

**MBH** BANK

# NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ



2023. október

**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.....	19
Költségvetési folyamatok.....	20
Külső egyensúlyi helyzet .....	22
Ingatlanpiac.....	25
<b>III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK</b> .....	<b>28</b>
Az USA gazdasági folyamatai .....	28
Az eurózóna gazdasági folyamatai.....	31
<b>IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP</b> .....	<b>34</b>
Nemzetközi devizapiacok.....	34
A forintárfolyam alakulása .....	35
Magyar állampapírpiac, hozamok.....	37
<b>A JELEN KIADVÁNY KÉSZÍTŐI</b> .....	<b>40</b>

**LEZÁRVA: 2023.szeptember 28-án 15:00 órakor. Az előrejelzéshez használt adatokat 2023. szeptember 26-ig vettük figyelembe.**

## ÖSSZEFOGLALÓ

### Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

#### *GDP növekedés*

Egyes szolgáltatói ágazatok gyenge teljesítménye miatt idén a GDP 0,1%-os visszaesésére számítunk a korábbi 1,0%-os növekedési várakozásunkkal szemben. A felhasználási oldalon idén a növekedést a nettó export húzza, a fogyasztás a korábbi várakozásunkhoz képest kisebb, ezzel szemben a beruházások nagyobb mértékben csökkenhetnek. Az idei évi kilátásokat az év elején javította az elmaradó akut energiaválság, az európai gazdaságok alkalmazkodóképessége, illetve az energiaárak visszaesése.

Azonban a gyenge belső és külső kereslet – különösen a gyenge európai és ezen belül német gazdasági teljesítmény – továbbra is beárnyékolja a kilátásokat. Az év eleji kínai nyitás egyelőre nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket. A következő években újra gyorsulhat itthon 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. Az idei évi alacsonyabb bázis miatt 4,4%-ra javítjuk a jövő évi, míg 4,3%-on tartjuk a 2025. évi növekedési előrejelzésünket.

A GDP 0,3%-kal csökkent 2023. második negyedében az előző negyedévhez képest, míg 2,4%-kal csökkent az egy évvel ezelőttihez képest. Ennek megfelelően a hazai gazdaság technikai recesszióban maradt. A kifejezetten gyenge első félévi teljesítmény után a második félévben az energiaárak meredek visszaesésével már fordulatot várunk, amit a mezőgazdaság is támogat a kirívóan alacsony tavalyi bázis miatt. A fellendülést támogathatja, hogy a tavalyi rendkívül magas fixáras éves szerződések hamarosan kifutnak, és az új szerződésekben várhatóan már lényegesen kedvezőbb feltételekkel juthatnak energiához az érintett gazdasági szereplők. A növekedést az év végén a termékadók és támogatások egyenlegének várható pozitív fordulata is támogathatja. A fogyasztást az év elején még visszafogta a csökkenő reálbér, de szeptembertől 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 következő években már újra dinamikus lehet a növekedés, részben az elhalasztott fogyasztás pótlása, részben a várhatóan mérséklődő kamatok hatására feltehetően élénkülő beruházások, döntően pedig a további feldolgozóipari kapacitások üzembe helyezése miatt.

#### *Infláció*

Az üzemanyagárak váratlan mértékű nyár végi megugrása, valamint az élelmiszerárak inflációjának vártnál lassabb mérséklődése miatt 17,5%-ról 17,8%-ra emeljük az idei átlagos inflációs előrejelzésünket, míg jövőre az infláció az üzemanyagok jövő év eleji jövedéki adóemelése ellenére 3,9%-ra mérséklődhet. Döntően bázishatások miatt számítunk az infláció további meredek csökkenésére, mivel számos tavalyi

évközbeni intézkedés (neta, jövedéki adó emelések, az átlag felett fogyasztó háztartások rezsijének emelése), valamint a külső sokkhatások és a forintgyengülés hatása kiesik, vagy már ki is került a bázisból. Az utóbbi időben **egyre szélesebb körben** bejelentett **árcsökkentések** hatására **az infláció csökkenése akár meredekebb is lehet**, amit a nemzetközi termény-, nyersanyag- és energiaárak zuhanása is támogat, ezek többségében már a két évvel ezelőtti szinteken járnak. Az előbbi folyamatokat az árfigyelő rendszer bevezetése is erősítette a kiskereskedelmi láncok versenyének fokozásán keresztül. A csökkenő beszállítói árak átadását a visszaeső kiskereskedelmi forgalom is indokolja.

A forint árfolyamának tavalyi szintekhez képesti erősödése pedig szintén gyorsíthatja az infláció mérséklődését, ami a tartós fogyasztási cikkeknel már határozottan megfigyelhető. **Mindezek hatására novembertől egyszámjegyű lehet az infláció, ami az év végére 6% közelébe csökkenhet.**

### *Munkaerőpiac*

**A legutolsó adatok szerint május-július átlagában a teljes foglalkoztatotti létszám 4 728 ezer fő volt a magyar gazdaságban, így a hazai munkaerőpiac továbbra is kiemelt stabilitást mutat.** Júliusban a 15-74 éves népesség 67,6%-a volt jelen a munkaerőpiacon, a szezonálisan összevethető tavalyi év azonos hónapjában mért 66,7%-os aktivitási rátával és az előző hónapban mért 67,7%-os szinttel szemben. **A hazai foglalkoztatottsági szint új csúcsra emelkedett – amit a nyári szezonális is segít –, miközben a munkaerőpiacra visszatérők számának növekedése miatt az aktivitás is rekordmagasságba került, megközelítve az 5 millió főt.**

A legutolsó elérhető adatok szerint júliusban 15,2%-os növekedést mutatott a bérdinamika, a hónapban a bruttó átlagkereset 559 100 forint volt a teljes munkaidőben, a munkáltatók teljes körénél foglalkoztatottak esetében, míg a nettó átlagkereset 385 600 forinton állt. A bérdinamika – és az infláció – alapfolyamatait meghatározó és így a monetáris politika szempontjából is kiemelt mutató, a rendszeres bérek növekedése pedig 15,6% volt a hónapban az előző havi 14,9% után. **Ezáltal folytatódott az erőteljes bérnövekedési ütem a hazai munkaerőpiacon, így láthatóan továbbra is reagálnak az inflációs folyamatokra a vállalatok a munkaerő megtartása érdekében.** A reálgazdasági környezet lassulásával, illetve az erőteljes kamatemelések következtében elméletileg lassulást mutathatna a folyamat, de a kiemelten feszes munkaerőpiac és az alacsony munkanélküliség láthatóan továbbra is indukálja a bérversenyt. **Idén a bérminimum emelkedések segítségével 15%-ot elérő lehet a bérnövekedési ütem, míg jövőre 8,5%-os lehet a béremelkedés, amit a minimálbért érintő tárgyalások még befolyásolhatnak.**

### *Külső egyensúly*

Tavaly a meredeken emelkedő energiaárak hatására a cserearány romlása okozta a külső egyensúlyi helyzetünk markáns erózióját. Az energiaegyenleg önmagában közel 10 milliárd eurót tett ki a külkereskedelmi mérleg 10,7 milliárd eurót elérő romlásában. **Az energiaárak számottevő visszaesése, valamint a gyenge belső kereslet miatt idén 6 milliárd eurót meghaladó többletbe fordulhat a külkereskedelmi egyenleg.** A jelenlegi energiaárak mellett a **cserearányok javulása akár a 9-9,5 milliárd eurót is elérheti.** A beruházások és a fogyasztás lassulása szintén csökkentheti az importot, míg az ellátási problémák, a chiphíány enyhülése, valamint az 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 hiánya tavaly 7,4 milliárd euróval **13,9 milliárd euróra romlott**, amit teljes mértékben a cserearányromlás okozott. **Idén a cserearányok javulása, a belső kereslet visszaesése és az export folytatódó növekedése miatt 0,8 milliárd euróra, a GDP 0,4%-ára csökkenhet a folyó fizetési mérleg hiánya, míg a tőkemérleggel együtt a külső finanszírozási képesség már többletet mutathat.**

### *Monetáris politika*

**A hazai gazdaság kedvezőbb kockázati megítélésének stabilizálódása lehetővé tette az irányadó egynapos betéti gyorstender kamatának összezárását az alapkamattal idén szeptemberben,** amivel lezárult egy korszak a monetáris politikában. A monetáris politikai eszköztár egyszerűsítésével **ismét az alapkamat** válik az irányadó instrumentummá. A Monetáris Tanács a következő kamatdöntő ülések alkalmával folyamatosan értékeli a **beérkező makrogazdasági adatokat, az inflációs kilátásokat,** valamint a **kockázati környezet alakulását,** és ezek alapján dönt a monetáris kondíciók módosításáról. **A szigorú monetáris kondíciók változatlanul szükségesek** az árstabilitás fenntartható elérése érdekében. Mivel a jegybank várakozásai szerint - valamint saját várakozásunk szerint is - az év végére igen meredeken csökken az infláció, az év utolsó hónapjaiban az alapkamat csökkentésére számítunk, ami **decemberre 11%-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.

**A kamatcsökkentés azonban a korábbi várakozásunknál némileg lassabb, elnyújtottabb lehet,** mivel egyrészt az üzemanyagárak megugrása miatt az infláció, másrészt a fejlett piaci jegybankok magasabb kamatok hosszabb ideig való fenntartása melletti elköteleződése által okozott nemzetközi hangulatromlás óvatosságot indokolnak.

### Forintárfolyam

**A harmadik negyedév során** az előző negyedév kiemelt stabilitása után **már nagyobb ingadozást mutatott a hazai deviza** több okból kifolyólag, és egy szélesebb, 373-393-as sávban mozgott. Az egyik alapvető fundamentum a hazai deviza mögött, hogy nem nyertek megerősítést azok a várakozások, miszerint a kiugróan magas hazai irányadó kamatszint normalizálódásával folyamatos és tartós gyengülő pályára kerülhet a forint, miután szeptember végéig már a 13%-os szinten összezárt az alapkamat és az irányadó ráta. **Az idei év végére - a korábbi negyedévhez képest változatlanul hagyva - 378-as EUR/HUF-árfolyamszintet várunk, mivel a pozitív és negatív tényezők kiegyensúlyozottnak mutatkozhatnak középtávon.** Összességében az év hátralevő részében a 375-385-as sávban oldalazó árfolyamszintre számítunk, a tavalyi évben látott szélsőséges kilengésekre jelenleg jóval kisebb az esély. Ugyanakkor váratlan negatív geopolitikai fejlemények, vagy a gyors globális kamatemelésekből eredő újabb pénzügyi stabilitási kockázatok esetén a pálya hordozhat negatív irányú kockázatot is, azonban egy ilyen forgatókönyv esetén a forint nem lenne egyedül ezzel a problémával a világpiacon.

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	-0,1	4,4	4,3
Háztartási fogyasztás, %	4,5	-1,9	4,0	5,8	-1,0	3,6	3,8
Kormányzati fogyasztás, %	9,5	3,9	2,5	-1,3	0,6	1,8	2,0
Állóeszköz-felhalmozás, %	12,8	-7,1	6,5	1,2	-6,6	4,5	4,4
Export, %	5,4	-6,1	8,8	11,8	2,7	6,2	5,2
Import, %	8,2	-3,9	7,7	11,1	-2,2	5,9	4,5
Ipari termelés, %	5,6	-6,0	9,5	5,8	-2,2	8,1	5,0
Építőipari termelés, %	20,4	-9,7	12,1	3,0	-8,5	0,0	4,7
Kiskereskedelmi forgalom, %	6,3	-0,1	3,7	5,2	-6,6	6,6	4,0
Külkereskedelmi egyenleg, mrd €	4,33	5,62	1,62	-8,59	6,3	7,55	8,7
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	3,4	3,3	5,1	14,5	17,8	3,9	3,2
Maginfláció éves átlag, %	3,1	3,7	3,9	15,7	18,3	4,0	3,4
Munkanélküliségi ráta, %	3,3	4,1	4,1	3,6	3,8	3,5	3,3
Nemzetgazd. bruttó átlagkereset, %	11,4	9,7	8,5	17,6	15,0	8,5	7,5
Nettó reálbér, %	7,7	6,2	3,2	3,0	-2,0	4,4	4,2
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	70,3	68,4	66,4
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	-0,8	-1,1	-4,1	-8,1	-0,4	0,6	1,4
Külső finans. képesség*, GDP %-a	1,0	0,9	-1,5	-6,1	1,2	2,7	3,1
Bruttó külső adósság*, GDP %-a	72,7	81,9	84,8	88,2	85,6	75,2	66,2
Nettó külső adósság*, GDP %-a	7,4	10,3	15,7	17,5	17,5	14,9	11,5
GLOBÁLIS, ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA							
EUR/USD év végi	1,1211	1,2215	1,1382	1,0705	1,08	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	380,70	376,50	370,00
USD/HUF év végi	294,74	296,94	321,34	373,34	352,5	330,40	330,40
USD/HUF éves átlag	290,69	307,84	300,91	373,12	350,80	338,60	330,00
MNB alapkamat év végi	0,90%	0,60%	2,40%	13,00%	11,00%	6,00%	4,50%
EKB (betéti) alapkamat év végi	0,50%	0,50%	0,50%	2,00%	4,00%	3,75%	3,00%
FED alapkamat év végi	1,75%	0,25%	0-0,25%	4,25-4,50%	5,25-5,50%	4,75-5,00%	3,75-4,00%
3-hónapos BUBOR év végi	0,16%	0,75%	4,21%	16,18%	10,25%	6,00%	4,50%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	1,17%	1,42%	4,35%	9,89%	6,95%	5,90%	5,30%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,01%	2,17%	4,51%	9,11%	6,80%	5,90%	5,50%
5-éves magyar CDS-felár év végi	71bp	60bp	45bp	198bp	145bp	125bp	110bp

## II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK

### Gazdasági növekedés

**2,4-kal csökkent a hazai GDP 2023. második negyedévében**, míg szezonálisan és naptárhatással kiigazítva a visszaesés 2,3% volt. **Az előző negyedévhez képest a gazdaság teljesítménye 0,3%-kal csökkent, így a hazai gazdaság technikai recesszióban maradt.** A gazdasági teljesítmény csökkenéséhez a legnagyobb mértékben az ipar és a piaci szolgáltatások, ezen belül a kereskedelem és szállítás, raktározás járult hozzá. A visszaesést ugyanakkor mérsékelte a mezőgazdaság kedvező teljesítménye. A szolgáltatások hozzáadott értékének csökkenését részben ellensúlyozta az egészségügyi szolgáltatások jelentős növekedése. A termékadók és támogatások egyenlege a korábbi évek átlagát meghaladó mértékben rontotta a GDP-t. A felhasználási oldalon a **háztartások fogyasztásának visszaesése meglepően mérsékelt** volt, a bruttó állóeszköz-felhalmozás ugyanakkor a várakozásokat meghaladó mértékű zsugorodást mutatott. A készletek jelentősen rontották a GDP-t, a külkereskedelem egyenlegének javulása pedig szignifikánsan járult hozzá a GDP-hez. **Egyes szolgáltatói ágazatok gyenge teljesítménye miatt idén a GDP 0,1%-os visszaesésére számítunk a korábbi 1,0%-os növekedési várakozásunkkal szemben.**

**Továbbra is kettősség látszik a fogyasztásban, valamint a bruttó állóeszköz-felhalmozás területén. Míg a háztartások fogyasztási kiadásai csökkentek, a kormányzattól kapott társadalmi juttatások növekedése mérsékelte a végső fogyasztás visszaesését.** A bruttó állóeszköz-felhalmozás csökkenése meghaladta a várakozásokat, ezen belül azonban **továbbra is dinamikus növekedés látszik a feldolgozóipari beruházások** esetében. A második negyedévben a **kiskereskedelmet** a reálbérek csökkenése továbbra is visszahúzta, azonban a visszaeséshez a háztartások óvatos költekezése is hozzájárult. Az **ipar alágazatai** közül az energiaárak tavalyi robbanása negatívan érintette az **energiaigényes** ágazatokat (például vegyipar, műtrágyagyártás, fémipar, gumi-, műanyag-, nemfém ásványi anyagok gyártását), egyes szereplők átmeneti leállásra, vagy termelés visszafogásra kényszerültek. Emellett az élelmiszerek iránti belső és külső kereslet csökkenése az élelmiszeriparban is visszaeséshez vezetett. Ezzel szemben a beszállítói problémák enyhülésének köszönhetően **jól teljesített a járműgyártás**, illetve az **akkumulátorgyártás felfutásának** köszönhetően a **villamos berendezés gyártása** is húzóágazat volt. Az állami és uniós finanszírozású beruházások visszaesése, a magas kamatok miatt csökkenő kereslet és építési kedv miatt az **építőipar is gyengén** teljesített. **A szolgáltatói ágazatok többségében mélyült a visszaesés mértéke**, vagy mérséklődött a növekedés.

A kifejezetten gyenge első félévi teljesítmény után a második félévben az energiaárak meredek visszaesésével már **fordulat várható**, amit a mezőgazdaság is támogat a kirívóan alacsony tavalyi bázis miatt. A fordulatot támogathatja, hogy a tavalyi rendkívül magas fixáras éves szerződések hamarosan kifutnak, és az új szerződésekben várhatóan már lényegesen kedvezőbb feltételekkel juthatnak energiához az érintett



gazdasági szereplők. A fogyasztást az év elején még visszafogta a csökkenő reálbér, de szeptembertől 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. Az év végétől pedig a termékadók és támogatások egyenlegében várható fordulat is érdemben hozzájárulhat a gazdasági növekedéshez. A következő években már újra dinamikus lehet a növekedés, részben **az elhalasztott fogyasztás pótlása**, részben a várhatóan **mérséklődő kamatok** hatására feltehetően **élénkülő beruházások**, döntően pedig a további feldolgozóipari kapacitások üzembe helyezése miatt.

A felhasználási oldalon idén **a növekedést elsősorban a nettó export húzhatja, a fogyasztás a korábbi várakozásunkhoz képest kisebb, ezzel szemben a beruházások nagyobb mértékben csökkenhetnek**. Az idei évi kilátásokat az elmaradó akut energiaválság, az európai gazdaságok alkalmazkodóképessége, az energiaárak visszaesése az év elején javította, azonban **a gyenge belső és külső kereslet – különösen a gyenge európai és ezen belül német gazdasági teljesítmény – továbbra is beárnyékolja a kilátásokat**. Az év eleji kínai nyitás egyelőre nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket. A következő években **újra gyorsulhat itthon 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. Az idei évi alacsonyabb bázis miatt 4,4%-ra javítjuk a jövő évi, míg 4,3%-on tartjuk a 2025. évi növekedési előrejelzésünket.

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



Forrás: KSH, MBH Bank (árnyékolt terület)

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



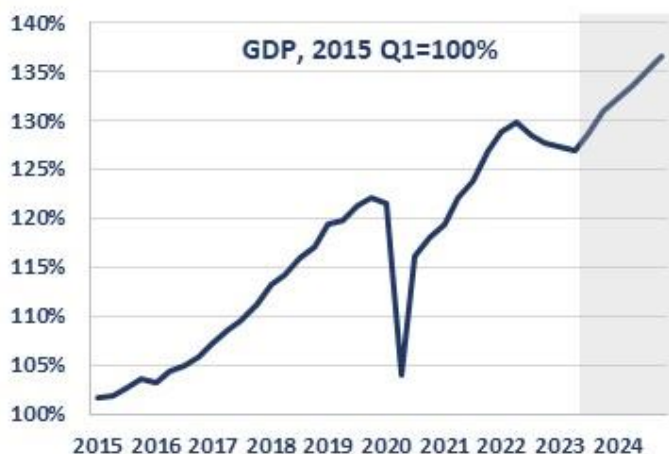
Forrás: KSH, MBH Bank (árnyékolt terület)

2023. második negyedében **az ipar, valamint a feldolgozóipar hozzáadott értéke rendre 5,7%-kal, illetve 4,0%-kal csökkent** az egy évvel ezelőtti szinthez képest, az első negyedévben mutatott 3,2%-os, illetve 1,5%-os mérséklődést követően. A feldolgozóipari ágazatok közül a közúti jármű és a villamos berendezés 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 1,0 százalékponttal rontotta a gazdasági teljesítményt. Az építőipar** hozzáadott értéke 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, 67,9%-kal bővült az első negyedévben, így 1,7 százalékponttal mérsékelte a GDP visszaesését.**

A **szolgáltatói ágazatok hozzáadott értéke 2,4%-kal csökkent, meredek romlást mutatva az előző negyedévben mért 1,1%-os növekedéshez képest, így 1,5 százalékponttal járult hozzá a GDP visszaeséséhez.** A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás teljesítménye 11,1%-kal csökkent, ezen belül az előbbi teljesítménye 12,6%-kal, az utóbbiaké 2,5%-kal esett vissza. A szállítás, raktározás ágazat teljesítménye 6,2%-kal csökkent. **Több ágazat továbbra is növekedést mutatott,** így többek között az információ, kommunikáció (+2,6%) a pénzügyi, biztosítási tevékenység (+1,9%), az ingatlanügyletek (+0,5%), a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztrációs tevékenységek alágazat azonban jelentősen, 2,9%-kal csökkent. Az állami szolgáltatások közül kiemelkedett az egészségügyi szolgáltatások 10,2%-os bővülése, ezzel szemben az oktatás kibocsátása 4%-kal zsugorodott. A művészet, szórakoztatás, szabadidős tevékenységek hozzáadott értéke 1,4%-kal csökkent, részben azért, mert egyes intézmények az energiaárak emelkedése miatti átmenetileg bezártak, azonban a fűtési szezont követően többségben újra kinyithattak, amit kedvezményes, állam által biztosított szerződések is támogathatnak. **A termékadók- és támogatások egyenlege a korábbi évek átlagához képest jóval nagyobb mértékben befolyásolta a GDP alakulását, 1,2 százalékponttal rontotta a növekedést.**

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 GDP felhasználási oldalán a **lakosság** fogyasztási kiadása 3,2%-kal, tényleges (pénzbeni és nem pénzbeni transfereket is tartalmazó) **fogyasztása 1,6%-kal csökkent**, így a **fogyasztás 0,9 százalékponttal mérsékelte a GDP-t**. A tartós termékekre fordított hazai fogyasztási kiadások volumene 0,1%-kal, a szolgáltatásoké 0,7%-kal bővült, ezzel szemben a nem tartós cikkeké 9%-kal, a féltartós termékeké pedig 4,2%-kal csökkent. A háztartások végső fogyasztásának visszaesését jelentősen mérsékelte a **kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások 6,2%-os növekedése**. A **közösségi fogyasztás 2,3%-kal emelkedett**, így 0,2 százalékponttal mérsékelte a GDP visszaesését.

A **bruttó állóeszköz-felhalmozás** 2023. második negyedében **15,6%-kal csökkent** az előző év azonos időszakához képest. Míg az építési beruházások volumene jelentősen csökkent, a gép- és berendezésberuházások volumene emelkedett. A beruházásokból legnagyobb arányban részesülő nemzetgazdasági ágak közül **csak a feldolgozóiparban figyelhető meg bővülés**, míg a többi területen csökkent a fejlesztések volumene. A beruházások a második negyedévben **4,8 százalékponttal rontották a GDP növekedését**. A készletek csökkenése **2,3 százalékponttal húzta le a GDP-t**. A külkereskedelem 1247 milliárd forint többletet mutatott, így a **külkereskedelmi egyenleg 5,4 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez**. Az export volumene 0,2%-kal nőtt, az import volumene azonban 5,6%-kal csökkent.

## Ipar

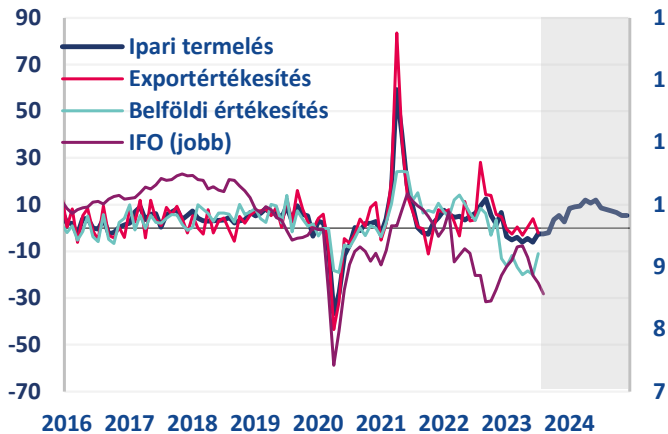
**Gyenge első féléves teljesítmény után élénkülést mutatott az ipar a harmadik negyedév elején, noha éves szinten még 2,6%-kal csökkent júliusban**. Így az első hét hónapban 4,5%-kal csökkent az ipari termelés az egy évvel ezelőttihez képest. A szezonálisan és munkanappal kiigazított adatok alapján az ipari kibocsátás az **előző hónaphoz képest 2,8%-kal bővült júliusban**, ami arra utalhat, hogy az energiaárak mérséklődése enyhülést okozhat az energiaintenzív ágazatokban, amelyek termelése továbbra is visszafogott lehetett, míg a belső és külső kereslet továbbra is gyenge, de már stabilizálódhat.

Az ipari termelés tavalyi negyedik negyedév elejétől tapasztalt megtorpanását döntően az energiaárak robbanásának következtében elsősorban **az energiaigényes ágazatokban** bekövetkező termelés visszafogása, vagy leállása okozta. Egyes ágazatokban - különösen az **élelmiszeriparban** - pedig a **gyengülő belső és külső kereslet** eredményezett 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 félévtől érdemi javulás** következett be, a szereplők többsége a beszállítói láncok teljes helyreállításáról, a korábbi akut chip- és félvezetőhiány rendeződéséről számoltak 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 ukrajnai háború, valamint az energiaválság jelentősen rontotta a kilátásokat a tavalyi év során, azonban az utóbbi hónapokban már jelentősen javulhatnának a kilátások, mivel **az energiaárak pedig szignifikánsan csökkentek** a tavalyi nyár végi szintekhez képest, ezzel szemben a továbbra is magas infláció, valamint magasabb kamatok borúsabb jövőképet eredményeznek.

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 tavalyi harmadik negyedévben jelentősen gyorsult az ipari termelés növekedése. Azonban az orosz-ukrán háború következtében elszálló energiaárak több, különösen energiaintenzív ágazatot is a termelés visszafogására kényszerítettek a tavalyi negyedik negyedévtől, ami az idei év első felében is folytatódott: egyes alágazatok visszaesése megközelítette, illetve meghaladta a 20%-ot. **Az energiaárak tartós csökkenésének köszönhetően az év hátralevő részében több termelő újra üzembe állhat, illetve javíthat a kapacitások kihasználtságán.** A külső kereslet azonban rontja a vásárlóerő csökkenése a jelentősebb exportpiacainkon, valamint a nagy jegybankok infláció elleni küzdelme miatt emelkedő kamatok. Beárnyékolja a kilátásokat, hogy **az európai konjunktúramutatók a kilátások meredek romlását mutatják**, ami már a szolgáltatói szektorokat is elérte.

Az energiaválság által okozott, várhatóan átmeneti megingásokat követően **az idei év második felében 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, a Mercedes, a Sunwoda Electronics, a Huayou Cobalt, az EVE Power, és más akkumulátorgyártók és beszállítók kiemelkedő mértékű beruházásaival, valamint a védelmi ipari kapacitások kiépülésével, mivel a hadiipari kiadások szignifikáns növekedése várható a következő években. Idén a kifejezetten gyenge első féléves teljesítmény miatt 2,5%

körüli csökkenést várunk az ipari termelésben, 2024-től azonban a felfutó új kapacitások hatására jelentősen élénkülhet az ipari termelés, ami az idei gyenge bázis miatt meghaladhatja a 8%-ot.

A részletes adatok szerint júliusban **az ipar exportértékesítése 2,2%-kal, míg a belföldi eladások 11%-kal csökkentek** az egy évvel korábbi adatokhoz képest. Ez utóbbin belül a feldolgozóipari eladások 6,5%-kal csökkentek az egy évvel korábbihoz képest. Az ipar ágazatai közül **a feldolgozóipari termelés 2,3%-kal, a bányászat 35%-kal, az energiaipar kibocsátása pedig 21%-kal csökkent, a kényszerű megtakarítások és alkalmazkodás hatására.**

A feldolgozóipar tizenhárom alágazata közül csupán négy mutatott növekedést. **A járműipar kibocsátása 14,4%-kal emelkedett** a globális chiphiány fokozatos enyhülésének köszönhetően. A **közúti gépjárműgyártásának** volumene **21%-kal emelkedett**, míg **a közúti jármű alkatrészeinek gyártása 9,2%-kal nőtt**. A számítógép, elektronikai, optikai termékek gyártása 5%-kal csökkent. Ezen belül az elektronikus fogyasztási cikk gyártása 6,6%-kal csökkent, míg az elektronikai alkatrész, áramköri kártya gyártása 9,8%-kal csökkent. **9,8%-kal bővült a villamos berendezés gyártása**, nagyrészt a járműgyártáshoz köthető **akkumulátorgyártás** 24%-os felfutásának köszönhetően, míg a villamosmotor- és áramfejlesztő gépek gyártása 8,1%-kal csökkent.

A feldolgozóiparból 13%-kal részesülő **élelmiszer**, ital és dohánytermék termelése **9,3%-kal mérséklődött** az egy évvel korábbihoz képest, a csökkenő külpiaci és a hazai eladások miatt. Mindössze három alágazatban nőtt a kibocsátás, a legnagyobb mértékben, 19,6%-kal a pékáru, tésztafélék gyártásában. A legnagyobb súlyt képviselő húsfeldolgozás, -tartósítás, húskészítmény gyártása 8,5%-kal csökkent. A többi hét alágazatban 8,0 és 52% közötti mértékben csökkent a termelés, a legkevésbé az egyéb élelmiszer gyártásában, a leginkább a csekély súlyú halfeldolgozás, -tartósításban. A gyógyszergyártás és az egyéb feldolgozóipar 20,7%-os, valamint 11,1%-os növekedést mutatott. A többi ágazatban szintén visszaesést mértek, különösen a kocszgyártás, kőolaj-feldolgozás területén, ahol 25%-kal, a vegyiparban 15,5%-kal csökkent a termelés, de a szintén energiaintenzív fémipar és gumi-, műanyag, nemfém ásványi termékek gyártása is 12,2-20,1%-kal esett vissza.

**Az új megrendelések júliusban 4,5%-kal**, ezen belül az új exportrendelések 5%-kal, az új belföldi rendelések pedig 1,4%-kal **csökkentek**. **A rendelésállomány 6,8%-kal haladta meg az egy évvel ezelőtti szintet.**

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

A legutolsó adatok szerint **május-július átlagában a teljes foglalkoztatotti létszám 4 728 ezer fő volt a magyar gazdaságban**, így a hazai munkaerőpiac továbbra is kiemelt stabilitást mutat. A legutolsó adatok szerint a 15-74 éves népesség 67,6%-a volt jelen a munkaerőpiacon, a szezonálisan összevethető tavalyi év azonos hónapjában mért 66,7%-os aktivitási rátával szemben. A **nemzetközi statisztikai módszertan szerinti munkanélküliségi ráta 3,9% volt az előző havi 3,8%-ot követően, és az előző év azonos hónapjában mért**

**3,5%-os szint után.** 2023. júliusában a munkaadók összesen 43,8 ezer üres álláshelyet jelentettek be, így összességében a hónapban 118,3 ezer álláslehetőség állt rendelkezésre, **amelyből a hónap végére 83,1 ezer maradt betöltetlen, az előző havi 74,5 ezer után.**

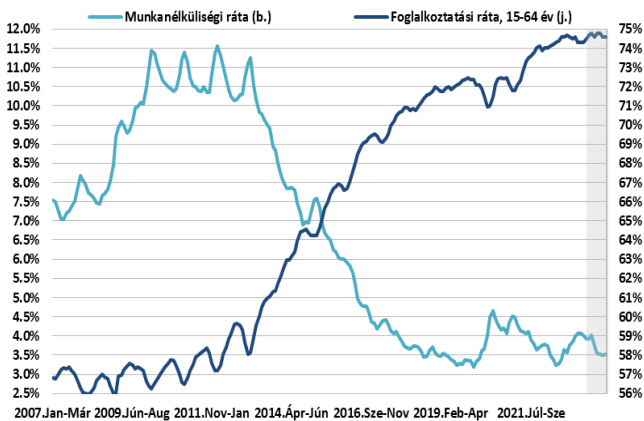
A hazai foglalkoztatottsági szint új csúcsra emelkedett – amit a nyári szezonális is segít –, **miközben a munkaerőpiacra visszatérők számának növekedése miatt az aktivitás is rekordmagasságba került, megközelítve az 5 millió főt.** Így a mérsékelt recessziós és magas kamatkörnyezet mellett is igaz marad, hogy a teljes foglalkoztatottság közelében áll a hazai piac, aminek egyik 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. Ezzel együtt az extenzív, vagyis mennyiségi munkaerő bővülés határaihoz érve a vállalatok 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.

A munkaerőpiaci feszesség továbbra is magas, sőt még növekedett is, a 80 ezret meghaladó bejelentett betöltetlen álláshelyek száma alapján továbbra is erős kereslet mutatkozik a munkaerő iránt. Azonban a masszív kamatemelések, az inputköltségek megemelkedett szintjének és a reáljövedelmek csökkenésének hatására kialakuló mérsékelt európai recessziós környezet esetén csökkenhet a munkaerőpiac feszessége, első körben a betöltetlen álláshelyek visszaesésén keresztül, de ennek egyelőre nem látni jelét. **Azonban érdemes megjegyezni, hogy a munkaerőpiacok reakcióideje kifejezetten lassú, a beálló reál gazdasági változások 9-12 hónapos késéssel jelenhetnek meg a munkaerő iránti keresletben, amik aztán adott esetben a szándékolt „puha landolásnál” nagyobb amplitúdóval is jelentkezhetnek.**

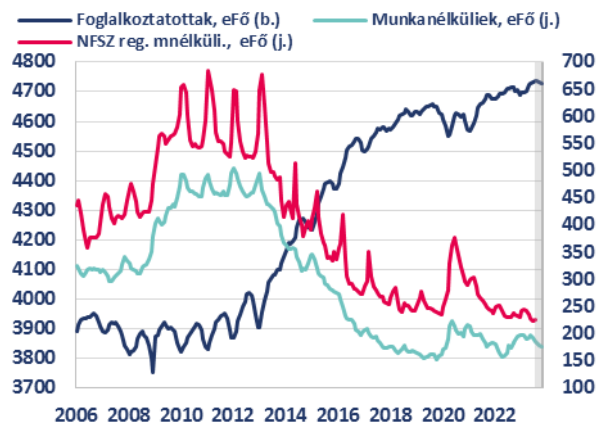
2023. II. negyedévében továbbra is összességében bővülő képet mutatott a hazai munkaerőpiac szektorális bontásban is. A feldolgozóiparban 1 ezerrel, míg a közszolgáltatások területén 9 ezer fővel csökkent a létszám, miközben a mezőgazdaságban 10 ezer fővel, az építőiparban 13 ezer fővel, a piaci szolgáltatások területén pedig 13 ezerrel nőtt a foglalkoztatotti létszám az előző év azonos időszakához képest.

A legutolsó elérhető adatok szerint júliusban 15,2%-os növekedést mutatott a bérdinamika, **a hónapban a bruttó átlagkereset 559 100 forint volt a teljes munkaidőben, a munkáltatók teljes körénél foglalkoztatottak esetében, míg a nettó átlagkereset 385 600 forinton állt.** A direkt piaci folyamatokat jobban megragadó, csak a vállalatokat magában foglaló versenyszférában 566 600 forint volt az átlagkereset a hónapban, 15,4%-os éves növekedés után. A bérdinamika – és az infláció – alapfolyamatait meghatározó és így a monetáris politika szempontjából is kiemelt mutató, a rendszeres bérek növekedése pedig 15,6% volt a hónapban az előző havi 14,9% után.

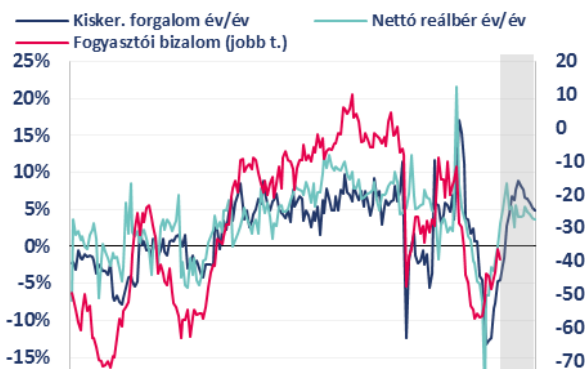
**7. ábra: A munkanélküliségi és a foglalkoztatási ráta alakulása**



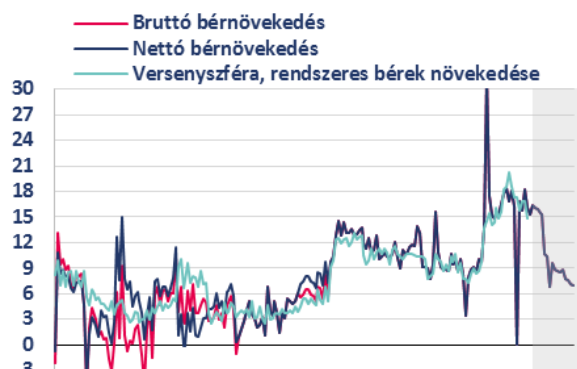
**8. ábra: A munkanélküliek, regisztrált m.nélküliek és foglalkoztatottak létszáma**



**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 (árny. ter.)

Ezáltal folytatódott az erőteljes bérnövekedési ütem a hazai munkaerőpiacon, így láthatóan továbbra is reagálnak az inflációs folyamatokra a vállalatok a munkaerő megtartása érdekében. A reálgazdasági környezet lassulásával, illetve az erőteljes kamatemelések következtében elméletileg lassulást mutathatna a folyamat, de a kiemelten feszes munkaerőpiac és az alacsony munkanélküliség láthatóan továbbra is indukálja a bérversenyt. Idén a bérminimum emelkedések segítségével 15%-ot elérő lehet a bérnövekedési ütem, míg jövőre 8,5%-os lehet a béremelkedés, amit a minimálbér tárgyalások még befolyásolhatnak. **A prognosztizált erőteljes inflációt figyelembe véve is csak 2,2%-os éves átlagos 2023-as nettó reálbér csökkenéssel kell számolni a jelenlegi folyamatok alapján,** mivel az infláció az év utolsó hónapjaiban további látványos csökkenésnek indul, és szeptembertől kezdve már pozitív számot mutathat a reálbér-növekedés.

A megemelkedett vállalati inputköltségek mérsékelt ütemben továbbra is indukálhatják a vállalatok áremelési szándékát, ami még magasabb bérkövetelésekhez vezethet a munkavállalók részéről a reálérték megőrzése érdekében, azonban a fogyasztás érezhető és a reálgazdasági környezet mérsékelt lassulásának hatása

megjelenhet a dinamikában az év vége felé. Azonban egyelőre a növekedést indukáló tendenciák erősebbnek látszanak.

Eközben a fejlett piaci jegybankok történelmük egyik legszigorúbb monetáris ciklusának végéhez közeledve keresik azt a kamatszintet, ami érdemben mérsékli a magasabb szinten beragadó bér- és áremelkedési várakozásokat, de ez még puha landolás keretében, erősebb recesszió okozása nélkül végbe tud menni. Emellett a jegybankoknak a bankszektori, pénzügyi stabilitásra is tekintettel kell lenniük a kamatok gyors emelésének és magas szintre kerülésének következményeként. Kockázat továbbá, hogy mivel már hosszabb ideje zajlanak a kamatemelések, de a munkaerőpiaci kereslet továbbra sem csökken a fejlett gazdaságokban, **így láthatóan átmenetileg a kapun belüli munkanélküliséget is vállalhatják a vállalatok, hogy időben tudjanak majd reagálni a várakozásuk szerint helyreálló keresletre, de ezzel egyben további szigorításra ösztönözve a beérkező adatokat figyelő jegybankokat.**

### Hazai infláció

**16,4%-ra mérséklődött az infláció augusztusban** a júliusi 17,6%-ról, felülmúlva a várakozásokat, amit elsősorban az árstopok kivezetése során 54,6%-kal megugró cukorárak és 7,3%-kal dráguló sertéshúsok okoztak, amit csak részben tudott ellensúlyozni számos más termék árcsökkenése. A vártnál magasabb inflációhoz **az üzemanyagárak meredek megugrása is hozzájárult.** A forint erősödése és az iparcikkek árainak mérséklődése miatt csökkentek a tartós fogyasztási cikkek, valamint ruházati termékek árai. Az enyhülő inflációs nyomásra utal ugyanakkor, hogy a **maginfláció 15,2%-ra mérséklődött** az előző havi 17,5%-ról, azaz **az infláció vártnál kisebb mértékű mérséklődését a maginfláción kívüli tételek okozták.**

Az év hátralevő részében **bázishatások, és az élelmiszertermékekre bejelentett egyre szélesebb körű árcsökkentések miatt az infláció 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, további árcsökkentéseket eredményezhet. A **forint tavalyi szintekhez képesti erősödése** pedig szintén gyorsíthatja az infláció mérséklődését, ami a tartós fogyasztási cikkeknel már határozottan megfigyelhető. **Szeptemberben a háztartási energiaárak tavalyi megugrása esik ki a bázisból, ami az infláció további meredek csökkenéséhez vezet.** Az üzemanyagárak emelkedése, a szerencsejátékok és egyes tömegközlekedési díjak árainak szeptemberi emelése, valamint az egyes szolgáltatói ágazatokban megfigyelhető ár-bér spirál kialakulása ezzel szemben lassíthatják az infláció mérséklődésének ütemét, azonban novembertől már így is egyszámjegyű inflációra számítunk, ami **az év végére 6% közelébe mérséklődhet.**

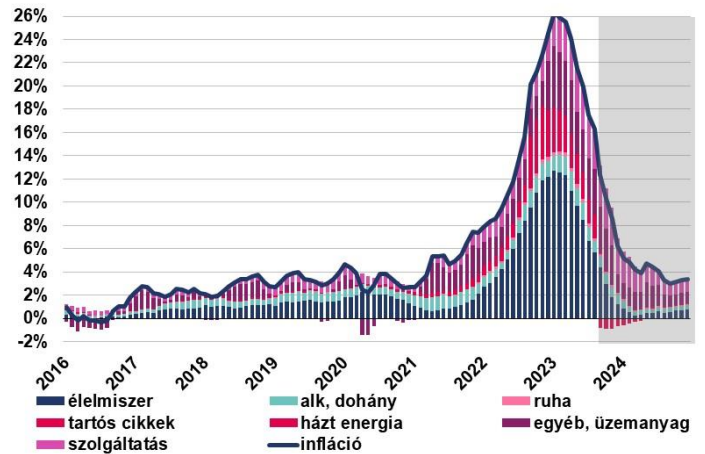


Az üzemanyagok drágulása (amit jórészt egyes olajtermelő országok termelés-visszafogása okoz, de más tényezők is hozzájárulnak) és az élelmiszerárak emelkedésének vártnál lassabb mérséklődése miatt 17,5%-ról 17,8%-ra emeljük idei átlagos inflációs várakozásunkat, míg jövőre az infláció az üzemanyagok jövő évi eleji jövedéki adóemelése ellenére 3,9%-ra mérséklődhet.

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



12. ábra: A fogyasztói árindex felbontása



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

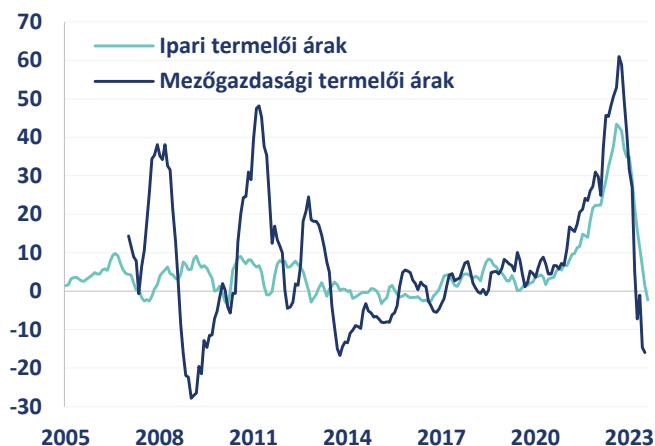
Az orosz-ukrán háború, az Oroszország elleni szankciók, és részben ennek következtében csökkenő orosz gázszállítások a tavalyi év során felülírták az inflációs és gazdasági kilátásokat, a háború kitörése után a gáz-, áram-, és olajárak elszálltak, amelyek már azelőtt is komoly nehézséget okoztak a gazdasági élet szereplőinek.

**A tavalyi év végétől azonban meredeken csökkentek az energiaárak, amelyek a 2021-es szintekre estek vissza, lényegesen csökkentve a termelési költségeket.**

A búzaárak és más alapvető terményárak (kukorica, napraforgó) háború kitörését követő elszállása átmeneti volt, a nemzetközi árjegyzések az elmúlt időszakban pedig érdemben süllyedtek, amit a FAO élelmiszer árindexének, valamint a hazai mezőgazdasági termelői árindexnek a meredek visszaesése is tükröz, az árszintek is visszatértek a háború előtt, 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, így a liszt átadási árai is elkezdtek visszaesni. A nyerstej felvásárlási árainak túltermelés által okozott visszaesésének hatására egyre több tejtermék esetében jelentettek be jelentősebb árcsökkentéseket. Az élelmiszerárak további emelkedését a visszaeső kereslet is fékezi. 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 kiestek a bázisból. Az egyes szektorokban bevezetett extraprofit adó szintén több szolgáltatás árában jelent meg, míg a kiskereskedelmi vállalkozások az egyes termékeket érintő árkorlátozások miatti

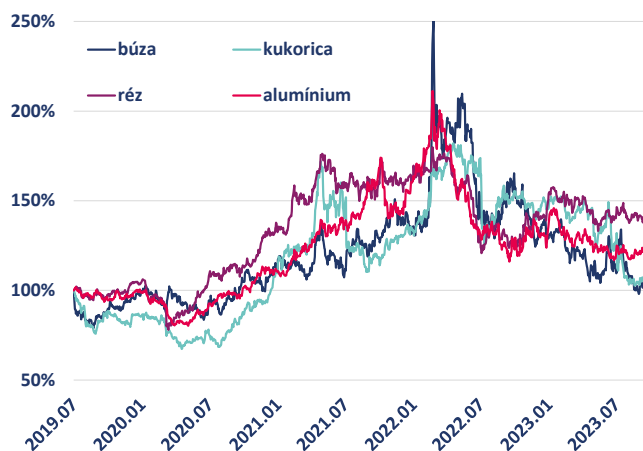
veszteségeik áthárítására kényszerültek, azonban a **csökkenő beszerzési árak** miatt az árkorlátozásokon elszenvedett veszteség mérséklődhet.

13. ábra: Termelői árindexek



Forrás: KSH

14. ábra: Egyes nyersanyagok árváltozása



Forrás: Reuters

Az egyes élelmiszerekre bevezetett árplafon kivezetése a tapasztalatok szerint nem befolyásolta számottevően az infláció alakulását. A bevezetett akciók, az egyes termékpályákon megfigyelhető – már elkezdődött, és várhatóan folytatódó - árcsökkenések részben kioltották ennek hatását, sőt egyes termékek árai csökkentek az árplafon kivezetését követően, azonban a cukor árának érdemi megugrását nem tudták teljesen ellensúlyozni. Ezenkívül 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.

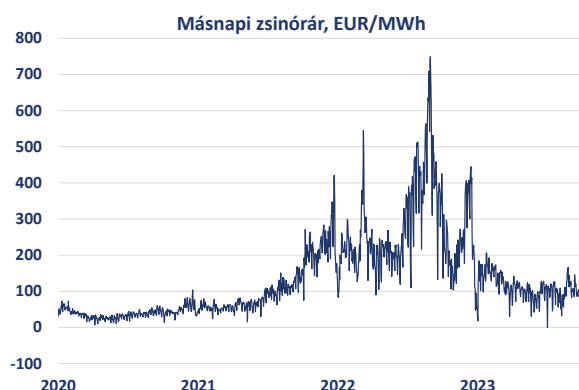
A tartós fogyasztási cikkek árait tavaly jelentősen növelte a forint érdemi gyengülése, a nyersanyagárak elszállása, az alkatrészhiány, a szállítási költségek elszállása is, az új autók árának emelkedését azonban a lényegesen magasabb műszaki tartalom is befolyásolta. **A forint erősödése és a nyersanyagárak csökkenése miatt a tartós fogyasztási cikkek árai már negyedik hónapja csökkennek.**

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



Forrás: Bloomberg, CEEGEX

16. ábra: Másnapi áramárak (EUR/MWh)

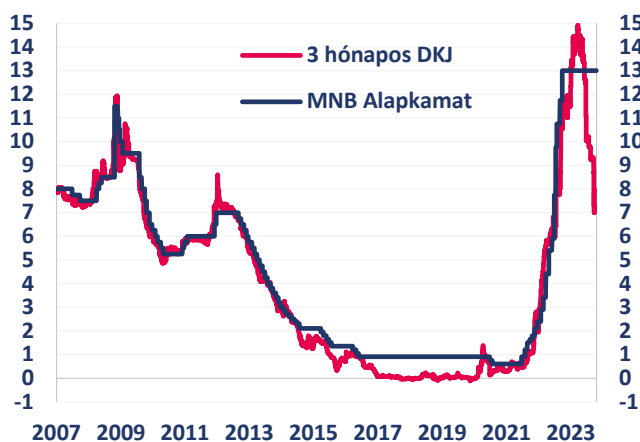


Forrás: HUPX

## Monetáris politika, jegybanki alapkamat

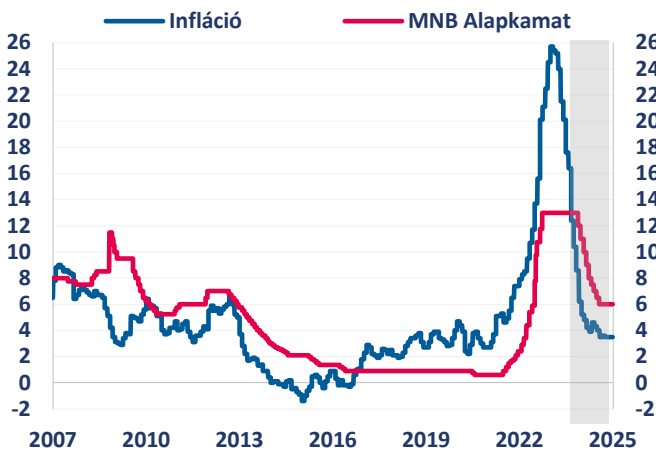
Az MNB által figyelt kulcsfontosságú külső és belső tényezők többsége a nemzetközi hangulat romlása ellenére további javulást, stabilizálódást mutatott, aminek hatására Magyarország kockázati megítélése kedvező maradt, lehetővé téve az **egynapos betéti gyorstender kamatának** további 100 bázispontos csökkentését, ami így 14%-ról **13%-ra mérséklődött szeptemberben**. Az egynapos betéti kamat így **összezárt az alapkammattal**, az előbbit az eszköztár egyszerűsítése érdekében az MNB szeptember végén kivezeti, a monetáris politika pedig új szakaszba lép.

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



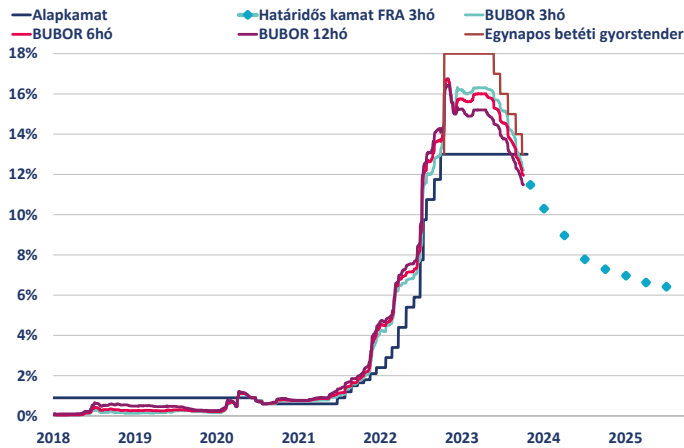
Forrás: KSH, MNB, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

Az MNB közleménye szerint a **szigorú monetáris kondíciók változatlanul szükségesek** az árstabilitás fenntartható elérése érdekében. A globális dezinflációt övező – elsősorban az olajárak emelkedése által okozott – kockázatok megjelenése és a nemzetközi befektetői hangulat változékonysága egyaránt **óvatos monetáris politikát** indokol. A Monetáris Tanács a következő kamatdöntő ülések alkalmával folyamatosan értékeli a **beérkező makrogazdasági adatokat, az inflációs kilátásokat**, valamint a **kockázati környezet** alakulását, és ezek alapján dönt a monetáris kondíciók módosításáról.

A kockázati környezet külső feltételei között - bár az utóbbi hetekben megugrottak - a gáz- és áramárak, továbbra is érdemben elmaradnak az év eleji szintekhez képest, az európai és hazai gáztárolók feltöltöttségi szintje megfelelő. A nemzetközi befektetői hangulat romlott, amit a nagy jegybankok **magas kamatok hosszabb ideig való fenntartása** melletti elköteleződése okoztak, amit a fejlett piaci hozamok emelkedése kísért. Továbbra is belátható közelségben van a Fed kamatemelési ciklusának vége, míg az EKB véleményünk szerint elérte azt. A belső feltételek közül a hazai devizapiac kisebb kilengéseket mutatott, de sikerült szűk sávban stabilizálnia, stabil maradt az állampapírpia, az aukciókon megfelelő a kereslet, valamint érdemi javulás után pozitívba fordult a folyó fizetési mérleg egyenlege, ugyanakkor az uniós forrásokhoz való hozzáférés még nem következett be. A korábbi üzenetek szerint a jegybank továbbra is kiemelten figyeli, hogy

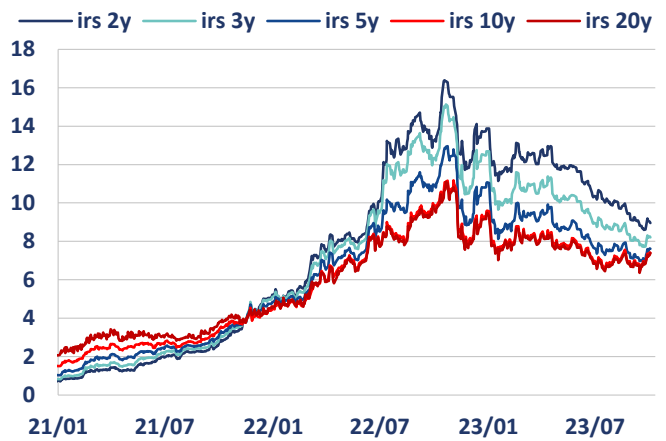
a külkereskedelmi, valamint a folyó fizetési mérlegben folytatódnak-e a pozitív tendenciák, tartós marad-e a cserearány javulása, fennmarad-e a piaci stabilitás a deviza-, az állampapír-, és a swappiacokon, valamint hogyan alakulnak a jegybanki kamatpolitikák és a befektetői kockázatvállalás.

19. ábra: Bubor és határidős kamatlábak



Forrás: MNB, Bloomberg

20. ábra: Kamatcsere ügyletek kamatai



Forrás: Reuters

Mivel a jegybank várakozásai szerint - valamint saját várakozásunk szerint is - az év végére igen meredeken csökken az infláció, az év utolsó hónapjaiban az alapkamat csökkentésére számítunk, ami **decemberre 11%-ra mérséklődik**. A kamatcsökkentési ciklus a jövő évben is folytatódhat, azonban a jegybank a **pozitív reálkamat fenntartását** szükségesnek tartja, így a **jövő év végére** várakozásunk szerint **6%-ra csökken** az alapkamat. A kamatcsökkentés azonban a korábbi várakozásunknál némileg **lassabb, elnyújtottabb** lehet, mivel egyrészt az üzemanyagárak megugrása miatt az infláció, másrészt az, hogy a fejlett piaci jegybankok elköteleződtek a magasabb kamatok hosszabb ideig való fenntartása mellett, óvatosságot indokolnak.

### Költségvetési folyamatok

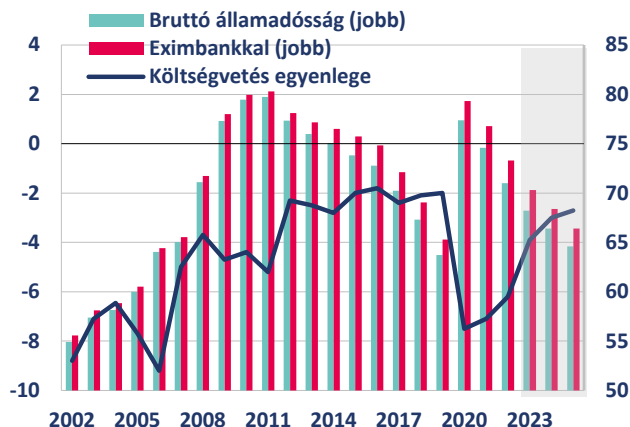
2023. első negyedében az államháztartás nettó hitelfelvétele (hiánya) 1 729 milliárd forint volt az eredményszemléletű elszámolás alapján, ami a szezonálisan kiigazított **GDP 9,8%-ának** felelt meg. Az egyenleg az előző év azonos időszakához képest 1 265 milliárd forinttal romlott, míg GDP-arányosan 6,8 százalékponttal lett nagyobb. **Az idei első félévben az államháztartás nettó finanszírozási igénye 2 461 milliárd forintra ugrott az egy évvel ezelőtti 733 milliárd forintról, így elérte a GDP 7,3%-át.**

**3 299 milliárd forint hiány keletkezett a központi költségvetésben az első nyolc hónap során**, így az idei előirányzat 97%-a teljesült. Az idei első nyolchavi hiányadat 426 milliárd forinttal volt magasabb a 2022. azonos időszakához képest, amely még tartalmazta az szja visszatérítést, valamint a fegyveres testületek munkavállalóinak járó fél éves juttatást, az ún. fegyverpénzt is. A költségvetés pénzforgalmi egyenlegét rontja, hogy az első nyolc hónapban az uniós kifizetések érték az 1 814 milliárd forintot, míg az unióból érkező bevételek csupán 1 041 milliárd forintnál tartottak, enélkül számolva a pénzforgalmi hiány 773 milliárd

forinttal lett volna alacsonyabb. Az eredményszemléletű egyenlegben ugyanakkor nem kell elszámolni az uniós bevételeket és kifizetéseket.

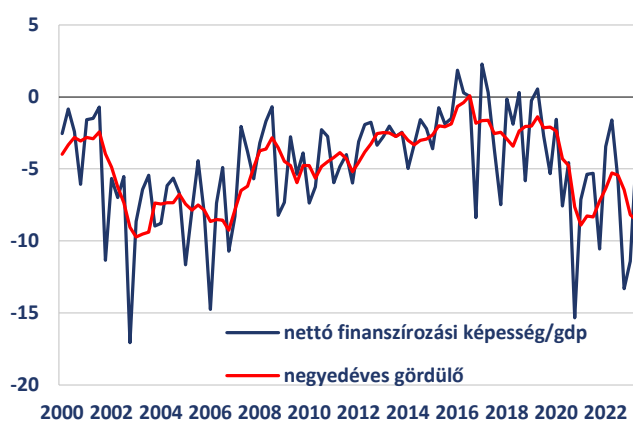
Az idei évben fokozódni látszanak a költségvetés kockázatai. A technikai recessziót tükrözve kisebb alulteljesítés látszik egyes adónemekben, míg **a fogyasztáshoz kapcsolt adók esetében jelentősebb az elmaradás**. Ennek döntő oka az **áfavisszafizetések kiemelkedő növekedése**, amit feltehetően **a vállalatok inputköltségének megugrása** okoz, elsősorban a felhasznált energia árának többszörösére emelkedése miatt, ami az áfa-visszaigénylés alapját is lényegesen megemeli. Ezen a téren **jelentős javulást** okozhat az energiaárak visszaesése nyomán várhatóan csökkenő áfa-visszaigénylések nagysága. **A megugró piaci gáz- és energiaárak** lényeges mértékben növelték a költségvetés kiadásait, amit **a kormány a bevezetett extraprofitadóból történő finanszírozással felállított rezsivédelmi alapból fedez**. Az energiaárak visszaesése ugyanakkor **középtávon javíthatja** a költségvetés mozgásterét. Az államadósság, illetve a kedvezményes kamatozású termékek kamattámogatásának **emelkedő kamatterhe** szintén jelentősen meghaladhatják a tervezettet, szűkítve a költségvetés mozgásterét. Összességében a nyugdíjkorrekciót is figyelembe véve 600-800 milliárd forintnyi kockázatot látunk a költségvetésben, ami 0,8-1,1 százalékponttal haladhatja meg a 3,9%-os GDP arányos hiánycélt.

**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 helyreállításával, az idei évet terhelő egyszeri tételek kiesésével (rezsitámogatások, áfa-visszaigénylések átmeneti megugrása) 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 70% 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.

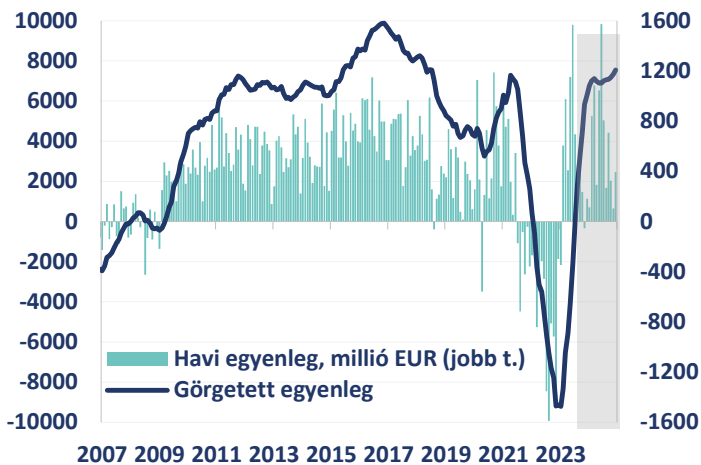
### Külső egyensúlyi helyzet

**697 millió eurós többlet keletkezett a külkereskedelemben júliusban**, az energiaárak tavalyi szinthez képest történő zuhanásának, valamint a belső kereslet mérséklődésének köszönhetően. Az ipar viszonylag kedvezően alakuló kivitelének köszönhetően **4,3%-kal nőtt az export euróértéke**, ugyanakkor a belső kereslet csökkenése és az energiaárak markáns visszaesése miatt **mintegy 12,9%-kal csökkent az import euróértéke**. Ennek megfelelően a külkereskedelmi egyenleg jelentős mértékben, 2048 millió euróval javult az egy évvel ezelőtti 1352 millió euró deficithez képest. **Az első hét hónapban 10,6%-kal nőtt az export euróértéke, míg az importé 0,8%-kal csökkent**, ennek köszönhetően szignifikánsan, 9 127 millió euróval **5 060 millió euró többletbe fordult a külkereskedelem egyenlege** az egy évvel ezelőtti 4 067 millió euró deficittel szemben.

2022-ben összességében 19,5%-kal nőtt az előző évhez képest az export, míg 29%-kal az import euróértéke, ennek megfelelően **10 757 millió euróval romlott a külkereskedelmi egyenleg**, így **9 133 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 9 988 millió euróval járult hozzá a külkereskedelmi mérleg romlásához a tavalyi évben**.

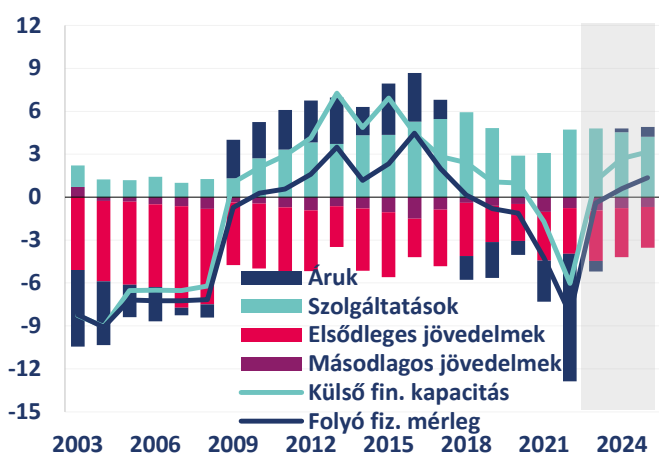
Az energiaárak tavalyi év vége óta jelentősen csökkentek, így **az idei év tavaszától szignifikánsan javulnak a cserearányok**. Amennyiben az energiaárak a jelenlegi szint körül maradnak az év hátralévő részében, a külkereskedelmi egyenleg akár **9-9,5 milliárd euró körüli értékben is javulhat önmagában a cserearányok javulásának köszönhetően**, érdemben hozzájárulva a folyó fizetési mérleg javulásához, amit más tényezők is javíthatnak.

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)

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 van 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 idei lassulása, átmeneti visszaesése, valamint a cserearányok várható markáns javulása miatt a idén **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 a 6,3 milliárd eurót** az előző évi közel 9,1 milliárd euró hiánnyal szemben, azonban az energiaárak tartósan a jelenlegihez hasonló kedvező szinten alakulása esetén értelemszerűen ez a szám további javulást mutathat.

**690 millió euró többlet keletkezett a folyó fizetési mérlegben a második negyedévben**, ami szignifikáns, 3,3 milliárd euró javulás az egy évvel ezelőttihez képest. Így az első félévben 98 milliós többletet mutatott a folyó fizetési mérleg az egy évvel ezelőtti 4 762 milliós deficittel szemben. A tőkemérleggel együtt a külfölddel szemben **1 241 millió euró nettó finanszírozási képesség** (többlet) keletkezett az egy évvel korábbi 1 430 millió euró finanszírozási igénnyel (deficittel) szemben. A szezonális hatások kiszűrésével a külső finanszírozási képesség 1 155 millió euró volt, a negyedéves GDP 2,4%-a.

A külkereskedelmi mérleg javulását tükrözve **920 millió euró többletbe fordult az áruk egyenlege** az egy évvel ezelőtti 2 970 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

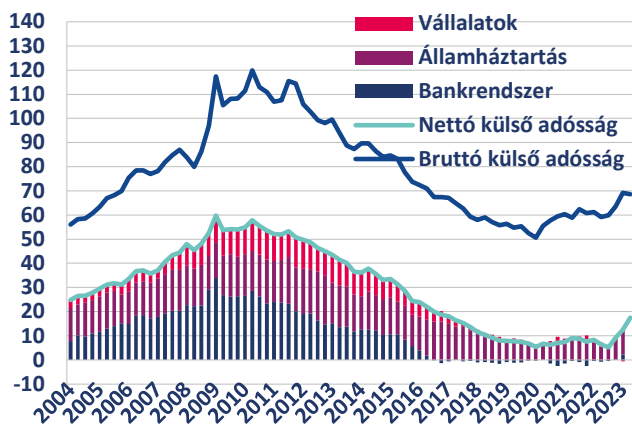
csökkenéséhez. Az idegenforgalom és szállítási szolgáltatások folytatódó helyreállása miatt **a szolgáltatások egyenlegének többlete 2 057 millió euróról 2 420 millió euróra emelkedett**. A folyó fizetési mérleg javulását azonban lassította, hogy mind az elsődleges jövedelmek, mind a másodlagos jövedelmek hiánya jelentősen emelkedett.

Tavaly összesen 13,9 milliárd euróra nőtt a folyó fizetési mérleg hiánya az egy évvel korábbi 6,5 milliárdról, a GDP arányában pedig 8,2%-ra az előző évi 4,2%-ról, amit a cserearányromlás okozott, mivel önmagában az energiaegyenleg hiányának növekedése 9,8 milliárd euróval rontotta a külső egyensúlyt. A tőkeemléggel együtt számolva a külső finanszírozási igény 2,6 milliárd euróról 10,3 milliárd euróra emelkedett, azaz a GDP 1,7%-áról a GDP 6,0%-ára.

**A bruttó külső adósság 123,4 milliárd euróra nőtt (a GDP 68,6%-a)** az egy évvel ezelőtti 97,2 milliárdról, míg tulajdonosi hitelekkel számolva 166,5 milliárd euróra az egyévvvel korábbi 137,4 milliárdról.

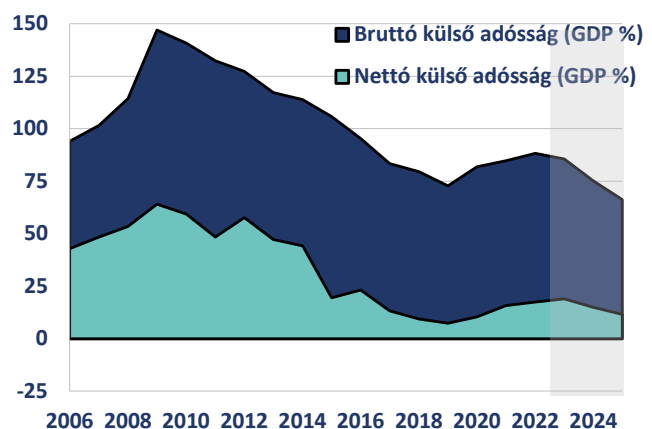
**A nettó külső adósság 31,5 milliárd euróra, a GDP 17,5%-ára nőtt** az egy évvel ezelőtti 15,8 milliárdról (a GDP 6,3%-a), míg a tulajdonosi hitelekkel együtt 40,4 milliárdra a tavalyi első negyedévben mutatott 24,5 milliárdról.

**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 9-9,5 milliárd euróval javíthatja a külső egyensúlyt**. A visszaeső fogyasztás, az energiamegtakarítás, 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 0,8 milliárd euró hiányra, azonban jövőre már 1-1,5 milliárd euró többletre számítunk a folyó fizetési mérlegben,** míg a következő években folytatódhat a folyó fizetési mérleg többletének emelkedése. Így **idén a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 0,4%-ára mérséklődhet,** a tőkemérleggel együtt pedig a külső finanszírozási képesség elérheti a GDP 1%-át. A következő években a külső finanszírozási képesség többlete tovább emelkedhet, ami lehetővé teszi a külső adósság nominális csökkentését is.

### **Ingatlanpiac**

**2022. második felében a gazdasági kilátások bizonytalansága, az infláció emelkedése, valamint a monetáris kondíciók szigorodása a lakáspiaci ciklus fordulópontját eredményezte.** A fordulat mind az adásvételek számában, mind a lakásárak csökkenésében tetten érhető volt. **2023-ban a magas inflációs környezetből adódóan a háztartások reál értelemben vett rendelkezésre álló jövedelmének mérséklődése miatt egyelőre fennmaradhat az alacsony kereslet, tovább hűtve a lakáspiacot.** A „városi” CSOK év végi kivezetése előrehozott keresletet generálhat, de nem számítunk arra, hogy ennek mértéke jelentős lenne a piacon.

**2023. második negyedévében 3,7 ezer új lakás épült, mely 19%-kal kevesebb a 2022. második negyedévében épült új lakások számánál. A kiadott lakásépítési engedélyek száma 39%-kal csökkent év/év alapon. Míg 2022. második negyedévében 9,7 ezer új építési engedély került kiadásra, addig 2023. második negyedévében ez az érték 5,9 ezerre csökkent, amit jelzi, hogy a következő időszakban is kedvezőtlen számokat látunk majd a lakáspiacon és az építőiparban is.**

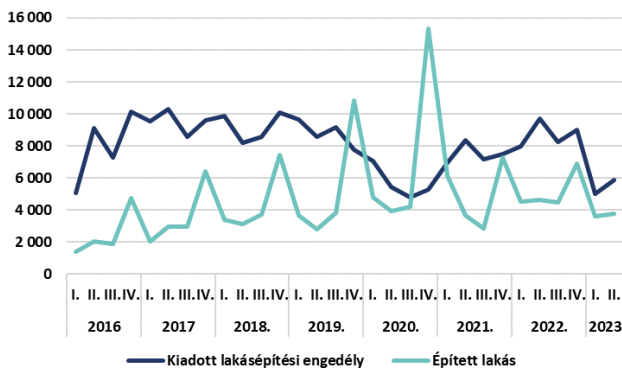
A 2016. eleje óta eltelt időszakban a lakásépítési engedélyek száma összesen 239 777, míg az átadások száma 139 190 volt, azaz 100 ezerrel több engedélyt adtak ki, mint amennyi lakás megépült. Az idei évben már nem az a kérdés, hogy van-e elegendő kapacitás, hanem az, hogy miként lehet finanszírozni az építési feladatokat.

2022. I. félévéhez képest Budapesten 2 316 lakást vettek használatba, 36%-kal kevesebbet, mint az előző év azonos időszakában. A vármegyeszékhelyeken 28, a többi városban 6,9%-kal kevesebb lakás épült. Csak a községekben bővült a lakásépítés, ott 9,2%-kal több lakást vettek használatba. A falusi építkezések többsége (66%-a) az agglomerációkban valósult meg.

Az építési kedv az összes településkategóriában csökkent: a fővárosban 17, a vármegyeszékhelyeken 38, a többi városban 47, a községekben 53%-kal kevesebb lakás építését tervezik az előző év azonos időszakához mérten.

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

27. ábra: Lakás építések összesen (db)



Forrás: KSH

28. ábra: Duna House tranzakciószám becslés (db)



Forrás: Duna House

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 állampapírok formájában. Az építőipari árak a korábbi években kiugró mértékben emelkedtek, míg idén némileg lassult, de továbbra is erőteljes a drágulás. 2023. II. negyedévében 17,2%-kal nőttek az iparági termelői árak éves alapon, az előző negyedévhez képest pedig 1,6%-kal emelkedtek.

Jelentős változás volt 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 szabályai is:** a júniusi kormánydöntés szerint a CSOK és a falusi CSOK csak az 5000 fő alatti településeken lesz igénybe vehető, illetve megemelkedik a kistérségeken elérhető összeg. Kormányzati bejelentés alapján a városokban lakást vásárlók számára 2024-től bevezetésre kerül a CSOK Plusz. **Eddigi információk alapján meglévő gyermekek után nem lesz igénybe vehető az új támogatási forma,** ezzel pedig az igénylők kétharmada, köztük az egyedülállók és az élettársak is eleshetnek a támogatás lehetőségétől. **Az első lakást vásárló családalapítók és a gyermeket előre vállaló házaspárok számára viszont bőkezűbbé válhat a rendszer,** és az utóbbiak például újabb tartozáscsökkentő támogatást kaphatnak, illetve a család bővülése miatti nagyobb lakásba költözéshez is elérhető lesz.

A hazai lakásárakat tekintve nominálisan stagnáló árakat látunk 2022. Q3-hoz képest; a 2022. IV. negyedévi enyhe árcsökkenést 2023. I. negyedévében emelkedés követte, ám az előző évek első hónapjaiban rendre bekövetkező gyors árnövekedés ezúttal elmaradt. A használt és új lakások összevont árindexe az előző negyedévhez képest 2,5%-kal nőtt, ezen belül a használt lakások ára 1,9, az újaké 6,0%-kal lett magasabb. 2023-ban viszont a kiugróan magas infláció miatt a nominális lakásáraknak nem is kellett csökkenniük ahhoz, hogy reálértéken akár 18%-os további értékvesztés következzen be.

Idén **eltérően alakulhat a használt és az újjépítésű lakások árának dinamikája**. Az új lakások esetében a kivitelezési költségek magas szintje miatt nem várható árcsökkenés. A használt ingatlanok árának alakulásában típus szerint és területileg is elképzelhetők nagyobb különbségek.

**Az előző hónapokhoz képest jobb képet mutat a hazai ingatlanpiac a lakáspiaci tranzakciókat tekintve.** 2023. augusztusra a **Duna House saját adatain alapuló becslése alapján országosan 8 213 tranzakció történt, amely az idei év második legerősebb hónapja.** A friss adat az előző évhez képest is már csak 16%-os csökkenést mutat, az előző, júliusi hónaphoz képest azonban jelentős, 35%-os emelkedést jelent. 2023. első nyolc hónapjának tranzakciószáma 52 ezer volt, ami jelentősen elmarad 2022. azonos időszakától (93 ezer). Viszont további növekedés várható a következő hónapokban, így várhatóan augusztustól kezdve a tavalyinál erősebb lehet az ingatlanpiac a tranzakciókat nézve (CSOK-hatásaként, valamint a Duna House ügyfélaktivitást mutató belső mérőszámai alapján).

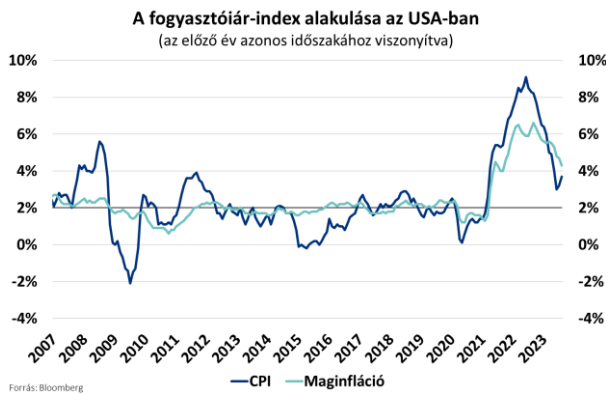
**Összességében idén visszafogottabb kereslet várható a lakáspiacon az előző évekhez képest,** még ha a „városi” CSOK év végi kivezetése előrehozott keresletet is generálhat. Várakozásunk szerint a piac tovább fog lassulni, de mindezt jelentősebb árcsökkenés nélkül teszi, mivel a vevők és az eladók is inkább kivárnak a jelenlegi helyzetben. **A magas infláció és a gazdasági bizonytalanságok, illetve a hitelkamatok növekedése egyaránt visszavetette a hitelkeresletet. A lakáshitel piacon a második negyedévben 67%-os visszaesés volt megfigyelhető, és eltolódott a hitelcél a használt lakások vásárlása felé** (itt csak 49% volt a visszaesés, szemben az új lakáscélú hitelek mintegy 90%-os visszaesésével), miközben a felújítási célú hitelek iránti kereslet az otthonfelújítási támogatás kivezetése után esett. A CSOK igénybevétele is 64%-kal csökkent. Az új lakáshitelek mintegy harmadához vettek fel CSOK-ot is az igénylők, a lakáshiteleknek ugyanakkor mindössze 18%-a volt a támogatott CSOK-hitelek aránya. A visszaesés Budapesten még nagyobb lehet, ott ugyanis még kisebb volt eddig is ez az arány. **A lakáshitelkamatok az elmúlt hónapokban nagyjából stagnáltak, az ügyfelek által fizetendő átlagkamat 7,7% volt, ezen belül a piaci hitelkamatok megközelítették a 9%-ot.**

**III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK**

**Az USA gazdasági folyamatai**

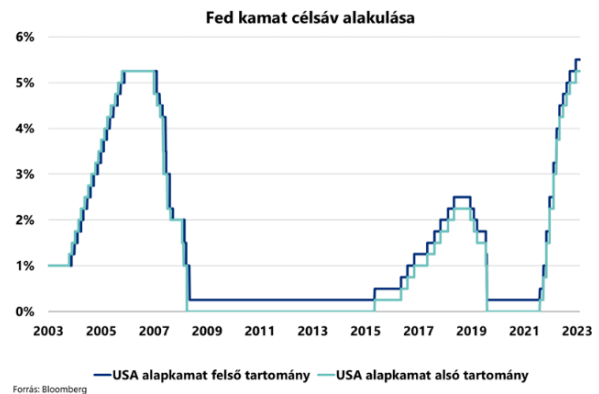
**Az amerikai infláció esetében a tavaly nyáron indult dezinfláció megtorpant a nyár végére.** Az amerikai fogyasztói árak az idei év legnagyobb havi emelkedését (+0,6%) mutatták augusztusban, míg éves összevetésben a júliusi 3,2% után 3,7%-kal emelkedtek a fogyasztói árak. A megugrást **elsősorban az energiaárak 5,6%-os drágulása okozta**, de kisebb mértékben feljebb mozdultak az élelmiszerárak (0,2%) és a lakhatási költségek (0,3%) is, emellett a szolgáltató szektorban is elhúzódik a tetőzés. **A maginfláció esetében - amit a Fed is kiemelten figyel - csak tavaly ősszel indult meg a lassú lecsorgás, lassabb a dezinfláció.** A Fed előrejelzése az **infláció csökkenését vetíti előre**, de a **2%-os jegybanki célhoz való visszatérés nehezebb.** Az infláció továbbra is magas, **az inflációs kockázatokat továbbra is kiemelten figyelik.**

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



*Forrás: Bloomberg*

**30. ábra: Az USA irányadó kamata**



*Forrás: Bloomberg*

Szeptemberben a **Fed a piaci és a mi várakozásunknak megfelelően az irányadó ráta tartását jelentette be (5,25-5,50%)**. A Fed júniusban lassított először a kamatemelési ciklusban, majd júliusban újabb kamatemelést jelentett be, miután a munkaerőpiacon a nyár derekán még nem látszódott lassulás, és az infláció mérséklődése is csak lassan haladt. A Fed nyári üzenetei és a kedvező adatközléseket követően a piac idei kamatcsökkentéssel kapcsolatos várakozásai fokozatosan mérséklődtek.

**A Fed elnöke a szeptemberi sajtótájékoztatón jelezte, hogy az infláció elleni küzdelemben nem lehet még győzelmet hirdetni, miután a gazdaság sokkal ellenállóbb, mint ahogyan azzal korábban számoltak.** Az **olajárak emelkedése** hatással lehet mind az inflációra, mind a növekedésre és ha tartósan magasak maradnak, az a várakozásokat is befolyásolja. Továbbra is meghatározó a makroadat alakulása, **a beérkező adatok megmutathatják, hogy a kamatszint megfelelően korlátozó-e már, Powell szerint közel lehetnek ehhez.** Hosszabb távon továbbra is a jegybanki célok, így az árstabilitás és a teljes foglalkoztatás elérésére törekszenek. Jelezték, hogy a bankrendszer helyzete stabil és ellenálló, a pénzügyi kondíciók szigorodása kihat a gazdasági folyamatokra, amelynek hatásai továbbra is bizonytalanok.

**A Fed kamatpálya előrejelzésében** (ami a 19 jegybankár aktuális helyzetértékelését mutatja) **2023-ra** változatlanul 5,6%-ot jeleznek a döntéshozók, ami **még egy idei kamatemelés lehetőségét magában foglalja**. Az ellenálló gazdaság az inflációs kockázatokat erősítheti, ezért **nyitva hagyták az utat a további kamatemelés előtt. 2024-re** eddig 100 bázispont lazításról szólt a Fed döntéshozóinak előrejelzése, amit **meglepetésre 50 bázispont várható kamatvágásra módosítottak. Emellett 2025-re is 50 bp-tal felfelé tolódott a várt kamatszint júniushoz képest, tehát a magasabb kamatok tovább velünk maradhatnak.** A hosszú távú kamatpályát ugyan 2,5%-on tartotta a Fed, később azonban Powell utalást tett arra, hogy a **semleges kamatszint megváltozhatott, magasabban van** mint azt eddig gondolták. A kamatvágással kapcsolatos kérdésre annyit mondott, **jövőre valamikor időszerűvé válhat a lazításról szóló egyeztetés.**

**Azzal számolunk, hogy a júliusi volt az utolsó kamatemelés a Fed részéről, amennyiben a következő hónapokban nem érkeznek a munkaerőpiac bővülését jelző számok az amerikai gazdaságból. A nominális kamatszintek magasan tartásával a monetáris kondíciók szigorúak maradnak a következő hónapokban.** A szigorú pénzügyi környezet önmagában is visszafogja a növekedést a hitelezés visszaesése nyomán és ezáltal az inflációs várakozásokat is csökkentheti. Emellett a magasabb reálkamatok is **passzív monetáris szigorítást** jelentenek, ahogyan a mérlegleépítés folytatása is. **Várakozásunk szerint a kamatcsökkentések csak 2024. őszétől indulhatnak meg a tengerentúlon.** A piacok jelenleg nem áraznak kamatemelést novemberre és decemberre sem.

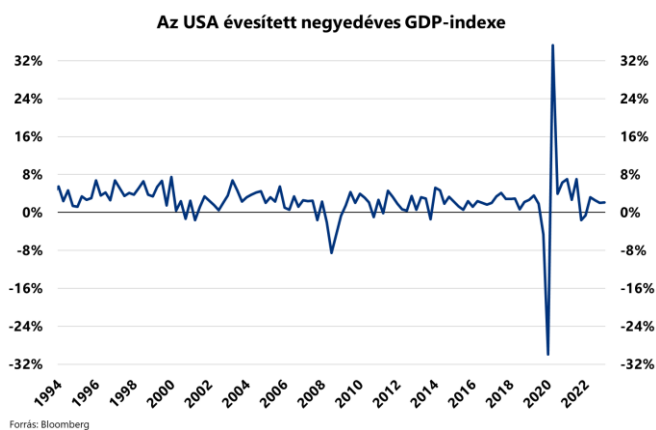
A **Fed friss gazdasági előrejelzését** a közleménnyel egyidőben publikálta, várakozásunknak megfelelően **jelentősen javították a 2023-as GDP-prognózist, 1%-ról 2,1%-ra, a 2024-est is 0,4 százalékponttal 1,5%-ra.** A **PCE infláció tekintetében** 2023-ra és 2025-re 0,1 százalékponttal emelték a prognózist (3,3%-ra, illetve 2,2%-ra), majd **2026-ra elérhető lehet az árstabilitás 2%-os szintje.**

**Az amerikai gazdaság a második negyedévben is jól teljesített.** A második negyedévben az amerikai gazdaság 2,1%-kal bővült évesített szinten, hasonlóan az első negyedévben látott (2,2%-os) bővüléshez. Az export a koronavírus-járvány indulása, 2020. második negyedéve óta nem látott csökkenést mutatott (-10,6% vs. 7,8% Q1). A fogyasztási kiadások 0,8%-kal bővültek, elmaradva az első negyedévben látott 4,2%-tól, de a fogyasztás még kitartott a magas kamatok és az infláció ellenére is. 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 újraindult az amerikai diákhitel kamatozása** és októbertől már le is vonják az újabb törlesztőrészleteket. 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. A lakossági lakáscélú beruházások is csökkennek 2021. második negyedévtől, fellendülést a kamatszintek csökkenése hozhat 2024. második felében. Összességében az idei év első felében az amerikai gazdaság jól teljesített, de az év végére **érdemi lassulás jöhet a tengerentúlon, amit egy esetleges kormányzati leállás (október 1. után vagy akár novemberben) csak erősíthet.**

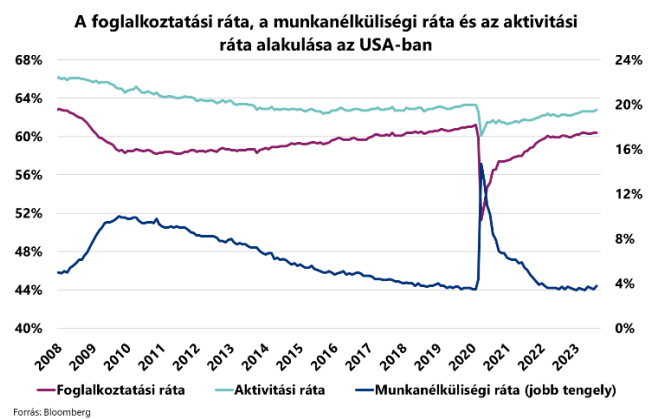
**A konjunktúramutatók is gyengébb kilátásokra utalnak.** A feldolgozóipari beszerzésimenedzser-index idei nyári mélypontjáról ugyan fordult, de továbbra is csökkenő teljesítményt mutat az ágazat. A **viSSzaeső megrendelések** mellett a **készletek leépítését célzó törekvések** jelzik, a következő hónapokban is alacsonyabb lehet a termelés a feldolgozóiparban. Emellett az **energiaárak újbóli emelkedése** a működési költségeket is emeli, de a gyenge kereslet mellett a vállalatok ezt **kevésbé tudják áthárítani az ügyfelekre.**

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



Forrás: Bloomberg

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



Forrás: BLS

A szolgáltató ágazat is veszített erejéből, augusztusban a szolgáltatóipari beszerzési menedzser-index hét hónapja nem látott szintre, stagnálás közelébe csökkent. A járványhelyzet után az árucikkek vásárlásáról a szolgáltatások irányába történt elmozdulás támogatta a szektort a nyár első felében, de a szolgáltató szektor kilátásait árnyalja a korábbi kamatemelések fokozatos begyűrűzése, de a júliusi újabb kamatemelés hatása is. Az **energiaárak emelkedése** és a **béreköltségek továbbra is nyomást gyakorolnak a szolgáltatóipari vállalatokra.**

A **foglalkoztatottság növekedése fokozatosan mérséklődik a tengerentúlon**, miközben többen tértek vissza a munkaerőpiacra, azonban sokan nem tudtak azonnal elhelyezkedni. Augusztusban ugyan a várakozásokat meghaladó mértékben bővült a **mezőgazdaságon kívül foglalkoztatottak száma** (187 ezer fővel vs. várt 163 ezer fő), a **munkanélküliségi ráta 3,5%-ról 3,8%-ra emelkedett**, 2022. február óta nem látott magas szintre. Az átlagos órabérek bővülése kismértékben mérséklődött 4,4%-ról 4,3%-ra, a bővülés utoljára 2022. elején volt ilyen alacsony, ami inflációs tekintetben kedvező fejleménynek nevezhető a Fed számára is, ugyanakkor messze még az árstabilitási cél. Látható, hogy a **kamatemelési cikusból következő lassulás csak lassan**

**mutatkozik meg a munkaerőpiaci adatokban**, ami óvatosságra intheti az amerikai jegybankot a kamatemelési ciklus végének meghatározásakor. A **Fed szeptemberi friss gazdasági előrejelzésében** 2023-ra 4,1% helyett 3,8%-os munkanélküliségi rátát jelzett, 2024-re és 2025-re pedig 4,5% helyett 4,1%-ot jeleztek előre. A jelentősen **lefelé módosított munkanélküliségi adatok is** jelzik, hogy a Fed szerint továbbra is megvalósítható a **puha landolás**, az infláció mérséklését elérhetik a munkanélküliség drasztikus emelkedése nélkül is.

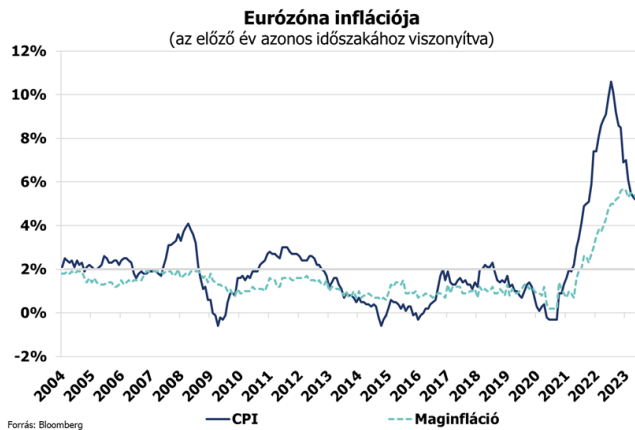
### Az eurózóna gazdasági folyamatai

**Az infláció mérséklődése folytatódott az eurózónában, de az inflációs mutatók csak lassan javulnak és még mindig messze járnak az árstabilitás 2%-os szintjétől.** Az inflációs ráta 2022. októberében indult csökkenésnek, a trend áprilisban átmenetileg megtört, majd májustól ismét folytatódott a dezinfláció. A legutóbbi adatok szerint az eurózónában a fogyasztói árak 5,2%-kal emelkedtek (év/év), augusztusban, ami kedvezőbb az előzetesen közölt 5,3%-nál és 2022. eleje óta nem látott alacsony szintet jelent. A tartósabb inflációs folyamatokat megragadó **maginfláció** egészen idén márciusig folyamatos emelkedést mutatott, 2022. júniusa óta először láthattunk csökkenést ebben a mutatóban áprilisban, de a kedvező trend nem tartott sokáig, júniusban megtorpant, és **csak augusztusban mérséklődött ismételten a mutató, 5,3%-ra év/év viszonylatban.**

Az Európai Központi Bank **elsődlegesen a maginflációt veszi figyelembe a monetáris politikai döntéseknél.** Az EKB szerint az infláció szintje továbbra is magas és sokáig túl magasan is marad. Az **EKB friss negyedéves előrejelzésében** a várakozásoknak megfelelően a **2023-as és 2024-es inflációs előrejelzését kismértékben emelte**, elsősorban az olajárak emelkedésének hatására, míg a 2025-ös prognózist lejjebb hozta. A maginfláció terén kedvezőbb adatokat várnak, mint júniusban. Az európai historikus értékekhez mérve a munkaerőpiac továbbra is feszes, **a munkanélküliségi ráta rekord alacsony szinteken mozog** (6,4% körül), ebben a környezetben a **bérek emelkedése** (első félév átlagában 4,5%) csak lassan mérséklődhet, ami elnyújthatja a dezinflációt.

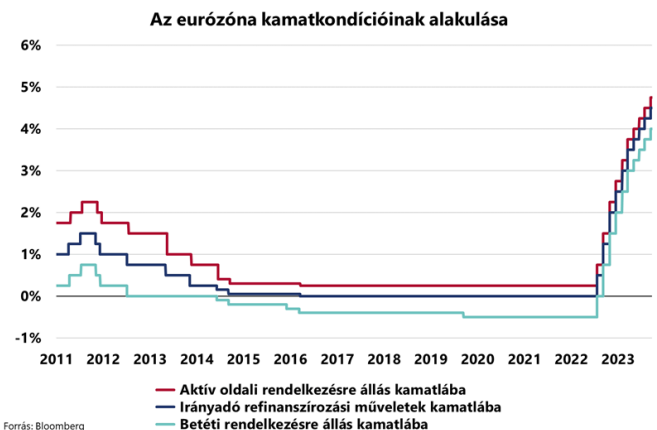
**A 2022. júliusban indult kamatemelési ciklus folytatódott, az EKB júliusban és szeptemberben is 25 bázispontos kamatemelést jelentett be**, ezzel az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába 4,5%-ra, a betéti ráta pedig 4,0%-ra emelkedett. Várakozásunk szerint a szeptemberi **szigorítás jelenti az EKB kamatemelési ciklusának végét.** Bár azzal számoltunk, hogy ezt nem kommunikálja az EKB, **egy új utalás bekerült** ezzel kapcsolatban a **kamatdöntési közleménybe.** A már **végrehajtott kamatemelések hatására a finanszírozási feltételek szigorodtak, a hitelállomány növekedése is lassult**, ez az egyik tényező az infláció fokozatos csökkenése mögött. A tovább mérséklődő infláció és a monetáris transzmisszió nyomán vélik úgy, hogy a kamatok olyan szintet értek el, amelyek segíthetik az inflációs cél elérését.

**33. ábra:** Az eurózóna éves inflációjának alakulása



Forrás: Eurostat

**34. ábra:** Az eurózóna kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

Ugyanakkor fenntartják, hogy a jövőbeli döntéseket a makroadatok alakulásának függvényében hozzák meg, a kamatdöntések alapját továbbra is az képezi, hogy milyennek ítélik meg az inflációs kilátásokat a beérkező gazdasági és pénzügyi adatok, az inflációs alapfolyamat dinamikája és a monetáris politikai transzmisszió erőssége fényében. A piacok szeptember végén nem áraznak már további kamatemelést.

Továbbra is figyelembe kell venni, hogy az EKB mozgástere 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.

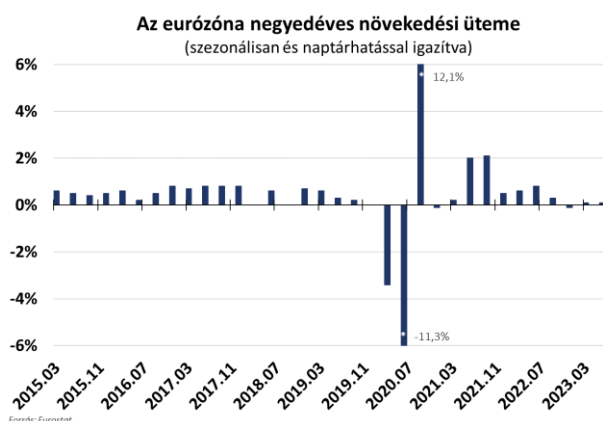
Az eurózóna gazdasága mindössze 0,1%-os szerény növekedést mutatott az idei második negyedévben az előző negyedévhez képest, ami gyengébb a becsült 0,3%-nál. Az előző év azonos időszakához képest 0,5%-os volt a bővülés. Az eurózóna gazdasága tavaly ősztől a lassulás jeleit mutatta az energiaválság, valamint a megugró infláció miatt visszafogott fogyasztás és gyengébb ipar miatt. A tavalyi utolsó negyedévben 0,1%-os visszaesést közöltek, majd a nyáron felülvizsgált első negyedéves adatok az előzetesen ismertetett 0,1% csökkenés helyett 0,1%-os szerény növekedésről szóltak, így összességében mégsem beszélhetünk technikai recesszióról (két egymást követő negyedévben visszaesés). A második negyedéves gyenge teljesítmény hátterében elsősorban az export gyengébb teljesítménye állt, de stagnált a fogyasztás is. Középtávon az infláció enyhülése eredményezhet javulást a kilátásokban, ami stabilizálhatja az áruk iránti keresletet is, ugyanakkor az EKB kamatemelései nyomán megdrágult hitelek mellett nagy felfutás nem várható a növekedést tekintve. A hitelek kihelyezése már tavaly novemberből csökkenésnek indult.

Az eurózóna magánszektora szeptemberben is zsugorodott, miután a csökkenő kereslet az aktivitást is visszafogta, elsősorban a feldolgozóiparban, de a szolgáltatóipar teljesítménye is már két hónapja a



csökkenést jelző tartományban mozog, bár szeptemberben a csökkenés már kisebb mértékű volt. **Az inflációs folyamatok azonban vegyesen alakultak**, a szolgáltató szektorban az input költségek meredeken emelkedtek a magasabb bérek és az emelkedő üzemanyagárak mellett, míg a feldolgozóiparban már hét hónapja csökkennek a bekerülési árak.

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



Forrás: Eurostat

**36. ábra: Az eurózóna fogyasztói bizalmi indexeinek alakulása**

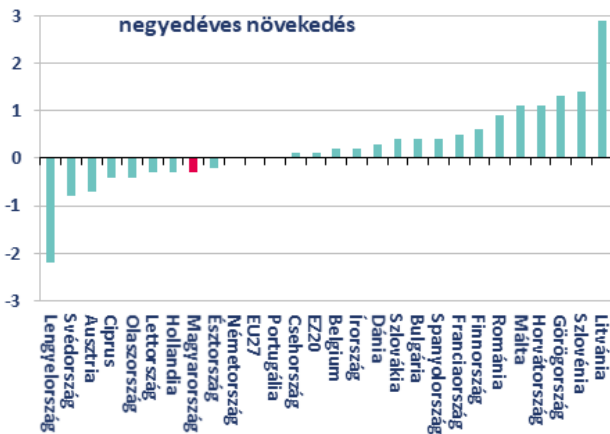


Forrás: Eurostat

A **fogyasztók pesszimizmusa tovább romlott, és március óta nem látott szintre esett vissza**. Az eurózóna háztartásai **gyengébbnek látják a saját pénzügyi helyzetüket**, illetve a gazdaság várható helyzetét is. Márciustól júliusig a **háztartások inflációs várakozása** is fokozatosan mérséklődött, azonban **augusztustól ismét emelkedést** láthatunk, hasonlóképp a **munkanélküliségtől való félelem is erősödött** a lakosság körében.

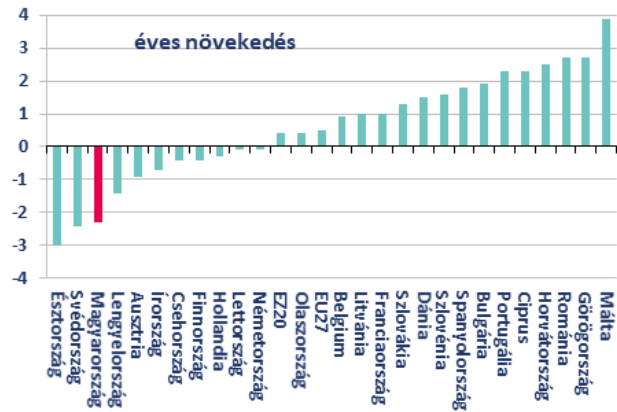
**Az európai gazdaság nem mutat egységes képet**. Az európai országok között éves szinten a máltai gazdaság mutatta a legjobb teljesítményt, majd Görögország és Románia következett, míg a növekedési rangsor végén az utolsó három helyen Magyarország, Svédország és Észtország állt a második negyedévben. A második negyedéves európai GDP-adatok alapján is látható, hogy az élmezőnyben szinte kizárólag dél-európai országok találhatóak, míg a lemaradók között többnyire északi, iparosodottabb államok vannak. A háttérben döntően az energiaválság általi érintettség, valamint a gazdaság szerkezete áll. 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.

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



*Forrás: Eurostat*

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

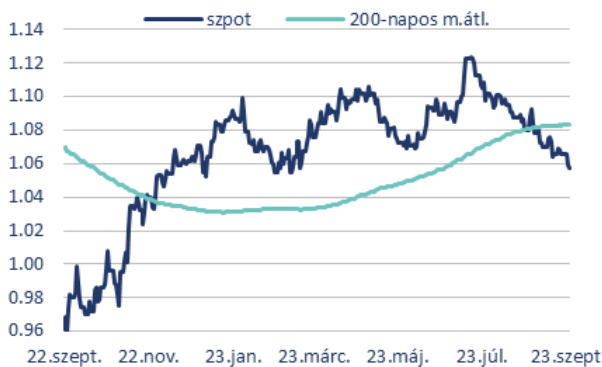


*Forrás: Eurostat*

#### IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

##### Nemzetközi devizapiacok

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



*Forrás: Bloomberg*

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



*Forrás: Bloomberg*

**A nyár közepe óta élénk erősödésbe kezdett a dollár**, amit elsősorban a továbbra is kitartóan erősnek és ellenállóknak mutakozó amerikai makrogazdaság és ebből következően a magasabbra került és hosszabb időn át magasabban maradó dollár kamatszinttel kapcsolatos várakozás eredményez. Továbbra is jelen van az amerikai pénzügyi szektorral kapcsolatos félelem a tovább emelkedő kamatok fényében, ami még mindig stabilitási kockázatot jelent középtávon. A később kezdődött európai szigorítási ciklus után jelenleg már megközelítőleg azonosan az erőteljes szigorítás ciklus utolsó lépéseinél jár a két atlanti nagy jegybank, miközben a késleltetett szigorításban és a jelenleg is nominálisan alacsonyabb európai kamatszintben szerepet játszik, hogy az EKB-nak az eltérő ciklusban járó és fejlettségű európai gazdaságok miatt nehéz egyszerre minden gazdaságnak megfelelő monetáris politikát folytatnia. Ezen túlmenően fundamentális szempontból továbbra is az euró moderált erősödése lenne indokolt a devizakereslet arányaiból kifolyólag, mivel **az euróövezetben a megdrágult, de azóta jelentősen korrigáló import energiaárak és a némileg**

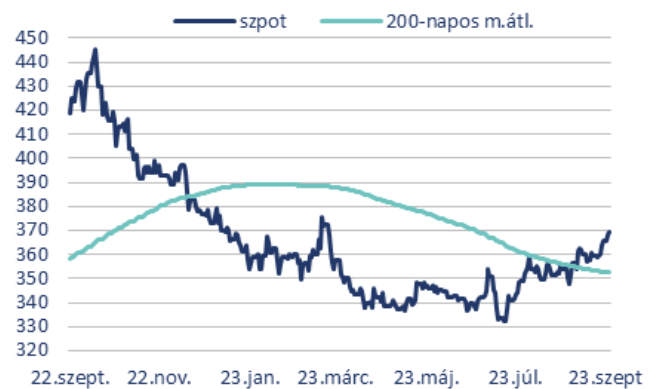
magára találó ipari exportnak köszönhetően továbbra is fizetési mérleg többlet van (2023 Q2: +27,3 Mrd EUR). Míg ezzel élesen ellentétes a pandémia előtti sinthez képest is masszívan negatív amerikai fizetési mérleg (2023 Q2: -212,1 Mrd USD), amire szintén hatással van a nyersanyagárak növekedése, valamint az amerikai gazdaság ellenállóságából fakadó élénk kereslet, illetve a beruházások importvonzata is erősíti ezt. Általánosságban azonban továbbra is igaz, hogy a jegybanki nyilatkozatok és szóbeli intervenciók elsődleges fontosságúak a devizaárfolyamok alakulásában, különösen a jelenlegi kamatpályák csúcsához közeledve, illetve a jövő év második felében várható kamatcsökkentéssel kapcsolatos esetleges utalásokhoz kapcsolódóan, ami jelentős részben a piaci árfolyamváltozásokon is megfigyelhető, a legtöbb érdemi mozgás az újabb jegybanki irányok potenciális megjelenésével kapcsolatos.

### A forintárfolyam alakulása

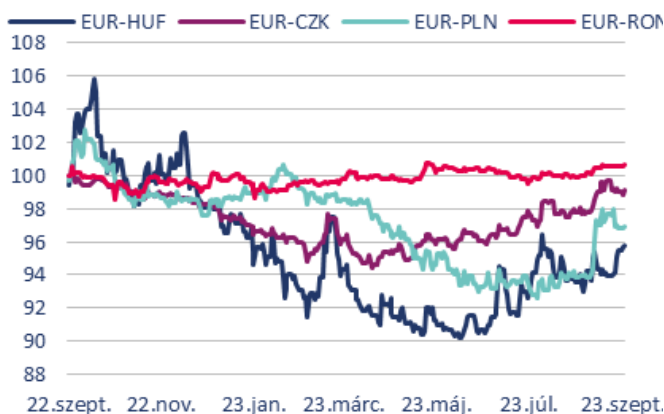
41. ábra: Az EUR/HUF keresztárfolyam



42. ábra: Az USD/HUF keresztárfolyam

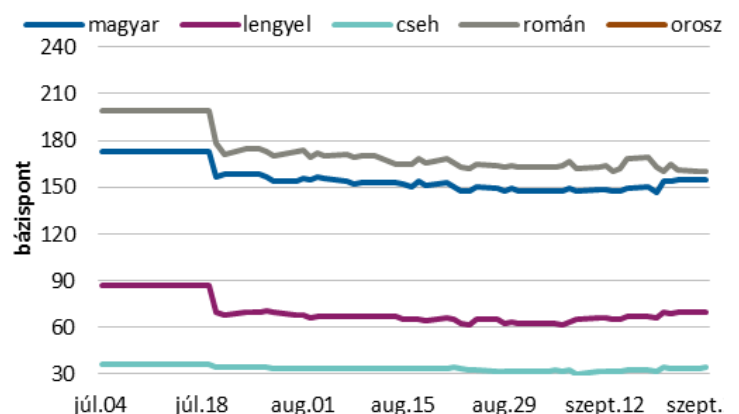


43. ábra: Az EUR/régiós devizák relatív telj. (előző év azonos időszaka=100)



Forrás: Bloomberg

44. ábra: A régiós csőd kockázati CDS felárak alakulása



Forrás: Bloomberg

A harmadik negyedév során az előző negyedév kiemelt stabilitása után már nagyobb ingadozást mutatott a hazai deviza, több okból kifolyólag és egy szélesebb, 373-393-as sávban mozgott. Az egyik alapvető fundamentum a hazai deviza mögött, hogy nem nyertek megerősítést azok a várakozások, miszerint a kiugróan magas hazai irányadó kamatszint normalizálódásával folyamatos és tartós gyengülő pályára kerülhet

a forint, miután szeptember végéig már a 13%-os szinten összezárt az alapkamat és az irányadó ráta. A régiós devizák euróval szembeni teljesítményét összehasonlító ábrán látható, hogy a tavalyi jelentős gyengülés után továbbra is a forint vezeti az ideji korrekciós trendet és 4%-kal a tavaly ilyenkorai szintje alatt tartózkodik, ezzel segítve az import infláció leszorítását is. A zloty éles gyengüléssel veszítette el vezető helyét a hirtelen lengyel kamatvágást követően.

**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 hátralevő részében a 375-385-as sávban oldalazó árfolyamszintre számítunk, a tavalyi évben látott szélsőséges kilengésekre jelenleg jóval kisebb az esély, de esetlegesen váratlan negatív geopolitikai fejlemények vagy a gyors globális kamatemelésekből eredő újabb pénzügyi stabilitási kockázatok esetén a pálya hordozhat negatív irányú kockázatot is, azonban egy ilyen forgatókönyv esetén a forint nem lenne egyedül ezzel a problémával a világpiacon.

**A forintárfolyamot támogató pozitív fundamentális tényezőként van jelen jelenleg,** hogy a jelentősen visszaesett világpiaci energiaárak következtében a hazai gazdaság látványosan javuló külső egyensúlya segíti a hazai devizát, mivel korábban épp ez helyezett rá a régiós átlagnál nagyobb nyomást. Ez a tényező érdemben enyhíti a folyó fizetési mérleg hiányát is, ahogy azt megalapozzák a legutóbbi hónapok pozitív külkereskedelmi adatai. Ezen felül jelen van, hogy bár jelentősen elhúzódik, de továbbra is a legvalószínűbb forgatókönyv, hogy lesz 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 szeptemberben 13%-ra csökkent irányadó kamatszint továbbra is kiemelkedően magas, így kellő védelmet nyújt a forintnak, továbbra is fennmarad a régiós relatív kamatelőny és segít a következő hónapokban várható pozitív reálkamat megteremtésében. A jelenlegi kamatszint mellett továbbra is drága a forint elleni short pozíciók felvétele, továbbra is megéri forintban denominált eszközökben forintkamatért tartani a befektetéseket (akár más, alacsonyabb kamatozású devizában felvett hitelből is, vagyis carry trade pozíciót is felvenni). Szintén a pozitív tényezők közt szerepel, hogy az elmúlt időszak hitelminősítői döntései nem tartalmaztak negatív felülvizsgálatra vonatkozó megjegyzést. Összességében, a várhatóan tovább folytatódó hazai kamatcsökkentési ciklusból kifolyólag nem számítunk a forint tartós és jelentős gyengülésére, az infláció várható meredek csökkenése miatt az év végére így is pozitív lesz a reálkamat szint, míg a hazai külső egyensúly javulása is támaszt jelent, továbbá a hazai irányadó kamatszint továbbra is a legmagasabb marad a régióban.

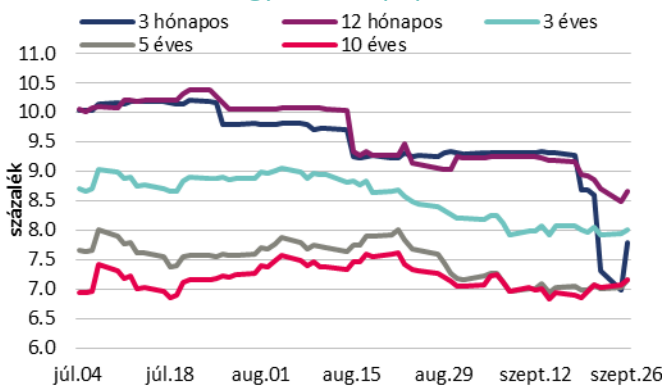
**Ezek mellett a forint kapcsán negatív tényezőként figyelembe lehet venni,** hogy egy esetlegesen újból tartósan megugró energiaárhullám és romló külső egyensúly a tavaly látottakhoz hasonlóan okozhat turbulenciát, mivel a magyar gazdaság külső energiafüggősége ugyan kismértékben csökkent tavaly óta, de

továbbra is jelentős. Továbbá - bár egyre inkább „beépült kockázatként” van jelen - nemzetközi befektetői szempontból lényeges, hogy az orosz-ukrán háború egy közvetlenül szomszédos országban zajlik, ezért a földrajzi közelség miatt még a feltörekvő piacokon belül is kiemelt volatilitás jellemezheti a régiós devizákat negatív geopolitikai fejlemények esetén. Ezen felül értelemszerűen az általános nemzetközi befektetői hangulat is szerepet játszik az eszközök árazásában és az utóbbi időszakban ez kedvezőtlen a régiós devizák, így a magas bétájú forint számára is; miután a fejlett piaci kamatok a vártnál magasabbra emelkedhetnek és a vártnál némileg hosszabb ideig ott is maradhatnak, növelve ezeknek az alacsonyabb kockázatú eszközöknek a piaci vonzerejét.

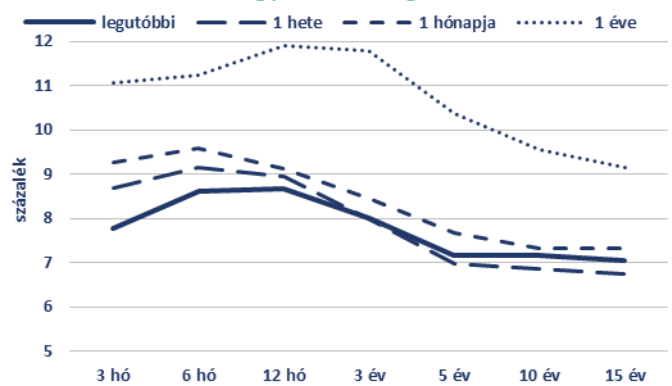
**A magyar 5 éves csőd-kockázati CDS felár** a háború előtti 55bp-os szintjéhez képest továbbra is 150bp környékén tartózkodik, ami kismértékben alacsonyabb az előző negyedévi szintjénél. Eközben az ukrain háború kapcsán hasonló földrajzi helyzetben lévő lengyel CDS szintén kismértékben csökkent az előző negyedévhez képest, míg a román CDS hasonlóan csorgott lefelé, éves összevetésben azonban jól látszik az esetleges háborús földrajzi érintettség szerepe is, mivel eközben a cseh felár éves összevetésben is érdemi stabilitást és alacsony szintet mutat.

**Magyar állampapírpiac, hozamok**

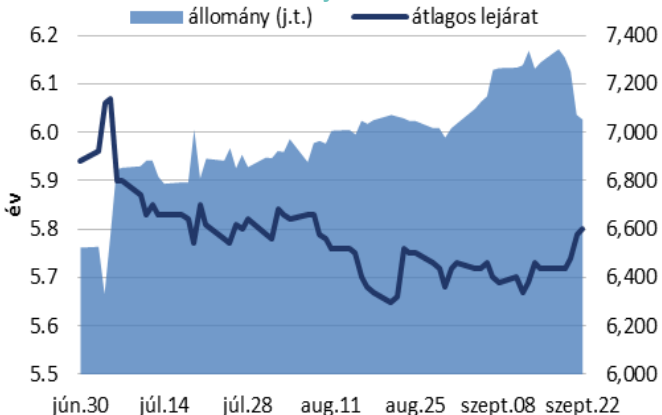
**45. ábra: Magyar állampapírhozamok**



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

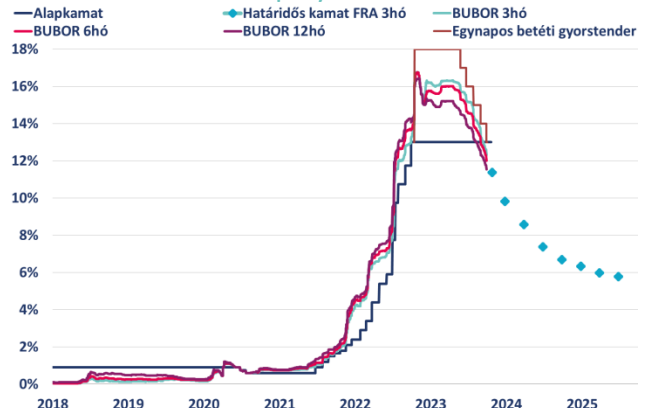


**47. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és lejárat**



*Forrás: Bloomberg, ÁKK*

**48. 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 vonzó hozamszint, illetve a kormányzati lépések is, melyek az állampapírpiac felé szándékoznak terelni lakossági és vagyongazdálkodási likviditást. Ez a hatás hamar látványossá is vált a hozamgörbe rövid oldalán, miközben a hozamgörbe hosszabb oldalát a fundamentumok javulásán túl az is segíti, hogy az MNB nem értékesíti a mérlegében lévő, a teljes adósságon belül 8%-os részarányt képviselő állampapír-állományát, a kötvénypaszírozási programok keretében megvásárolt állampapírokat lejáratiig tartja.

**A kiemelkedő hozamoknak köszönhetően a külföldiek továbbra is keresik a magyar forint alapú állampapírokat, az előző negyedév során 6 500 milliárdról 7 100 milliárd forintra emelkedett az állományuk.** A háztartások szintén tovább vásárolják a lakossági állampapírokat, immár túlnyomó többségében a némileg rontott feltételekkel kínált, de továbbra is kiemelkedő hozamokat fizető inflációkövető PMÁP-ot - kisebb részben a bankközi kamatokhoz indexált papírokat -, így összességében **a háztartások kezében immár 11 ezer milliárd forint feletti állampapír, vagyis a teljes államadósság 23%-a van jelenleg.**

A lenti táblázatban látható alacsonyabb számot mutató 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 kamatnak, a gyakorlati kockázatmentességnek, illetve a hozam adómentességének köszönhetően továbbra is vonzó befektetési alternatívák lehetnek a következő években, azonban ez középtávon a költségvetési kamatkidadásokat is érezhetően növeli.**

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

	<b>ÁKK célérték 2023</b>	<b>2023.08.31*</b>	<b>2021.12.31*</b>
<b>Államadósság devizaaránya</b>	maximum 30%	<b>25,3%</b>	20,4%
<b>Devizaadósság összetétel (devizaswapok után)</b>	100% EUR	<b>100% EUR</b>	100% EUR
<b>Átlagos lejáratidő (ATM)</b>	minimum 5,5 év	<b>6,0 év</b>	5,1 év
<b>Átlagos átárazódásig hátralévő idő (ATR)**</b>	minimum 4,0 év	<b>5,0 év</b>	4,5 év
<b>Fix kamatozású papírok aránya</b>	60-80%	<b>69,1%</b>	81,5%
<b>Lakossági állampapírok aránya</b>	20-25%	<b>19,7%</b>	24,5%
<b>Zöldkötvények aránya</b>	-	<b>3,4%</b>	-

\*Forrás: ÁKK, 90 napos mozgóátlag

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

**A teljes államadósságon belül a devizaarány jelenleg minimálisan 25% fölött áll a legutolsó elérhető adatok alapján** és az ÁKK a stratégiája szerint a továbbiakban is kész menedzselni az adósságot visszavásárlásokkal, és akár devizás kibocsátásokkal, ha a lejárat szerkezet, a hozamszint vagy előfinanszírozás azt indokoltá teszi. A finanszírozáshoz kapcsolódóan az ÁKK reagálva a piaci körülményekre folyamatosan tolta felfelé a tolerálható maximális devizaarányt és jelenleg a 25-30%-os sávnál tart ez a stratégiai célszint, 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 48. ábrán látható határidős kamatlefutás a jelenlegi régiósan is kiugró szintekről megkezdődött és továbbra is gyors csökkenést árazza, ami a várakozásainkkal összhangban 2023. végére 10% közelébe csökkenő irányadó kamatszintekkel kalkulál, indokoltan, mivel az inflációs folyamatok véleményünk szerint ezt lehetővé fogják tenni, valamint a jelenlegi magas kamatszintek tartós fennmaradása már érdeemben fékezi a reálgazdasági növekedést több fronton is, ami egyik szereplőnek sem érdeke. **Ez a normalizálódás fokozatosan segítséget jelent majd az államadósság megugrott kamatterheinek és finanszírozási kockázatainak csökkentésében is, 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 valódiságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat.
5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok 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 fiókjaiban, 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 megillető 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 naptárhatással. Ezt végül összhangba hozzuk a GDP felhasználási oldali tényezőivel – fogyasztás, kormányzati fogyasztás, beruházások, készletek, valamint export-import egyenleg-, amelyek esetében szintén megbecsüljük az egyes komponensek negyedéves dinamikáit is.  
Az inflációs előrejelzés készítésénél a fogyasztói árszámindex komponenseit havi bontásban jelezzük előre, amiket a fogyasztói kosárban betöltött súlyokkal vesszük figyelembe.