

# NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ



2023. július

**Tartalom**

<b>ÖSSZEFOGLALÓ .....</b>	<b>3</b>
<b>II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK.....</b>	<b>8</b>
Gazdasági növekedés.....	8
Munkanélküliség, foglalkoztatottság, bérdinamika.....	13
Hazai infláció.....	16
Monetáris politika, jegybanki alapkamat.....	18
Külső egyensúlyi helyzet.....	22
Ingatlanpiac.....	25
<b>III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK .....</b>	<b>27</b>
Az USA gazdasági folyamatai .....	27
Az eurózóna gazdasági folyamatai.....	31
<b>IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP .....</b>	<b>35</b>
Nemzetközi devizapiacok.....	35
A forintárfolyam alakulása.....	36
Magyar állampapírpiac, hozamok.....	38
<b>A JELEN KIADVÁNY KÉSZÍTŐI.....</b>	<b>40</b>

**LEZÁRVA: 2023. június 27-én 18:00 órakor. Az előrejelzéshez használt adatokat 2023. június 23-ig vettük figyelembe.**

## ÖSSZEFOGLALÓ

### Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

#### *GDP növekedés*

**A mezőgazdaság vártnál lényegesen jobb teljesítménye**, valamint a csapadékosabb időjárás miatt továbbra is kedvező kilátásai miatt **megerősítjük az idei 1%-os növekedési prognózisunkat**, bár annak szerkezete megváltozott. A felhasználási oldalon **idén a növekedést elsősorban a nettó export, valamint a készletek alakulása húzhatja, a fogyasztás a korábbi várakozásunkhoz képest nagyobb, ezzel szemben a beruházások kisebb mértékben csökkenhetnek**. A készletek alakulására pozitív hatással lehet a gáztárolók magasabb feltöltöttsége, valamint a kedvező mezőgazdasági kilátások miatt a mezőgazdasági készletek várhatóan magasabb szintje. Az idei évi kilátásokat az - európai gazdaságokban is - **elmaradó akut energiaválság**, az európai gazdaságok **alkalmazkodóképessége**, az **energiaárak folytatódó visszaesése** javították, azonban **a gyenge belső és külső kereslet beárnyékolja** a kilátásokat. A kínai nyitás egyelőre nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket. **A következő években újra gyorsulhat a növekedés**, amit az energiaválságot és az infláció meredek visszaesését követő 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. **Így fenntartjuk a következő két évre várt 4,3-4,3%-os növekedési előrejelzésünket**.

**A GDP 0,3%-kal csökkent 2023. első negyedében az előző negyedévhez képest, míg 0,9%-kal csökkent az egy évvel ezelőttihez képest**. Ennek megfelelően **a hazai gazdaság technikai recesszióban maradt**. Noha a második negyedév gyengén indult, azonban **a második negyedév során a fűtési szezon végével és az energiaárak meredek visszaesésével már fordulat várható**, amit a mezőgazdaság is támogat 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 várakozásunk szerint már újra növekedést mutatnak, így **a fogyasztás fokozatosan javulhat**. A beruházásokat a magas kamatok és az állami/uniós beruházások visszaesése csökkentik, de az FDI részben ellensúlyozhatja ezt. A beruházások vártnál kisebb első negyedéves csökkenése miatt mérsékeljük a beruházások idei évben várt visszaesését.

#### *Infláció*

Az élelmiszerek, tartós fogyasztási cikkek és alkoholtermékek vártnál mérsékeltébb drágulása, valamint az üzemanyagok és háztartási energiaárak további csökkenése miatt 18,5%-ról **17,5%-ra csökkentjük az idei átlagos inflációs előrejelzésünket**. **Döntően bázishatások miatt számítunk az infláció eleinte mérsékelt, mostantól pedig meredek csökkenésére**, mivel számos tavalyi évközbeni 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 **árcsökkenések** hatására **az**

**infláció csökkenése akár meredekebb is lehet**, amit a nemzetközi termény-, nyersanyag- és energiaárak zuhanása is támogat, ezek többségében már a két évvel ezelőtti szinteken járnak.

Az egyes élelmiszerekre bevezetett **árplafon augusztusi kivezetése** várhatóan **nem fogja számottevően befolyásolni az infláció alakulását**. Egyrészt a bevezetendő akciók, másrészt az egyes termékpályákon elkezdődött és várhatóan folytatódó árcsökkenések kiolthatják ennek hatását, sőt egyes termékek esetében nem zárható ki, hogy az árplafon kivezetését követően alacsonyabb lesz az áruk. Ezen kívül a kiskereskedők csökkenthetik azon termékek árrését, amelyekbe beépítették az árplafonon elszenvedett veszteséget, ezt az egyelőre még csökkenő kiskereskedelmi forgalom és az éles verseny is indokolja.

Az inflációra szintén lefelé mutató kockázat, hogy hasonlóan a havi diktálásos gázfogyasztókhoz, piaci információk alapján az átalányfogyasztók gázzámlája 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 árainak mérséklődő növekedésében. **Mindezek hatására októbertől egyszámjegyű lehet az infláció, ami az év végére 6% közelébe csökkenhet.**

### **Munkaerőpiac**

A legutolsó elérhető adatok alapján **március-május átlagában a teljes foglalkoztatotti létszám 4 704 ezer fő volt a magyar gazdaságban**, így a hazai munkaerőpiaci továbbra is kiemelten stabil. **Májusban a 15-74 éves népesség 67,0%-a volt jelen a munkaerőpiacon, ez szezonálisan összevethető a tavalyi év azonos hónapjában mért 66,2%-os aktivitási rátával**. Ugyanebben a hónapban a nemzetközi statisztikai módszertan szerinti munkanélküliségi ráta **3,8% volt az előző havi 3,9%-ot követően**, és az előző év azonos hónapjában mért 3,4%-os szint után. Főként a munkaerőpiaci aktivitás növekedése miatt 4%-ig emelkedett a munkanélküliségi ráta az év elején, majd a tavaszi hónapokkal csökkenésnek indult, az őszi hónapokra pedig ismét a korábbi 3,5%-os szintre csökkenő munkanélküliségre számítunk a jelenlegi folyamatok alapján. **Az idei éves átlagos ráta pedig 3,7% lehet, ami a munkaerőpiacon aktívak között gyakorlatilag teljes foglalkoztatást mutat.**

Áprilisban 15,5%-os növekedést mutatott a bérdinamika, a hónapban a bruttó átlagkereset 568 300 forint volt a teljes munkaidőben, a munkáltatók teljes körénél foglalkoztatottak esetében. **Ezáltal folytatódott az erőteljes bérnövekedési ütem a hazai munkaerőpiacon**, és ismét lendületet vettek az alapfolyamatokat meghatározó rendszeres bérek is, miközben az átlagbér növekedési üteme némileg lassult, ami azt jelzi, hogy a bónuszfizetések gyengébben alakulhattak idén, mint a tavalyi év azonos időszakában. A reálgazdasági környezet lassulásával, illetve az erőteljes kamatemelésekkel párhuzamosan indokolható a folyamat, de teljes mértékben továbbra sem vethető el az ár-bér spirál jelensége, kiemelten, ha további évközi béremelések is megjelennek. A tavalyi 17,6%-os bérnövekedési ütem után így **idén a 14 és 16%-os bérminimum**

**emelkedések segítségével 14,9% lehet a bérnövekedési ütem**, figyelembe véve a tavalyi fegyverpénz technikai hatása miatt idén februárban stagnáló értéket mutató dinamikát.

### *Külső egyensúly*

**Tavaly a meredeken emelkedő energiaárak hatására a cserearány romlása okozta a külső egyensúly markáns romlását.** Az energiaegyenleg önmagában 9,8 milliárd eurót tett ki a külkereskedelmi mérleg 10,2 milliárd eurót elérő romlásában. **Az energiaárak számottevő visszaesése idén érdemben csökkentheti a külkereskedelmi hiányt, sőt az egyenleg elérheti az 1,3 milliárd euró többletet.** A jelenlegi árak mellett a cserearányok javulása akár a 8,5-9 milliárd eurót is elérheti. 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 az alacsonyabb vásárlóerő ronthatja. A jelentős pozitív kockázatok miatt a külkereskedelem a vártnál nagyobb többletet is elérhet. A folyó fizetési mérleg tavaly 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 4,3 milliárd euróra, a GDP 2,1%-ára csökkenhet a folyó fizetési mérleg hiánya, míg a tőkemérleggel együtt a külső finanszírozási képesség egyensúlyba kerülhet.**

### *Monetáris politika*

**A hazai gazdaság kockázati megítélésének trendszerű javulása teret nyitott az irányadó egynapos betéti gyorstender kamatának csökkentéséhez.** Várakozásunk szerint az egynapos kamat az őszi hónapokra fokozatosan a 13%-os alapkamathoz csökken, ezt követően pedig sor kerül az alapkamat csökkentésére is. **A hazai infláció vártnál gyorsabb enyhülése, valamint a kockázati tényezők várható további javulása következtében az idei év végi 10,5%-os, valamint jövő év végi 6%-os alapkamat várakozásunkat fenntartjuk.** A kamatcsökkentési ciklus során azonban továbbra is indokolt az óvatosság és a fokozatosság, az inflációs várakozások horgonyzásához pedig **a reálkamatot tartósan pozitív tartományban szükséges tartani, ami az utolsó negyedévben már elérhetővé válhat.** 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 második negyedév során kiemelt stabilitást mutatott a hazai deviza, gyakorlatilag alig lépett ki a 370-375-ös sávjából az euróval szemben, így kijelenthető, hogy nem nyertek megerősítést azok a várakozások,

miszerint a kiemelten magas hazai irányadó kamatszint csökkentésének megkezdésével gyengülő pályára kerülhet a forint. A régiós devizák euróval szembeni teljesítményét összehasonlító ábrán látható, hogy a tavalyi jelentős gyengülés után a forint vezeti egyértelműen az idei korrekciós trendet és közel 8%-kal a tavalyi ilyenkorinál szintje alatt tartózkodik, ezzel segítve az import infláció leszorítását is. **Az idei év végére, a korábbi negyedévhez képest változatlanul hagyva, 378-as EUR/HUF-árfolyamszintet várunk, mivel a pozitív és negatív tényezők kiegyensúlyozottnak mutatkoznak középtávon.** Összességében az év során a 370-380-as sávban oldalmazó, esetlegesen időszakosan óvatos erősödésre számítunk – pl. teljes EU-s megállapodás és forrásbeáramlás esetén elképzelhető egy néhány százalékpontos további erősödés -, a tavaly látott szélsőséges kilengésekre jelenleg jóval kisebb az esély, de váratlan negatív geopolitikai fejlemények vagy a gyors globális kamatemelésekből eredő újabb pénzügyi stabilitási kockázatok esetén a pálya hordozhat kockázatot.

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	-1,4	3,8	3,8
Kormányzati fogyasztás, %	9,5	3,9	2,5	-1,3	-2,4	2,1	2,0
Állóeszköz-felhalmozás, %	12,8	-7,1	6,5	1,2	-3,7	3,9	4,4
Export, %	5,4	-6,1	8,8	11,8	6,0	5,4	5,2
Import, %	8,2	-3,9	7,7	11,1	3,3	4,1	4,5
Ipari termelés, %	5,6	-6,0	9,5	5,8	0,5	8,1	5,0
Építőipari termelés, %	20,4	-9,7	12,1	3,0	-8,5	3,8	4,2
Kiskereskedelmi forgalom, %	6,3	-0,1	3,7	5,2	-5,8	5,6	4,0
Külkereskedelmi egyenleg, mrd €	4,33	5,62	1,62	-8,59	1,2	2,4	3,6
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	3,4	3,3	5,1	14,5	17,5	3,9	3,2
Maginfláció éves átlag, %	3,1	3,7	3,9	15,7	18,4	4,1	3,4
Munkanélküliségi ráta, %	3,3	4,1	4,1	3,6	3,7	3,4	3,3
Nemzetgazd. foglalkoztatottság, %	0,8	-0,9	0,9	1,3	0,3	0,4	0,3
Nemzetgazd. bruttó átlagkereset, %	11,4	9,7	8,5	17,6	14,9	8,5	7,5
Nettó reálbér, %	7,7	6,2	3,2	3,0	-1,8	4,4	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	-3,9	-3,0	-2,8
Bruttó államadósság, GDP %-a	65,3	79,3	76,8	73,3	68,0	66,3	64,5
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	-0,8	-1,1	-4,1	-8,1	-2,1	-1,1	-0,5
Külső finans. képesség*, GDP %-a	1,0	0,9	-1,5	-6,1	0,0	0,9	1,2
Bruttó külső adósság*, GDP %-a	72,7	81,9	84,7	88,1	76,2	68,8	61,6
Nettó külső adósság*, GDP %-a	7,4	10,5	15,8	17,4	16,4	14,1	12,6
GLOBÁLIS, ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA							
EUR/USD év végi	1,1211	1,2215	1,1382	1,0705	1,10	1,12	1,12
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	376,70	374,90	370,00
USD/HUF év végi	294,74	296,94	321,34	373,34	343,60	330,40	330,40
USD/HUF éves átlag	290,69	307,84	300,91	373,12	347,40	337,10	330,00
MNB alapkamat év végi	0,90%	0,60%	2,40%	13,00%	10,50%	6,00%	4,50%
EKB (betéti) alapkamat év végi	0,50%	0,50%	0,50%	2,00%	4,00%	3,50%	2,50%
FED alapkamat év végi	1,75%	0,25%	0-0,25%	4,25-4,50%	5,00-5,25%	4,25-4,50%	2,75-3,00%
3-hónapos BUBOR év végi	0,16%	0,75%	4,21%	16,18%	9,60%	5,75%	4,50%
3-hónapos EURIBOR év végi	-0,38%	-0,55%	-0,57%	2,30%	3,85%	3,10%	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%	7,40%	6,35%	5,60%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,01%	2,17%	4,51%	9,11%	6,80%	6,50%	6,00%
5-éves magyar CDS-felár év végi	71bp	60bp	45bp	198bp	155bp	140bp	110bp

## II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK

### Gazdasági növekedés

**0,9-kal csökkent a hazai GDP 2023. első negyedévében**, míg szezonálisan és naptárhatással kiigazítva a visszaesés 1,1% volt. **Az előző negyedévhez képest a gazdaság teljesítménye 0,3%-kal csökkent, így a hazai gazdaság technikai recesszióban maradt.** Az első negyedévben a mezőgazdaság meredek felpattanása jórészt ellensúlyozta az ipar és az építőipar nagyobb mértékű visszaesését, míg a szolgáltatások gyakorlatilag nem befolyásolták a gazdasági növekedést. A felhasználási oldalon a háztartások fogyasztásának visszaesését részben ellensúlyozta a bruttó állóeszköz felhalmozás váratlan növekedése, míg a készletek jelentősen rontották, a külkereskedelem egyenlegének javulása pedig szignifikánsan járult hozzá a GDP-hez.

**Továbbra is kettősség látszik a fogyasztásban: míg a háztartások fogyasztási kiadásai csökkentek, a kormányzattól kapott társadalmi juttatások növekedése mérsékelte a végső fogyasztás visszaesését.** Szintén meglepetést okozott **egyes szolgáltatói ágazatok**, különösen a vendéglátás, a turizmus, az információ, kommunikáció, a pénzügyi tevékenységek, az ingatlanpiaci szolgáltatások, az oktatás, valamint a kiugróan jól teljesítő egészségügyi ellátás **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 orosz-ukrán háború negatív hatásai, elsősorban az energiaárak és élelmiszerárak megugrásán keresztül.

Noha az idei második negyedév gyengén indult, azonban **a második negyedév során a fűtési szezon végével és az energiaárak meredek visszaesésével már fordulat várható**, amit a mezőgazdaság is támogat 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 várakozásunk szerint már újra növekedést mutatnak, így **a fogyasztás fokozatosan javulhat.** A beruházásokat a magas kamatok és az állami/uniós beruházások visszaesése csökkenti, de az FDI részben ellensúlyozhatja ezt. A beruházások vártnál kisebb első negyedéves csökkenése miatt mérsékeljük a beruházások idei évben várt visszaesését.

**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** javították, azonban a gyenge belső és külső kereslet beárnyékolja a kilátásokat. A kínai nyitás egyelőre nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket. Mindazonáltal **a mezőgazdaság vártnál lényegesen jobb teljesítménye**, valamint a csapadékosabb időjárás miatt továbbra is kedvező kilátásai miatt **megerősítjük az idei 1%-os növekedési prognózisunkat.** **A következő években újra gyorsulhat a növekedés**, amit az energiaválságot és az infláció meredek visszaesését követő kilábalás mellett az új ipari kapacitások is támogatnak. 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.**

2023. első negyedében az **ipar, valamint a feldolgozóipar hozzáadott értéke rendre 3,2%-kal, illetve 1,5%-kal csökkent** az egy évvel ezelőtti szinthez képest, a tavalyi negyedik negyedévben mutatott növekedést követően. A feldolgozóipari ágazatok közül a közúti jármű és a villamosberendezés gyártása nőtt, míg számos energiaintenzív ágazat csökkent, köztük a legnagyobb mértékben a vegyipar. Az ipari termelés visszaeséséhez az enyhe tél és a kényszerű energiamegtakarítások miatt az energiaipar jelentős csökkenése is hozzájárult. **Az ipari termelés összesen 0,9 százalékponttal rontotta a gazdasági teljesítményt. Az építőipar hozzáadott értéke 8,6%-kal maradt el az egy évvel korábbihoz képest, így 0,3 százalékpontot vett el a növekedésből. A mezőgazdasági hozzáadott értéke ugyanakkor a tavalyi alacsony bázishoz képest kiemelkedően, 20,2%-kal bővült az első negyedévben, így 0,5 százalékponttal mérsékelte a GDP visszaesését.**

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



*Forrás: KSH, MBH Bank (árnyékolt terület)*

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



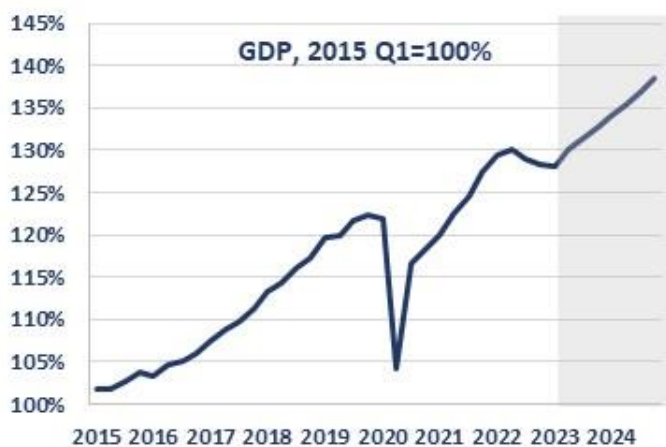
*Forrás: KSH, MBH Bank (árnyékolt terület)*

A szolgáltatói ágazatok hozzáadott értéke **1,1%-kal nőtt, meredeken lassulva az előző negyedévekhez képest, így 0,7 százalékponttal mérsékelte a GDP visszaesését.** A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás teljesítménye 5%-kal csökkent, ezen belül az előbbi teljesítménye 6,1%-kal csökkent, az utóbbiaké 0,8%-kal bővült. A szállítás, raktározás ágazat teljesítménye 4,9%-kal csökkent. **Több ágazat ellenállóképessége is tükröződik az adatokban,** így többek között az információ, kommunikáció (+2,2%) a pénzügyi, biztosítási tevékenység (+4,6%), az ingatlanügyletek (+1,2%), a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztrációs tevékenységek (+1,1%). Az állami szolgáltatások közül kiemelkedett az egészségügyi szolgáltatások 16,9%-os bővülése, míg az oktatás kibocsátása is 3,4%-kal nőtt. A művészet, szórakoztatás, szabadidős tevékenységek hozzáadott értéke mérsékelten, 0,2%-kal csökkent, feltehetően egyes intézmények az energiaárak emelkedése miatti átmeneti bezárása miatt, azonban a fűtési szezont követően

többségben újra kinyithattak, amit kedvezményes, állam által biztosított szerződések is támogathatnak. A termékadók- és támogatások egyenlege 1 százalékponttal rontotta a növekedést.

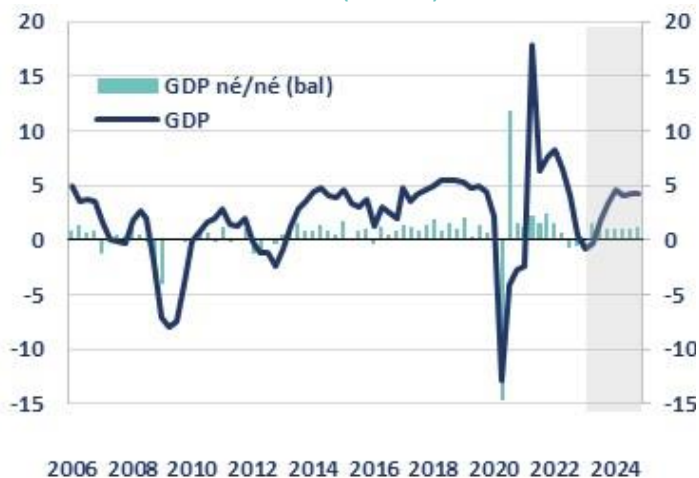
A GDP felhasználási oldalán a **lakosság** fogyasztási kiadása 3,9%-kal, tényleges (pénzbeni és nem pénzbeni transfereket is tartalmazó) **fogyasztása 2,5%-kal csökkent**, így a **fogyasztás 1,5 százalékponttal mérsékelte a GDP-t**. A tartós termékekre fordított hazai fogyasztási kiadások volumene 3,2%-kal, a féltartós termékeké pedig 0,7%-kal bővült, a szolgáltatásoké 2,3%-kal, míg a nem tartós cikkeké 9%-kal csökkent. **A közösségi fogyasztás 4,6%-kal csökkent**, így 0,6 százalékponttal mérsékelte a GDP növekedését.

3. ábra: A GDP alakulása 2015. évi bázison



Forrás: KSH, MBH Bank számítás

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



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

A **bruttó állóeszköz-felhalmozás** 2023. első negyedévében **6%-kal csökkent** az előző év azonos időszakához képest, ami pozitív meglepetést okozott a várakozásokhoz képest. Míg az építési beruházások volumene csökkent, a gép- és berendezésberuházások volumene emelkedett. A beruházásokon belül a feldolgozóiparban, valamint az ingatlanügyletek területén bővültek a beruházások, a szállítás, raktározás területén visszaesett a fejlesztések volumene az infrastrukturális beruházások csökkenése miatt. A beruházások az első negyedévben **1,3 százalékponttal rontották a GDP növekedését**. **A készletek csökkenése 1,9 százalékponttal húzta le a GDP-t**. **A külkereskedelem 475 milliárd forint többletet mutatott**, így a **külkereskedelmi egyenleg 4,4 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez**. Az export volumene 6,6%-kal nőtt, messze meghaladva az import volumenének 1,7%-os növekedését.

## Ipar

**Gyengén kezdte az idei évet az ipar, 8,3%-os csökkenést mutatott áprilisban,** míg az első négy hónapban 4,3%-kal csökkent az ipari termelés az egy évvel ezelőttihez képest. A szezonálisan és munkanappal kiigazított adatok alapján az ipari kibocsátás az előző hónaphoz képest 2,5%-kal mérséklődött áprilisban, így egyelőre nem következett be a tavalyi év végi – idei év eleji visszaesést követően várt felpattanás, ami továbbra is arra utal, hogy **a magas energiaárak miatt egyes ágazatok termelése visszafogott maradt.**

Az ipari termelés tavalyi negyedik negyedév elejétől tapasztalt megtorpanását döntően az energiaárak robbanása és emiatt **az energiaigényes ágazatokban bekövetkező termelés visszafogása** vagy leállása okozhatta. Egyes ágazatokban, különösen **az élelmiszeriparban pedig a gyengülő belső és külső kereslet** eredményez 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 autógyártás területén a tavalyi második féltől érdemi javulás következett be, a szereplők többsége a beszállítói láncok teljes helyreállításáról, a korábbi akut chip- és félvezetőhiány rendeződéséről számolt be, ennek köszönhetően tavaly decemberben új csúcst ért el a hazai járműgyártás kibocsátása, az elmúlt két év során az elmaradó leszállítások miatt felhalmozódó rendelésállomány pedig kedvező kilátásokat jelenthet a termelésre. Az orosz-ukrán háború, valamint az energiaválság jelentősen rontotta a kilátásokat a tavalyi év során, azonban az utóbbi hónapokban már jelentősen javultak a kilátások: az európai gazdaságok elkerülték az akut energiaválságot és energiahiánytól egyelőre nem kell tartani, az energiaárak pedig szignifikánsan csökkentek a tavaly nyár végi szintekhez képest.

A tavalyi harmadik negyedévben az egy évvel korábbi gyenge bázis (a chiphiány miatt), valamint a tavalyi év során enyhülő chiphiány miatt jelentősen gyorsult az ipari termelés növekedése, azonban az orosz-ukrán háború továbbra is számos kockázatot jelent. Az elszálló energiaárak több ágazatot is a termelés visszafogására kényszerítettek a tavalyi negyedik negyedévtől, ami az idei év elején is folytatódott, azonban az energiaárak tartós csökkenésének köszönhetően több üzem újra termelésbe állhatott. A külső kereslet ronthatja az infláció élelmiszer-, és energiaárak vezérelte emelkedése a vásárlóerő csökkenésén keresztül, valamint a nagy jegybankok infláció elleni küzdelme miatt emelkedő kamatok.

Beárnyékolja a kilátásokat, hogy az európai konjunktúramutatók az ágazatok éles szétválását mutatják: míg a szolgáltatási ágazatok hangulata jelentősen javul, a feldolgozóipari hangulat romlik, amit a német ipari rendelések márciusi és áprilisi meredek visszaesése is tükröz. Ugyanakkor továbbra is élénkítheti az ipart a magas hazai rendelésállomány. Az energiaválság által okozott várhatóan átmeneti megingásokat követően **az idei év közepétől újra fokozatos élénkülésre számítunk az ipari termelésben,** amit a belső kereslet fokozatos

helyreállása, valamint új – főleg az akkumulátorgyártáshoz és autóiparhoz, valamint élelmiszeriparhoz, vegyiparhoz, védelmi iparhoz kapcsolódó – kapacitások várható üzembe helyezése is támogathat. A hazai gazdaság középtávon jelentősen profitálhat a CATL, az SK Innovation, a Samsung SDI, a BMW és a Mercedes kiemelkedő mértékű beruházásaival, valamint a védelmi ipari kapacitások kiépülésével, mivel a hadiipari kiadások szignifikáns növekedése várható a következő években. **Idén igen szerény, 0,5% 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 Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

6. ábra: Ipari termelés 2015. évi bázison



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

A részletes adatok szerint áprilisban az ipar exportértékesítése 2,5%-kal, míg a belföldi eladások 20%-kal csökkentek az egy évvel korábbi adatokhoz képest. Ez utóbbin belül a feldolgozóipari eladások 15,8%-kal csökkentek az egy évvel korábbihoz képest. Az ipar ágazatai közül a feldolgozóipari termelés 7,3%-kal, a bányászat 31%-kal, az energiaipar kibocsátása pedig 24%-kal csökkent, az utóbbi részben az enyhe téli időjárás, részben a kényszerű megtakarítások és alkalmazkodás hatására.

A feldolgozóipar tizenhárom alágazata közül csupán kettő mutatott növekedést. A járműipar kibocsátása 10,5%-kal emelkedett a globális chiphiány fokozatos enyhülésének köszönhetően. A közúti gépjármű gyártásának volumene 7,4%-kal emelkedett, míg a közúti jármű alkatrészeinek gyártása 13,9%-kal nőtt. A számítógép, elektronikai, optikai termékek gyártása 12,5%-kal csökkent. Ezen belül az elektronikus fogyasztási cikk gyártása 9,3%-kal csökkent, míg az elektronikai alkatrész, áramköri kártya gyártása 5%-kal csökkent. 17,8%-kal bővült a villamos berendezés gyártása, nagyrészt a járműgyártáshoz köthető akkumulátorgyártás 39%-os felfutásának köszönhetően, míg a villamosmotor- és áramfejlesztő gépek gyártása 0,8%-kal csökkent.

A feldolgozóiparból 12%-kal részesülő élelmiszer, ital és dohánytermék termelése 20,1%-kal mérséklődött az egy évvel korábbihoz képest, a csökkenő külpiazi és a hazai eladások miatt. A legnagyobb súlyt képviselő húsfeldolgozás, -tartósítás, húskészítmény gyártása 19,7%-kal csökkent. A dohánytermék, édesség és készétel

gyártás kivételével a többi ágazatban 4,8-39%-kal csökkent a termelés, a legnagyobb mértékben a malomipari termék, keményítő gyártásában. A gyógyszergyártás és a gépgyártás 4,9%-os, valamint 2,1%-os növekedést mutatott. A többi ágazatban szintén visszaesést mértek, különösen a kőszgyártás, kőolaj-feldolgozás területén, ahol 22,8%-kal, a vegyiparban 17,4%-kal csökkent a termelés, de a szintén energiaintenzív fémipar és gumi-, műanyag, nemfém ásványi termékek gyártása is 17,4-23,9%-kal esett vissza.

**Az új megrendelések áprilisban 9,8%-kal**, ezen belül az új exportrendelések 8,5%-kal, az új belföldi rendelések pedig 16,9%-kal **csökkentek. A rendelésállomány 6,2%-kal haladta meg az egy évvel ezelőtti szintet.**

### **Munkanélküliség, foglalkoztatottság, bérdinamika**

A legutolsó elérhető adatok alapján **március-május átlagában a teljes foglalkoztatotti létszám 4 704 ezer fő volt a magyar gazdaságban**, így a hazai munkaerőpiac továbbra is kiemelten stabil. **Májusban a 15-74 éves népesség 67,0%-a volt jelen a munkaerőpiacon, a szezonálisan összevethető tavalyi év azonos hónapjában mért 66,2%-os aktivitási rátával** és az előző hónapban mért 67,0%-os szinttel szemben. Ugyanebben a hónapban **a nemzetközi statisztikai módszertan szerinti munkanélküliségi ráta 3,8% volt az előző havi 3,9%-ot követően**, és az előző év azonos hónapjában mért 3,4%-os szint után. 2023. májusában a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat regiszterében 228,6 ezer álláskereső szerepelt, ami 5 ezer fővel kevesebb az előző év azonos időszakának adatához viszonyítva. 2023. májusában a munkaadók összesen 24,9 ezer üres álláshelyet jelentettek be, **így összességében a hónapban 93,7 ezer álláslehetőség állt rendelkezésre, amelyből a hónap végére 70,5 ezer maradt betöltetlen.**

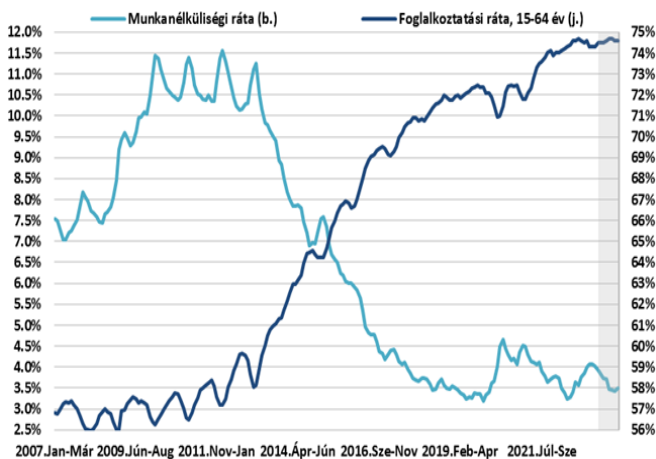
Főként a munkaerőpiaci aktivitás növekedése miatt 4%-ig emelkedett a munkanélküliségi ráta az év elején, majd a tavaszi hónapokkal csökkenésnek indult, az őszi hónapokra pedig ismét a korábbi 3,5%-os szintre csökkenő munkanélküliségre számítunk a jelenlegi folyamatok alapján, **az idei éves átlagos ráta pedig 3,7% lehet, ami a munkaerőpiacon aktívak között gyakorlatilag teljes foglalkoztatást mutat.** Így a mérsékelt recessziós környezet mellett is igaz marad, hogy a teljes foglalkoztatottság közelében áll a hazai piac, aminek elsődleges oka, hogy **a pandémia utáni helyreállási problémákból kiindulva igyekeznek megtartani a bevált munkaerőt a piaci szereplők és átmenetileg vállalhatják a „kapun belüli munkanélküliséget” is, mivel a későbbi toborzás költsége magasabb lehet, mint a megtartási költség.**

**Az extenzív, vagyis mennyiségi bővülés határaihoz érve így a vállalatok ismét a hatékonyság, a képzés és a termelékenység növelésének irányába fordulhatnak** - amit az egyéb költségek megugrása is indokol -, ami pozitív fejlemény a teljes nemzetgazdaság felzárkózása szempontjából.

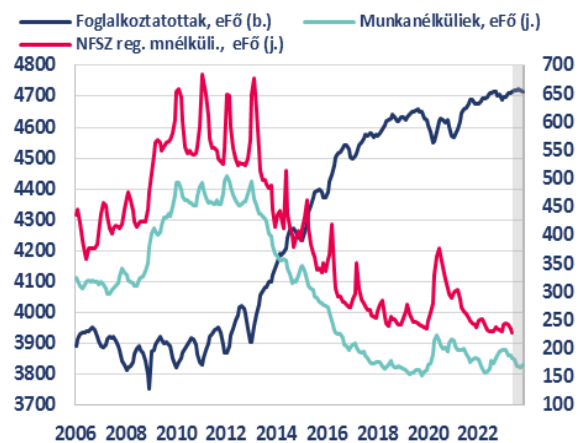
Továbbra is a legakutabb kérdés, hogy az ár-bér spirált és a profitok megugrásából eredő áremeléseket, illetve a várakozások beragadását megakadályozni igyekvő jegybankok mikor tudnak immár érdemben hűtő hatást kifejteni a munkaerőpiacokra a fejlett gazdaságokban – ami eddig láthatóan elmaradt -, de érdemes megjegyezni, hogy **a munkaerőpiacok reakcióideje kifejezetten lassú, a beálló reálgazdasági változások 9-12 hónapos késéssel jelenhetnek meg a munkaerő iránti keresletben.** A továbbra is érzékelhető munkaerőkereslet egyben erősíti az aggodalmakat, hogy a fejlett piacokon a 2%-os jegybanki inflációs célokhoz való visszatérés és a tartós várakozások ilyen szintű csökkenése mikor következhet be, milyen időhorizonton lesz szükséges fenntartani a jelenlegi monetáris szigor, ami esetleg túlszigorításhoz és a munkaerőpiaci folyamatok szándékoltnál nagyobb mértékű megakasztásához vezethet.

2023 I. negyedévében stabil képet mutatott a hazai munkaerőpiac szektoronkénti bontásban is. A feldolgozóiparban 4 ezerrel, míg a közszolgáltatások területén 26 ezer fővel csökkent a létszám, a mezőgazdaságban pedig 6 ezer fővel, építőiparban 9 ezer fővel, a piaci szolgáltatások területén pedig 40 ezerrel nőtt a foglalkoztatotti létszám.

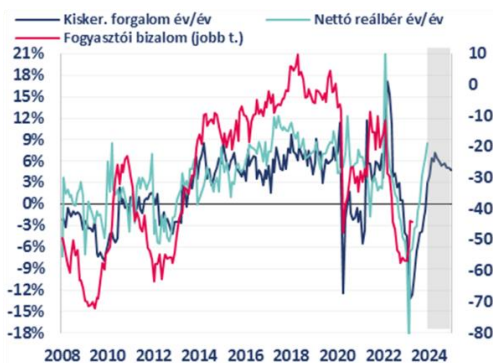
**7. ábra:** A munkanélküliségi és a foglalkoztatási ráta alakulása



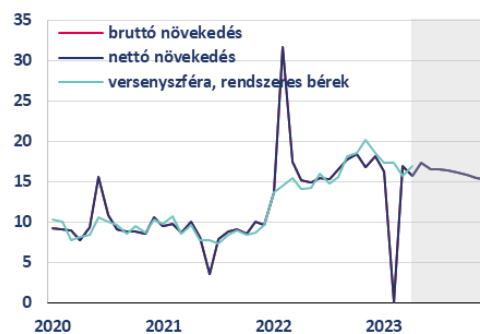
**8. ábra:** A munkanélküliek, regisztrált m.nélküliek és foglalkoztatottak létszáma



**9. ábra:** A nettó reálbérek, a fogyasztás és a fogyasztói bizalom változása



**10. ábra:** Az átlagbér, a nettó bér és a rendszeres bérek dinamikája



*Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)*

*Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)*

Áprilisban 15,5%-os növekedést mutatott a bérdinamika, a hónapban a bruttó átlagkereset 568 300 forint volt a teljes munkaidőben, a munkáltatók teljes körénél foglalkoztatottak esetében. **A piaci folyamatokat jobban megragadó, a versenyszférát, vállalatokat magában foglaló területen 585 300 forint volt az átlagkereset a hónapban, 16,4%-os növekedést mutatva.** A nettó reálbérek pedig 6,9%-kal csökkentek a hónapban, az erőteljes inflációs folyamatok látható nyomot hagynak a bérnövekedésen. A bérdinamika – és az infláció – alapfolyamatait meghatározó és így a monetáris politika szempontjából is kiemelt mutató, a rendszeres bérek növekedése 16,9% volt a hónapban az előző havi 15,7% után, ismét gyorsulást mutatva.

**Ezáltal folytatódott az erőteljes bérnövekedési ütem a hazai munkaerőpiacon,** és ismét lendületet vettek az alapfolyamatokat meghatározó rendszeres bérek is, miközben az átlagbér növekedési üteme némileg lassult, ami azt jelzi, hogy a bónuszfizetések gyengébben alakulhattak idén, mint a tavalyi év azonos időszakában. A reálgazdasági környezet lassulásával, illetve az erőteljes kamatemelésekkel párhuzamosan indokolható a folyamat, de teljes mértékben továbbra sem vethető el az ár-bér spirál jelensége, kiemelten, ha további évközi béremelések is megjelennek. A tavalyi 17,6%-os bérnövekedési ütem után így **idén a 14 és 16%-os bérminimum emelkedések segítségével 14,9% lehet a bérnövekedési ütem,** figyelembe véve a tavalyi fegyverpénz technikai hatása miatt idén februárban stagnáló értéket mutató dinamikát.

A minimálbéremeléseknek és alap bérdinamikának köszönhetően előrejelzésünk szerint még a prognosztizált erőteljes inflációt figyelembe véve is csak **2% alatti éves átlagos nettó reálbércsökkenéssel kell számolni,** mivel az infláció az év második felében látványos csökkenésnek indul, támogatva a vásárlóerő stabilitását.

A bérköltségek növekedése, illetve az energia- és alapanyagárak megemelkedett szintje továbbra is indukálhatja a vállalatok áremelési szándékát, ami még magasabb bérkövetelésekhez vezethet a munkavállalók részéről a reálérték megőrzése érdekében, azonban a fogyasztás és a reálgazdasági környezet lassulása fékezheti a folyamatot. **Továbbá az elmúlt negyedévekben több esetben látható volt az inputköltségeket jóval meghaladó áremelés is a vállalatok részéről, így a felhalmozódó profittömeg akár már előre beépítetten is fedezetet kínálhat a növekvő bérköltségek kigazdálkodására,** ami szintén kissé fékezheti az áremelési szándékokat.

Eközben a fejlett piaci jegybankok történelmük egyik legszigorúbb monetáris ciklusában immár hosszabb ideje próbálják megtalálni azt az egyensúlyi kamatszintet, ami érdemben mérsékli a magasabb szinten beragadó áremelkedési várakozásokat és folyamatokat, és ami jelentős valószínűséggel még erőteljesebb recesszió okozása nélkül végbe tud menni. Továbbá immár a pénzügyi stabilitásra is tekintettel kell lennie a jegybankoknak a kamatok gyors emelésének következményeként. Kockázat továbbá, hogy mivel már hosszabb ideje zajlanak a kamatemelések, de a munkaerőpiaci kereslet továbbra sem csökken a fejlett gazdaságokban – megjegyzendő, hogy a rendszerszintű likviditás és pénzmennyiség továbbra is kiugróan

magas –, így több más tényező mellett láthatóan átmenetileg a kapun belüli munkanélküliséget is vállalják a vállalatok, hogy időben tudjanak majd reagálni a helyreálló keresletre, ezzel további szigorításra ösztönözve a beérkező adatokat figyelő jegybankokat.

### Hazai infláció

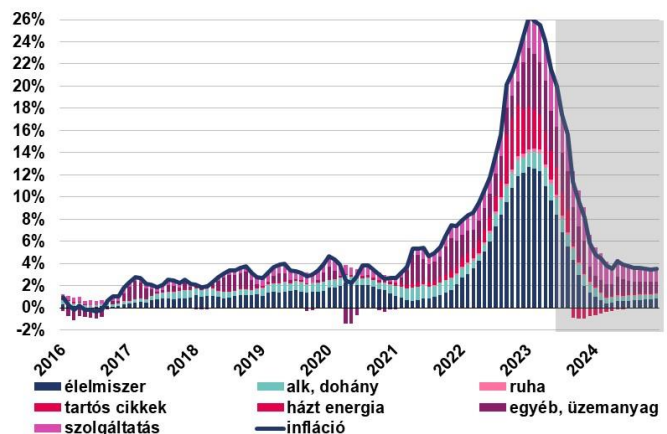
**21,5%-ra mérséklődött az infláció májusban** az áprilisi 24%-ról, amihez **a szolgáltatói árakon kívül szinte minden tényező hozzájárult**. Az élelmiszerek árai a vártnál kevésbé drágultak, csökkentek az üzemanyagárak, az alacsonyabb fogyasztás miatt tovább csökkentek a háztartási energiaárak, a forint erősödése és az iparcikkek árainak mérséklődése miatt csökkentek a tartós fogyasztási cikkek árai, a vártnál kisebb mértékben drágultak a szeszesitalok árai, azonban a szolgáltatások árainak növekedése továbbra is felülmúlta a várakozásokat. Az élelmiszerárak esetében az idényáras élelmiszerek szezonálisan megfigyelhető drágulását ellensúlyozták az egyre szélesebb körű árcsökkentések, ami a következő hónapokban is folytatódhat az alapanyagárak és a termelési költségek csökkenése miatt. Az enyhülő inflációs nyomást tükrözi, hogy **a maginfláció is 22,8%-ra mérséklődött** az előző havi 24,8%-ról.

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



*Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)*

**12. ábra: A fogyasztói árindex felbontása**



*Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)*

A következő hónapokban bázishatások, és egyes élelmiszertermékekre bejelentett árcsökkentések miatt **az infláció fokozatos, majd az év közepétől meredek mérséklődésére** számítunk. A bázishatásokat felerősítheti, hogy **a nemzetközi nyersanyag-, termény-, és energiaárak és szállítási költségek jelentősen, többségében már a 2021-es szintekre estek vissza** az utóbbi hónapokban, így újabb külső ársokkra nem számítunk, sőt a várakozásoknál gyorsabban is lehúzhatja az inflációt, **a forint erősödése** pedig szintén gyorsíthatja az infláció mérséklődését, ami a tartós fogyasztási cikkekénél már megfigyelhető. Szintén lefelé mutató kockázatot jelent, hogy a következő hónapokban az átalánydíjat fizető háztartások esetében is megjelenhet az alacsonyabb fogyasztás energiaszámlákra gyakorolt csökkentő hatása, ami a fogyasztói árindexben **a háztartási**



**energiaárak további mérséklődéséhez** vezethet. Az ár-bér spirál kialakulása egyes szolgáltatói ágazatokban megfigyelhető, ami lassíthatja az infláció mérséklődésének ütemét, azonban **az idei év utolsó hónapjaiban így is egyszámjegyű inflációra** számítunk. Az egyre kedvezőbb folyamatok, valamint az erősödő lefelé mutató kockázatok miatt **az idei éves átlagos inflációs várakozásunkat érdemben, 17,5%-ra csökkentjük** a korábbi 18,5%-ról, míg jövőre az infláció az üzemanyagok jövő év eleji jövedéki adóemelése ellenére 3,9%-ra mérséklődhet.

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, amely már azelőtt is komoly nehézséget okozott a gazdasági élet szereplőinek. Az utóbbi hónapokban azonban meredeken, a 2021-es szintekre csökkentek az energiaárak, ami lényegesen csökkentheti a termelési költségeket.

A búzaárak és más alapvető terményárak (kukorica, napraforgó) a háború kitörését követő drágulása átmeneti volt, a nemzetközi árjegyzékek az elmúlt időszakban pedig érdemben süllyedtek, amit a **FAO élelmiszer árindexének, valamint a hazai mezőgazdasági termelői árindex meredek visszaesése is tükröz, az árszintek is visszatértek a háború előtt látott, 2021-es szintekre.** 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 nyerstej felvásárlási árainak túltermelés által okozott visszaesésének** hatására egyre több tejtermék esetében jelentenek be jelentősebb árcsökkentéseket. Az élelmiszerárak további emelkedését **a visszaeső kereslet is fékezi.**

13. ábra: Termelői árindexek



Forrás: KSH

14. ábra: Egyes nyersanyagok árváltozása

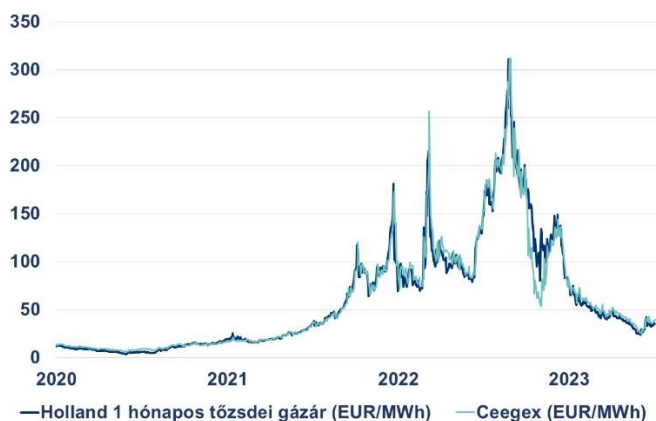


Forrás: Reuters

A jövedéki adóemelés a dohánytermékek és szeszesitalok, 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 extraprofitadó szintén több szolgáltatás árában is megjelent (pl. távközlés, pénzügyi,

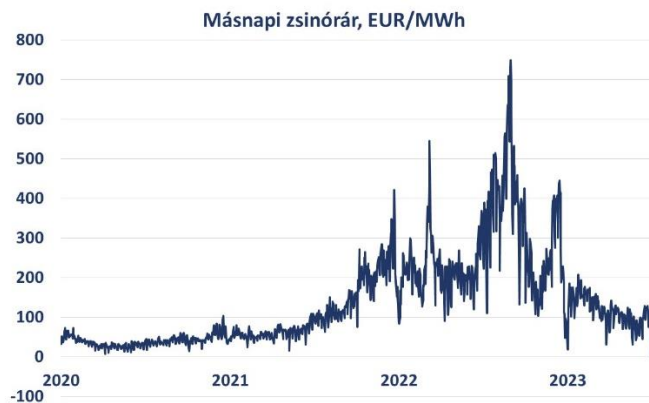
biztosítási szolgáltatások), míg a kiskereskedelmi vállalkozások az egyes termékeket érintő árkorlátozások miatti veszteségeik áthárítására kényszerültek, azonban a csökkenő beszerzési árak miatt **az árkorlátozásokon elszenvedett veszteség mérséklődhet**. Az egyes élelmiszerekre bevezetett **árplafon kivezetése várhatóan nem fogja számottevően befolyásolni az infláció alakulását**. Egyrészt a bevezetendő akciók, másrészt az egyes termékpályákon megfigyelhető – már elkezdődött, és várhatóan folytatódó - árcsökkenések **kiolthatják ennek hatását**, sőt egyes termékek esetében nem zárható ki, hogy az árplafon kivezetését követően alacsonyabb lehet az árak. Ezen kívül a kiskereskedők **csökkenthetik azon termékek árrését**, amelyekbe beépítették az árplafonon elszenvedett veszteséget, ezt az egyelőre még csökkenő kiskereskedelmi forgalom és az éles verseny is indokolja.

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



*Forrás: Bloomberg,*

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



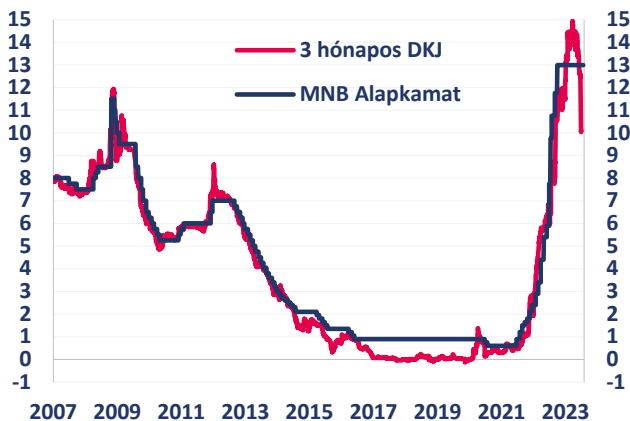
*Forrás: HUPX*

### Monetáris politika, jegybanki alapkamat

A várakozásoknak megfelelően júniusban **13% maradt az alapkamat**, a Monetáris Tanács emellett 12,50%-on tartotta az O/N betéti kamatot, ugyanakkor 100 bázisponttal 18,50%-ra mérsékelte az O/N fedezett hitel kamatát, ezzel tovább szűkült a kamatfolyosó. Az MNB által figyelt kulcsfontosságú külső és belső tényezők többsége további javulást, stabilizálódást mutatott, aminek hatására Magyarország kockázati megítélése kedvező maradt, lehetővé téve **az egynapos betéti gyorstender kamatának 100 bázispontos csökkentését, ami 17%-ról 16%-ra mérséklődött júniusban**. Az MNB folyamatosan értékeli a beérkező adatokat, valamint az inflációs kilátások alakulását, kiemelt figyelemmel követi a nemzetközi pénzügyi folyamatokat, a tőkeáramlások irányát és a nagy jegybankok politikáját. A Monetáris Tanács a következő kamatdöntő ülések alkalmával mérlegeli a kockázati megítélés tartósságát, **a javuló kockázati megítélés tartós fennmaradása esetén a jegybank folytatja az egynapos tenderek kamatkondícióinak további fokozatos közelítését az alapkamathoz, amire a várakozásunk szerint szeptemberben kerülhet sor**.

A kockázati környezet külső feltételei között, bár az utóbbi hetekben megugrottak a gáz- és áramárak, továbbra is érdemben elmaradnak az év eleji szintekhez képest, a gáztárolók feltöltöttségi szintje megfelelő, a befektetői hangulat ugyan vegyesen alakult, de csökkent a volatilitás és viszonylag stabilak voltak a piacok, valamint belátható távolságba került a Fed és az EKB kamatemelési ciklusának vége, noha a jegybankok üzenetei némileg szigorodtak. A fejlett országok közelmúltbeli bankrendszeri problémáinak nem voltak globális tovább gyűrűző hatásai, az általuk okozott piaci turbulenciák átmenetinek bizonyultak.

**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



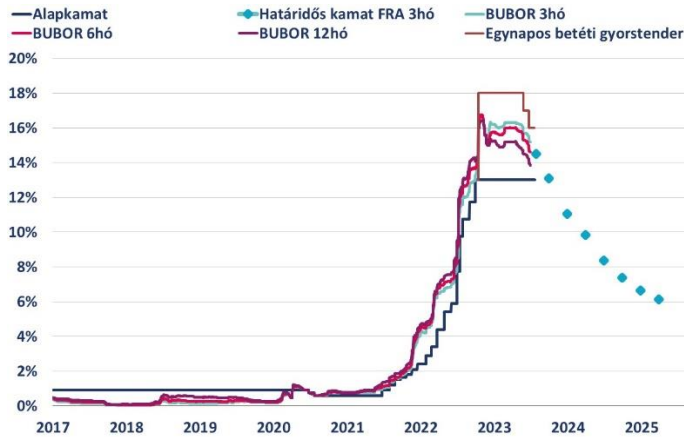
Forrás: KSH, MNB

A belső feltételek közül a hazai devizapiac stabilizálódott, stabil maradt az állampapírpiac, az aukciókon megfelelő a kereslet, megtörtént az uniós megállapodás - bár a forrásokhoz való hozzáférés még nem következett be -, valamint érdemben javult a folyó fizetési mérleg egyenlege. **Amennyiben ezen tényezőkben nem következik be negatív változás, az egynapos betéti gyorstender kamatának további fokozatos mérséklésére kerülhet sor a következő kamatdöntő üléseken.** A jegybank továbbra is kiemelten figyeli, hogy a külkereskedelmi, valamint a folyó fizetési mérlegben folytatódnak-e a pozitív tendenciák, tovább javul-e a cserearány, fennmarad-e a piaci stabilitás a deviza-, az állampapír-, és a swappiacokon, valamint hogyan alakulnak a bankrendszerrel kapcsolatos nemzetközi aggodalmak, a jegybanki kamatpolitikák és a befektetői kockázatvállalás. Az egynapos gyorstender kamatának további csökkentése az óvatosság, a fokozatosság, a piaci kamatvárakozások, valamint előzetes kommunikáció alapján történhet. Mivel az említett kockázati tényezők esetében további javulásra lehet számítani (a folyó fizetési mérleg a vártnál is nagyobb mértékben javulhat), arra számítunk, hogy **az őszi hónapokban, legkorábban szeptemberben az egynapos betéti gyorstender kamata újra összeér az alapkammattal.**

Az inflációs várakozások horgonyozása, valamint az inflációs cél fenntartható módon történő elérése az alapkamat **13%-os szintjének tartós fenntartását** teszi szükségessé, aminek csökkentése az infláció számottevő és tartós csökkenéséig nincs napirenden. Amennyiben a fundamentális folyamatok indokolják, az alapkamat jelenlegi szintje a korábban vártnál hosszabb ideig fennmaradhat. Mivel a jegybank várakozásai,

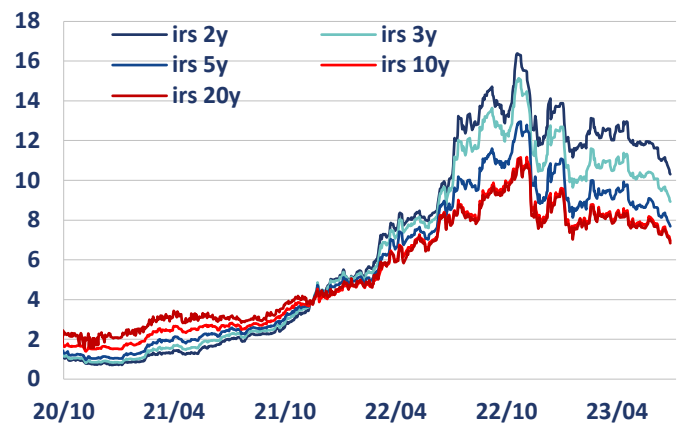
valamint a várakozásunk szerint is az év végére igen meredeken csökken az infláció, **az év utolsó hónapjaiban az alapkamat csökkentésére számítunk, ami decemberre 10,5%-ra mérséklődhet.** A kamatcsökkentési ciklus a jövő évben is folytatódhat, azonban a jegybank a **pozitív reálkamat** fenntartását szükségesnek tartja, így a **jövő év végére a várakozásunk szerint 6%-ra csökken 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) 4 159 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 4 318 milliárd forint volt tavaly, ami a GDP 6,5%-a volt. **Az idei első negyedévben az államháztartás nettó finanszírozási igénye 2 020 milliárd forintra ugrott az egy évvel ezelőtti 468 milliárd forintról, így elérte a GDP 11,9%-át.**

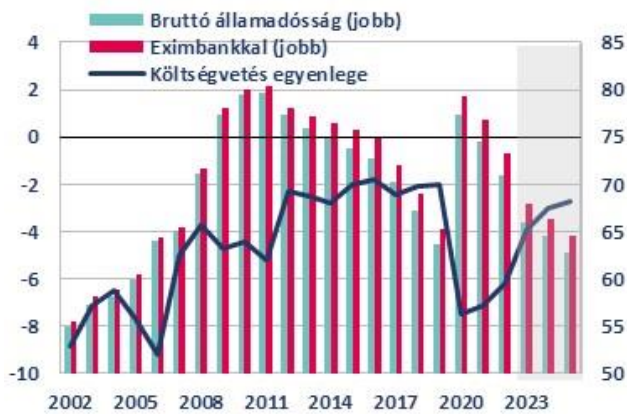
**2 763 milliárd forint hiány keletkezett a központi költségvetésben az első öt hónap során,** így az idei előirányzat 81%-a teljesült. Az idei első öthavi hiányadat 26 milliárd forinttal volt magasabb a 2022. azonos időszakához képest, amely még tartalmazta az szja visszatérítést, valamint a fegyveres testületek munkavállalóinak járó féléves juttatást, az ún. fegyverpénzt is. A költségvetés pénzforgalmi egyenlegét rontja, hogy az első négy hónapban az uniós kifizetések elérték az 1 151 milliárd forintot, míg az unióból érkező bevételek csupán 603 milliárd forintnál tartottak, enélkül számolva a pénzforgalmi hiány 548 milliárd forinttal lett volna alacsonyabb. Az eredményszemléletű egyenlegben ugyanakkor nem kell elszámolni az uniós bevételeket és kifizetéseket.

Az idei évben fokozódni látszanak a költségvetés kockázatai. A technikai recessziót tükrözve kisebb alulteljesítés látszik egyes adónemekben, elsősorban a fogyasztáshoz kapcsolt adók esetében. **A megugró piaci gáz-, és energiaárak** lényeges mértékben növelték a költségvetés kiadásait, amit **a kormány a**

**bevezetett extraprofit adóból történő finanszírozással felállított rezsivédelmi alapból kíván fedezni.** Az energiaárak visszaesése ugyanakkor középtávon javíthatja a költségvetés mozgásterét. Az államadósság, illetve a kedvezményes kamatozású termékek kamattámogatásának **emelkedő kamatterhe**, valamint az MNB várható jelentős vesztesége szintén az államháztartást terheli, amelyek jelentősen meghaladhatják a tervezettet, szűkítve a költségvetés mozgásterét.

(Az MNB tavalyi veszteségét még nem kell rendezni, mivel az MNB saját tőkéje 2022-ben még pozitív maradt, azonban jövőre már jelentős rendezésre kell számítani, ami elérheti a 400-500 milliárd forintot. Mivel idén az MNB negatív tőkéje elérheti az 1 800-2 000 milliárd forintot, ennek rendezése öt év alatt teljesíthető.)

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



*Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)*

**22. ábra:** Az államháztartás finanszírozási képessége



*Forrás: MNB*

A kormány az orosz-ukrán 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 2 352 milliárdról 3 400 milliárd forintra nőtt. A Rezsivédelmi Alap 670 milliárdról 2 610 milliárd forintra emelkedett**, aminek fedezetét az 1 412 milliárd forint extraprofitadó és bányajáradék, valamint az 1 198 milliárd forint költségvetési támogatás teremti meg. A tervezett kamatkidadások 310 milliárd forinttal emelkedtek. A költségvetési terv 1,5%-os idei évi GDP-növekedéssel és 15%-os inflációval számol. A gazdaság helyreállásával a következő években fokozatosan újra a 3%-os kritérium alá süllyedhet az államháztartás hiánya, azonban ehhez kifejezetten feszes költségvetésre van szükség.

**2020-ban** a magas finanszírozási igény, és a tartalékok feltöltése miatt az **Eximbank beszámításával az államadósság a GDP 79,3%-ára emelkedett**, 2021-től azonban a mérséklődő finanszírozási igény, valamint az érdemben megugró nominális növekedés hatására **ismét csökkenő pályára állt, így 2022-ben 73,3%-ra mérséklődött az adósságráta, ami 2023-ban 68% közelébe süllyedhet.** Az államadósság alakulásában

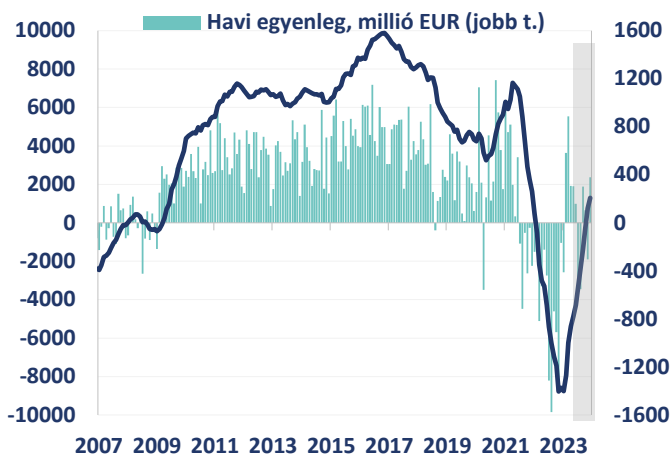
kedvező, hogy folytatódott a lakosság állampapír-állományának dinamikus növekedése, ami csökkenti az államadósság finanszírozásának sérülékenységet. A jelentős méretű devizakötvény-kibocsátások hatására átmenetileg a központi költségvetés adósságának **25%-a fölé emelkedett a devizaadósságok aránya**, amely azonban így is érdemben elmarad a 2008-as válság mélypontján jellemző 45-50%-os arányhoz képest.

### Külső egyensúlyi helyzet

**308 millió eurós többlet keletkezett a külkereskedelemben áprilisban**, részben az energiaárak mérséklődésének köszönhetően. A gyenge áprilisi ipari adatokat tükrözve, 3,4%-ra lassult az export euróértékének növekedése, ugyanakkor a belső kereslet csökkenése és az energiaárak markáns visszaesése miatt mintegy 4%-kal csökkent az import euróértéke.

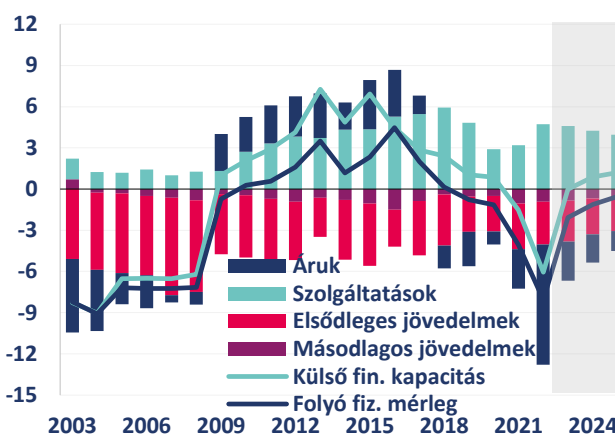
Ennek megfelelően a külkereskedelmi egyenleg jelentős mértékben, 836 millió euróval javult az egy évvel ezelőtti 528 millió euró deficithez képest. **Az első négy hónapban 12,3%-kal nőtt az export euróértéke**, míg az importé 5%-kal emelkedett, ennek köszönhetően szignifikánsan, **3 188 millió euróval 1 362 millió euró többletbe fordult a külkereskedelem egyenlege** az egy évvel ezelőtti 1 827 millió euró deficittel 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)*

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 energiahordozók és más nyersanyagok árainak tavalyi drasztikus emelkedése szignifikánsan rontotta a cserearányokat. **Az energiaegyenleg önmagában 9 791 millió euróval járult hozzá a külkereskedelmi mérleg romlásához a tavalyi évben.**

Az energiaárak tavaly év vége óta jelentősen csökkentek, így **az idei év tavaszától szignifikánsan javulnak a cserearányok**. Amennyiben az energiaárak a jelenlegi szint körül maradnak az év hátralévő részében, a

külkereskedelmi egyenleg akár **8,5-9 milliárd euró körüli értékben is javulhat önmagában a cserearányok javulásának köszönhetően**, érdemben hozzájárulva a folyó fizetési mérleg javulásához, amit más tényezők is javíthatnak.

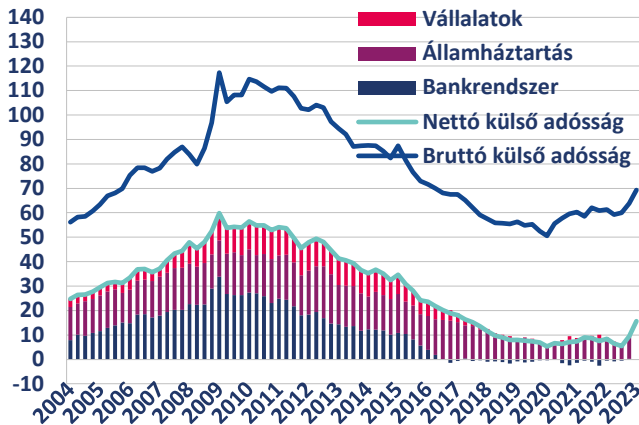
A külkereskedelmi mérleget nem csupán a javuló cserearányok, hanem a feltehetően **visszaeső volumenek** is pozitívan befolyásolhatják. A számottevően csökkenő gázfogyasztás hatására a gáztárolók töltöttsége jóval meghaladja az egy évvel ezelőtti szintet, így kevesebb importra lesz szükség a tárolók feltöltéséhez. Az üzemanyagfogyasztás szintén meredeken csökkent, ami a nyersolaj és olajszármazék importot csökkenti jelentős mértékben. Az áramfogyasztás szintén nagymértékben csökkent, azonban az áram esetében a napenergia térnyerése is segítheti az import volumenének csökkentését. A beruházások és a fogyasztás idejének lassulása, átmeneti visszaesése, valamint a cserearányok várható markáns javulása miatt a **külkereskedelmi egyenleg érdemi javulására** számítunk, amit az ellátási problémák és a chiphiány enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése is támogathat az export javulásán keresztül. **Idén a külkereskedelmi mérleg többlete elérheti az 1,3 milliárd eurót** az előző évi közel 8,6 milliárd euró hiánnyal szemben, azonban az energiaárak tartósan a jelenlegihez hasonló kedvező szinten alakulása esetén értelemszerűen ez a szám további javulást mutathat.

**774 millió euró deficit keletkezett a folyó fizetési mérlegben az első negyedévben**, ami jelentős, **1 386 millió eurós javulás** az egy évvel ezelőttihez képest. A tőkemérleggel együtt a külfölddel szemben 349 millió euró nettó finanszírozási igény keletkezett az egy évvel korábbi 479 millió euró deficittel szemben. A szezonális hatások kiszűrésével a külső finanszírozási igény 1 131 millió euró volt, a negyedéves GDP 2,5%-a. A külkereskedelmi mérleg javulását tükrözve érdemben, **835 millió euróra csökkent az áruk egyenlegének hiánya** az egy évvel ezelőtti 2 769 millió euró deficithez képest. Az áruk egyenlegének markáns javulását részben az energiaárak zuhanása miatt javuló cserearányok, részben a visszaeső belső kereslet okozta, hozzájárulva az import csökkenéséhez. Az idegenforgalom és szállítási szolgáltatások folytatódó helyreállása miatt **a szolgáltatások egyenlegének többlete 1 623 millió euróról 2 079 millió euróra emelkedett**. A folyó fizetési mérleg javulást azonban lassította, hogy mind az elsődleges jövedelmek, mind a másodlagos jövedelmek hiánya jelentősen emelkedett. Tavaly összesen 13,7 milliárd euróra nőtt a folyó fizetési mérleg hiánya az egy évvel korábbi 6,25 milliárdról, a GDP arányában pedig 8,1%-ra az előző évi 4,1%-ról, amit a cserearányromlás okozott, mivel önmagában az energiaegyenleg hiányának növekedése 9,8 milliárd euróval rontotta a külső egyensúlyt. A tőkemérleggel együtt számolva a külső finanszírozási igény 2,3 milliárd euróról 10,3 milliárd euróra emelkedett, azaz a GDP 1,5%-áról a GDP 6,1%-ára.

**A bruttó külső adósság 118,96 milliárd euróra nőtt (a GDP 69,2%-a)** az egy évvel ezelőtti 98 milliárdról, míg tulajdonosi hitelekkel számolva 161,4 milliárd euróra az egyévvvel korábbi 137,4 milliárdról.

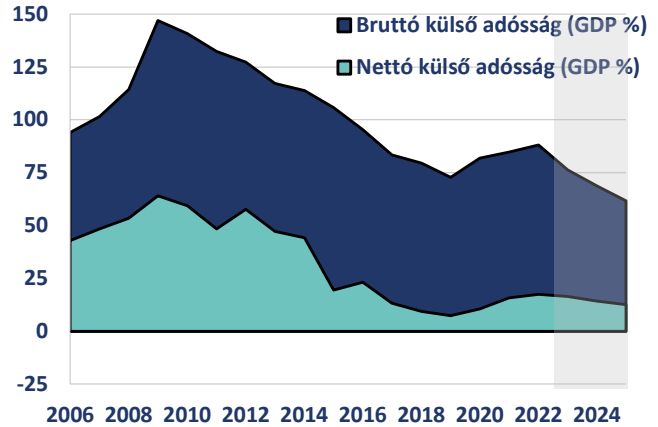
A nettó külső adósság 26,97 milliárd euróra, a GDP 15,7%-ára nőtt az egy évvel ezelőtti 18,6 milliárdról (a GDP 8,4%-a), míg a tulajdonosi hitelekkel együtt 34,5 milliárdra a tavalyi első negyedévben mutatott 26,4 milliárdról.

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, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

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 8,5-9 milliárd euróval javíthatja a külső egyensúlyt**, a visszaeső fogyasztás, az energiamegtakarítás (részben az enyhe télnek is köszönhetően), valamint a napenergia-termelés 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 várható lehívásának köszönhetően ugorhat meg a következő években, így átmeneti emelkedés után folytatódhat a külső adósság leépülése. **Idén 4-4,3, jövőre 2-2,5 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 2,1%-ára mérséklődhet**, a tőkemérleggel együtt a külső finanszírozási igény pedig az egyensúlyi szint közelébe csökkenthet, azonban a következő években visszatérhet a külső finanszírozási képesség többlete, ami lehetővé teszi a külső adósság nominális csökkentését is.



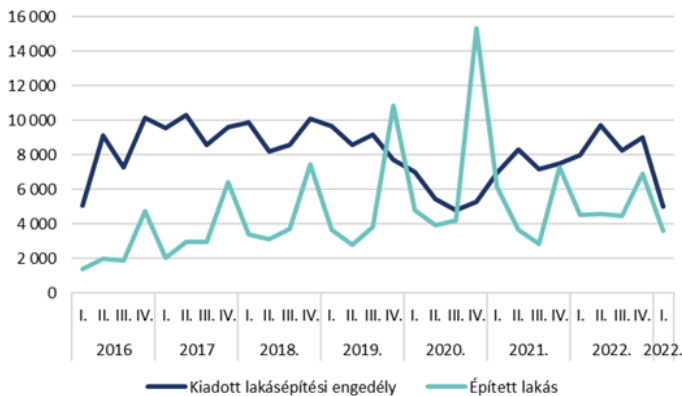
## Ingyatlanpiac

**2022. második felétől a gazdasági kilátások bizonytalansága, az infláció emelkedése, valamint a monetáris kondíciók szigorodása a lakás piac fordulópontját eredményezte.** A fordulat az adásvételek csökkenő számában és elsősorban az alku mértékének növekedésében, illetve minimálisan a lakásárak megindult csökkenésében is tetten érhető volt. **2023-ban a magas inflációs környezet miatt a háztartások reál értelemben vett rendelkezésre álló jövedelmének mérséklődése várható, ami miatt egyelőre fennmaradhat az alacsony kereslet, tovább hűtve a lakáspiacot, de legalább ekkora szerepe van a jelentősen megemelkedett kamatok keresletcsökkentő hatásának.** A „városi” CSOK év végi kivezetése előrehozott keresletet generálhat, de nem számítunk arra, hogy ennek mértéke jelentős lenne a piacon.

**2023. első negyedében 47,8%-kal 3 613-ra csökkent a lakás átadások száma előző negyedévhez képest, míg 20%-kal kevesebb lakás épült, mint egy évvel korábban. Az építési engedélyek száma 44,7%-kal 4 989-ra csökkent az előző negyedévhez képest, éves alapon pedig 37,6%-kal csökkent.**

A 2016 eleje óta eltelt időszakban a lakásépítési engedélyek száma összesen 233 886, míg az átadások száma 135 450 volt, azaz 98 ezerrel több engedélyt adtak ki, mint amennyi lakás megépült. Ez tükrözi a kivitelezések igen jelentős csúszását. Az idei évben már nem az a kérdés, hogy van-e elegendő kapacitás, hanem az, hogy miként lehet finanszírozni az építési feladatokat.

**27. ábra: Lakás építések összesen (db)**



Forrás: KSH

**28. ábra: Duna House tranzakciószám becslés (db)**



Forrás: Duna House

Az első negyedévben a 3 613 új lakás többsége (61%-a) vidéken épült fel. Budapesten szignifikánsabb volt a csökkenés: az egy évvel korábinál 42%-kal kevesebb, összesen 1 404 lakást vettek használatba. A megyei jogú városokban 0,6, a többi városban 4,2%-kal kevesebb lakás épült. A természetes személyek által épített lakások száma 7%-kal magasabb, a vállalkozóké 29%-kal alacsonyabb volt, mint egy évvel korábban, így a vállalkozások részesedése a lakásépítésből 73-ról 65%-ra csökkent.

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

**A lakáspiac egyrészt az infláció és a magas kamatkörnyezet miatt esett vissza, másrészt azért, mert az ingatlan, mint befektetés is erős vetélytársat kapott más alternatív befektetések, például az inflációkövető állampapírok formájában.** Az építőipari árak a korábbi években kiugró mértékben emelkedtek, és idén év elején 10-15%-kal tovább emelkedő, elsősorban anyag, de szintén megemelkedett munkaerőköltségek, az ugrásszerűen megnőtt finanszírozási költségek, illetve a csökkenő magán- és elsősorban állami kereslet mind a lassulás irányába mutatnak. A KSH adatai alapján a tavalyi évben a kivitelezési anyag és munkaerőköltségek 21,2% körüli mértékben növekedtek, ebből az anyagköltség 24,3%-kal, a munkaerőköltség 16,4%-kal nőtt.

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. **2024. január 1-jétől átalakulnak a Családi Otthonteremtési Kedvezmény (CSOK) szabályai is: a júniusi kormánydöntés szerint a CSOK és a falusi CSOK csak az 5 000 fő alatti településeken lesz igénybe vehető, illetve megemelkedik a kistelepüléseken elérhető összeg.**

**Az árak alakulásában 2022. IV. negyedévében fordulat állt be** a KSH lakásárindexe alapján. 2022-ben az első negyedévi 9,8%-os kiugrás után a harmadik negyedévre fokozatosan 3,1%-ra lassult a használt lakások árának emelkedése, majd a negyedik negyedévre a lassulás árcsökkenésbe fordult át (-2,6%). Az új lakások a használtakhoz hasonló ütemben drágultak az év első felében, ezt a III–IV. negyedévben stagnálás váltotta fel enyhe (1% alatti) elmozdulásokkal. A nominális lakásárak a harmadik negyedévben még emelkedtek, de ennek mértéke elmaradt a fogyasztói árak növekedésétől, a reál lakásárindex már ekkor elkezdett csökkenni.

**A negyedik negyedévben a nominális index csökkenésével a reál lakásár esése fokozódott, így az év végére 13%-kal lett alacsonyabb a lakások ára a csúcst jelentő II. negyedévi szinthez képest.** Idén eltérően alakulhat a használt és az újépítésű lakások árának dinamikája. Az új lakások esetében a kivitelezési költségek magas szintje és a jóval alacsonyabb kínálatra irányuló kereslet miatt nem várható árcsökkenés. A használt ingatlanok árának alakulásában típus szerint és területileg is elképzelhetők nagyobb különbségek, a legnagyobb áresés a nagy alapterületű, korszerűtlen energetikájú ingatlanokat fenyegeti. 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 lakáscélú jelzáloghitelek 38,8 milliárdos új szerződési összege 73%-os visszaesést jelent 2022. áprilisához képest, de az első négy hónapot vizsgálva az előző év hasonló időszakához képest is 70%-os visszaesés tapasztalható. 2023. első felében drasztikus visszaesés várható. A lakáscélú jelzáloghitelek volumenének a visszaesése a tavalyi bázishoz képest a tavaly csúcson lévő MNB Zöld Otthon Programmal is magyarázható, amellyel legfeljebb 2,5%-os kamattal lehetett új építésű lakásra hitelt felvenni. Idén a használt lakások piacán lehet magasabb hitelezésre számítani a lakáshitelezés terén, az adatok szerint már csak 14% az új építésű lakásokra felvett hitelek aránya a lakáshitelezésben. Az új szerződéses volumen visszaesése 2023. második felétől csökkenhet, és a negyedik negyedévben 2022. utolsó negyedévének gyenge bázisán már növekedhet is várakozásunk szerint.

**A legutolsó adatok szerint a korábbi hónapokhoz képest biztatóbb képet mutat a hazai ingatlanpiac a lakáspiaci tranzakciókat tekintve. 2023. májusában a Duna House saját adatain alapuló becslése alapján országosan 10 187 adásvétel történt, amely az előző évhez képest 19%-os visszaesést jelez,** de a májusi adat az idei legerősebb hónaphoz, a márciusához képest 31%-kal, az áprilisi, szokásosan gyengébb hónaphoz viszonyítva, 50%-kal erősebb teljesítményt hozott az ingatlanpiacon. Az ingatlanközvetítő vállalat szakemberei továbbra is erősödő piaci folyamatokat várnak a következő hónapokban.

**Összességében idén visszafogottabb kereslet várható a lakáspiacon az előző évekhez képest,** még ha a „városi” CSOK év végi kivezetése előrehozott keresletet is generálhat. 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 elsődleges tényezőként, amíg a hitelkamatok nem mérséklődnek, ez vélhetően így is marad.

### III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

#### Az USA gazdasági folyamatai

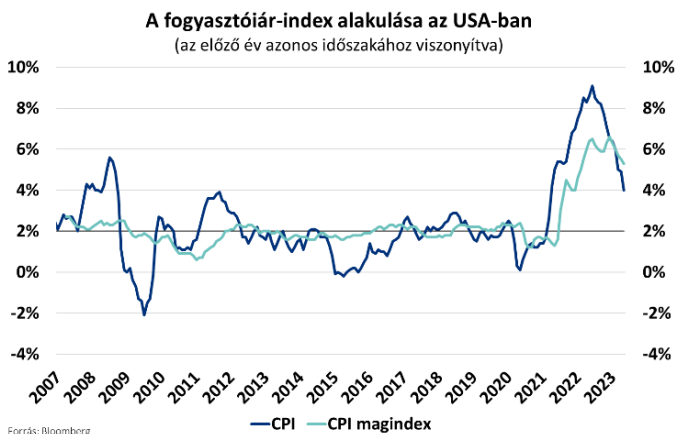
**Az amerikai infláció 2 éves mélypontra süllyedt májusban,** ugyanakkor **továbbra is érdemben meghaladja a jegybank 2%-os célszintjét.** Az amerikai fogyasztói árak 4%-kal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest, ami jelentős mérséklődést jelent az áprilisi 4,9%-ról. Az alapfolyamatokat jobban tükröző, tisztított maginfláció is mérséklődött, 5,5%-ról 5,3%-ra. **Míg az infláció már tavaly nyáron csökkenésnek indult, a maginfláció esetében csak ősszel indult meg a lassú lecsorgás, lassabb a dezinfláció ezen mutató esetében.** Az energiainfláció tavasszal már negatívba fordult, a korábbi magas bázis, illetve a tényleges árcsökkenés következtében. Az élelmiszereknél is látható az inflációs fordulat, de a szolgáltatászektorban elhúzódik a tetőzés. A Fed előrejelzése az **infláció csökkenését vetíti előre,** de **ez nem megy gyorsan végbe** (core PCE a meghatározó, itt is hasonló a trend, mint a fő inflációs mutatónál), ugyanakkor a Fed elnöke optimizmusát

fejezte ki az infláció elleni küzdelemmel kapcsolatban. Vannak előremutató kedvező jelek, a **dezinflációt a lakáspiacon várja**, ahol az új bérleti díjak csökkenése várható.

Júniusban a **Fed a piaci és a mi várakozásunknak megfelelően az irányadó ráta tartását jelentette be** (5-5,25%), ezzel az amerikai irányadó kamatszint 10 egymást követő kamatemelést követően először nem változott. A kamatdöntési közleményben azt írták, **a kamatszint tartása lehetőséget ad, hogy a testület megvárhassa azok késleltetett reálgazdasági hatásait, értékelje a beérkező adatok és azok monetáris politikára gyakorolt hatását**. Annak meghatározásakor, hogy milyen további lépések lehetnek szükségesek a 2%-os inflációs cél eléréséhez, a testület figyelembe veszi az eddigi szigorítások hatását, ezek késleltetett megjelenését a gazdasági aktivitásra és az inflációra, továbbá a gazdasági és pénzügyi stabilitási fejleményeket. Hosszabb távon továbbra is a jegybanki célok, így az árstabilitás és a teljes foglalkoztatás elérésére törekszenek. A Fed elnöke a sajtótájékoztatón ismét hangsúlyozta, **a kamatdöntéseket a beérkező adatok függvényében hozzák meg**, a testület még nem döntött arról, hogy július végén valószínűsíthető-e egy újabb emelés. A gazdaság kamatlábakra leginkább érzékeny ágazataiban, a lakásépítésekénél és a beruházásokban már látják a kamatemelések és a keresletcsökkenés hatását. **Időbe telik, amíg a kamatemelések a gazdaságban érvényesülnek, különösen az inflációban, mivel az még mindig jóval az árstabilitási cél fölött mozog.**

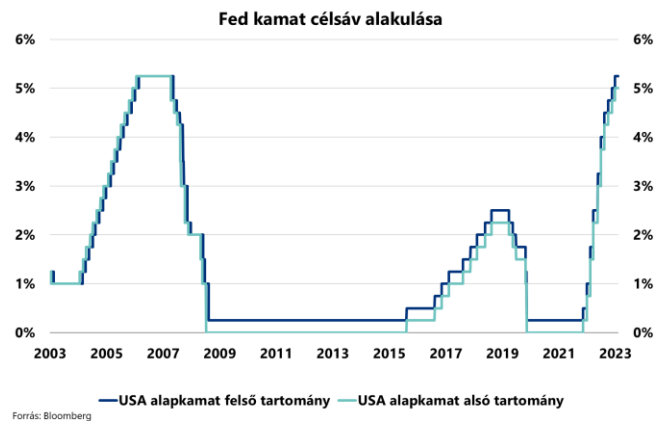
**A Fed frissített prognózisában a kamatpálya 2023. végi előrejelzését** (egyedi döntéshozók várakozásainak összesítéséből) kisebb meglepetésre a márciusi 5,1%-ról **5,6%-ra emelte, ami jelzi, hogy a legtöbb döntéshozó szerint a kamatlábak még az idei év folyamán emelkedhetnek**, amennyiben az infláció továbbra is ragadós marad. Emellett azonban érdekes, hogy a 2024-es GDP növekedést nem vették vissza érdemben. A piacok június végén 70%-os valószínűséggel áraznak még egy 25 bp-os kamatemelést a Fed részéről.

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



Forrás: Bloomberg

30. ábra: Az USA irányadó kamata



Forrás: Bloomberg

**Várakozásunk szerint a nominális kamatszintek magasan tartásával együtt a monetáris kondíciók szigorúak maradnak a következő hónapokban.** A gazdasági növekedés a hitelezés visszaesése nyomán is mérséklődhet, és ezáltal az inflációs várakozásokat is csökkentheti. A magasabb reálkamatok is passzív monetáris szigorítást jelentenek, ahogyan a mérlegleépítés folytatása is ebbe az irányba mutathat, amennyiben nem akasztja meg ismét egy-egy váratlan és a jegybanki hitelességet megkérdőjelező mérlegbővülés, például a regionális bankok csődjéhez kapcsolódóan. Emellett a teljes monetáris hatás átgyűrűzése 9-12 hónapot is kitehet. Ezek nyomán **fenntartjuk, hogy a jelenlegi 5-5,25%-os szinten tetőzhet az amerikai irányadó kamat az idei évben – de kisebb felfelé mutató kockázat van a legutolsó fejlemények alapján -, majd 2024. második felében jöhet az első lazító lépés.** Egy esetleges újabb kamatemeléshez alapvetően az infláció csökkenő trendjének megfordulása vezethet, illetve amennyiben semmilyen további lassulás nem látszik az amerikai munkaerőpiacon.

**A Fed az elmúlt évtizedekben véghez vitt kamatemelési ciklusainál jellemzően vagy túlszigorított és nagyobb gazdasági visszaesést okozva gyors kamatvágásokra is szükség volt, vagy pedig alullította a kamatszintet.** A jelenlegi magas inflációt elsődlegesen a 2020-ban és 2021-ben meghozott fiskális és monetáris lazító lépések és pénznyomtatás generálták - a kínálati súrlódások mellett -, miközben a kamatemelések csak bő egy évvel ezelőtt indultak, azonban látványos mértéket tettek ki, ha összességében nézzük az 500 bp-os szigorítást. 2022-ben az infláció 40 éves csúcst ért el, ez a ráta mostanra megfeleződött és további fokozatos csökkenése várható. **Ha a Fed részéről egyértelműen kijelentenék a kamatemelési ciklus végét, az megakaszthatja a dezinflációs folyamatot.** Meglehet, azzal hogy az év végi kamatvárakozást megemelték (és jelezték, semmi sincs kőbe vésve, az adatokat figyelik), inkább csak a piac kamatcsökkentéssel kapcsolatos várakozásait szerették volna egyértelműen letörni.

Idén márciusban a Fed által jelzett kamatemelések ellenére a piac 100 bázispontos kamatvágást árazott 2023. végére, de még június elején is árazott kisebb kamatcsökkentést a piac, ami a júniusi kamatdöntő ülés és jegybanki kommentek után kiárazódott. **Az amerikai gazdaság az év elején még ellenállónak bizonyult, de erősödtek a lefelé mutató kockázatok,** a kisebb recesszió továbbra sem zárható ki, de időben későbbre (2023. Q4, 2024. Q1) tolóthat. A kilátásba helyezett további kamatemelések azonban nagyobb gazdasági visszaesést (így leépítéseket) okozhatnak, miközben 2024. választási év a tengerentúlon, ezáltal erősödhet a nyomás a döntéshozókon is, hogy ezt elkerüljék.

**Erősödnek a növekedési kockázatok 2023-ban.** A tavalyi negyedik negyedéves 2,6%-os növekedés (évesített negyedéves adat) után **az amerikai gazdaság az idei első negyedévben 1,3%-kal bővült,** a beruházások és a készletek alakulása vettek el leginkább a növekedésből, a magasabb kamatkörnyezet és a jövővel kapcsolatos bizonytalanság **óvatosságra intette a vállalatokat.** Az amerikai bankválság után a bankok kereskedelmi és ipari **hitelezése tovább lassult.** A lakossági lakáscélú beruházások is csökkennek 2021. második negyedévtől,

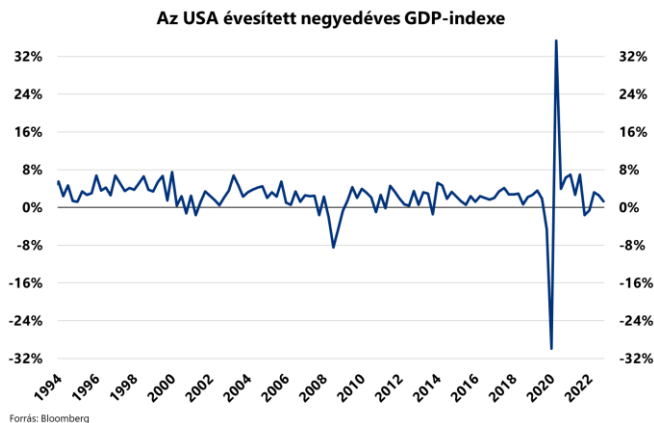
fellendülést a kamatszintek csökkenése hozhat 2024. második felében. A **lakossági fogyasztás kitarzott** a magas infláció ellenére az év elején. Korábban, a járvány idején a kormányzattól kapott támogatások **növelték a megtakarításokat**, de ezek fokozatosan kimerülhetnek az idei év során. **Visszafogottabb fogyasztási hajlandóságot vetít előre a bérek várható fokozatos mérséklődése** és az is, hogy 2020. márciusa után – az adósságplafonról szóló május végi egyezség részeként – **szeptembertől újraindul az amerikai diákhitel kamatozása** és októbertől már le is vonják az újabb törlesztőrészeket. A kormányzati kiadások (védelmi eszközök nélkül) is támogatták a növekedést, a 2021. novemberben elfogadott infrastrukturális fejlesztési program révén, ugyanakkor az adósságplafon egyezség részeként elfogadták, hogy a **következő 2 évben a költségvetés kiadásait lefaragják**, ami szintén mérsékelheti a növekedést az előttünk álló negyedévekben. Összességében tehát az év elején az amerikai gazdaság még ellenállónak bizonyult, azonban **az év második felében érdemi lassulás jöhet a tengerentúlon.**

**A konjunktúramutatók gyengébb kilátásokra utalnak, de látható a kettősség.** A **feldolgozóipari beszerzésimenedzser-index idei mélypontjára süllyedt** júniusban. Míg a megelőző hónapokban a kínálati feltételek javulása mellett a vállalatok teljesítették az elmaradt munkákat, addig a **visszaeső megrendelések** mellett a **készletek leépítését célzó törekvések** már azt jelzik, a következő hónapokban is alacsonyabb lehet a termelés a feldolgozóiparban. Mindemellett tovább enyhült az ipari árnyomás és már 2020. májusa óta nem látott alacsony szinten mozog.

Mindeközben a **szolgáltató ágazat üzleti aktivitása az egy éves csúcshoz számító májusi szint közelében maradt a második negyedév végén is.** A járványhelyzet után az árucikkek vásárlásáról a szolgáltatások irányába történt elmozdulás támogathatja a szektort a nyári hónapokban is, ahogyan az is, hogy a Fed nem emelte tovább a kamatszintet júniusban. A szolgáltató szektor kilátásait árnyalhatja a korábbi kamatemelések fokozatos begyűrzése is, de az esetleges további kamatemelés is, mivel az ágazat igen érzékeny a hitelköltségek változásaira, így a fogyasztási kedv is alább hagyhat az év második felében. **A bérköltségek továbbra is nyomást gyakorolnak a szolgáltatóipari vállalatokra**, de az **eladási árak már 2020. október óta nem látott alacsony ütemben emelkedtek**, ami kedvezőbb inflációs kilátásokra utal.

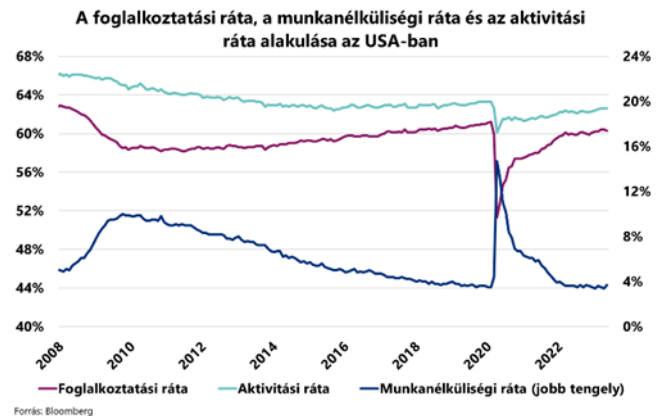
**Június elején vegyes foglalkoztatási riport jelent meg.** Miközben a foglalkoztatottság megugrása erős munkaerő-keresletet jelez, 339 ezer új munkahely jött létre (vs. várt 175 ezer fő), a lakossági felmérésekből kalkulált munkanélküliségi ráta a várt 3,5% helyett 3,7%-ra emelkedett májusban, ami jelzi, a növekvő **foglalkoztatottság mellett növekszik az állást keresők száma is.** Egy további részadat, az **átlagos órabérek növekedése mérséklődött**, az áprilisi 4,4%-ról 4,3%-ra, ami inflációs tekintetben kedvező fejleménynek nevezhető a Fed számára is.

**31. ábra:** Az USA évesített negyedéves GDP-indexe



Forrás: Bloomberg

**32. ábra:** Az USA különböző munkaerőpiaci mutatóinak alakulása



Forrás: BLS

A Fed-elnök többször hangsúlyozta, hogy a **népesség növekedésének üteme csak havi 100 ezres elméleti növekményt indokolna a foglalkoztatottság terén**. A gazdaság lassulása ellenére a munkanélküliség alacsony szinten maradt az év elején, ahogy az világszerte jellemző trend. A Fed **inflációs céljának teljesüléséhez 4,5% feletti munkanélküliségi ráta lenne indokolt**, Powell ugyanakkor jelezte, a korábbi recessziós időszakokkal összevetve **várhatóan a munkanélküliség nem nő jelentősen**. A Fed prognózisa szerint a munkanélküliség 4,1%-ra emelkedhet 2023-ban (vs. 4,5% márciusi várakozás). Emellett a **bérek 3%-os éves szintű növekedése lenne összhangban** a Fed 2%-os árstabilitási céljával. A munkaerőpiac feszessége a következő negyedévekben mérséklődhet, de a jövőt tekintve, az amerikai lakosság előregedése miatt a munkaerőpiac szűkössége további kihívást jelenthet.

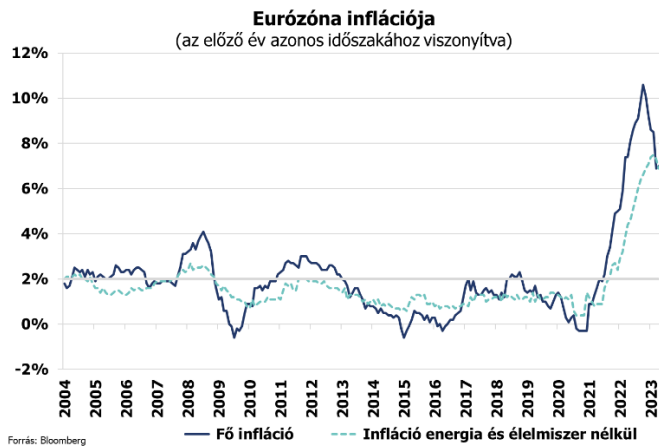
### Az eurózóna gazdasági folyamatai

Az eurózónában az inflációs mutatók csak **lassan javulnak** és még mindig messze járnak az árstabilitás 2%-os szintjétől. **Májusban az eurózóna éves átlagos inflációja 6,1%-ra csökkent** az áprilisi 7%-ról. Az inflációs ráta 2022. októberében indult csökkenésnek, a trend áprilisban átmenetileg megtört, majd a májusi mérséklődéssel már **tavaly február óta nem látott alacsony szintre jött le** a mutató, az energiaárak vártnál gyorsabb mérséklődése mellett. A tartósabb inflációs folyamatokat megragadó **maginflációs index májusban 5,3%-ra mérséklődött**. A maginfláció egészen idén márciusig folyamatos emelkedést mutatott, 2022. júniusa óta először láthattunk csökkenést ebben a mutatóban áprilisban (akkor 5,7%-ról 5,6%-ra).

Az Európai Központi Bank **elsődlegesen a maginflációt veszi figyelembe a monetáris politikai döntéseknél**. Christine Lagarde, az EKB elnöke is jelezte, noha az utóbbi két hónapban már csökkent a maginfláció az övezetben, továbbra is érdemben magasabb a célnál. A már végrehajtott kamatemelések hatására a finanszírozási feltételek szigorodtak, a hitelállomány növekedése is lassult, ez az egyik tényező az infláció fokozatos csökkenése mögött. **Az EKB elnöke júniusban is jelezte, ahhoz, hogy leállítsák a kamatemeléseket,**

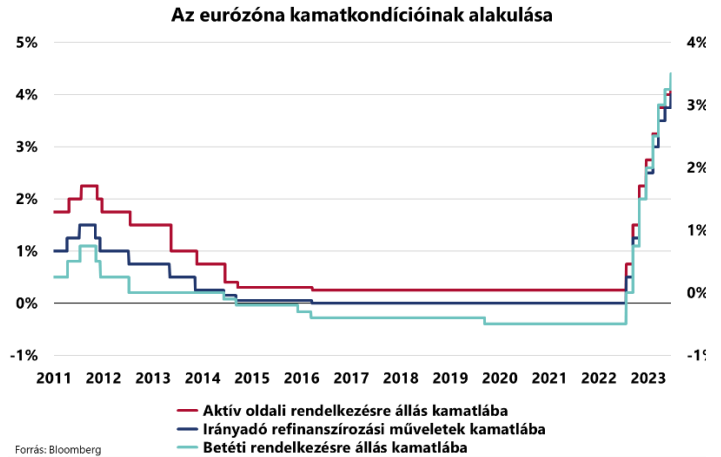
a maginfláció egyértelmű csökkenését szeretnék látni, amelynek részei vegyesen alakultak eddig. A munkaerőpiac továbbra is feszes, a munkanélküliségi ráta rekord alacsony szintek közelében járt tavasszal is, ebben a környezetben a bérek emelkedése (első negyedévben 5,2%) csak lassan mérséklődhet, ami elnyújthatja a dezinflációt.

33. ábra: Az eurózóna éves inflációjának alakulása



Forrás: Eurostat

34. ábra: Az eurózóna kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

A 2022. júliusban indult kamatemelési ciklus folytatódott, az EKB májusban és júniusban is 25 bázispontos kamatemelést jelentett be, ezzel az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába 4,0%-ra, a betéti ráta pedig 3,5%-ra emelkedett. Emellett márciustól kezdve a mérlegét is fokozatosan konszolidálja az EKB, júliustól az eszközvásárlási program alatti újrabefektetéseket is megszüntetik. **Lagarde** a júniusi sajtótájékoztatón nemcsak utalt a kamatemelések lehetőségére, mint májusban, hanem meglepő módon egyértelműen kijelentette, lesznek még további kamatemelések, a júliusi szigorító lépés is nagyon valószínű. A piacok június végén 40 bp kamatemelést áraznak az év végére, a szeptemberi szigorítást még nem veszik biztosra.

Előző negyedéves előrejelzésünkben, **áprilisban azzal számoltunk, hogy a jelenlegi szinten maradnak az irányadó ráták az idei évben**, de az EKB egyértelmű héja üzenetei és az inflációs folyamatokban látható lassú haladás mellett várhatóan további szigorító lépések jönnek az EKB-tól. **Várakozásunk szerint az EKB még további két kisebb szigorító lépést jelent be, így 4%-on tetőzik a betéti ráta az idei évben.** Eközben figyelembe kell venni, hogy az EKB mozgásterét korlátozott a finanszírozási költségek jelentős drágításában, 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.** Ennek kezelésére már egyedi eszközt is be kellett vetnie az EKB-nak, így célzott kötvénypiaci beavatkozások keretében – ami főként Olaszországra specifikált - próbálja menedzselni ezt a központi bank.



Az EKB a júniusi, frissített prognózisában az inflációs adatot (headline) csak kismértékben emelte meg, azonban az alapvető árnyomást tükröző **maginflációs prognózist 2023., illetve 2024. vonatkozásában is 0,5 százalékponttal felfelé módosították, 5,1, illetve 3,0%-ra.**

35. ábra Az EKB szakértőinek 2023. júniusi makrogazdasági prognózisa

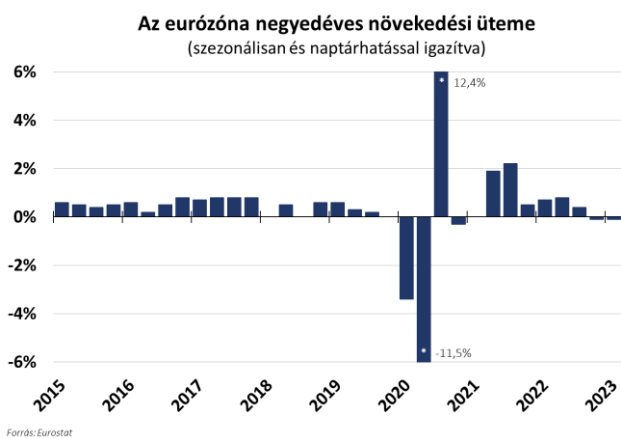
	Infláció			Maginfláció			GDP-növekedés		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Márciusi prognózis	5,3%	2,9%	2,1%	4,6%	2,5%	2,2%	1,0%	1,6%	1,6%
Júniusi prognózis	5,4%	3,0%	2,2%	5,1%	3,0%	2,3%	0,9%	1,5%	1,6%

Forrás: Az EKB szakértőinek 2023.júniusi makrogazdasági prognózisa

Forrás: EKB

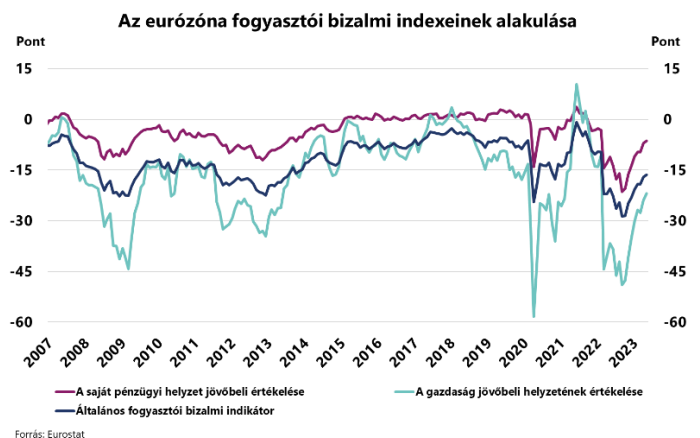
A legtöbb fejlett gazdasághoz hasonlóan az eurózóna is lassulni kezdett az utóbbi negyedévekben. Az Eurostat lefelé módosította az eurózóna első negyedéves GDP-adatát, a várt stagnálás helyett 0,1%-kal csökkent az eurózóna gazdasága, ezzel a tavalyi negyedik negyedéves visszaeséssel együtt **technikai recesszióba került az eurózóna.** A háttérben az energiaválság, valamint a megugró infláció miatt visszafogott lakossági fogyasztás állt, de gyengébben teljesített az ipar is. Hasonlóan, mint a tengerentúlon, a feldolgozóipari bizalmi és beszerzési menedzser-indexek csökkenő trendben vannak, a szolgáltatói indexek jóval magasabb szinteken tartózkodnak. Az ipari kilátásokat egyelőre a kínai újraindítás sem támogatja, mivel a világ legnépesebb országában a fogyasztók az utazásokat, a szabadidős szolgáltatásokat részesítik előnyben az áruk vásárlásával szemben. Középtávon az infláció enyhülése eredményezhet javulást a kilátásokban, ami stabilizálhatja az áruk iránti keresletet is.

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



Forrás: Eurostat

37. ábra: Az eurózóna fogyasztói bizalmi indexeinek alakulása



Forrás: Eurostat

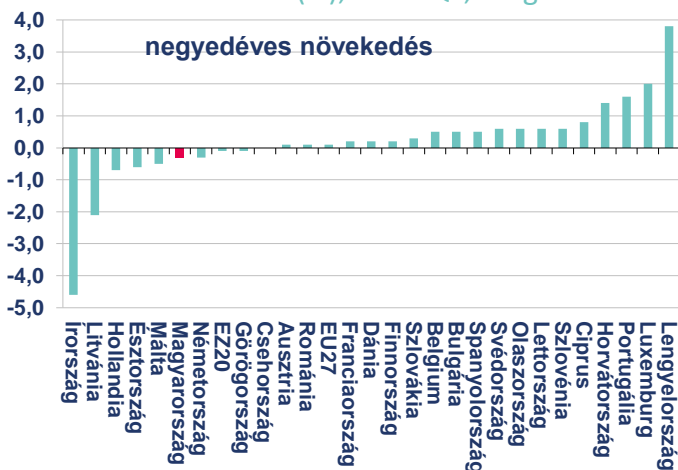
A fogyasztók pesszimizmusa tovább enyhült, a tavalyi év végi mélypontokhoz képest az eurózóna háztartásai egyre jobbnak látják a saját pénzügyi helyzetüket, illetve a gazdaság várható helyzetét is kedvezőbbnek ítélik

meg. Bár megemlítendő, hogy még mindig jellemző a pesszimizmus a lakosság körében. Az utóbbi hónapokban a háztartások inflációs várakozása is fokozatosan mérséklődött.

A nagy tagállamok közül a német gazdaság is recesszióban van, de például a spanyol gazdaság 3,8%-os bővülést mutatott az év első három hónapjában, éves összevetésben. A fűtési szezont követően és az energiaárak csökkenése nyomán a második negyedév már jobban alakulhat, ugyanakkor az EKB kamatemelései nyomán megdrágult hitelek mellett nagy felfutás nem várható a növekedést tekintve. A hitelek kihelyezése már tavaly novembertől csökkenésnek indult, a legutóbbi adatok szerint áprilisban 2,5%-os volt az éves növekedése. Az EKB júniusban a GDP-előrejelzést 0,1 százalékponttal lefelé korrigálta, 2023-ban 0,9%-os, 2024-ben 1,5%-os növekedést várnak.

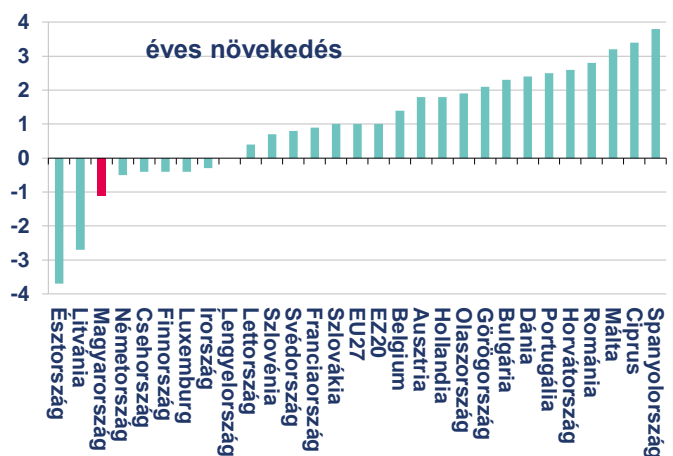
Az európai gazdaság nem mutat egységes képet. Az első negyedéves európai GDP-adatok alapján szembetűnő, hogy az élmezőnyben szinte kizárólag dél-európai országok találhatók, míg a lemaradók között többnyire északi, iparosodottabb államok vannak. A háttérben döntően az energiaválság általi érintettség, valamint a gazdaság szerkezete állhat. Az északi államok magasabb fűtési igénye, a hazánkat, a közép-kelet-európai és a balti államokat érintő, jellemzően jóval magasabb infláció reáljövedelmeket csökkentő hatása, a magasabb fokú iparosodottság miatti magasabb energiaintenzitás általánosságban nagyobb arányban sújtotta az érintett országokat. Ezzel szemben a dél-európai országok alacsonyabb fűtési igénye, általában az ipar alacsonyabb súlya, valamint a többnyire jóval alacsonyabb infláció miatt eleve kedvezőbb helyzetben néztek szembe az energiaárak múlt évi robbanásával.

38. ábra: Az EU tagállamainak n.év/n.év növekedése (%), 2023.Q1, rangsor



Forrás: Eurostat

39. ábra: Az EU tagállamainak év/év növekedése (%), 2023.Q1, rangsor



Forrás: Eurostat

**IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP**

Nemzetközi devizapiacok

**40. ábra: Az EUR/USD keresztárfolyama**



*Forrás: Bloomberg*

**41. ábra: Az USD/JPY keresztárfolyama**



*Forrás: Bloomberg*

Az elmúlt negyedévben ismét a dollár vette át az irányító szerepet az euró ellenében, amit elsősorban a vártnál erősebb amerikai makrogazdaság és a legutóbbiak alapján még magasabbra árazott dollár kamatpálya eredményezett, de aztán ismét egy mérsékelt korrekció következett be az 1,09-es szintig. Negatív tényezőként pedig jelen van, hogy ugyan átmenetileg lekerültek az asztalról az amerikai regionális bankcsődökkel kapcsolatos félelmek, azonban a tovább emelkedő kamatok fényében ez még mindig stabilitási kockázatot jelent. A később kezdődött és jelenleg is „elkötelezettebb” európai szigorítás miatt továbbra is kissé eltérő monetáris politikai cikluson túl – amiben szerepet játszik az is, hogy az EKB-nak az eltérő ciklusban járó európai gazdaságok miatt nehéz egyszerre minden gazdaságnak megfelelő monetáris politikát folytatnia -, fundamentális szempontból az euró moderált erősödése lenne indokolt a devizakereslet arányaiból kifolyólag, mivel **az euróövezetben a megdrágult, de azóta jelentősen korrigáló import energiaárak és a némileg magára találó ipari export mellett ismét fizetési mérleg többlet van (2023. Q1: +65,3Mrd EUR). Míg ezzel élesen ellentétes a pandémia előtti szinthez képest is masszívan negatív amerikai fizetési mérleg (2023. Q1: -219,3Mrd USD),** ami szintén összefüggésben van a nyersanyagárak növekedésével, valamint korábban az elhalasztott kereslet és a beruházások importvonzata is ezt erősítette, amit a reáljövedelemcsökkenés és a magas kamatszint fékezhet némileg. **Továbbra is igaz azonban, hogy a jegybanki tisztviselői nyilatkozatok, iránymutatások és szóbeli intervenciók elsődleges fontosságúak a devizaárfolyamok alakulásában, különösen a kamatpályák csúcsához közeledve és a jövő év közepétől terítékre kerülhető kamatcsökkentésekhez kapcsolódó kommunikációt tekintve,** ahogy az látszik is a piaci reakciókon egy-egy jegybanki megnyilatkozás után, a legtöbb jelentős mozgás az újabb jegybanki irányok potenciális megjelenésével kapcsolatos.

A forintárfolyam alakulása

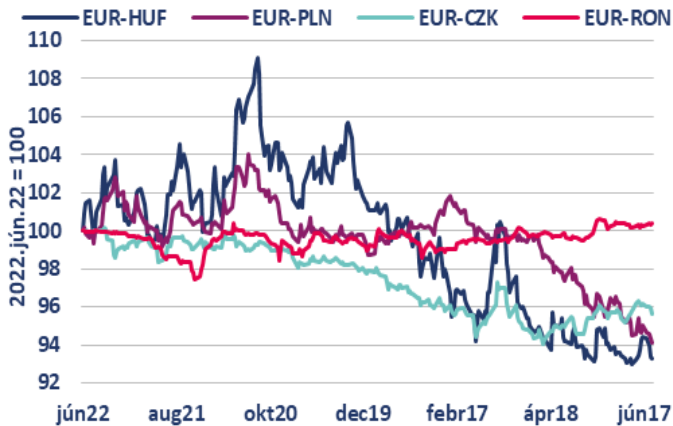
**42. ábra:** Az EUR/HUF keresztárfolyam



**43. ábra:** Az USD/HUF keresztárfolyam

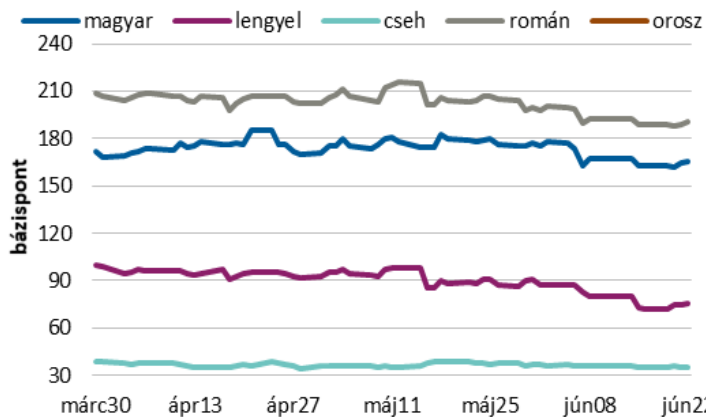


**44. ábra:** Az EUR/régiós devizák relatív telj. (előző év azonos időszaka=100)



Forrás: Bloomberg

**45. ábra:** A régiós csőd-kockázati CDS felárak alakulása



Forrás: Bloomberg

**A második negyedév során kiemelt stabilitást mutatott a hazai deviza,** gyakorlatilag alig lépett ki a 370-375-ös sávjából az euróval szemben, így kijelenthető, hogy nem nyertek megerősítést azok a várakozások, miszerint a kiemelten magas hazai irányadó kamatszint csökkentésének megkezdésével gyengülő pályára kerülhet a forint. A régiós devizák euróval szembeni teljesítményét összehasonlító ábrán látható, hogy a tavalyi jelentős gyengülés után a forint vezet egyértelműen az idei korrekciós trendet és közel 8%-kal a tavalyi ilyenkorai szintje alatt tartózkodik, ezzel segítve az import infláció leszorítását is.

**Az idei év végére, a korábbi negyedévhez képest változatlanul hagyva, 378-as EUR/HUF-árfolyamszintet várunk, mivel a pozitív és negatív tényezők kiegyensúlyozottnak mutatkoznak középtávon.** Összességében az év során a 370-380-as sávban oldalazó, esetlegesen időszakosan óvatos forinterősödésre számítunk, a tavaly látott szélsőséges kilengésekre jelenleg jóval kisebb az esély, de váratlan negatív geopolitikai fejlemények vagy a gyors globális kamatemelésekből eredő újabb pénzügyi stabilitási kockázatok esetén a pálya hordozhat kockázatot.

**A forintárfolyamot támogató, pozitív fundamentális tényezőként van jelen jelenleg,** hogy a jelentősen lecsökkent világpiaci energiaárak következtében a hazai gazdaság látványosan javuló külső egyensúlya segíti a forintot, mivel korábban épp ez helyezte rá a régiós átlagnál nagyobb nyomást. Az energiaárak esése néhány hónap csúszással érdemben enyhíti a folyó fizetési mérleg hiányát, ahogy azt megalapozzák a legutóbbi hónapok pozitív külkereskedelmi adatai is. Ezen felül jelen van, hogy bár jelentősen elhúzódik, de továbbra a legvalószínűbb forgatókönyv, hogy lesz teljes EU-s megállapodás és forrásbeáramlás, ami esetén elképzelhető egy néhány százalékpontos további erősödés, mivel ez a scenárió egyelőre csak részben kerülhetett beárazásra az árfolyamban.

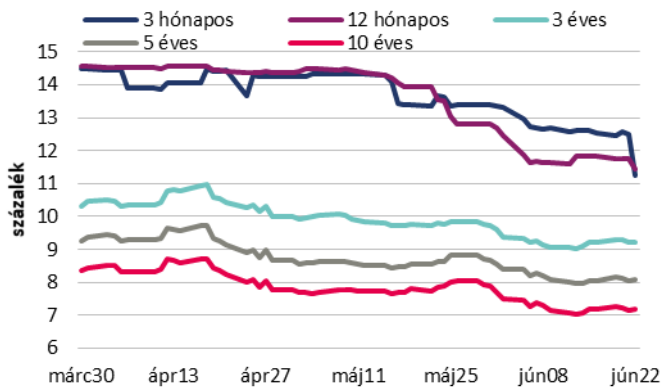
Szintén pozitív tényező, hogy a jelenlegi 16%-os irányadó kamatszint továbbra is kiemelkedően magas, így kellő védelmet nyújt a forintnak, ahogy azt látjuk is, mivel a kamatcsökkentések után is alapvetően lefelé mozdul az árfolyam. Így e kamatszint mellett továbbra is drága a forint elleni short pozíciók felvétele, továbbra is megéri forintban denominált eszközökben a forintkamatért tartani a befektetéseket – akár más, alacsonyabb kamatozású devizában felvett hitelből is, vagyis carry trade pozíciót felvenni. Szintén a pozitív oldalra írható, hogy az elmúlt időszak hitelminősítői felülvizsgálatai nem tartalmaztak negatív felülvizsgálatra vonatkozó megjegyzést. Összeségében, az elindult hazai kamatcsökkentési ciklus ellenére sem számítunk a forint jelentős gyengülésére, mivel az infláció várható meredek csökkenésének hatására az év végére így is pozitív lesz a reálkamat, a hazai külső egyensúlyi helyzet javulása szintén támaszt jelent, illetve a magyar irányadó kamatszint továbbra is a legmagasabb lesz a régióban, még az őszi és az év végi hónapokra várható alacsonyabb szintjén is, továbbra is támaszt adva a hazai devizának.

**A forint kapcsán ugyanakkor negatív tényezőként figyelembe kell venni,** hogy egy esetlegesen újból tartósan megugró energiaárhullám és romló külső egyensúly a tavaly látottakhoz hasonlóan okozhat turbulenciát, mivel a magyar gazdaság külső energiafüggősége, bár kismértékben csökkent tavaly óta, de továbbra is jelentős. Továbbá, bár egyre inkább „beépült kockázatként” van jelen, de szempont nemzetközi befektetői szempontból, hogy az orosz-ukrán háború egy szomszédos országban zajlik, ezért a földrajzi közelség miatt még a feltörekvő piacokon belül is kiemelt volatilitás jellemezheti a régiós devizákat negatív geopolitikai fejlemények esetén.

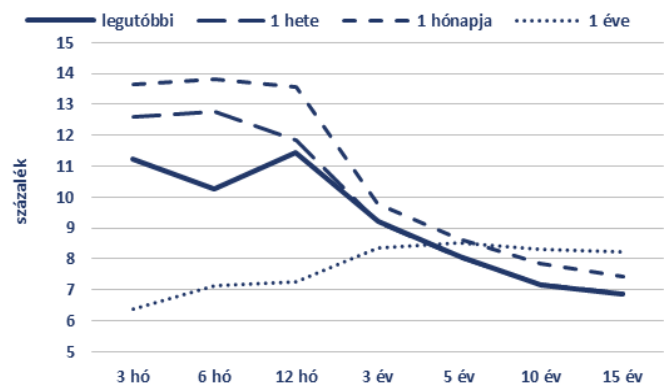
**A magyar 5 éves csőd-kockázati CDS felár** a háború előtti 55bp-os szintjéhez képest továbbra is 160-170bp környéként tartózkodik, ami szinte megegyezik az előző negyedévi szintjével. Eközben a háború kapcsán a hasonló földrajzi helyzetben lévő lengyel CDS 10bp körüli mértékben csökkent az előző negyedévhez képest, míg a román CDS hasonlóan csorgott lefelé, éves összevetésben azonban jól látszik a háborús földrajzi esetleges érintettség szerepe is, mivel eközben a cseh felár éves összevetésben is alig emelkedett és az elmúlt három hónapban is stabil és alacsony volt.

Magyar állampapírpiac, hozamok

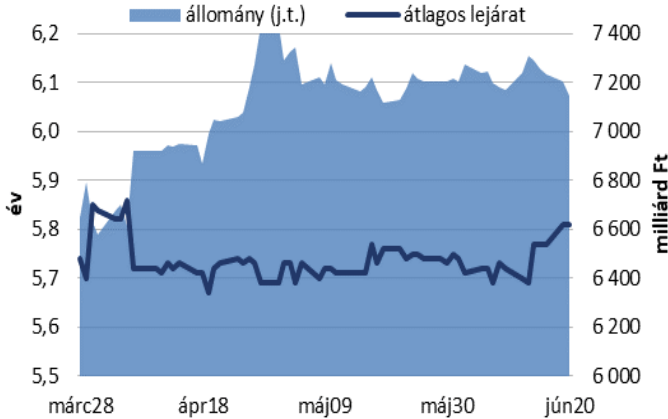
**46. ábra: Magyar állampapírhozamok**



**47. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása**

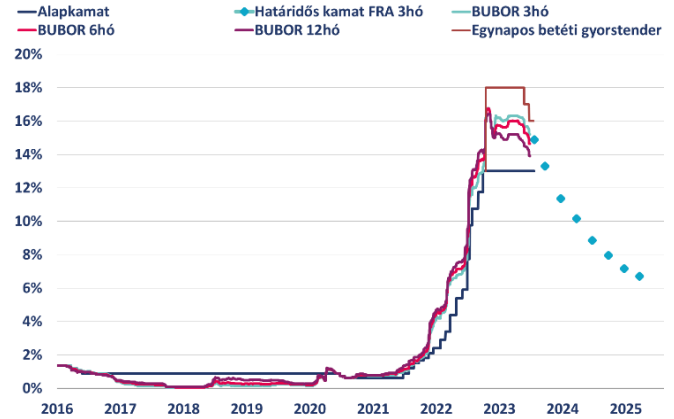


**48. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és lejárat**



*Forrás: Bloomberg, ÁKK*

**49. ábra: Magyar bankközi kamatok és a határidős kamatpálya lefutása**



*Forrás: Bloomberg, MNB*

**A magyar államháztartás finanszírozási helyzete továbbra is stabil, az ÁKK rendszeres aukcióin jelentős kereslet látszik minden lejáraton, amely keresletet ösztönzi a korábbi évekhez képest jelentősen megemelkedett hozamszint is, mivel kiváló hozamlehetőséget biztosítanak a hazai állampapírok. A legutóbbi időszak fejleménye, hogy a hazai kormányzat több döntéssel is a hazai állampapírtartás irányába kívánja csatornázni a megtakarításokat, mind a bankok és a befektetési alapok, mind pedig a lakosság likvid eszközeinek oldaláról, amely hatás hamar látványossá is vált a hozamgörbe rövid oldalán. Eközben a hozamgörbe hosszabb oldalát az is segíti, hogy az MNB nem értékesíti a mérlegében lévő, a teljes adósságon belül 8%-os részarányt képviselő állampapír-állományát, a kötvényvásárlási programok keretében megvásárolt állampapírokat lejáratig tartja.**

**A kiemelkedő hozamoknak köszönhetően a külföldiek továbbra is stabilan keresik a magyar forint alapú állampapírokat, az előző negyedévi 6 700 milliárdról 7 200 milliárd forintra emelkedett az állományuk. A háztartások szintén tovább vásárolják a lakossági kötvényeket, immár túlnyomó többségében az inflációkövető PMÁP-ot - kisebb részben a bankközi kamatokhoz indexált papírokat -, és összességében a háztartások kezében immár 11 ezer milliárd forintnyi állampapír, vagyis a teljes államadósság 23%-a van jelenleg közvetlenül.**

A lenti táblázatban látható alacsonyabb lakossági állampapír-állományban technikai hatásként van jelen, hogy a lakosság jelentős vásárlójává vált az utóbbi időszakban a nem kifejezetten lakossági, többek közt DKJ papíroknak, ami így nem kerül bele ebbe a kategóriába. A lakossági állampapírok az inflációkövető magas garantált kamatnak, a gyakorlatilag kockázatmentességnek, illetve a hozam adómentességének köszönhetően továbbra is egyedülállóan vonzó befektetési alternatívák lehetnek a következő években, de ez középtávon átmenetileg a költségvetési kamatkiadásokat is érezhetően növeli.

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

	<b>ÁKK célérték 2023</b>	<b>2023.04.30*</b>	<b>2021.12.31*</b>
<b>Államadósság devizaaránya</b>	maximum 30%	<b>25,9%</b>	20,4%
<b>Devizaadósság összetétel</b> (devizaswapok után)	100% EUR	<b>99,9% EUR</b>	100% EUR
<b>Átlagos lejáratidő (ATM)</b>	minimum 5,5 év	<b>6,2 év</b>	5,1 év
<b>Átlagos átárazódásig hátralévő idő (ATR)**</b>	minimum 4,0 év	<b>5,2 év</b>	4,5 év
<b>Fix kamatozású papírok aránya</b>	60-80%	<b>70,7%</b>	81,5%
<b>Lakossági állampapírok aránya</b>	20-25%	<b>19,2%</b>	24,5%
<b>Zöldkötvények aránya</b>	-	<b>3,4%</b>	-

\*Forrás: ÁKK, 90 napos mozgóátlag

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

**A teljes államadósságon belül a devizaarány némileg 25% fölött áll a legutóbbi adatok alapján** és az ÁKK a stratégiája szerint a továbbiakban is kész menedzselni az adósságot visszavásárlásokkal, és akár devizás kibocsátásokkal, ha a lejáratidő szerkezet, a hozamszint vagy előfinanszírozás azt indokoltá teszi. Az ÁKK reagálva a piaci körülményekre, folyamatosan kénytelen feljebb tolni a tolerálható maximális devizaarányt az államadósságon belül, így jelenleg a 25-30%-os tolerálható sávnál tart a stratégiai arány, ami a finanszírozási stratégia manőverezési képességének növelésével indokolható, mivel a forinthozamok 2021. végétől látott jelentős megugrása egyre vonzóbbá tette és teszi az érdeemben alacsonyabb kamatszintű deviza kibocsátásokat.

A 49. ábrán látható határidős kamatlefutás a jelenlegi régióban is kiugró szintekről a megkezdődött és továbbra is gyors csökkenést áraszt, ami összhangban a várakozásainkkal 2023. végére 10,5% környékére csökkenő piaci kamatszintekkel kalkulál, indokoltan, mivel ilyen magas kamatszint tartós fennmaradása már érdeemben fékezne a reálgazdasági növekedést. **Ez fokozatosan segítséget jelent majd az államadósság megugrott kamatterheinek és finanszírozási kockázatainak csökkentésében, elsősorban a bankközi hozamokhoz indexált papírok esetében, illetve a rövid oldalon a gyors átárazódásnak köszönhetően,** azonban a határidős kamatlefutás a múltbeli tapasztalatok alapján meglehetősen volatilis, így elsősorban elméleti irányjelző szerepet tulajdonítanánk a görbének.

A jelen kiadvány készítői



**Kuti Ákos, CFA**

Elemzési Centrum vezető

[Kuti.Akos@mbhbank.hu](mailto:Kuti.Akos@mbhbank.hu)



**Suppan Gergely**

Vezető elemző

[Suppan.Gergely@mbhbank.hu](mailto:Suppan.Gergely@mbhbank.hu)



**Horváth András**

Vezető elemző

[Horvath.Andras@mbhbank.hu](mailto:Horvath.Andras@mbhbank.hu)



**Balog-Béki Márta**

Tőkepiaci elemző

[Balog-Beki.Marta@mbhbank.hu](mailto:Balog-Beki.Marta@mbhbank.hu)

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



## JOGI NYILATKOZAT

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

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

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

További tájékoztatás elérhető a Bank fiókjában, valamint az [mbhbank.hu](http://mbhbank.hu) honlapon.

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