnyítést jelentenek a beruházók számára**, lehetővé téve a projektek halasztását a jelenlegi nehezebb gazdasági helyzetben. **2023 első két hónapjában 32%-kal csökkent a lakásépítési engedélyek száma**, így a várakozásokkal összhangban várhatóan mérsékelt lehet a lakásépítési engedélyezés, azonban a kilátások javulásával és a kamatok csökkenésével az év vége felé már élénkülést mutathat.

A KSH lakáspiaci árindexe hosszú idő után először 2022 utolsó negyedévében csökkent: a július-szeptemberi 261,4%-os csúcstól elmaradva, október-decemberre 256,2%-ot ért el, mely azt mutatja, hogy egy átlagos lakást több mint két és félszer annyira lehetett megvenni a múlt év végén, mint a bázisévnek számító 2015-ben (a KSH publikált adatai még előzetesek).

Idén **eltérően alakulhat a használt és az újépítésű lakások árának dinamikája.** Az új lakások esetében a kivitelezési költségek magas szintje miatt nem várható árcsökkenés. A

használt ingatlanok árának alakulásában típus szerint és területileg is elképzelhetők nagyobb különbségek. Az is kérdés, hogy a használt lakásoknál az árak csökkenése egy jelentősebb trenddé alakul vagy korrekció következik.

A magas infláció és az energiaárak bizonytalansága, a hitelkamatok növekedése visszavetette a hitelkereslet. A jelzáloghitelezésben az új hitelszerződésekben csúcsot hozó első félév ellenére 2022 második felében már annyira visszaestek a volumenek, hogy végül 2022 egészében 9%-kal lett alacsonyabb az új jelzáloghitel-szerződések volumene, mint 2021-ben volt. A lakáscélú hitelkihelyezések összegének idei első kéthavi 65%-os csökkenése alapján 2023 első felében is drasztikus visszaesés várható. Az új szerződéses volumen visszaesése 2023 második felétől mérséklődhet, és a negyedik negyedévben 2022 utolsó negyedévének gyenge bázisán már növekedhet is várakozásunk szerint.

A Duna House Tranzakciószám Becslése alapján 2023 márciusában, országosan 7.787 lakóingatlan cserélt tulajdonost. Bár ez a szám már magasabb, mint az év első két hónapjában volt, **2023 első negyedévét tekintve még mindig 10 éves mélyponton van az adásvételek száma**, mivel 2023 első három hónapjában a tranzakciók száma nem érte el a 20 ezret sem, ennél kevesebb tranzakciót utoljára 2013-ban becsült az ingatlanközvetítő vállalat. **A márciusi számok viszont már enyhe bizakodásra adnak okot, a kérdés, hogy az előttünk álló hónapokban kitart-e ez az emelkedő trend.** A Duna House a második negyedévben fokozatosan emelkedő aktivitással és így egyre növekvő tranzakciószámokkal számol a hazai piacon.

Össességében idén visszafogottabb kereslet várható a lakáspiacon az előző évekhez képest. A korszerűtlenebb és nagyobb ingatlanok iránt sokkal kisebb érdeklődés mutatkozhat, a korszerűbb, kisebb ingatlanok viszont vevőre találhatnak. **2023-ban a korábbi évekhez képest jelentősen kevesebb tranzakcióra lehet számítani, és amíg a hitelkamatok nem mérséklődnek, ez vélhetően így is marad.**

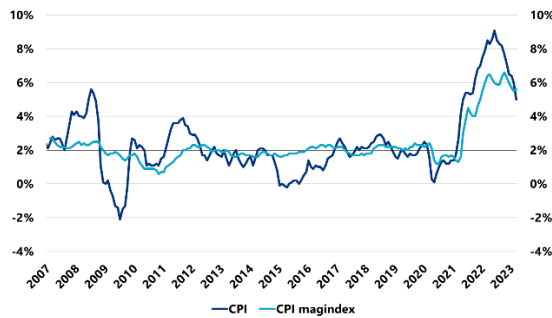
III. GLOBÁLIS GAZDASÁGI FOLYAMATOK

Az USA gazdasági folyamatai

Az utóbbi hónapokban az infláció már fokozatosan mérséklődött az Egyesült Államokban, azonban a maginfláció alakulása egy elnyújtott normalizációs folyamatot vetít előre. Az év elején még 6,4%-on állt a CPI-mutató, márciusban pedig 5,0%-ra tovább mérséklődött az infláció az amerikai gazdaságban, ami a várakozásoknál is nagyobb mérséklődés volt. Ezzel a 2022 júniusi 9,1%-os csúcsot követően már háromnegyed éve folyamatosan enyhül az árnyomás, az energiaárakban tapasztalt csökkenéssel párhuzamosan. Míg az energia- és az élelmiszerinflációban láttuk a tetőzést, addig a

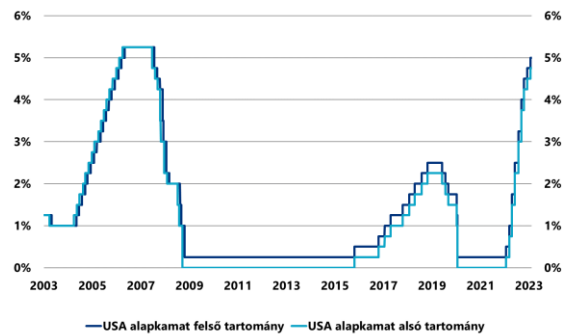
szolgáltatások körében tovább fokozódik az árnyomás. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó maginfláció a februári 5,5% után márciusban 5,6%-kal bővült. Mivel a gazdaság belső inflációs folyamatait leíró maginfláció továbbra is magasan áll, ezért **az infláció várhatóan csak lassan térhet vissza a jegybanki célszinthez.**

29. ábra: Az USA éves fogyasztóiár-indexének (CPI) alakulása



Forrás: BLS

30. ábra: Az USA kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

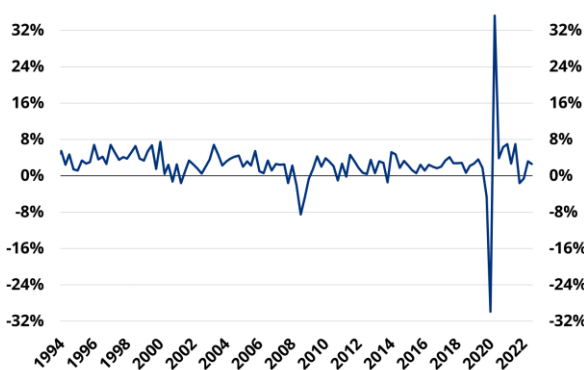
A Fed elnöke márciusi szenátusi meghallgatásán még arról beszélt, hogy a jegybank szerint a beérkező adatok továbbra is a gazdaság erősségét sugallják, ezáltal a vártnál magasabb kamatlábakra lehet szükség. A március 13-i héten az erősödő kockázatkerülés közepette, az USA bankmentéseivel a Fed kamatemelési ciklusának üteme is megkérdőjeleződött. **A Fed márciusi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal tovább emelte az irányadó rátát (4,75-5,00%) és bejelentették, a mérlegleépítés is az eddig folytatott ütemben (havi 95 mrd USD) halad tovább.** Jerome Powell jegybankelnök a döntést követően kiemelte, hogy **a Fed nem adja fel az infláció elleni küzdelmet a pénzügyi stabilitás érdekében.** Sőt a jegybank érvelése szerint az utóbbi időszak bankpiaci bizonytalanságai is hozzájárulnak a monetáris kondíciók szigorításához, ugyanis **a turbulens környezetben szigorodik a hitelkihelyezés, fékeződik a gazdaság. Ez az inflációs várakozásokat is csökkentheti,** de ez csak a következő hónapok makroadataiban jelenik meg. A megemelt inflációs várakozások ellenére az év végére várt kamatszintet (5,1% körül) nem módosították. **A kamatszint csökkentése az idei évben nem várható a Fed alapforgatókönyve szerint,** szemben a piaci várakozásokkal, amelyek jelentős (-100bp) kamatsökkentést áraznak az év végére.

Az amerikai gazdaság fokozatosan lassul 2023-ban. A tavalyi negyedik negyedéves 2,6%-os növekedés (évesített negyedéves adat) elmaradt a harmadik negyedév 3,2%-os bővülésétől, amiben a fogyasztás, az export, a nem-lakáscélú beruházások és a kormányzati kiadások szerényebb növekedése is szerepet játszott. **2023 jól indulhat a növekedés tekintetében,** mivel a gazdaság még ellenállóan bizonyult, a makrogazdasági adatok is a korábban vártnál kedvezőbben alakultak, **de az év második felében jelentős lassulás, akár**

kismértékű recesszió is jöhet a tengerentúlon, miután a korábbi kamatemelések hatása megjelenik. A Fed gyakran és nyíltan kommunikálja, hogy az árstabilitás visszaállításához szükség van arra, hogy a gazdaság fékeződjön, ami reálgazdasági áldozatokkal járhat, de Powell szerint a puha landolás még megvalósítható, a Fed 2023 egészében 0,4%-os növekedést vár, míg 2024-ben 1,2%-kal emelkedhet a GDP.

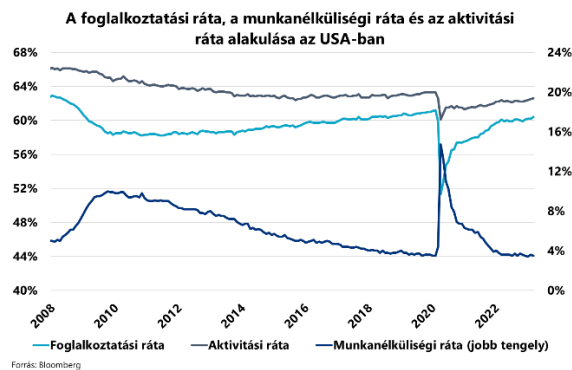
A konjunktúramutatók is gyengébb kilátásokra utalnak. A feldolgozóipari beszerzésimenedzser-index a növekedést jelző 50 pontos határszint alatt mozog, immár öt hónapja és folyamatosan az aktivitás visszaesését jelzi. A szolgáltató szektor – amely a gazdaság mintegy 90%-át adja – indexe a decemberi megtorpanás után három hónapja a növekedési tartományban mozgott, de márciusban meglepetésre megtorpant a kereslet gyengülése mellett.

31. ábra: Az USA évesített negyedéves GDP-indexe



Forrás: Bloomberg

32. ábra: Az USA különböző munkaerőpiaci mutatóinak alakulása



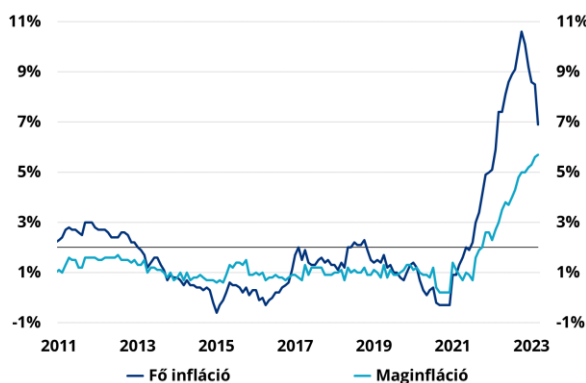
Forrás: BLS

Az amerikai munkaerőpiac továbbra is erős, 2023 első három hónapjában összesen 1 millió 34 ezer fővel bővült a foglalkoztatottak száma. Az év eleji magas foglalkoztatottság (472 ezer fő) után márciusban mérséklődött a munkaerő kereslet valamelyest (240 ezer), a vállalatok kívánnak a további bővítésekkel. **A foglalkoztatási dinamika nem lassult még olyan mértékben, ami a Fed számára elégséges lenne.** Powell többször hangsúlyozta, hogy a népesség növekedésének üteme csak havi 100 ezres növekményt indokolna a foglalkoztatottság terén. **A munkanélküliségi ráta márciusban 3,5%-ra mérséklődött**, ami megegyezik azzal a szinttel, ami körül a koronavírus-járvány előtt ingadozott a mutató. **A Fed monetáris szigorítása egyelőre még nem csapódott le az amerikai munkaerőpiacon, de a kockázatok lefelé mutatnak.** A betöltetlen álláshelyek száma közel 2 éve nem látott szintre, 10 millió alá jött le februárban, további csökkenése várható. **Illetve az elbocsátások hatására a munkanélküliségi ráta is emelkedhet**, a Fed idén év végére 4,5%-os munkanélküliségi rátát vár, amely a jelenlegihez képest érdemi emelkedést jelent.

Az eurózóna gazdasági folyamatai

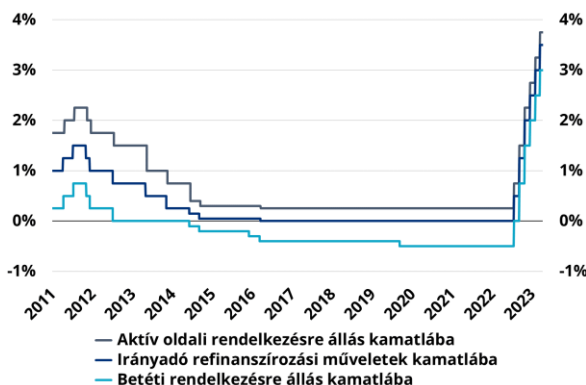
Az eurózónában az előzetes márciusi adatok szerint az éves infláció 6,9%-ra mérséklődött, így a tavaly októberi csúcst követően **már ötödik hónapja csökken sorozatban az inflációs mutató** az övezetben. Emögött egyrészt a **rendkívül magas tavalyi bázis** áll, amelyhez képest az utóbbi hónapok áremelkedései már egyre enyhébbnek számítanak. Másrészt pedig a tavalyi év végén látott **látványos energiaár-csökkenés** is érdemben lecsapódik az indexben, hasonló mértékben húzza lefelé a mutatót, ahogyan a tavalyi év során felfelé tette ugyanezt. Fontos hangsúlyozni azonban, hogy **az inflációs alapfolyamatokat leíró maginflációban nem látunk csökkenést**, sőt hónapról-hónapra emelkedik. Ez azt jelzi, hogy **a strukturális, másodkörös inflációs hatások egyre erősebbek az eurózónában**. A kedvezőtlen folyamatok pedig az EKB-t is lépéskényszerben tarthatják.

33. ábra: Az eurózóna éves inflációjának alakulása



Forrás: Eurostat

34. ábra: Az eurózóna kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

Hiába kezd egyre magabiztosabban csökkenni a fő inflációs mutató az övezetben, az EKB nem dőlhet hátra, várhatóan **további lépések szükségesek a jegybank részéről**. A maginfláció emelkedésével az EKB-nak egyre nagyobb fejtörést okoznak **a másodkörös inflációs folyamatok, az inflációs várakozások stabil horgonyzása, illetve az ár-bér spirál lehetséges kialakulása**. A jegybank ennek megfelelően következetesen emeli az eurózóna irányadó kamatait, illetve márciustól kezdve a mérlegét is fokozatosan konszolidálja. A fokozatosan változó inflációs környezet a jegybank előrejelzésében is lecsapódik: **az EKB lefelé módosította a fő inflációval kapcsolatos várakozását** az energiaárak vártnál gyorsabb mérséklődése miatt, azonban a korábban említett strukturális inflációs folyamatok változatlansága miatt **a maginflációs előrejelzését emelni kényszerült az idei évre**.

35. ábra Az EKB szakértőinek 2023. márciusi makrogazdasági prognózisa

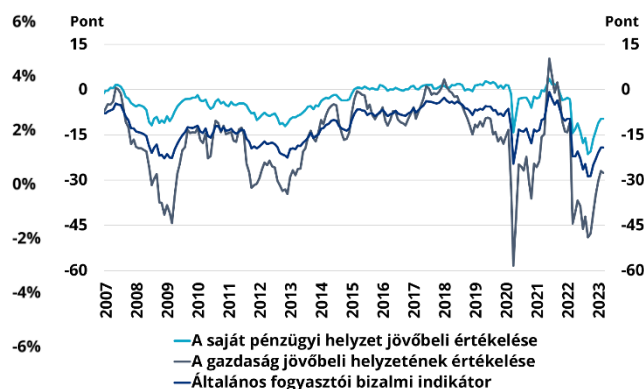
	Infláció			Maginfláció			GDP-növekedés		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Decemberi prognózis	6,3%	3,4%	2,3%	4,2%	2,8%	2,4%	0,5%	1,9%	1,8%
Márciusi prognózis	5,3%	2,9%	2,1%	4,6%	2,5%	2,2%	1,0%	1,6%	1,6%

Forrás: EKB

A legtöbb fejlett gazdasághoz hasonlóan **az eurozóna is lassulni kezdett az utóbbi negyedévekben**. Egyrészt a magas infláció és az ezáltal csökkenő vásárlóerő hatására **a fogyasztók kereslete fokozatosan mérséklődik**, amelyre jó példa a kiskereskedelmi szektor zsugorodása az utóbbi hónapokban. Másik oldalról az egyes szektorokat érintő ellátási nehézségek, illetve a korábbi rendkívül magas energiaárak hatására **a kínálati oldal is gyengébben teljesít**. Ugyanakkor a gázpiaci helyzet rendeződésével és pesszimizmus csökkenésével a korábban várt recesszióhoz képest **egyre nagyobb az esély arra, hogy eurózána elkerüli a gazdasági visszaesést**. 2022 harmadik negyedévében szerényen növekedett, a negyedik negyedévben pedig stagnált a gazdaság, tehát negyedévalapú visszaesés továbbra sem történt. Az EKB márciusi várakozása szerint pedig **a következő negyedévekben sem várható zsugorodás**, így az év egészében 1% lehet a növekedés.

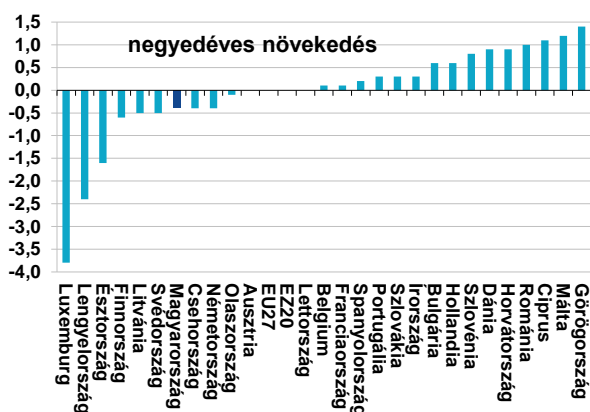
36. ábra: Az eurózána negyedéves GDP-növekedésének alakulása (igazított)


Forrás: Eurostat

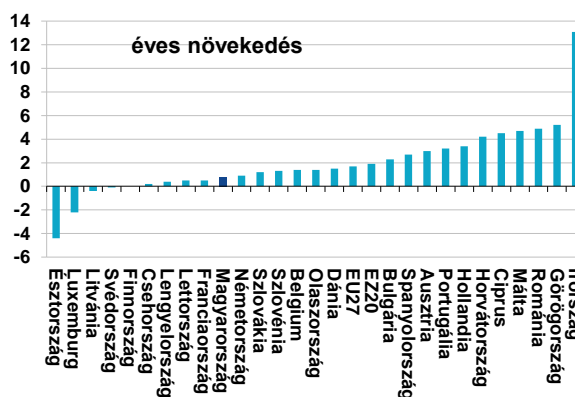
37. ábra: Az eurózána fogyasztói bizalmi indexeinek alakulása


Forrás: Eurostat

A kedvezőbb gazdasági kilátásokkal **a fogyasztók pesszimizmusa is fokozatosan oldódik**. A tavaly év végi mélypontokhoz képest az eurózána háztartásai **egyre jobbnak látják a saját pénzügyi helyzetüket**, illetve a gazdaság várható helyzetét is egyre kedvezőbbnek ítélik meg. Bár megemlítenő, hogy még mindig jellemző a pesszimizmus a lakosság körében. Az utóbbi hónapokban **a háztartások inflációs várakozása is fokozatosan mérséklődött**.

38. ábra: Az EU tagállamainak n.év/n.év növekedése (%), 2022.Q4, rangsor


Forrás: Eurostat

39. ábra: Az EU tagállamainak év/év növekedése (%), 2022.Q4, rangsor


Forrás: Eurostat

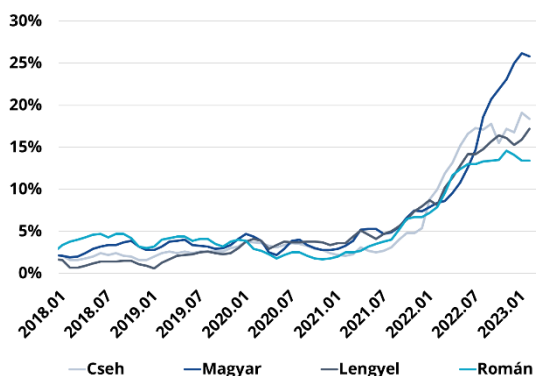
Az európai gazdaság nem mutat egységes képet. Míg egyes északi, főleg balti államok jelentős visszaesést szenvedtek el a tavalyi utolsó negyedévben is, ezzel szemben az utolsó két negyedévben általában a déli, kevésbé energiafüggő (az alacsonyabb fűtési igény és az ipar alacsonyabb súlya miatt), viszont a turizmus jelentős súlyával rendelkező országok kiemelkedően teljesítettek.

KKE regionális gazdasági folyamatok

A rendkívüli árnyomás a régió valamennyi országát érintette tavaly, azonban az energiaárak csökkenésével párhuzamosan fokozatosan elindult a dezinfláció (44. ábra). Jellemzően a balti tagállamokban és a KKE régió országaiban magasabb szintekre emelkedett az infláció, ami mögött több ok is meghúzódott, például ezek az országok gyorsabban lábaltak ki a koronavírus-járványból, amely többletinfációt eredményezett, majd erre rakódott rá a nagyobb energiakitettség és az élelmiszerárinfláció. Ráadásul az alacsonyabb jövedelmi kategóriákba tartozó keleti tagállamok háztartásai jellemzően a jövedelmük nagyobb hányadát költik élelmiszerre és rezsire, így ezen tételek nagyobb súllyal szerepelnek a fogyasztói kosárban.

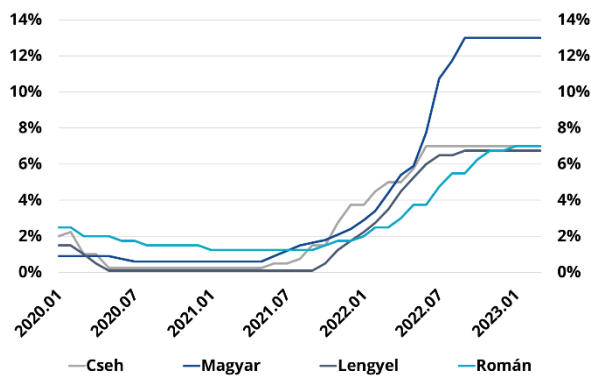
A KKE régióban lassult a monetáris szigorítás. A régiós jegybankok már 2021 során kamatemelési ciklusba és egyéb monetáris kondíciók szigorításába kezdtek. 2022 második felére azonban jellemzően megálltak a jegybankok és inkább kivárnak. Hivatalosan csak a magyar jegybank zárta le a kamatemelési ciklusát, de a többi régiós országban is látszódik a szigorítás (ideiglenes) szüneteltetése.

40. ábra: Az éves infláció alakulása a KKE-régióban (HICP)



Forrás: Eurostat

41. ábra: Az alapkamatok alakulása a KKE-régióban



Forrás: nemzeti jegybankok

Csehországban 2022 június vége óta nem változtak a kamatkondíciók, az alapkamat azóta 7%-on áll, azonban a jegybank továbbra is fenntartja a lehetőséget, hogy szükség esetén tovább emel kamatot. A munkaerőpiaci folyamatok kedvezően alakultak az év elején és a belső kereslet fennmaradhat, de ez egyelőre nem indokol még kamatemelést. A cseh jegybank továbbra is beavatkozik a pénzpiacon a cseh korona árfolyamának stabilitása érdekében.

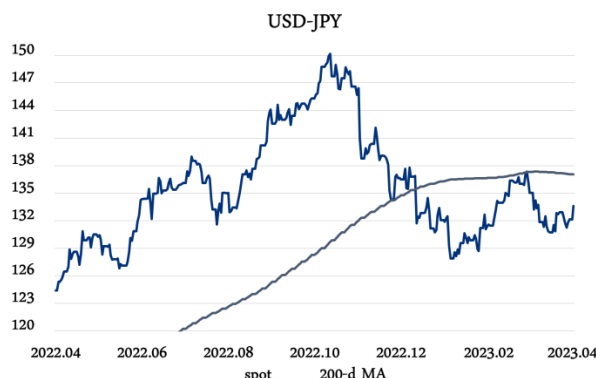
A lengyel jegybank is utoljára 2022 szeptemberében emelte a kamatokat, azóta a lengyel alapkamat **6,75%-on áll**. A lengyel infláció márciusban már tavaly augusztusi szintre mérséklődött (16,2% év/év). Szeptemberre egyszámjegyű inflációt vár a lengyel jegybank, ezzel fokozatosan a jegybanki cél (2,5%) irányába mozdulhat a mutató. A dezinfláció gyorsulása a jegybankelnök optimista várakozása szerint kamatsökkentések előtt is utat nyithat 2023 végére.

A régiós jegybankok közül **a román jegybank** mondható aktívnek a szigorítás szempontjából, a testület **2021. október és 2023. január között 11 kamatemelést hajtott végre**, ezzel a román alapkamat 7%-ra emelkedett, **a legutóbbi két kamatdöntő ülésen a kamatszint tartását jelentették be**. A román jegybank is az infláció érdemi mérséklődését várja, a februári 15%-ról év végére 7%-ra jöhet le az inflációs mutató. Látható, hogy a régiós országok között a 13%-os alapkamat kimagasodik a KKE régióban (a 18%-os effektív kamatláb pedig egészen rendkívülinek mondható régiós összehasonlításban).

IV. GLOBÁLIS, ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

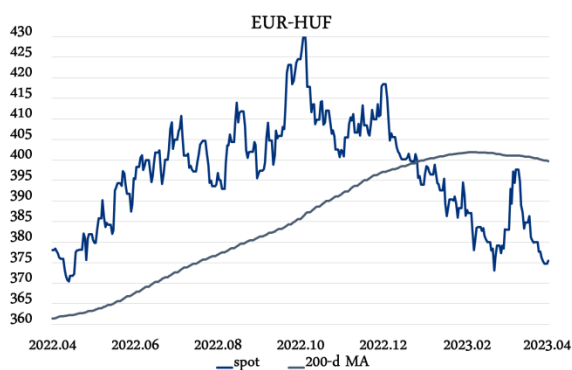
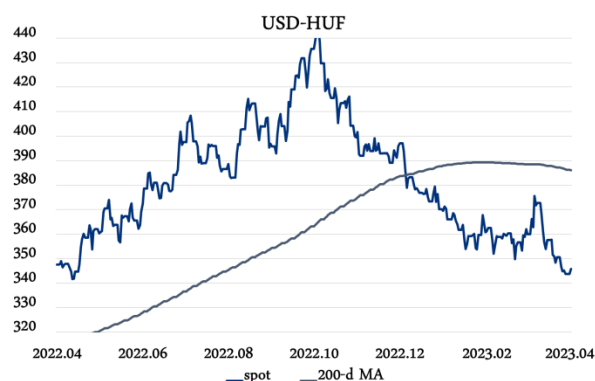
Nemzetközi devizapiacok és a forint

42. ábra: Az EUR/USD keresztárfolyama

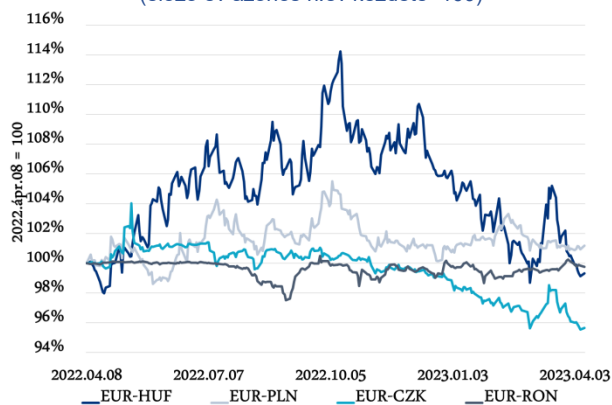
Forrás: Bloomberg
43. ábra: Az USD/JPY keresztárfolyama

Forrás: Bloomberg

Az első negyedévben relatíve stabilan, az 1,05-1,09-es sávban mozgott a dollár az euróval szemben, ami alapvetően arra vezethető vissza, hogy keresi az irányt a piac a várható kamatpályák tetejével kapcsolatban európai és amerikai részről is, amik eddig is bizonytalanok voltak. Viszont az elmúlt hetek bankcsődjei és pénzügyi stabilitási problémái miatt a kamatvárakozások még inkább bizonytalanná váltak, hogy meddig tudnak elmenni a jegybankok. Ezzel párhuzamosan az inflációs tendenciákkal kapcsolatban csökkeni látszanak a korábbi aggodalmak és elég egyértelműen immár deflációs pályán mozognak a főbb gazdaságok, de a 2%-os jegybanki célokhoz való gyors visszatérés továbbra is erősen kérdéses a beragadó várakozások miatt, többek közt mivel a munkaerőpiac is kiugróan erős dinamikát és béremelkedést produkál. A később kezdődött európai szigorítás miatt továbbra is kissé eltérő monetáris politikai cikluson túl, fundamentális szempontból az euró moderált erősödése lenne indokolt a devizakereslet arányaiból kifolyólag, mivel **az euróövezetben a megdrágult, de azóta korrigáló import energiaárak mellett ismét fizetési mérleg többlet van (2022 Q4: +37.6Mrd EUR). Míg ezzel élesen ellentétes a pandémia előtti szinthez képest is masszívan negatív amerikai fizetési mérleg (2022 Q4: -206.8Mrd USD),** ami összefüggésben van szintén részben az energia- és nyersanyagárak növekedésével, valamint korábban az elhalasztott kereslet importvonzata is ezt erősítette, amit a jelentősebb ideje tartó reáljövedelemcsökkenés fékezhet. **Továbbra is igaz azonban, hogy a jegybanki nyilatkozatok, iránymutatások és szóbeli intervenciók elsődleges fontosságúak a devizaárfolyamok alakulásában, különösen a kamatpályák csúcsához és a várható kamatcsökkentések kezdetéhez közeledve,** ahogy az látszik is a piaci reakciókon egy-egy jegybanki megnyilatkozás után, hogy több jelentős mozgás is alapvetően a kamatpályák laposodásával és újabb jegybanki irányok potenciális megjelenésével kapcsolatos.

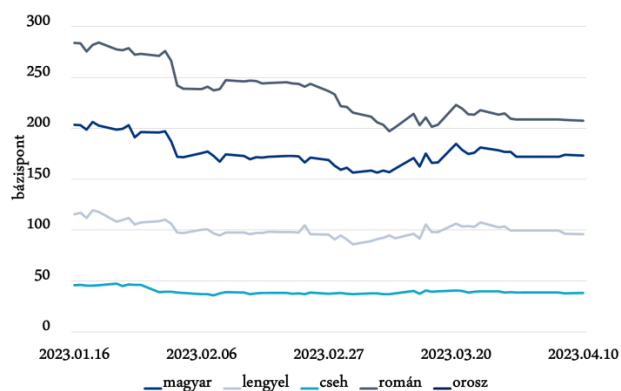
A jennel szemben korábban nagyot erősödő dollár tartotta az elmúlt negyedévben a korrekciós szintjét, egy kisebb átmeneti jen gyengülés volt a márciusi amerikai bankcsődök idején, de alapvetően stabilizálódni látszik az árfolyam, miután Japán új jegybankelnöke ismét elköteleződött, hogy fenntartja a laza monetáris politikát, ezt kezdik alapvető fundamentumnak tekinteni a piacok. De a piaci várakozások, elsősorban az amerikai inflációs tetőzés miatt a Fed kamatpálya meredekségének csökkenésével kapcsolatos várakozások és bizonytalanság miatt ebben a devizakeresztben is oldalazást láthatunk egy-egy átmeneti kilengés közepette.

44. ábra: Az EUR/HUF keresztárfolyama

45. ábra: Az USD/HUF keresztárfolyama

46. ábra: Az EUR/régiós devizák keresztárfolyama

(előző év azonos n.év kezdete=100)



Forrás: Bloomberg

47. ábra: A régiós 5 éves CDS felárak alakulása


Forrás: Bloomberg

Március elejéig látványosan tovább erősödött a forint a fundamentális támaszoknak köszönhetően és 375 alá is került az euróval szemben, azonban a márciusi közepi amerikai bankválság ismét felerősítette a kockázatkerülést és ennek a régiós devizák is kárát látták. Az idei év végére összeségében a jelenlegi szinthez közeli árfolyamot várunk jelentős valószínűséggel, ahogy szinte pontosan teljesült a tavalyi év végére várt 395-ös előrejelzésünk is. Az erősödés fundamentális háttérében a védelmet nyújtó, régiósan is kiemelkedő alapkamat szint mellett az egyik lényeges tényező az európai energiaárak zuhanása, amit az Európa-szerte kifejezetten enyhe téli időjárás, az európai

gáztározók magas feltöltöttségi szintje, az Európába érkező óriási mennyiségű LNG szállítmányok volumene okozott. Az energiaárak esése néhány hónap csúszással érdemben enyhíti a folyó fizetési mérleg hiányát – ahogy az látszik is a februári pozitív külkereskedelmi adatokból -, illetve az azzal kapcsolatos aggodalmakat.

A forint szempontjából a tavalyi év közepétől szintén kulcskérdés volt az EU-s forrásokkal kapcsolatos megállapodás és a teljes forrásösszeghez való hozzáférés. A forint árfolyamában a jelenlegi szintekhez képest a közeljövőben nem várunk jelentősebb erősödést, **de pozitív teljes EU-s megállapodás és forrásbeáramlás esetén elképzelhető egy markáns további erősödés, amire elsősorban az év második felében lehet számítani.** Összességében az év során oldalazó, esetlegesen óvatosan lecsorgó erősödésre számítunk, a tavaly látott szélsőséges kilengésekre jelenleg kisebb az esély, de az előre nem látható, például hirtelen geopolitikai fejlemények vagy a gyors kamatemelésekből eredő újabb pénzügyi stabilitási kockázatok esetén ez a pálya hordozhat kockázatot. Az év végéig 380 alá erősödhet az euróval szemben a hazai fizetőeszköz a jelenlegi, elsősorban külső egyensúlyi folyamatok alapján, de több előre nem látható fejlemény, például egy gázfeltöltési verseny és energiapiaci fordulat esetén ez változhat. Ezen felül továbbra is szempont nemzetközi befektetői szemszögből, hogy az ukrajnai háború egy szomszédos országban zajlik, ezért a földrajzi közelség miatt még a feltörekvő piacokon belül kiemelt volatilitás jellemezheti a régiós devizákat adott hírek kapcsán. További negatív oldali tényező, hogy forintárfolyamot nem segíti fundamentálisan, hogy a magas infláció következtében továbbra is negatívak a kiemelten figyelt reálkamatok, igaz, ezzel a jelenséggel egyáltalán nincs egyedül a forint a világpiacon. Az év végére azonban pozitívvá válhat a reálkamat, ami stabilizálhatja a forint árfolyamát.

A magyar 5 éves CDS felár a háború előtti 55bp-s szintjéhez képest továbbra is 150bp felett tartózkodik, ami kissé emelkedett is az amerikai bankcsődök után, illetve a háború földrajzi közelsége továbbra is nyomot hagy az indikátoron. Eközben a hasonló helyzetben lévő lengyel CDS szintén a duplájára nőtt egy év alatt, a román CDS felár közel a három és félszerese az egy évvel ezelőttinek, de jól látszik a földrajzi esetleges érintettség szerepe is, mivel eközben a cseh felár kevesebb, mint a felével emelkedett.

Globális monetáris politikai fejlemények

A fejlett piaci jegybankok továbbra is restriktív ciklusban vannak, de egyre közelebb a pálya csúcsához. A legakutabb kérdés a rövid-középtávú makrogazdasági kilátások kapcsán továbbra is az, hogy a fejlett gazdaságokban tavaly 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

folymatokat és visszaterelni azt a 2%-os jegybanki célok közelébe, vagy **ezt csak jelentősebb reálgazdasági áldozatok árán tudják-e majd megtenni a központi bankok**. A lassan 2 éve zajló fenti folyamatok ellenére – és a piaci szereplők meglepetésére is – ez továbbra is kérdéses, továbbra sem látszik egyértelműen, hogy melyik lesz a pontos kimenetel, kiváltképp figyelembe véve az ezáltal időközben okozott esetleges pénzügyi stabilitási problémákat.

A **Fed esetében** a 2022-ben 40 éves csúcsra futó infláció fényében mindenképpen indokoltnak tekinthető a szigorítás. A **célhoz való visszatérés üteme továbbra is erősen kérdéses a beragadó várakozások miatt** (az elindult trendszerű csökkenéssel együtt is 5% a legutóbbi inflációs adat) és az amerikai jegybank másodlagos célja, a munkanélküliség még mindig alacsony szintje (márciusban 3,5%) is lehetővé teszi a restriktív ciklust. A Fed vezetése többször hangoztatta, hogy minden szempontot felülírva a 2%-os inflációs cél és árstabilitás elérése a legfontosabb, vagyis **készek vállalni a reálgazdasági áldozatokat is**, bár a legutóbbi bankcsődök fényében ez talán némileg megingott a mentőövek nyújtásával. Az utóbbi negyedévekben **a korábbinál is erősebben jellemző, hogy a jegybanki és piaci várakozás erősen eltérőek**, a Fed egy 25bp-s kamatemelést jelez az idei évre, de a piac 2023 végére már 100 bázispontos kamatvágást áraz.

Jelenleg az amerikai gazdaság állapotával és kilátásaival kapcsolatban a vélemények többsége inkább optimista, és **az erős Fed szigorítás mellett is összejöhet a puha landolás, miután a munkaerőpiac a huzamosabb ideje tartó monetáris szigor mellett is kiemelten stabil, a GDP relatíve biztató számokat produkál látványos visszaesés nélkül, miközben az inflációs trend is csökkenésnek indult**. Ebből következően a bekövetkező makrogazdasági lassulás csak a várható bővülés ütemét fogja lassítani első körben, miközben a szigorítási ciklus aktívan a végéhez közelít, igaz, a teljes monetáris hatás átgyűrűzéséig eltelhet akár 9-12 hónap is. De eközben az az álláspont is helytálló, hogy jelenleg a 2%-os inflációs célt több mint kétszeresen meghaladó amerikai mutatók mellett már olyan szinten kezdenek stabilizálódni az inflációs várakozások – amit alátámasztanak a munkaerőpiaci és bérnövekedési számok is -, hogy a bázishatásokat figyelembe véve is tartósabban velünk marad a 2%-os cél feletti pénzromlás. **Ebben az esetben viszont a kamatokat tartósan a neutrális szint fölé, a növekedést korlátozó tartományba kell emelni – nem számolva a pénzügyi stabilitási kockázatokkal -, ahogy a Fed döntéshozói vélemények „átlaga” szerint idén év közepére az 5% feletti tartományba emelkedhet az irányadó szint. Ez a szint már a növekedést korlátozó tartomány, épp ezért a piaci határidős kamatvárakozásokban az év végére vonatkozóan megjelent a kamatvágás mint vízió is, amennyiben az elsődleges fontosságú inflációs célok ezt lehetővé teszik**. A Fed a likviditásszűkítés érdekében már 2021 novemberében elkezdte a kötvényvásárlásainak

csökkentését és kivezetését, és a 2022 közepén 8900 milliárd dollárig hízó jegybankmérték leépítése van napirenden fokozatosan, ami egészen 8300 milliárdig haladt március elejéig, amikor is a „bankmentések” következtében ismét felugrott 8700 milliárdra.

Európában ennél egy fokkal komplexebb a helyzet, mivel az elindult erőteljes monetáris szigor mellett érte el történelmének egyik legsúlyosabb energiaválsága a kontinenst a tavalyi évben, még ha ez enyhülni is látszik az árak alapján az utóbbi néhány hónapban. Az enyhe tél mellett az eurózóna gazdasága végül nem esett vissza, ráadásul az EKB nem is vár visszaesést negyedéves alapon a márciusi előrejelzése szerint. Az európai inflációs dinamikában is meglátszottak az aktív monetáris és fiskális stimulusok, illetve az energiaárak. **Idén márciusban már látványos csökkenést mutatva 6,9%-ra csökkent az éves pénzromlás üteme**, ami ugyan még mindig messze van a 2%-os jegybanki céltől, de eközben mégis megkérdőjelezheti az EKB továbbra is héja kamatemelési szándékait. Látni kell, hogy **az EKB mozgástere igen korlátozott** a finanszírozási költségek jelentős emelésében, **mivel a pandémia óta még inkább elszálló – főként dél-európai – államadósságok a látványosan emelkedő és fokozatosan átárazódó hozamszintekkel párhuzamosan komoly problémákat okozhatnak az eurózóna perifériáján** – bár a masszív infláció nyújt némi segítséget ezek „elinflálásában”.

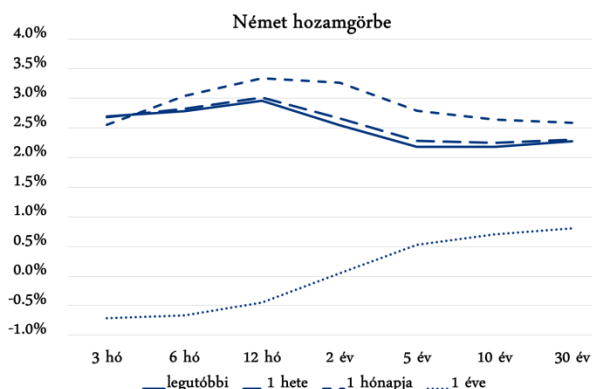
Ennek kezelésére valamilyen eszközt be kellett vetnie az EKB-nak, így célzott kötvénypiaci beavatkozások keretében – ami főként Olaszországra specifikált - próbálja menedzselni ezt a központi bank. Ezt a volument azonban egyben sterilizálnia is szükséges lenne, hogy ne táplálja tovább az inflációt, ami az övezeten belüli töredezettséget mutatva például szintén a többszöröse 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 eurózóna déli részén, így ebből a szempontból indokolt lenne a további monetáris támogatás, 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

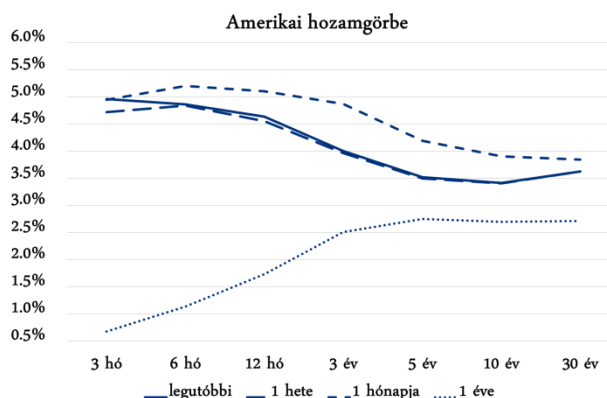
A transzatlanti ellenpárok, a német, illetve az amerikai hozamgörbe összehasonlítása alapján továbbra is látható az amerikai, és a német görbe inverzsége, amit a piaci vélemények egy része a recesszió előjelének tekint – ez technikai értelemben meg is valósult az amerikai gazdaság esetében -, de jelenleg a gyorsan és nagy amplitúdóval változó, kamatvárakozások által élesen befolyásolt környezetben ez érdemben változhat. Az is egyértelműen látszik, hogy a görbék teljes lefutása kiugróan feljebb került az egy évvel korábbi szintekhez képest, ami értelemszerű következménye volt az egyre feljebb tolódó kamatemelési ciklusnak.

A német hozamszinteken látható, hogy az EKB korábbi kötvénvásárlásai és a tartott állománya kordában tartják az államadósság finanszírozási költségeket Európa-szerte, bár látható emelkedésen vannak túl az európai hozamok is. Az erősen eladósodott dél-európai tagállamok hozamszintjei egyelőre továbbra is a piacilag indokolt szint alatt tartózkodnak a jegybanki segítségnek köszönhetően, de a jelentős adósságot görgető és eközben 4% fölé emelkedő 10 éves olasz hozam már kezd a vörös tartomány felé tartani.

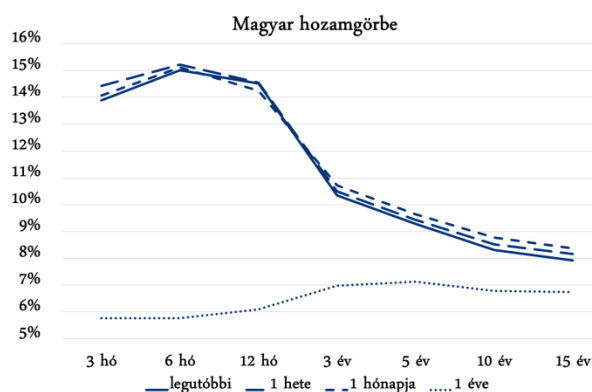
48. ábra: A német hozamgörbe alakulása



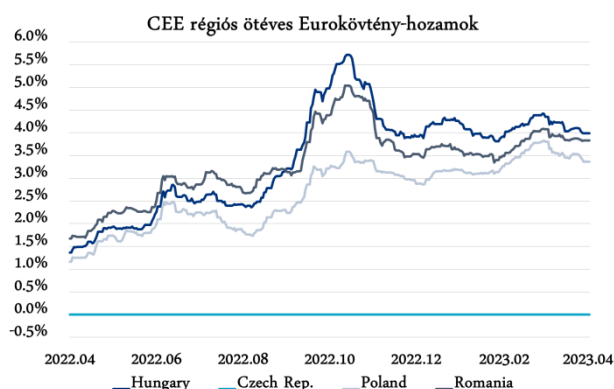
49. ábra: Az amerikai hozamgörbe alakulása



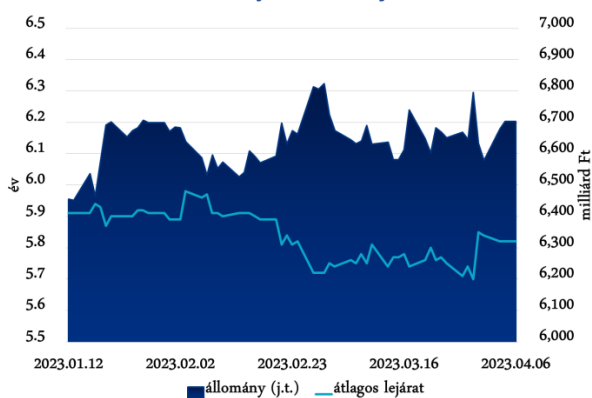
50. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása



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

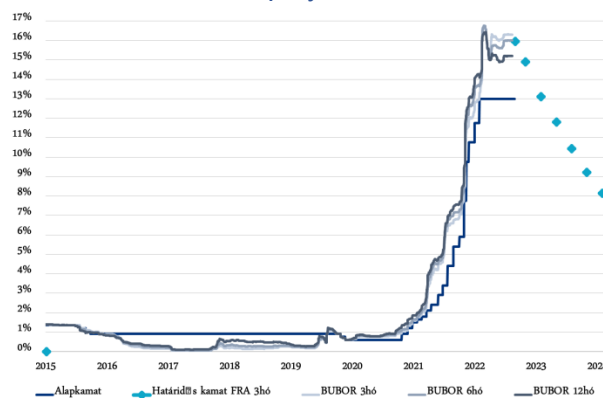


52. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és a lejárat



Forrás: Bloomberg, ÁKK

53. 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 kereslet 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 tolódott, kiugróan a rövid oldal. Ezzel párhuzamosan viszont a hosszú oldalon jelentős korrekció zajlott le az utóbbi időszakban, miközben a rövidtávú kamatvárakozások miatt a rövid oldal magasan áll, látványos inverzséget okozva ezzel. A hazai állampapírpiacot az is segíti, hogy az MNB nem értékesíti a mérlegében lévő állampapír-állományt, a kötvényvásárlási programok keretében megvásárolt állampapírokat lejáratig tartja.

A külföldiek továbbra is stabilan keresik a magyar állampapírokat a megemelkedett hozamkörnyezetben, 6700 milliárd forintig növekedett az állomány áprilisban, miközben az átlagos lejáratidő 5,8 évre csökkent. A háztartások továbbra is vásárolják a lakossági kötvényeket, például a megugró infláció következtében egyre inkább az inflációkövető PMÁP-ot, így a háztartások kezében a teljes, 46 683 milliárd forintos adósságállomány 19%-a van jelenleg közvetlenül, de a befektetési alapokon keresztül közvetett kitétség ennél magasabb. Az említett állampapírok az inflációkövető magas kamatnak, illetve a hozamadómentességének köszönhetően továbbra is vonzó befektetési alternatívák lehetnek és kiszoríthatják a fix kamatozású alternatívákat, ami középtávon némileg növelheti a költségvetés kamatkidadásait is. **A teljes államadósságon belül a devizaarány 25%-os szinten áll a legfrissebb adatok alapján** és az ÁKK a stratégiája szerint a továbbiakban is kész menedzselni az adósságot visszavásárlásokkal, és akár deviza kibocsátásokkal, tekintettel a devizaarány célértékre.

Az 53. ábrán látható határidős kamatlefutás a jelenlegi régiósan is kiugró szintekről gyors csökkenést áraz jelenleg összhangban a várakozásainkkal és 2023 végére 11% környékére csökkenő piaci kamatszintekkel kalkulál, **indokoltan, mivel ilyen magas kamatszint tartós fennmaradása már érdemben fékezne a reálgazdasági növekedést.** De a görbe egy-egy váratlan gazdaságpolitikai fejlemény, vagy nemzetközi fordulat esetén látványosan más formát is felvehet viszonylag rövid időn belül – habár jelenleg a gyors kamatcsökkentés irányával a piac egésze egyetért, amennyiben a kockázati tényezők lehetővé teszik -, így elsősorban elméleti irányjelző szerepet tulajdonítanánk a görbe lefutásának.

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



Balog-Béki Márta
Tőkepiaci elemző
Balog-Beki.Marta@mkb.hu



Durkó Ruben
Junior makrogazdasági elemző
Durko.RubenIstvan@mkb.hu

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

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 (Bszt.) 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 foglalt 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, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról!

További tájékoztatás elérhető a Bankok fiókjában, 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 összeférhetetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabállyal.

8. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti 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. 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 naptárhatalással. 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 jelezük előre, amiket a fogyasztói kosárban betöltött súlyokkal vesszük figyelembe.