

# NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ



2023. január



MAGYAR  
BANKHOLDING

## Tartalom

**I. ÖSSZEFOGLALÓ** ..... 2**II. RÉSZLETES MAKROGAZDASÁGI ÁTTEKINTÉS  
MAGYARORSZÁGRÓL**..... 8

Gazdasági növekedés ..... 8

Régiós körkép ..... 14

Hazai infláció ..... 16

Monetáris politika, jegybanki alapkamat ..... 18

Foglalkoztatás, munkanélküliség és béralakulás ..... 20

Költségvetési folyamatok ..... 23

Külső egyensúlyi helyzet..... 25

Ingatlanpiac..... 31

**III. GLOBÁLIS GAZDASÁGI FOLYAMATOK** ..... 34

Az USA gazdasági folyamatai ..... 34

Az eurózóna gazdasági folyamatai ..... 37

KKE regionális gazdasági folyamatok..... 39

**IV. GLOBÁLIS ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP** .. 40

Nemzetközi devizapiacok és a forint..... 40

Globális monetáris politikai fejlemények..... 44

Nemzetközi és magyar állampapírpiac, hozamszintek..... 46

*A jelen kiadvány készítői* ..... 49**LEZÁRVA: 2023. január 19-én 18:00 órakor. Az előrejelzéshez használt adatokat 2023. január 19-ig vettük figyelembe.**

## I. ÖSSZEFOGLALÓ

A vártnál gyengébb harmadik negyedéves gazdasági teljesítmény miatt a 2022. évi GDP növekedési előrejelzésünket 5,3%-ról 4,8%-ra csökkentettük, azonban az idei évit 0,4%-ról 0,8%-ra emeltük. Az **elhúzódó háború, az elszálló energiaárak** negatív hatásai, a **romló külső környezet**, az emelkedő kamatszint, a kedvezményes háztartási energiaárak részleges megszüntetése, valamint a tavalyi **súlyos aszálykár**ok számottevően rontották a tavalyi évi gazdasági teljesítményt. Az aszály által sújtott mezőgazdaság tavalyi alacsony bázisa miatt ugyanakkor idén pozitívan járulhat a gazdasági növekedéshez, amennyiben nem ismétlődik meg a tavalyi rendkívül súlyos aszály, aminek igen kicsi a valószínűsége. A háború, az elszálló energia, és nyersanyagárak, valamint az aszály nélkül a tavalyelőtt év végi és tavalyi év eleji lendületes növekedés áthúzódó hatásai miatt tavaly **7%-hoz közelítő növekedési ütem is elérhető lett volna.**

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

A hazai kilátások nemzetközi összehasonlításban ugyanakkor kedvezőbbek, mivel a tavalyi bőven kétszámjegyű bérnövekedés és a lakossági transzferek éves átlagban felülmúlták a vártnál lényegesen magasabb inflációt, így a reáljövedelmek tavaly is emelkedtek, hozzájárulva a fogyasztás bővüléséhez. Az érdemben megugró infláció a tavalyi őszi hónapoktól már csökkenti a reálbéreket, ami a háztartási energiaárak átlagfogyasztás feletti emelésével és az üzemanyagárplafon eltörlésével mérsékli a fogyasztást, a durván elszálló

energiaköltségek és az infláció megfékezése érdekében megemelt kamatok pedig a beruházásokat foghatják vissza. A hazai GDP harmadik negyedévben bekövetkezett negyedéves csökkenése miatt – amit elsősorban a mezőgazdasági kibocsátás meredek visszaesése okozott – tehát igen nagy valószínűséggel **technikai recesszióra** lehet számítani, ami azonban **mérsékelt lehet**, a fűtési szezon lefutásával pedig **a második negyedévtől ismét növekedésre számítunk**. A hazai gazdaság földgáz iránti kitettsége ugyanakkor erőteljes kockázatot jelent, ami **jelentősen rontja** a hazai gazdasági szereplők **elkölthető jövedelmét**.

A kilátásokat **ellentétes irányú kockázatok** övezik. Pozitív scenárió lehet, ha az **uniós pénzeket** sikerül teljesen felszabadítani a mérföldkövek teljesítésével, ha Európának sikerül elkerülnie az energiaválságot, ha az energiaárak csökkennek a jelenlegi szintekhez képest, illetve, ha a mezőgazdaság is a vártnál jobban teljesít. A növekedést támogatja az új ipari kapacitások folyamatos üzembe helyezése is. Mivel a tavalyi növekedést jelentős mértékben húzta le az aszály által sújtott mezőgazdaság, idén jelentős felfelé mutató kockázatot jelent, hogy várhatóan nem ismétlődik meg a 2022. évi rendkívüli mértékű aszály. A növekedésre érdemi kockázatot jelent **az orosz gázzállítások esetleges leállítása az európai országok irányába, mivel számos ágazatot leállásra kényszeríthet, ami a hazai termelést is meredeken visszafogná és újra elszálló energiaárakhoz vezetne**. Kedvező ugyanakkor, hogy egyelőre **sikerült elkerülni az akut energiaválságot** az európai gáztározók kellő mértékű feltöltöttsége, a szokásosnál enyhébb őszi időjárás, valamint az ipari, lakossági, kormányzati fogyasztók elkezdődött alkalmazkodása miatt, így nem volt szükség es érvénybe léptetni a vészhelyzeti intézkedéseket egyes energiaigényes, nagy földgázigényű ágazatok kényszerű leállításával. Ennek köszönhetően a várható visszaesés a jelenlegi ismeretek alapján kifejezetten enyhe lehet, de sok a kérdőjel az ezévi gázbeszerzésekkel kapcsolatban. Továbbra is kérdéses, hogy idén mivel pótolják a kieső orosz gázzállításokat.

## Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

### **Infláció**

24,5%-ra ugrott az infláció decemberben, amit elsősorban a hatósági üzemanyagárak eltörlése okozott, azonban az élelmiszerárak emelkedése is tovább gyorsult. **Tavaly átlagosan 14,5%-kal nőttek a fogyasztói árak**. Mivel a hatósági üzemanyagárak kivezetésének hatása decemberben még csak részben jelentkezett, a teljes hatás a januári inflációban fog megjelenni, ezért januárban még kismértékben tovább gyorsulhat az infláció. A következő hónapokban azonban **bázishatások miatt már az infláció eleinte fokozatos, majd az év közepétől meredek mérséklődésére számítunk**. A bázishatásokat felerősítheti, hogy a nemzetközi nyersanyag-, termény-, és energiaárak jelentősen visszaestek az utóbbi

hónapokban, így **újabb külső ársokkra nem számítunk, a forint erősödése** pedig szintén mérsékelheti az inflációt. Az élelmiszerárak további emelkedését a visszaeső kereslet is fékezni fogja. A jövedéki adóemelés a dohánytermékek és szeszesitalok, a chipsadó (neta) emelése számos feldolgozott élelmiszer árát emelte a tavalyi év során, idén azonban ezek az intézkedések kiesnek a bázisból. Az ár-bér spirál kialakulása egyes ágazatokban megfigyelhető, ami lassíthatja az infláció mérséklődésének ütemét, azonban **az idei év végére így is egyszámjegyű inflációra számítunk, idén éves átlagban 17,5% lehet az infláció.**

### **Munkaerőpiac és fogyasztás**

**2022-ben jelentősen emelkedett a bérdinamika** (várakozásunk: 17,5%-os bruttó átlagbér-növekedés), a 20%-os minimálbér és garantált bérminimum emelés, több ágazatot érintő 20%-os bérrendezés, valamint a hivatásos állomány hathavi plusz illetménye következtében. Emellett **2021-től ismét feszesé vált a munkaerőpiac** és megjelent a munkaerőhiány, amely 2022. első felében tovább fokozódott; ami a nem minimálbért keresők esetében is magasabb bérdinamikát okozott, a meredeken emelkedő infláció következtében pedig egyes munkaadók évközbeleni pótlólagos béremelést, bérkiegészítést nyújtottak a munkavállalóknak. A feszes munkaerőpiaci kondíciók 2023-ban lazulhatnak, azonban a nemzetgazdasági szintű **bérenövekedés továbbra is kétszámjegyű, 14-15% közötti lehet** a minimálbér és a bérminimum 16, illetve 14 százalékos emelése, valamint a várhatóan magas infláció következtében növekvő bérigények miatt.

**2022-ben 1,2%-kal bővülhetett a foglalkoztatottak száma az előző évhez képest**, melyhez elsősorban a privát szektor növekedése járult hozzá. Az eddigi kedvező tendenciát az intenzív gazdasági teljesítmény támogatta. A munkaerőpiacra mindazonáltal ellentétes folyamatok lehetnek hatással a következő negyedévekben. A hazai gazdaság **akut munkaerőhiányos** helyzetben néz szembe a közelgő **energiaválság negatív hatásaival**, így kérdés, hogy az egyes szektorok elbocsátásait mennyire tudják ellensúlyozni a kevésbé érintett szektorok munkaerőfelvételei. Összességében tehát csupán mérsékelt változásokra számítunk a munkaerőpiacon. **2023-ban kissé csökkenhet a foglalkoztatás**, míg a munkanélküliségi ráta átmenetileg enyhén emelkedhet, majd újra mérséklődést mutathat a következő években (2022: 3,6% és 2023: 3,9%).

**A kedvező munkaerőpiaci kondíciók mellett a kormányzati támogatások** (pl. családokat érintő SZJA-visszatérítés) is hozzájárultak **a fogyasztás bővüléséhez**, amit az első félévben az előző évi alacsony bázis is támogatott, azonban a második félelvtől az infláció és a háztartási energiaárak emelkedése miatt érdemben lassul a fogyasztás növekedése (várakozásunk szerint 2022-ben 6,1%-kal bővülhet, azonban 2023-ban 0,8%-kal mérséklődhet a háztartások fogyasztása). A háztartások fogyasztására egyes ágazatok várható részleges leállása is negatív hatással lehet a kínálati oldal szűkülésének hatására.

### Beruházások

**A beruházások nemzetgazdasági szinten 2022-ben a kifejezetten dinamikus első háromnegyedévi teljesítménynek köszönhetően gyorsulhatnak: a 2021-es 4,3%-os növekedést követően 7% feletti bővülést mutathatnak.** Idén azonban kismértékű visszaesésre számítunk az **emelkedő kamatok, a megugró infláció és költségek miatt romló háztartási és vállalati jövedelmek, a növekvő bizonytalanság, gyengülő konjunktúra, valamint egyes kormányzati beruházások felfüggesztése** miatt. Mivel a folyamatban levő beruházások nem kerülnek leállításra, az intézkedések a következő években befolyásolhatják a beruházások alakulását, azonban ezt az elmúlt években bejelentett **feldolgozóipari óriásberuházások** ellensúlyozhatják.

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

### Külső egyensúly

Az orosz-ukrán háború érdemben felülírta a külkereskedelmi kilátásokat. Az energiahordozók és más nyersanyagok árainak drasztikus emelkedése **szignifikánsan rontja a cserearányokat**, amit csak kismértékben ellensúlyozhat a nemzetközi piacokhoz képesti olcsóbb orosz olajár. **Az energiaegyenleg önmagában 8,6 milliárd euróval járult hozzá a külkereskedelmi mérleg romlásához** az első tíz hónapban, azaz a romlás szinte teljes egészéért felelős. Összességében tehát **jelentősen romlik a külkereskedelmi egyenleg**. Az exportpiaci kilátásokat pedig az energia- és élelmiszerárak által vezérelt meredek infláció miatt **a felvevőpiacainkon csökkenő reáljövedelmek** és alacsonyabb vásárlóerő is ronthatja. A beruházások és a fogyasztás lassulása miatt **a külkereskedelmi egyenleg romlásának**

**mérséklődésére** számítunk a következő hónapokban, amit az ellátási problémák, a chiphiány fokozatos enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése is támogathat. A háború és a gázárak elszállása miatt azonban tavaly a várakozásunk szerint közel **9 milliárd euró hiányba fordulhatott a külkereskedelem a tavalyelőtti 1,62 milliárd euró többlet után, míg idén a belső kereslet mérséklődése lassíthatja az import növekedését, az új exportkapacitások ezzel szemben tovább növelhetik az exportot, mindezek következtében 5 milliárd euróra csökkenhet a deficit, azonban a jelenlegi energiaárak mellett a javulás jóval erőteljesebb is lehet.** A folyó fizetési mérlegadatok alapján az első háromnegyed évben az egyenleg **5,8 milliárd euróval 9,3 milliárd euróra romlott a tavalyi első háromnegyed évhez képest, amit teljes mértékben a cserearányromlás okozott.** Az energiaegyenleg romlása nélkül 1,8 milliárd euróval javulhatott volna a folyó fizetési mérleg. **Tavaly elérhette a 12,8 milliárd eurót a folyó fizetési mérleg hiánya, ami a GDP 7,5 százalékának felel meg, a tőkemérleggel együtt pedig a külső finanszírozási igény 7,7 milliárd euró, azaz a GDP 4,5 százaléka lehetett. Az idén a belső kereslet enyhe visszaesése és az export folytatódó növekedése miatt 5,8 milliárd euróra, a GDP 2,9 százalékára csökkenhet a folyó fizetési mérleg hiánya, míg a külső finanszírozási igény 2 milliárd euróra, a GDP 1 százalékára mérséklődhet.** A magas külső finanszírozási igény ellenére **csökkenhettek a GDP arányos külső adósságráták, részben a gyors nominális növekedés, részben pedig annak hatására, hogy a folyó fizetési mérleg hiányát túlnyomórészt a működőtőke beáramlás finanszírozza.**

### **Államháztartás**

A kormány a tavalyi **4,9%-os GDP arányos hiánycél tartása érdekében egyenlegjavító intézkedéseket vezetett be.** Az ideai hiánycél tartható lett volna, mivel egyes egyszeri tételeket (pl. SZJA-visszatérítés) már a tavalyi eredményszemléletű hiányban elszámoltak, miközben a tervezettnél magasabb tavalyi növekedés és infláció miatt az adóbevételek messze felülteljesülnek. Ennek bázisán **tavaly is túlteljesültek az adóbevételek.** Ezenkívül a költségvetési **automatikus stabilizátorok** is támogatták a költségvetés helyreállítását. **Az államháztartás egyenlegére ugyanakkor számottevő kockázatot jelentenek a megugró piaci gáz-, és energiaárak, valamint a kamatok emelkedése miatt érdemben emelkedő kamatkidadások, amelyek ellensúlyozására a kormány extraprofit adót vezetett be nyolc szolgáltatási ágazatra, valamint mintegy 1200 milliárd forintnyi kiadáscsökkentést jelentett be, elsősorban állami beruházásokat és működési kiadásokat érintve.** A gáztartalékok további emelése érdekében a kormány 740 milliárd forint értékben további gázbeszerzésről döntött, aminek hatására az államháztartás hiánycélja a GDP 6,1%-ra módosult. A kifejezetten magas nominális növekedésnek köszönhetően **az államadósság ráta 2022-ben a GDP 72 százaléka alá mérséklődhetett, ami idén is gyors ütemben folytatódhat.**

<b>MAGYAR MAKROGAZDASÁGI ALAPPÁLYABELI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA</b>							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	TÉNY**				ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	5,4	4,6	-4,5	7,1	4,8	0,8	4,3
Háztartási fogyasztás, %	4,2	4,5	-1,8	4,4	6,1	-0,8	3,7
Kormányzati fogyasztás, %	4,5	6,2	5,4	4,8	1,1	-0,2	2,1
Állóeszköz-felhalmozás, %	16,3	12,8	-6,9	5,9	5,7	-0,6	3,7
Export, %	5,0	5,4	-5,9	10,1	8,6	4,8	5,4
Import, %	7,0	8,2	-3,5	8,2	8,0	3,8	4,1
Ipari termelés, %	3,5	5,6	-6,0	9,6	5,6	3,4	5,0
Építőipari termelés, %	21,3	20,4	-9,7	13,3	4,3	-3,3	4,1
Kiskereskedelmi forgalom, %	6,7	6,2	-0,2	3,3	6,1	-2,7	3,8
Külkereskedelmi egyenleg, millió €	5.520	4.334	5.618	1.897	-9.010	-5.000	-1.700
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	2,8	3,4	3,3	5,1	14,5	17,5	3,7
Maginfláció éves átlag, %	2,0	3,1	3,7	3,9	15,7	15,4	3,3
Munkanélküliségi ráta, %	3,6	3,3	4,1	4,1	3,6	3,9	3,4
Nemzetgazd. foglalkoztatottság, %	1,3	0,8	-0,9	0,9	1,2	-0,2	0,4
Nemzetgazd. bruttó átlagkereset, %	11,3	11,4	9,7	8,5	17,5	14,5	8,5
Nettó reálbér, %	8,3	7,8	6,2	3,3	2,9	-2,1	4,6
Háztart. nettó pü. vagyon, billió HUF	45,5	50,6	56,7	63,1	68,4	72,0	76,2
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-2,1	-2,1	-7,8	-6,8	-5,8	-3,8	-3,0
Bruttó államadósság, GDP %-a	69,1	65,5	79,6	76,8	72,0	66,0	64,6
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	0,2	-0,8	-1,1	-4,2	-7,5	-2,9	-1,0
Külső finansz. képesség*, GDP %-a	2,4	1,1	0,9	-1,6	-4,1	-1,0	0,9
Bruttó külső adósság*, GDP %-a	79,5	72,7	81,9	84,4	83,7	74,6	68,1
Nettó külső adósság*, GDP %-a	9,3	7,1	10,4	15,6	14,8	13,7	12,6
<b>GLOBALIS ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA</b>							
EUR/USD év végi	1,1469	1,1211	1,2215	1,1382	1,0705	1,055	1,08
EUR/HUF év végi	321,15	330,52	365,10	365,70	399,73	390,00	385,00
EUR/HUF éves átlag	318,78	325,36	359,00	357,75	391,33	392,50	388,10
USD/HUF év végi	279,94	294,74	296,94	321,34	373,34	375,10	359,80
USD/HUF éves átlag	270,35	290,69	307,84	300,91	373,12	374,60	365,50
MNB alapkamat év végi	0,90%	0,90%	0,60%	2,40%	13,00%	9,00%	4,50%
EKB alapkamat év végi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,50%	3,25%	2,75%
FED alapkamat év végi	2,50%	1,75%	0,25%	0-0,25%	4,25-4,50%	5,00-5,25%	3,75-4,00%
3-hónapos BUBOR év végi	0,13%	0,16%	0,75%	4,21%	16,18%	8,75%	4,50%
3-hónapos EURIBOR év végi	-0,31%	-0,38%	-0,55%	-0,57%	2,30%	3,10%	2,65%
3-hónapos USD LIBOR év végi	2,81%	1,91%	0,24%	0,21%	4,77%	4,95%	3,40%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,48%	1,17%	1,42%	4,35%	9,89%	7,75%	5,20%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,99%	2,01%	2,17%	4,51%	9,11%	7,00%	5,50%
5-éves magyar CDS-felár év végi	89bp	71bp	60bp	45bp	198bp	155bp	140bp



## II. RÉSZLETES MAKROGAZDASÁGI ÁTTEKINTÉS MAGYARORSZÁGRÓL

### Gazdasági növekedés

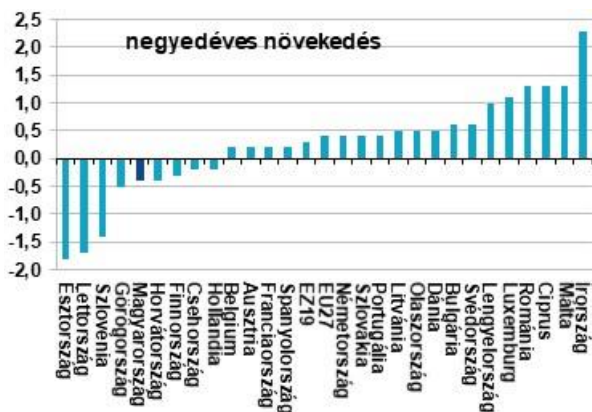
**4%-kal bővült a hazai GDP a harmadik negyedévben**, míg szezonálisan és naptárhatással kiigazítva a növekedés 4,1% volt. **Az előző negyedévhez képest a gazdaság teljesítménye 0,4%-kal csökkent, így elkerülhetetlennek tűnik a technikai recesszió**, mivel a következő két negyedévben a megugró infláció következtében csökkenő reálbérek, a háztartási energiaárak átlagfogyasztás feletti emelése, a vállalkozások, önkormányzatok és állami intézmények többszörösére növekvő energiaköltségei miatti teljesítménycsökkentések, valamint a meredeken emelkedő kamatok miatt további zsugorodás várható. Az első háromnegyed évben a GDP 6,1%-kal emelkedett. A **rendkívül súlyos aszály** által sújtott mezőgazdaság **önmagában 1,8 százalékponttal** mérsékelte a GDP-t, enélkül a növekedés megközelíthette volna a 6%-ot. A növekedéshez szinte valamennyi nemzetgazdasági ág hozzájárult, leginkább az ipar és a piaci szolgáltatások. Az iparon belül különösen a közúti jármű gyártása, a számítógép, elektronikai és optikai termék gyártása, illetve a villamos berendezés gyártása, a piaci szolgáltatások közül pedig főként a szállítás, raktározás, valamint a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztratív tevékenység bővülése volt jelentős.

**A vártnál gyengébb harmadik negyedéves gazdasági teljesítmény miatt a 2022. évi GDP növekedési előrejelzésünket 5,3%-ról 4,8%-ra csökkentettük, azonban az idei évit 0,4%-ról 0,8%-ra emeltük.** Az **elhúzódó háború, az elszálló energiaárak** negatív hatásai, a **romló külső környezet**, az emelkedő kamatszint, a kedvezményes háztartási energiaárak részleges megszüntetése, valamint a tavalyi **súlyos aszálykár**ok számottevően rontották a tavalyi évi gazdasági teljesítményt. Az aszály által sújtott mezőgazdaság tavalyi alacsony bázisa miatt ugyanakkor idén pozitívan járulhat a gazdasági növekedéshez, amennyiben nem ismétlődik meg a tavalyi rendkívül súlyos aszály, aminek igen kicsi a valószínűsége. A háború, az elszálló energia, és nyersanyagárak, valamint az aszály nélkül a tavalyelőtt év végi és tavalyi év eleji lendületes növekedés áthúzódó hatásai miatt tavaly **7%-hoz közelítő növekedési ütem is elérhető lett volna.**

**A tavalyi utolsó negyedévben további jelentős lassulást, az idei első félévben pedig visszaesést** várunk a gazdaság éves alapú teljesítményében. Negyedéves alapon folytatódhat a gazdaság kismértékű csökkenése, így **technikai recesszióra** lehet számítani, ami azonban **mérsékelt lehet**, a fűtési szezon lefutásával pedig **a második negyedévtől ismét növekedésre számítunk.** A növekedési kilátásokat a kedvezményes **háztartási energiaárak részleges megszüntetése, valamint a gazdaság többi szereplőjének, így a vállalkozások és állami intézmények, önkormányzatok** energiaszámláinak megugrása jelentősen rontja, ami egyes ágazatokban átmeneti, vagy végleges termelés-csökkentéshez

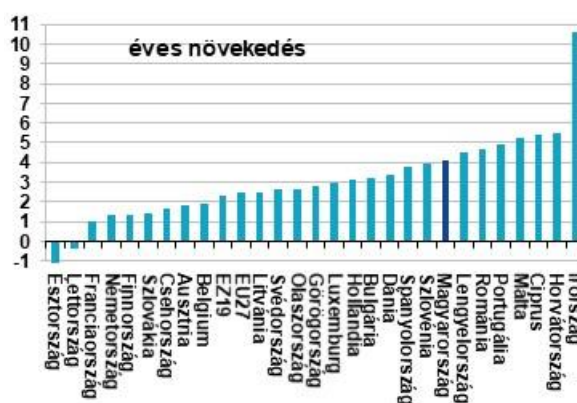
vezethet. Ezt némileg ellensúlyozhatja a kormány **energiaigényes termelőágazatok szereplőinek tervezett támogatása**. A növekedésre kockázatot jelentenek a beszállítói nehézségek, az ukrajnai háború és a szankciók miatt esetlegesen megszakadó beszállítói láncok, alapanyag, nyersanyaghiány, a költségek meredek emelkedése, a hitelkamatok emelkedése, valamint leginkább az elszálló infláció miatt csökkenő vásárlóerő, csökkenő reálbérek a főbb exportpiacainkon, ami visszafoghatja a külső keresletet. A legnagyobb kockázatot az orosz olaj- és gázszállítások leállása jelenti, de átmeneti megszakadások ellenére erre a hazai importban még nem került sor. Az energiahiány azonban a legfontosabb kereskedelmi partnereinknél több ipari ágazat leállításához is vezethet, ami igen negatívan érintheti a hazai beszállítókat, vevőket is. Ezzel szemben pozitív kockázatot jelent az új ipari kapacitások üzembe helyezése, a chip- és más alkatrészek hiányának enyhülése, a kimagasló ipari rendelésállományok, aminek hatására az ipari termelés felülmúlhatja a várakozásokat. Szintén pozitív kockázatot jelent amennyiben nem ismétlődik meg a tavalyi rendkívüli aszály. A növekedést az idegenforgalom folytatódó helyreállása is támogatja, amit tovább erősíthet a kínai járványellenes korlátozások enyhítése. A közelmúltban bejelentett igen jelentős méretű beruházások középtávon újra a hazai gazdaság érdemi gyorsulásához vezethetnek, **az évtized közepétől a hazai GDP növekedése akár tartósan meghaladhatja a 4%-ot.**

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



*Forrás: Eurostat*

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



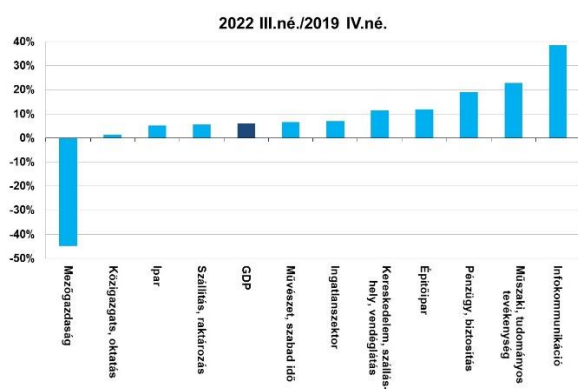
*Forrás: Eurostat*

A világgazdaság kilábalási folyamata az újabb járványhullámok elleni korlátozások feloldása ellenére is **erőtlen maradt** a harmadik negyedévben, amit az ukrajnai háború kitörése következtében **meredeken emelkedő infláció**, az emiatt szükségessé váló monetáris szigorítások, a tovább súlyosbodó **energiaválság**, a **megjelenő élelmiszerválság**, az igen szigorú **kínai járványellenes korlátozások** miatt gyengülő kínai kereslet okoztak, azonban az **alkatrész- és félvezetőhiány** már az **enyhülés** jeleit mutatta.

**A harmadik negyedévben a cseh és a spanyol kivételével az európai nemzetgazdaságok már elérték a koronavírus-járvány kitörése előtti teljesítményüket.** A turizmus

meghatározó szerepe miatt az idegenforgalom gyorsuló helyreállításának köszönhetően különösen erős növekedést mutattak a **dél-európai országok**, azonban a járvány előtti szinthez képest még alig mutatnak növekedést. Ugyanakkor a félvezető és más alkatrészek, alapanyagok hiányától szenvedő ipar miatt **a német és a szlovák gazdaság is csupán minimális mértékben haladta meg a járvány előtti szintet**. Ezért igen komoly sikernek nevezhető, hogy a hazai gazdaság összességében már közel hat százalékkal haladta meg a járvány előtt elért kibocsátást, mivel itthon magasabb a nemzetközi turizmusból és a járműgyártástól függő ágazatok súlya.

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



*Forrás: KSH, MBH számítás*

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



*Forrás: KSH, MBH (árnyékolt terület)*

Az egyes ágazatokat és országokat továbbra is **különböző mértékű** felpattanás jellemzi. Az ipari termelés lendületét a gyors helyreállást követően az **általánossá váló alkatrész- és félvezetőhiány**, valamint a **szállítási kapacitásbeli korlátok** törték meg, noha a kilátások továbbra is kedvezőek lennének a **kifejezetten magas rendelésállománynak** köszönhetően. A kiskereskedelem helyreállása folytatódott, amit néhány országban az egyes cikkekkel érintő **áruhiány**, valamint korábbi **ösztönző intézkedések kifutása** árnyékolta be. A magas infláció miatt csökkenő reáljövedelmek miatt egyes országokban azonban a kiskereskedelmi forgalom újra mérséklődik. A nemzetközi turizmus, az erre épülő szolgáltatások, rendezvények felépülése határozottan élénkült a két évig tartó részleges korlátozások és óvatosság után, azonban a teljes helyreállítás még nem következett be. Ennek megfelelően az egyes országok kilábalását nagymértékben meghatározza a **gazdasági szerkezet**, így a kilábalás/helyreállítás mértéke is különböző maradhat.

A járványügyi korlátozások teljes feloldása jelentősen javította a kilátásokat, azonban a **megugró infláció**, a **megélhetési költségek meredek emelkedése csökkentheti a vásárlóerőt**, így a kilábalás is lassabb lehet. Ezt enyhítheti az uniós helyreállítási alap, amely döntően a nagyobb visszaesést elszenvedő országokat támogatja. A küldő, döntően északi országok a járvány időszaka alatt profitáltak az elmaradt nyaralásokból származó

megtakarítások belső felhasználásából, amit az északi államok jóval kisebb visszaesése és gyorsabb helyreállása tükröztek, azonban az idegenforgalom helyreállásával már a fogadó országokban volt erőteljesebb a növekedés. A jelentősebb ipari, járműgyártási kapacitásokkal rendelkező gazdaságokban ugyanakkor a **beszállítói láncokkal kapcsolatos nehézségek** vezettek lassuláshoz. Ebből kifolyólag a **kilábalás továbbra is egyenlőtlen**.

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

2022. harmadik negyedévében **az ipar, valamint a feldolgozóipar hozzáadott értéke 9,6, illetve 10,6%-kal nőtt** az egy évvel ezelőtti sinthez képest, **érdemben gyorsulva a második negyedévben elért 3,9, illetve 4,9%-os növekedés után**. A feldolgozóipari ágazatok közül legnagyobb mértékben a közúti jármű és a villamos berendezés gyártásának növekedése járult hozzá a bővüléshez. **Az ipari termelés összesen 1,7 százalékponttal javította a gazdasági teljesítményt. Az építőipar hozzáadott értéke 1,8%-kal emelkedett**, így 0,1 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. Az igen súlyos aszály következtében a **mezőgazdasági teljesítmény 39,3%-kal csökkent** a második negyedévben, így 1,8 százalékponttal fékezte a GDP növekedését.

**A szolgáltatói ágazatok hozzáadott értéke 5,6%-kal nőtt, meredeken lassulva az előző negyedévi 10,5%-os növekedés után**, így **3,4 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás teljesítménye 5,3%-kal nőtt**, ezen belül az előbbiek teljesítménye 5,2%-kal, az **utóbbiaké 6,4%-kal bővült**. A **szállítás, raktározás** ágazat teljesítménye **11,5%-kal emelkedett**, az **információ, kommunikáció** ágazat teljesítménye **5,4%-kal nőtt**. A **pénzügyi, biztosítási tevékenység** hozzáadott értéke **5,3%-kal**, az **ingatlanügyletek teljesítménye 4,1%-kal javult**. A közigazgatás, oktatás, egészségügy teljesítménye 2,6%-kal emelkedett, ezen belül a közigazgatás, védelem, társadalombiztosítás 0,2%-kal csökkent, az oktatás 2,8%-kal, az egészségügyi, szociális ellátás 6,9%-kal nőtt. **A szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív tevékenység teljesítménye 10,6%-kal**, a **művészet, szórakoztatás,**

**szabadidős tevékenységek hozzáadott értéke pedig 4,1%-kal bővült.** A gazdaság felpattanását tükrözve a termékadók- és támogatások egyenlege 0,6 százalékponttal javította a növekedést. A szolgáltatói ágazatok összességében 10,3%-kal haladják meg a járvány előtti, 2019. negyedik negyedévi szintet. Ezen belül a kereskedelem, járműjavítás, szálláshelyszolgáltatás, vendéglátás 11,5%-kal, a szállítás, raktározás 5,6%-kal, a szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív szolgáltatások 22,9%-kal értek el magasabb teljesítményt, míg a művészet, szórakoztatás, szabadidős szolgáltatások 6,6%-kal bővültek. Az infokommunikáció 38,5%-kal, a pénzügy, biztosítási szektor 19,1%-kal, az ingatlanpiaci szolgáltatások 7,1%-kal az állami szolgáltatások 1,4%-kal múlják felül a járvány előtti szintet.

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



*Forrás: KSH, MBH (árnyékolt terület)*

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



*Forrás: KSH, MBH (árnyékolt terület)*

A GDP felhasználási oldalán **a lakosság** fogyasztási kiadása 4,1%-kal, tényleges (pénzbeni és nem-pénzbeni transfereket is tartalmazó) **fogyasztása 4,2%-kal emelkedett**, így **a fogyasztás összesen 2,4 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez**. A háztartások Magyarország területén realizálódó (hazai) fogyasztási kiadása 4,4%-kal lett nagyobb az egy évvel korábbinál. Ezen belül a tartós termékekre fordított hazai fogyasztási kiadások volumene 5,7%-kal, a féltartós termékeké 7%-kal, a nem tartós cikkeké 1,9%-kal, míg a szolgáltatásoké 5,7%-kal emelkedett. A háztartások fogyasztását kettősség jellemezheti a következő időszakban. A vártnál jóval magasabb infláció hatására **a reáljövedelmek 2022. ősztől 2023. ősziéig csökkenhetnek**. A háztartási energiaárak átlagfogyasztás feletti emelkedése **igen egyenlőtlenül** érinti a háztartásokat. A háztartások túlnyomó részét vagy nem érinti, vagy kisebb odafigyeléssel csökkenthetik energiaszámlájukat. A magas jövedelműek energiahatékonysági beruházások mellett dönthetnek, egyes munkaadók rendkívüli többletjuttatást adtak, vagy évközbéli második béremelésről döntöttek, ugyanakkor számos háztartásnak okozhat súlyos problémát jelenlegi életszínvonaluk fenntartása. Összességében tehát igen nehéz előrejelezni, hogy hogyan alakul a háztartások fogyasztása. A fogyasztást támogathatta a foglalkoztatás teljes helyreállása, az egyes szektorokban

megfigyelt, továbbra is dinamikus bérnövekedés, egyes vállalatoknál bejelentett évközbeli bérkorrekciók, a minimálbér és a bérminimum jelentős emelése, a lakossági transzferek, valamint a járvány alatti korlátozások során felhalmozott kényszermegtakarítások felhasználása is, ugyanakkor a munkaerőpiaci feszesség enyhülése, a munkanélküliség – várhatóan kismértékű, átmeneti – emelkedése szintén mérsékelheti a fogyasztást.

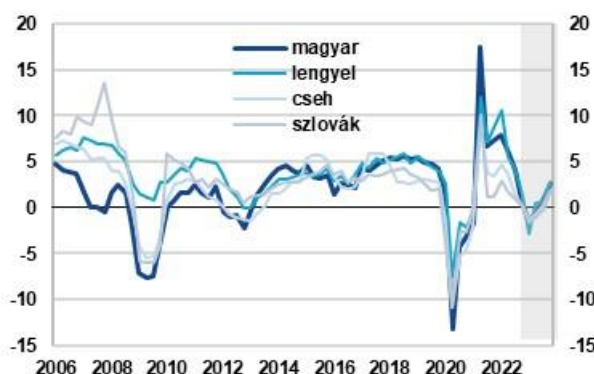
A lakosság pénzügyi vagyonának érdemi növekedésével együtt ugyanakkor még **jelentős tartalékok** állnak rendelkezésre a fogyasztás simításához, valamint megjelenhet az elhalasztott fogyasztás is. Továbbra is óvatos maradt költekezésében a lakosság, hiszen a rendelkezésre álló jövedelmének változása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

**A közösségi fogyasztás 0,5%-kal csökkent**, így 0,1 százalékponttal mérsékelte a GDP növekedését.

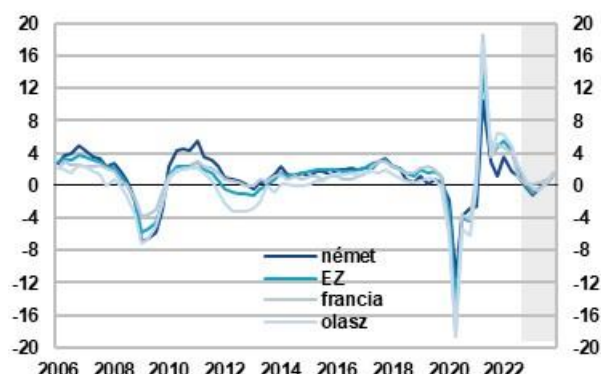
A **bruttó állóeszköz-felhalmozás** 2022. harmadik negyedévében **4,1%-kal nőtt** az előző év azonos időszakához képest. Az építési beruházások volumene nagyobb mértékben nőtt, mint a gép- és berendezésberuházásoké. A beruházásokon belül a feldolgozóiparban és az ingatlanügyletek területén jelentősen nőtt, azonban a szállítás, raktározás területén visszaesett a fejlesztések volumene. A beruházások a harmadik negyedévben **1,3 százalékponttal járultak hozzá a GDP növekedéséhez. A készletek csökkenése ugyanakkor 2,1 százalékponttal rontotta a GDP-t.**

A **külkereskedelem** 999 milliárd forint hiányt mutatott, ennek ellenére a **külkereskedelmi egyenleg 2,5 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez**, mivel az egyenleget a cserearány romlása rontotta, ezt leszámítva jelentős javulást okozott. **Az export volumene 14,1%-kal nőtt, lényegesen meghaladva az import volumenének 10,6%-os növekedését.** A külkereskedelmen belül az áruforgalom kivitele 13,7%-kal, behozatala 9,4%-kal nőtt, míg a szolgáltatások exportja 16,4%-kal, importja 18%-kal emelkedett.

Régiós körkép

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


*Forrás: Eurostat, MBH előrejelzés (árnyékolt terület)*

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


*Forrás: Eurostat, MBH előrejelzés (árnyékolt terület)*

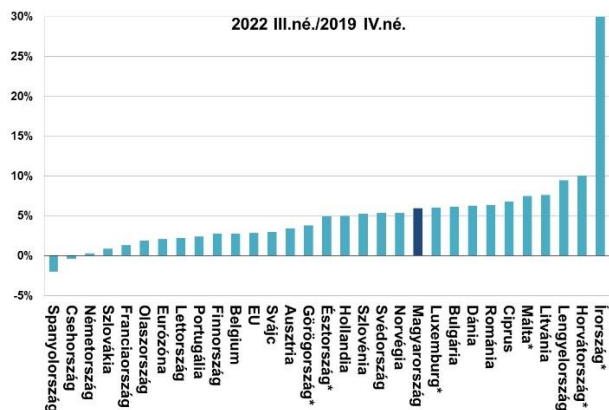
A háború negatív hatásai, az elszálló infláció következtében romló vásárlóerő, valamint a járműgyártást érintő beszállítói nehézségek eltérően érintették a régiós országok gazdaságait. A lengyel gazdaság 1%-kal növekedett az előző negyedévhez képest, némileg korigálva a második negyedévben bekövetkezett 2,3%-os visszaesést, azonban az egy évvel ezelőttihez képest 4,5%-ra lassult a növekedés az előző negyedévi 5,6%-ról. A turizmustól legkevésbé függő, jelentős belső piaccal rendelkező lengyel gazdaság teljesítménye 2020-ban mindössze 2,7%-kal esett vissza, 2021-ben pedig 5,7%-kal nőtt.

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

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

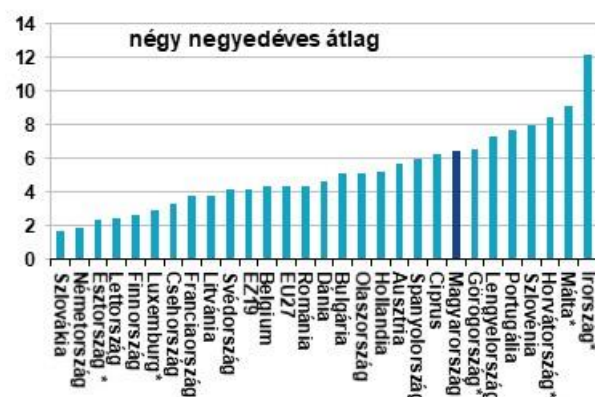
**Az EU gazdasága 0,4%-kal, az euróövezet gazdasága pedig 0,3%-kal nőtt a második negyedévhez képest, így az egy évvel ezelőttihez képest az EU gazdasága 2,5%-os, az euróövezet gazdasága 2,3%-os növekedést mutatott. Németország gazdasága 0,4%-kal bővült egy negyedév, míg 1,3%-kal nőtt egy év alatt, így a német gazdaság továbbra is sereghajtó. A német gazdaság kilábalását hátráltatja a globális chiphiány és a beszállítói láncok akadozása, valamint a meredeken emelkedő energiaárak. 3,8%-kal nőtt a spanyol, 1%-kal a francia, 2,6%-kal az olasz, 5% felett a horvát, a ciprusi és a máltai, 10,6%-kal az ír gazdaság ugyanebben az időszakban. Átfogóbb képet ad, amennyiben az egyes gazdaságok teljesítményét a járvány kitörése előtti, 2019. negyedik negyedévihez hasonlítjuk, amely alapján **huszonöt európai gazdaság - köztük a hazai - már elérte a járvány előtti szintet, míg a spanyol, és a cseh gazdaság még kissé alulmúlja.****

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



*Forrás: Eurostat, MBH számítás*

**10. ábra:** Az uniós tagállamok teljesítményének négy negyedéves átlaga



*Forrás: Eurostat, MBH számítás*

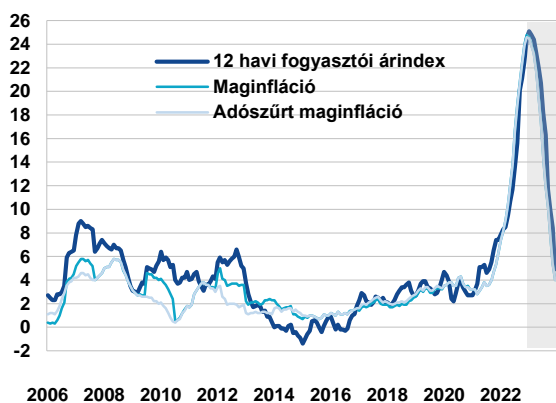
A járvány előtti szintet a legnagyobb mértékben azon országoknak sikerült meghaladni, ahol **kisebb mértékű a turizmus súlya**. A turizmus meghatározó szerepe miatt a dél-európai országok többségében azonban felgyorsult a kilábalás, köszönhetően a nyaralási, utazási igények járványt követő felpattanásának, köztük már csak a spanyol gazdaság teljesítménye marad el 2%-kal. Ugyanakkor a félvezető és más alkatrészek, alapanyagok hiányától szenvedő ipar miatt a német és a szlovák gazdaság 1%-nál kisebb mértékben múlja felül a járvány előtti szintet. Ezért igen komoly sikernek nevezhető, hogy **a hazai gazdaság összességében már közel hat százalékkal haladta meg a járvány előtt elért kibocsátást**, mivel itthon magasabb a nemzetközi turizmustól és a járműgyártástól függő ágazatok súlya. Az EU átlagosan 2,9%-kal, míg az euró-övezet 2,1%-kal haladja meg a járvány előtti szintet.



## Hazai infláció

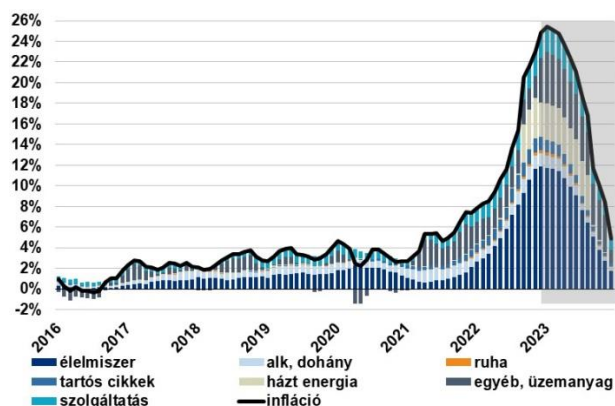
**24,5%-ra ugrott az infláció decemberben**, amit elsősorban a hatósági üzemanyagárak eltörlése okozott, azonban az élelmiszerárak emelkedése is tovább gyorsult. A pozitív meglepetést az élelmiszerek, a tartós fogyasztási cikkek, és a háztartási energiaárak vártnál kisebb növekedése okozta. Ugyanakkor a továbbra is erős árnyomást tükrözi, hogy a maginfláció is igen meredeken, 24,8%-ra ugrott. **Tavaly átlagosan 14,5%-kal nőttek a fogyasztói árak.** Mivel a hatósági üzemanyagárak kivezetésének hatása decemberben még csak részben jelentkezett, a **teljes hatás a januári inflációban fog megjelenni**, ezért januárban még kismértékben tovább gyorsulhat az infláció. **A következő hónapokban azonban bázishatások miatt már az infláció eleinte fokozatos, majd az év közepétől meredek mérséklődésére számítunk.** A bázishatásokat felerősítheti, hogy a nemzetközi nyersanyag-, termény-, és energiaárak jelentősen visszaestek az utóbbi hónapokban, így **újabb külső ársokkra nem számítunk, a forint erősödése** pedig szintén mérsékelheti az inflációt. Az ár-bér spirál kialakulása egyes ágazatokban megfigyelhető, ami lassíthatja az infláció mérséklődésének ütemét, azonban **az idei év végére így is egyszámjegyű inflációra számítunk, idén éves átlagban 17,5% lehet az infláció.**

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



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

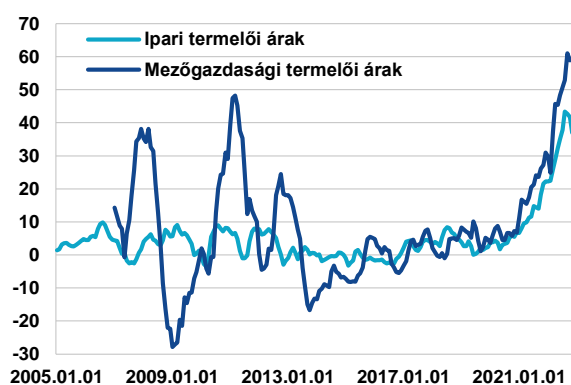
**12. ábra:** A fogyasztói árindex felbontása



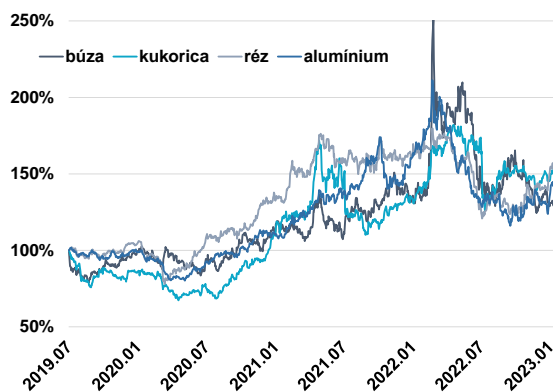
*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)*

Az orosz-ukrán háború, az Oroszország elleni szankciók, és részben ennek következtében csökkenő orosz gázszállítások érdemben felülírták az inflációs – és gazdasági – kilátásokat, amelyeknek a hatásai továbbra sem becsülhetők meg teljeskörűen. A háború kitörése után a gáz-, áram-, és olajárak elszálltak, amelyek már azelőtt is komoly nehézséget okoztak a gazdasági élet szereplőinek. Noha az utóbbi hónapokban már mérséklődtek az energiaárak, a gazdasági szereplők jelentős része még az elmúlt hónapokban kialakult, szélsőségesen magas árakkal szembesül a lejáró szerződéseiket követően. Az energiaárak alakulása

azonban továbbra is kiszámíthatatlan, noha az elmúlt hetekben meredek visszaesést mutatnak. A mikro- és kisvállalatok kizárása az egyetemes szolgáltatásokból és a hatósági üzemanyagárak igénybevételeiből, valamint a kata szigorítása szintén hozzájárulhatott a tavalyi áremelkedésekhez. Igen komoly hatásai látszanak a búzaárak és más alapvető terményárak (kukorica, napraforgó) a háború kitörését követő elszállásának, noha a nemzetközi árjegyzések az elmúlt időszakban érdemben süllyedtek, amit a FAO élelmiszer árindexének visszaesése is tükröz, ezt azonban a forint dollárral szembeni tavalyi meredek gyengülése, valamint a hazai rendkívüli aszály ellensúlyozta. A háború kitörését követő első sokkhatás óta az utóbbi hónapokban lefelé korrigáltak az olaj-, nyersanyag-, és terményárak, ami némileg tompíthatja a várható sokkhatást.

**13. ábra: Termelői árindexek**


*Forrás: KSH,*

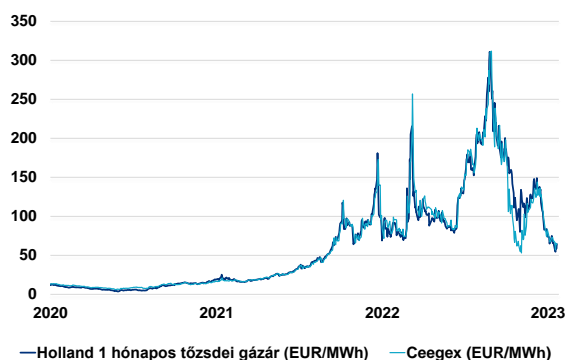
**14. ábra: Egyes nyersanyagok árváltozása**


*Forrás: Bloomberg, Reuters*

A tartós fogyasztási cikkek árait 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 áremelkedése érdemben csillapodhat.** A faárak elszállása éreztette hatását a bútorárakban is. A széleskörű áremelkedést tükrözi, hogy időjárási tényezők, a klímaváltozás, a zöldátállás, valamint egyes geopolitikai feszültségek miatt még a gyapot és a cellulóz ára is elszállt, ami a ruházati és papírtérmekek árát növelte. A lakbérek és más piaci szolgáltatások árnövekedése is gyorsult. Az üdülési szolgáltatások árait jelentősen mérsékeltek a járvány második hulláma miatt meghozott újabb utazási korlátozások és az idegenforgalom ismételt zuhanása, míg a korlátozások feloldása után érdemben növekedtek, jelenleg pedig az energiaköltségek elszállása, az élelmiszerek drágulása, valamint a munkaerőhiány miatt erősödő bérverseny miatt várható magas árdinamika. Az élősértés felvásárlási árak a tavalyi év során meredeken emelkedtek, ami már megjelent és a következő hónapokban is folytatódhat a feldolgozott húsok áraiban. A búzaárak tavaszi emelkedése és az energiaárak elszállása miatt jelentősen

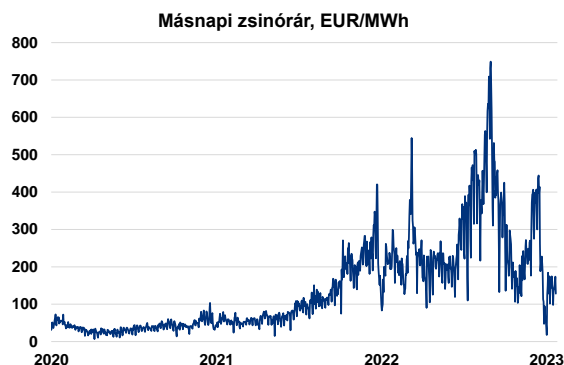
emelkedtek a liszt nagykereskedelmi és a pékáruk árai, azonban a búzaárak közelmúltbeli visszaesése miatt tetőzhetnek az árak a termékpályákon. A takarmányárak és energiaköltségek emelkedése miatt az áremelkedés a tej- és tejtermékek, valamint a tojás esetében is folytatódott, noha ez utóbbi termék árát szintén korlátozták, **a nemzetközi takarmányárak mérséklődése azonban előbb-utóbb megállíthatja a további áremeléseket. Az élelmiszerárak további emelkedését a visszaeső kereslet is fékezni fogja.** A jövedéki adóemelés a dohánytermékek és szeszesitalok, a chipsadó (neta) emelése számos feldolgozott élelmiszer árát emelte a tavalyi év során, **idén azonban ezek az intézkedések kiesnek a bázisból.** Az egyes szektorokban bevezetett extraprofit adó szintén egyre több szolgáltatás árában jelent meg, míg a kiskereskedelmi vállalkozások az egyes termékeket érintő árkorlátozások miatti veszteségeik áthárítására kényszerültek.

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



*Forrás: Bloomberg,*

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



*Forrás: HUPX*

## Monetáris politika, jegybanki alapkamat

A várakozásoknak megfelelően **13% maradt az alapkamat** decemberben, a Monetáris Tanács emellett 12,50%-on tartotta az egynapos betéti, valamint 25%-on az egynapos fedezett hitel kamatát. Az MNB a szeptemberi kamatdöntő ülésen bejelentette a kamatemelési ciklus lezárását, mivel a Monetáris Tanács megítélése szerint az alapkamat jelenlegi szintjével a kamatkondíciók kellően szigorúvá váltak, ami biztosítja az inflációs cél elérését. **A szigorú monetáris kondíciók ugyanakkor tartósan fennmaradnak**, ami biztosítja az inflációs várakozások horgonyzását, és az inflációs cél fenntartható módon történő elérését.

A monetáris kondíciók szigorítása **a likviditás szűkítésével** folytatódik. Ennek megfelelően októberben **emelkedett a kötelező tartalékráta**, valamint elindultak a rendszeres jegybanki diszkontkötvény aukciók és bevezetésre került egy hosszabb futamidejű betéti eszköz. A Monetáris Tanács megállapította, hogy az inflációs jelentés előrejelzése körüli **kockázati**

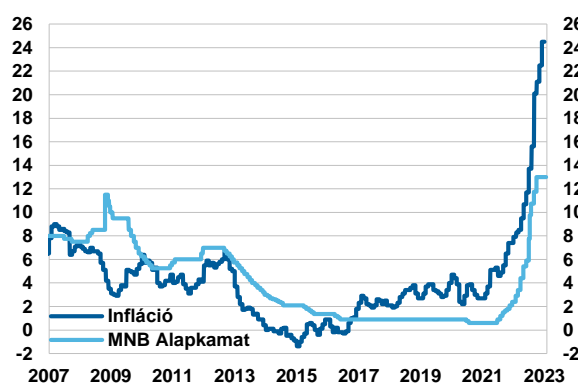
**eloszlás szimmetrikussá** vált. A külső inflációs nyomás enyhülése és a lassuló kereslet árleszorító hatása 2023. elejétől jelenhet meg a hazai inflációban. A szállítási költségek, a nyersanyag- és energiaárak határidős árai alapján várható csökkenése, valamint a globális gazdaság növekedésének lassulása **fékezhetik a külső inflációt**. A kamatemelési ciklus lezárását lehetővé tette, hogy **az előretekintő reálhozam pozitívvá** vált, az inflációs kockázatok kiegyensúlyozottá váltak, az elmúlt hónapokban közeledtek az álláspontok a kormány és az Európai Bizottság között az uniós források lehívásával kapcsolatban, valamint javult a monetáris transzmisszió az fx-swap és az állampapírpiacra is.

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



*Forrás: ÁKK, MNB*

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

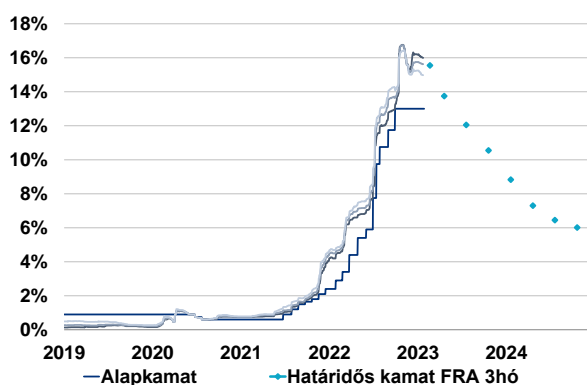


*Forrás: KSH, MNB*

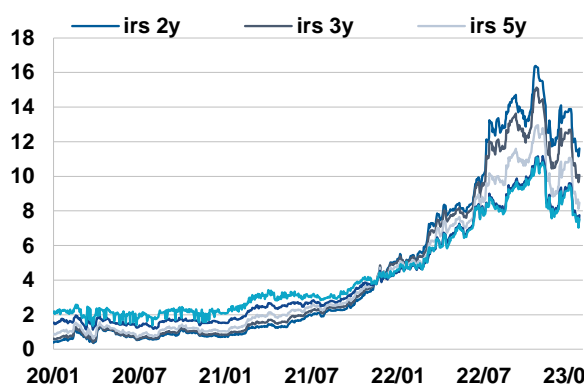
A Monetáris Tanács ugyanakkor a hazai pénzpiacokat érintő negatív kockázati prémiumsok hatására **október 14-től bevezette az egynapos betéti eszközt 18%-os kamattal**, valamint 25%-ra emelte az egynapos fedezett hitel kamatát, az egyhetes fedezett hiteleszközt pedig felfüggesztette. Emellett a jegybank vállalta, hogy a következő hónapokban **közvetlenül biztosítja az energiaimport fedezése kapcsán felmerülő jelentősebb devizalikviditási igényt**. Mivel a folyó fizetési mérleg energiaegyenlegén kívüli tételei összességében már pozitívak, így az intézkedés érdemben módosítja a devizapiac kereslet-kínálati viszonyait. Az intézkedéseknek köszönhetően **az effektív kamatláb átmenetileg az egynapos betét kamata lett**, amelynek fokozatos csökkentésére a hazai gazdaság kockázati megítélésének javulása mellett kerülhet sor, amelyben kulcsszerepe lehet az uniós forrásokkal kapcsolatos megállapodásnak. Arra számítunk, hogy az idei év első felében az **egynapos betéti eszköz kamata az alapkamat szintjére csökkenhet**, majd kivezetésre kerülhet. Az utóbbi hetekben azonban meredeken zuhantak a hazai hozamok mind az állampapír, mind a kamatcsere piacokon, a kamatcsökkentési várakozások felerősödének hatására, így **az effektív kamatláb is jelentős mértékben csökkent**.

Az egyre erőteljesebb bázishatások miatt **az idei év elejétől fordulhat az infláció trendje**, amelyre az energiaárak közelmúltbeli meredek csökkenése akár lefelé mutató kockázatot is jelenthet. **Az alapkamat csökkentésére 2023. év közepétől** számítunk, ami az infláció mérséklődésének gyorsulásával nagyobb mértékű is lehet az utolsó negyedévben, így **2023. év végére 9%-ra csökkenhet az alapkamat.**

A forint árfolyamát az elmúlt időszakban túlnyomóan az ikerdeficittel kapcsolatos – némileg eltúlzott – aggodalmak, a régiós országokénál magasabb államadósság, a gázárak elszállításának negatív külkereskedelmi és költségvetési hatásai, az uniós forrásokkal kapcsolatos megállapodás, a jogállamisági vita, a kedvezőtlen nemzetközi hangulat, és az ebből fakadó kockázatkerülés, az európai recessziós aggodalmak befolyásolták.

**19. ábra: Bubor és határidős kamatlábak**


*Forrás: MNB, Bloomberg*

**20. ábra: Kamatcsere ügyletek kamatai**


*Forrás: Reuters*

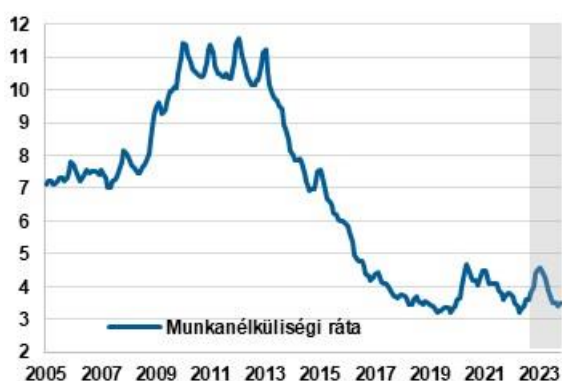
Mivel a jegybankok a kínálati ársokkokat nem igazán tudják befolyásolni, elsődleges céljuk a másodkörös hatások kiszűrése, az inflációs várakozások lehorgonyozása, az ár-bér spirál kialakulásának megelőzése, ahogy ezt teszik jelenleg a jegybankok világszerte. A jelenlegi globális inflációt azonban főleg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

### Foglalkoztatás, munkanélküliség és béralakulás

Az őszi hónapokban, szeptember és november között csúcs közelében maradt, mindössze **ezer fővel csökkent a foglalkoztatottak száma az előző háromhavi átlaghoz képest**, míg **egy év alatt 26 ezerrel 4713 ezerre nőtt. A rendszerváltás óta így először lépte át a nyári**

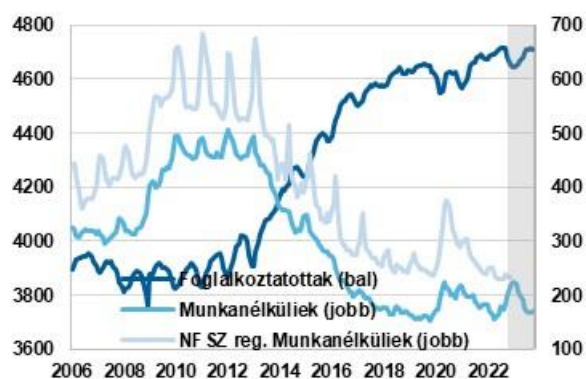
**hónapokban a 4,7 milliós szintet a foglalkoztatottak száma.** Kifejezetten pozitív, hogy a  **hazai elsődleges munkaerőpiacon 27 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak száma**, míg a közfoglalkoztatottak létszáma 17 ezerrel csökkent, a külföldön dolgozók létszáma pedig 16 ezerrel emelkedett. A munkanélküliek száma az előző háromhavi átlaghoz képest 9,5 ezer fővel nőtt, míg **6,8 ezerrel emelkedett az egy évvel ezelőtti szinthez képest, így 3,8%-ra nőtt a munkanélküliségi ráta** az egy évvel ezelőtti 3,6%-ról. A 15-74 éves korosztályban a gazdaságilag aktívak száma egy év alatt 33 ezer fővel 4,897 millióra nőtt, az aktivitási ráta pedig 66,1%-ról 66,9%-ra emelkedett. A 15–64 éves korcsoport esetében egy év alatt **a foglalkoztatási ráta 0,6 százalékponttal, 74,6%-ra nőtt.**

**21. ábra:** A munkanélküliségi ráta alakulása



*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés*

**22. ábra:** A foglalkoztatás és a munkanélküliség alakulása



*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés*

A háború eddig semmilyen negatív hatással nem volt a hazai munkaerőpiacra, az év első felében pedig tovább fokozódott az **akut munkaerőhiány** szinte minden szektorban. A következő hónapokban ennek megfelelően **kettősség jellemezheti a munkaerőpiacot**, mivel az elszálló energiaköltségek egyes szektorokban, ágazatokban átmeneti, vagy tartós leálláshoz, a termelés visszafogásához vezethetnek, ami **elbocsátásokat okozhat** különösen a vendéglátás, szálláshely szolgáltatás, más szabadidős, kulturális, sportolással kapcsolatos szolgáltatások területén. A kormány azonban **munkahelyvédelmi programot** tervez az érintett szolgáltatói ágazatokban, míg a termelésben, az ipar területén működő vállalkozásokat az **energiaköltségük növekedésének 50%-os átvállalásával** igyekszik támogatni. Kérdés, hogy a tervezett támogatások, illetve a számos területen továbbra is fennálló munkaerőhiány **mennyire lesz képes ellensúlyozni** az előbb említett negatív hatásokat. A tavalyi év végén és az idei év elején részben szezonális, részben az energiaválság negatív hatásai miatt emelkedhet a munkanélküliségi ráta, azonban az év közepétől újra csökkenhet. **Tavaly 3,6%-ra csökkent a munkanélküliségi ráta** az előző 4,1%-ról, míg **idén mérsékelten magasabb, 3,9%-os munkanélküliségi rátára** számítunk.

A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai szerint a **nyilvántartott álláskeresők száma** minimálisan, **230 ezer főre**, a történelmi mélypont közelébe csökkent, ami 8 ezer fős csökkenés az egy évvel ezelőttihez képest. A nyilvántartott **betöltetlen állások** száma kismértékben, **59,8 ezerre** csökkent.

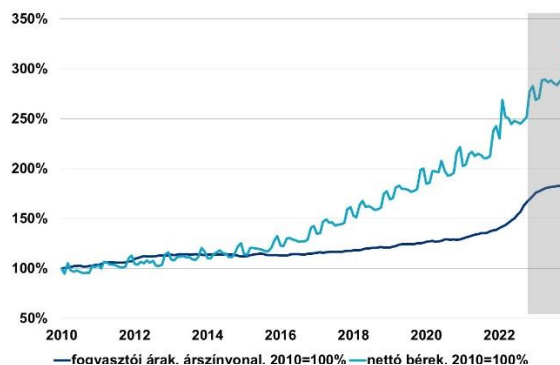
Az előző hónapokhoz képest érdemben gyorsulva, **18,4%-kal nőttek a bruttó bérek októberben**, 2010-hez képest pedig 152%-kal emelkedtek a bérek. Az adókedvezményekkel figyelembe vett - elsősorban a **25 év alattiak kedvezménye** miatt - **nettó bérek 19,1%-kal emelkedtek**, míg 2018. óta 64,2% a rendszeres bérek növekedése. Októberben a bruttó átlagkereset 510 500 forint volt a teljes munkaidőben foglalkoztatottak esetében, míg a nettó átlagkereset 352 000 forinton állt. Közfoglalkoztatás nélkül a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset 519 845 forint volt.

**23. ábra:** A bruttó és nettó bérek alakulása



*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés*

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



*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés*

**Kedvezmények nélkül számítva a nettó bérek 18,4%-kal emelkedtek, a reálbérek azonban 2,2%-kal csökkentek az erőteljes infláció miatt.** A bérdinamika alapfolyamatait meghatározó és így a monetáris politika szempontjából is kiemelt mutató, a rendszeres bérek növekedése 18,5%-ra gyorsult a októberben az előző havi 18,2% után. A keresetek a vállalkozások körében 18,2%-kal emelkedtek, a közszféra bérnövekedési üteme 18,6% a nonprofit szervezeteknél 17,6% volt.

A nemzetgazdaságban **alkalmazásban állók létszáma 1,2%-kal emelkedett**, így a szint már nemcsak a pandémia előtti csúcstól haladja meg, hanem elérte a rendszerváltás utáni csúcstól is.

A várakozásokat meghaladva folytatódott a tavalyi bérnövekedési ütem a minimálbéremelések teljes bérskálát feljebb toló hatásának köszönhetően, továbbá a munkaerő megtartása és odavonzása érdekében, illetve az inflációs környezet figyelembevétele miatt érdemi béremelésre kényszerülnek a munkaadók. A tavaly januártól 200 ezer forintra emelkedő minimálbér és 260 ezer forintra emelkedő szakmai bérminimum miatt, illetve a 4%-kal

csökkenő szociális hozzájárulási adó segítségével a teljes bérskála érdemben feljebb tolódott és várakozásunk szerint **a tavalyi bérnövekedési ütem 17% feletti lehetett a fegyveres testületeknek kifizetett egyszeri juttatás figyelembevételével**. A bérköltségek látványos növekedése, illetve az energia- és alapanyagárak emelkedése pedig tovább erősítheti a vállalatok áremelési szándékát, amit azonban fékezhet a kereslet várható lassulása.

A minimálbér és a szakmai bérminimum 14, illetve 16%-os idei emelése, valamint a magas infláció miatti bérigények hatására **idén 14-15% közötti bérnövekedésre számítunk, ami így is 2-3%-os reálbércsökkenést eredményezhet**. A fegyveres testületeknek tavaly kifizetett egyszeri juttatás bázishatásának figyelembe vétele nélkül a rendszeres bérnövekedés elérheti a 16%-ot.

**2021-ben 8,7%-kal emelkedtek a bérek**, ami az 5,1%-os infláció mellett **3,4%-os reálbér növekedést** eredményezett, így **2013-tól 2021. végéig összesen 68,4%-kal nőttek a nettó reálbérek**. A tavalyi, várhatóan **17% feletti bérnövekedés** hatására a **nettó bérek reálnövekedése elérhette a 2,7%-ot, 2013-2022 között pedig a 73%-ot**.

A szochó tavalyi négy százalékpontos csökkentése miatt **a bérköltség közel négy százalékponttal lassabb mértékben emelkedett** a bruttó bérek növekedéséhez képest.

#### Költségvetési folyamatok

Az első háromnegyed évben a **teljes államháztartás nettó hitelfelvétele (hiánya) 1825 milliárd forint** volt az eredményszemléletű elszámolás alapján, ami a szezonálisan kiigazított **első háromnegyedéves GDP 3,7%-ának** felel meg. Az egyenleg az előző év azonos időszakához képest 366 milliárd forinttal, GDP arányosan 1,7 százalékponttal javult. **Az államháztartás nettó finanszírozási igénye a pénzügyi számlák alapján 1663 milliárd forint volt az első háromnegyed évben, ami GDP 3,5%-a volt**. Az első háromnegyedéves adatok alapján a tavalyi államháztartási hiánycél teljesíthető volt.

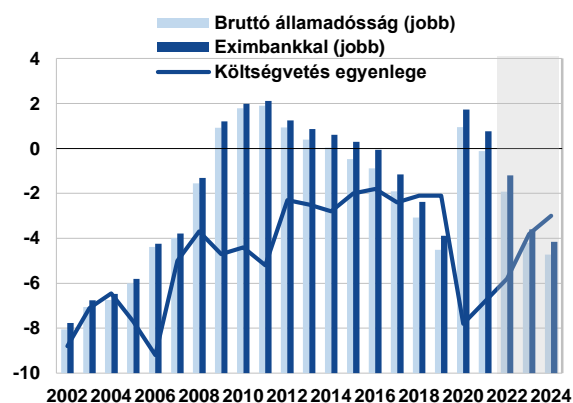
**Tavaly 4753 milliárd forint hiány keletkezett a központi költségvetésben**, mintegy 51%-kal túllépve a tavalyi előirányzatot. Az igen magas tavalyi hiány tartalmazza az szja visszatérítést, a 13. havi nyugdíj, valamint a fegyveres testületek munkavállalóinak járó féléves juttatást, az ún. fegyverpénzt is. A költségvetés pénzforgalmi egyenlegét jelentősen rontja, hogy az első tizenegy hónapban uniós kifizetések elérték a 2747 milliárd forintot, míg az unióból érkező bevételek csupán 1101 milliárd forintnál tartottak, enélkül számolva a pénzforgalmi hiány novemberig 1819 milliárd forint lett volna. Az eredményszemléletű egyenlegben ugyanakkor nem kell elszámolni az uniós elszámolásokat.

Mivel a gazdaság sikeres újraindulása már kisebb mértékű élénkítést tett szükségessé, a pénzügyi stabilitás javítása érdekében a kormány a tavalyi hiánycélt a GDP 5,9%-ról **4,9%-ra mérsékelte**, ami tartható lett volna, mivel egyes egyszeri tételeket (pl. szja visszatérítés) már



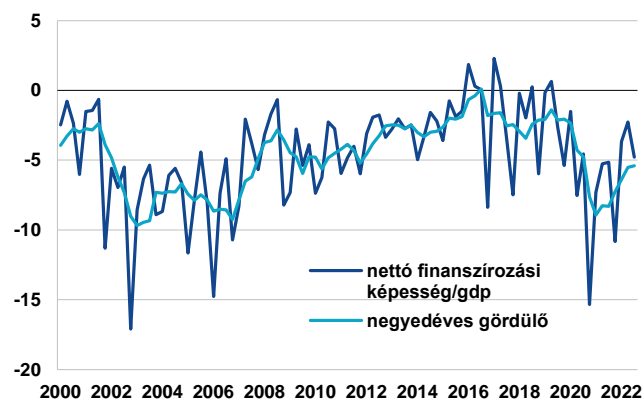
a tavalyi eredményszemléletű hiányban elszámoltak, miközben a tervezettnél magasabb tavalyi növekedés és infláció miatt az adóbevételek messze felülteljesültek. **A hiánycél a GDP 6,1%-ra módosult a gázellátás biztonsága miatti többlet földgázvásárlás miatt, ami ugyanakkor az állam vagyonát is növeli.**

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



*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (ányékolt terület)*

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



*Forrás: MNB*

A vártnál jobb tavalyelőtti bázis és a magas infláció miatt kiemelkedően növekvő nominális GDP miatt **az adóbevételek tavaly is túlteljesültek. Az áfabevételek több mint 27,7%-kal nőttek** az első tizenegy hónap során, 11,7%-kal felülmúlva az előirányzatot. Ezenkívül a költségvetési **automatikus stabilizátorok** is támogatták a költségvetés helyreállítását. **A megugró piaci gáz-, és energiaárak** azonban lényeges mértékben növelték a költségvetés kiadásait, amit **a kormány a bevezetett extraprofit adó finanszírozásával felállított rezsivédelmi alaptól kíván fedezni.** Az államadósság, illetve a kedvezményes kamatozású termékek kamattámogatásának **emelkedő kamatterhe**, valamint az MNB várható jelentős vesztesége szintén az államháztartást terheli.

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

inflációval számol. A gazdaság helyreállításával a következő években fokozatosan újra a 3%-os kritérium alá süllyedhet az államháztartás hiánya.

2020-ban a kifejezetten magas finanszírozási igény, és a tartalékok feltöltése miatt **az Eximbank beszámításával az államadósság a GDP 79,6%-ára emelkedett az egy évvel korábbi 65,5%-ról**. Az államadósság ráta a mérséklődő finanszírozási igény, az előfinanszírozás, valamint az érdemben megugró nominális növekedés hatására a tavalyi évtől **ismét csökkenő pályára állt, így 2021-ben 76,8%-ra süllyedt az adósságráta, ami 2022-ben 72%, 2023-ban pedig 66% közelébe süllyedhet**. Annak érdekében, hogy az uniós kifizetések késlekedése ne hátráltassa a pályázatok meghirdetését és kifizetését, a kormány megelőlegezi a kifizetéseket, ami átmenetileg megnöveli az adósságot.

Emiatt az év elején az ÁKK három dollárkötvény kibocsátását hajtott végre 4,25 milliárd dollár, értékben. Az uniós kifizetések teljesülést követő elszámolása miatt azonban a következő években támogathatja a költségvetés pénzforgalmi hiányának mérséklését, ami meredekebb GDP-arányos államadósság-csökkenést eredményezhet. Az államadósság alakulásában kedvező, hogy folytatódott a lakosság állampapír állományának dinamikus növekedése, ami csökkenti az államadósság finanszírozásának sérülékenységet. A jelentős méretű devizakötvény kibocsátások hatására átmenetileg a központi költségvetés adósságának **20%-a fölé emelkedett a devizaadósságok aránya**, amely azonban így is érdemben elmarad a 2008-as válság mélypontján jellemző 45-50%-os arányhoz képes.

### Külső egyensúlyi helyzet

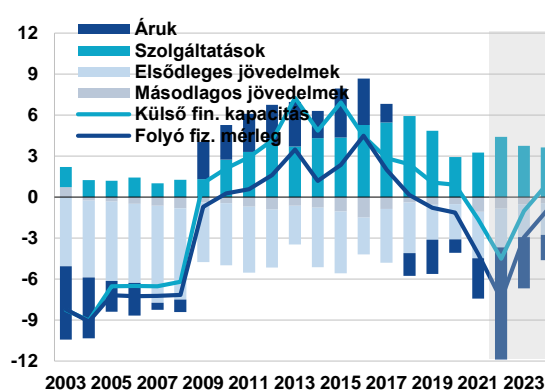
**1283 millió euró hiány keletkezett a külkereskedelemben** novemberben, meghaladva az októberi 923 millió hiányt, de lényegesen mérséklődve az augusztusi rekordmértékű, 1580 millió euró deficitet követően. Az ipari termelés lassulása miatt 17,8%-ra lassult az export euróértékének növekedése, ugyanakkor az őszi hónapokban még igen magas energiaárak miatt 28,8%-kal nőtt az import euróértéke. Ennek megfelelően a külkereskedelmi egyenleg 1240 millió euróval romlott az egy évvel ezelőtti 43 millió euró deficithez képest. **Az első tizenegy hónapban 19,8%-kal nőtt az export, míg 29,5%-kal az import euróértéke, ennek megfelelően 9988 millió euróval romlott a külkereskedelmi egyenleg, így 8006 millió euró hiányt mutatott az egy évvel ezelőtti 1981 millió euró többlettel szemben.**

**27. ábra:** A külkereskedelmi egyenleg alakulása



*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (áryékolt terület)*

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



*Forrás: MNB, Takarékbank előrejelzés (áryékolt terület)*

Az orosz-ukrán háború érdemben felülírta a külkereskedelmi kilátásokat. Az energiahordozók és más nyersanyagok árainak drasztikus emelkedése szignifikánsan rontja a cserearányokat, amit csak kismértékben ellensúlyozhat a nemzetközi piacokhoz képesti olcsóbb orosz olajár. **Az energiaegyenleg önmagában 8,568 milliárd euróval járult hozzá a külkereskedelmi mérleg romlásához** az első tíz hónapban, ami szinte teljes egészében megmagyarázza az egyenleg romlását. Az Oroszország elleni szankciók és ellenszankciók, valamint az ukrajnai háborús helyzet miatt visszaesik az oda irányuló export, bár ennek nagy részét más piacokra lehet irányítani. Összességében tehát jelentősen rontja a külkereskedelmi egyenleget. Az exportpiaci kilátásokat pedig az energia- és élelmiszerárak által vezérelt meredek infláció miatt a külföldi kereslet csökkenő reáljövedelmek és vásárlóerő is ronthatja.

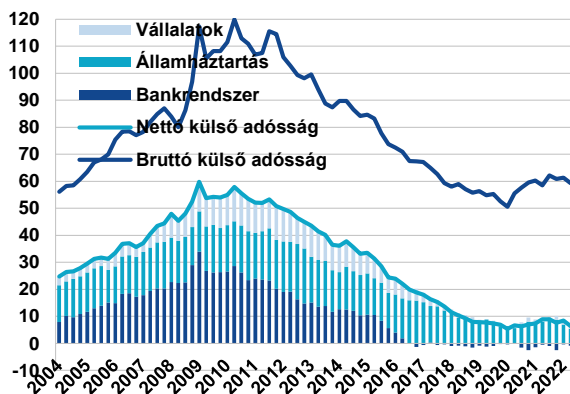
Tavalyelőtt összesen az export euróértéke 13,6%-kal, az importé 18,4%-kal nőtt, így az egyenleg 3995 millió euróval 1623 millió euróra romlott.

A beruházások és a fogyasztás lassulása miatt a külkereskedelmi egyenleg romlásának mérséklődésére számítunk a következő hónapokban, amit az ellátási problémák, a chiphiány fokozatos enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése is támogathat az export javulásának köszönhetően. A háború és a gázárak elszállása miatt azonban idén a várakozásunk szerint **2022-ben 9 milliárd eurót meghaladó hiányba fordulhatott a külkereskedelem a tavalyelőtti 1,62 milliárd euró többlet után.** A kivitel kilátásait ronthatja, hogy a drasztikusan dráguló energia és élelmiszerárak miatt a főbb felvevőpiacainkon jelentősen ronthatják a vásárlóerőt, valamint az elszálló infláció megfékezését célzó monetáris szigorítások szintén hozzájárulnak a külső kereslet romlásához. A külkereskedelmi mérleg romlását ugyanakkor nagyrészt a cserearányok energia- és nyersanyagárak miatti markáns romlása okozza. Mindezek hatására jelentős bizonytalanságok övezik a külkereskedelmi teljesítményt, azonban új kapacitások kiépülésével a következő években újra javulhat a

külkereskedelem egyenlege. Az idei év elején a várhatóan **viSSzaeső fogyasztás és beruházások hatására csökkenhet az import volumene, míg az alacsonyabb szinteken stabilizálódó energiaárak már javíthatják a cserearányokat. Így idén a külkereskedelmi hiány 5 milliárd euró közelébe mérséklődhet.**

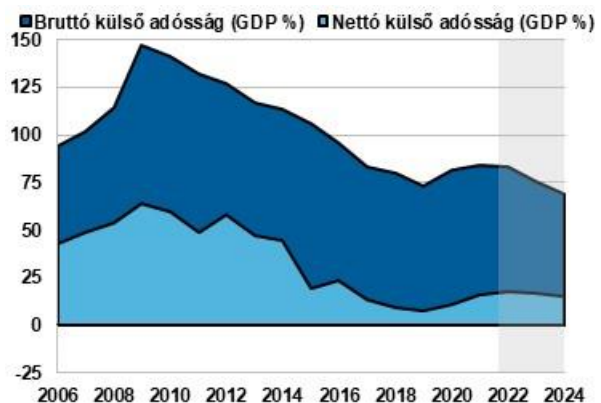
**4469 millió euró deficit keletkezett a folyó fizetési mérlegben a harmadik negyedévben, ami 1766 millió euró romlás az egy évvel ezelőttihez képest.** A tőkemérleggel együtt a külfölddel szemben 3952 millió euró nettó finanszírozási igény keletkezett az egy évvel korábbi 1965 millió euró deficittel szemben. A szezonális hatások kiszűrésével a külső finanszírozási igény 2288 millió euró volt, a negyedéves GDP -5,4%-a. A külkereskedelmi mérleg romlását tükrözve jelentősen, **4980 millió euró hiányra romlott az áruk egyenlege** az egy évvel ezelőtti 2626 millió euró deficithez képest, **döntő mértékben a cserearányromlás**, ezen belül is az energia- és energiahordozó árak elszállásának hatására, amit tükröz **az energia egyenleg mintegy 3,47 milliárd eurós romlása a harmadik negyedévi külkereskedelmi mérlegben. Azaz az áruk egyenlegének romlását teljes egészében az energiaárak elszállása okozta, enélkül 1,1 milliárd euróval javulhatott volna a folyó fizetési mérleg.** Ezzel szemben a szolgáltatások – ezen belül az idegenforgalom és szállítási szolgáltatások – fokozatos helyreállása és az egy évvel korábbi alacsony bázis miatt a **szolgáltatások egyenlegének többlete 1675 millió euróról 2429 millió euróra emelkedett.** Kismértékben az elsődleges, valamint a másodlagos jövedelmek hiánya.

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



Forrás: MNB

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



Forrás: MNB, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

**A bruttó külső adósság 100,4 milliárd euróra nőtt (a GDP 60,1%-a) az egy évvel ezelőtti 92,5 milliárdról, míg tulajdonosi hitelekkel számolva 141,9 milliárd euróra a tavalyi 130,2 milliárdról. A nettó külső adósság 14,5 milliárd euróra, a GDP 8,7%-ára csökkent az egy**

évvel ezelőtti 17,7 milliárdról (a GDP 8,9%-a), míg a tulajdonosi hitelekkel együtt 23,6 milliárdra a tavalyi 27 milliárdról.

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

Az orosz-ukrán háború miatt az idén igen jelentős bizonytalanság övezi a folyó fizetési mérleg alakulását. Egyfelől a meredeken emelkedő energiaárak miatt szignifikánsan romlik a cserearány, ami érdemben rontja a külső egyensúlyt. Másfelől a bizonytalanná váló külső kereslet, a vásárlóerő romlása várható a főbb exportpiacainkon, a beszállítói láncok háború miatti megszakadása pedig akadályozhatja a folyamatos termelést. **Így tavaly 12,8 milliárd euró lehetett a folyó fizetési mérleg hiánya, elérve a GDP 7,5%-át.** Az idegenforgalom határozott helyreállása ugyanakkor javította a szolgáltatások egyenlegét, némileg ellensúlyozva az áruforgalmi egyenleg romlását.

A következő években azonban **ismét javulhat a folyó fizetési mérleg egyenlege**, részben az áruforgalom, részben pedig az idegenforgalom fokozatos helyreállításának köszönhetően, miközben új exportkapacitások üzembe helyezése adhat lökést az exportnak, így a folyó fizetési mérleg javulása jelentős lehet. Az import volumenét pedig a belső kereslet várható visszaesése fékezheti. A tőkemérleg **az uniós források lehívásának** köszönhetően ugorhat meg a következő években, így átmeneti emelkedés után folytatódhat a külső adósság leépülése. **Idén 5,8, míg jövőre 2,1 milliárd euróra mérséklődhet a folyó fizetési mérleg hiánya**, azonban a következő években újra többletet mutathat a folyó fizetési mérleg. Így **idén a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 2,9%-át**, míg a tőkemérleggel együtt a külső finanszírozási igény idén 2 milliárd euró közelébe, a GDP 1%-ára csökkenhet a tavalyi várakozásunk szerinti 7,7 milliárd eurónyi, azaz a GDP 4,5%-át kitevő igény után. Azonban a következő években a visszatérhet a külső finanszírozási képesség, ami lehetővé teszi a külső adósság nominális csökkentését is.

## Ipar

**0,5%-kal nőtt az ipari termelés novemberben**, míg munkanaphatással megtisztítva a termelés 0,8%-kal növekedett. Az első tizenegy hónapban 6%-kal nőtt az ipari termelés. A szezonálisan és munkanappal kiigazított adatok alapján az ipari kibocsátás az előző hónaphoz képest 0,7%-kal csökkent. Az ipari termelés megtorpanását döntően az energiaárak robbanásának következtében elsősorban az energiaigényes ágazatokban bekövetkező

termelés visszafogása, vagy leállása, valamint a százhalombattai olajfinomítóban keletkezett üzemzavar okozta.

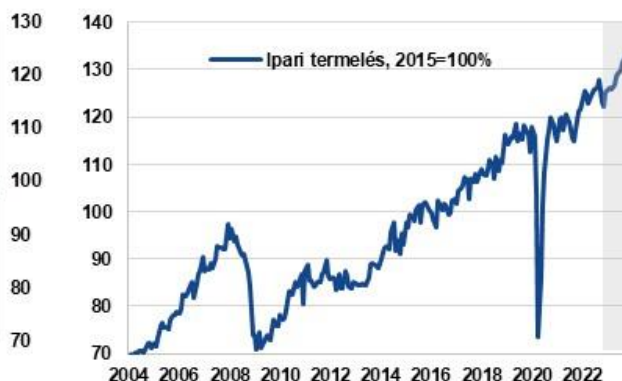
Az ipari termelés 2020. októberéig teljesen kilábalta a járvány okozta válságból, a további lendületes növekedést azonban a chiphiány fékezte, így a járvány előtti szint közelében, azt kissé meghaladó mértékben ingadozott az ipari termelés, ahonnan a tavalyi év elejétől határozott lendületet vett, szeptemberben pedig új történelmi csúcsra ért. 2015. évi átlaghoz viszonyítva 22,3%-kal bővült az ipari termelés, míg 49,5%-kal haladja meg a 2010. évi átlagos termelési szintet. Tavalyelőtt összesen 9,6%-kal bővült az ipari termelés.

Az autógyárak termelése 2020. októberében már meghaladta a járvány előtti szintet, azonban tavalyelőtt átlagosan 20%-kal maradt el, így mintegy 5-6 százalékponttal mérsékelte az ipari termelés volumenét. Az enyhülő chiphiány mellett biztató, hogy **a járműgyártás új rendelései, valamint rendelésállománya tartósan kiemelkedő, novemberben 25,6%-kal, ill. 39,6%-kal haladta meg az egy évvel ezelőtti szintet.** Az autógyártók a szűk beszállítói kapacitások miatt rövidtávon elsősorban a drágább, nagyobb profitmarrzsal rendelkező modellek rendeléseit teljesítik, azonban a második félévtől érdemi javulást mutat az alágazat. Az ukrajnai háború, valamint az energiaválság jelentősen rontotta a kilátásokat, amit az Ifo és a ZEW index után már a beszerzési menedzser indexek is tükröznek, az utóbbi hónapok éles lefordulása után azonban már mérsékelt javulást mutatnak, mivel **energiahiánytól egyelőre nem kell tartani, az energiaárak pedig jelentősen csökkentek a nyár végi szintekhez képest.** Az ukrajnai háború, valamint a Covid elleni szigorú kínai lezárások hatására újra felvetette a beszállítói láncok szakadozását, azonban ennél lényegesen nagyobb mértékben rontja a kilátásokat az elszálló infláció, az elszálló termelési költségek és energiaárak, valamint megélhetési költségek, az egyre szigorodó monetáris politikák, amelyek már fokozzák a recessziós aggodalmakat. Az orosz gázszállítások visszafogása mindemellett jelentős német ipari szektorokat kényszeríthet leállásra, ami igen súlyos következménnyel járhat.

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

**31. ábra:** Az ipari termelés alakulása


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

**32. ábra:** Ipari termelés 2015. évi bázison


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

A részletes adatok szerint novemberben **az ipar exportértékesítése 5,1%-kal, míg a belföldi eladások 3,2%-kal nőttek** az egy évvel korábbi adatokhoz képest. Ez utóbbin belül a feldolgozóipari eladások 7,7%-kal csökkentek az egy évvel korábbihoz képest. Az ipar ágai közül **a feldolgozóipari termelés 1,3%-kal nőtt**, azonban a bányászat 1,2%-kal, az energiaipar kibocsátása pedig 19,6%-kal csökkent.

A feldolgozóipar tizenhárom alága közül hat növekedett. **A járműipar kibocsátása 23,3%-kal emelkedett, a globális félvezetőhiány fokozatos enyhülésének köszönhetően, a járműgyártás kibocsátása azonban így mintegy is 5,4%-kal marad el a 2020. októberében elért csúcshoz képest. Enélkül az ipari termelés növekedése 0,6 százalékponttal lehetett volna magasabb.** A közúti gépjármű gyártásának volumene **19,9%-kal emelkedett**, míg a közúti jármű alkatrészeinek gyártása **26%-kal nőtt**. A számítógép, elektronikai, optikai termékek gyártása 3,7%-kal csökkent. A két legnagyobb alágazat közül az elektronikus fogyasztási cikk gyártása 30%-kal csökkent, míg a kisebb súlyú elektronikai alkatrész, áramköri kártya gyártása 22%-kal nőtt. Jelentős mértékben, **54,5%-kal bővült a villamos berendezés gyártása**, nagyrészt a járműgyártáshoz köthető **akkumulátorgyártás** 97%-os felfutásának köszönhetően, ugyanakkor a villamosmotor- és áramfejlesztő gépek gyártása 62%-kal emelkedett.

A feldolgozóiparból 13%-kal részesülő **élelmiszer**, ital és dohánytermék termelése **2%-kal mérséklődött** az egy évvel korábbihoz képest, elsősorban a külpiazi eladások növekedésének köszönhetően, míg a hazai eladások visszaestek. A legnagyobb súlyt (24%) képviselő húsfeldolgozás, -tartósítás, húskészítmény gyártása 5,9%-kal csökkent. A malomipar kibocsátása 27%-kal csökkent, a többi alágazatban 3,6-26%-kal nőtt a termelés.

A gyógyszergyártás 13,9%-os növekedést mutatott az exportértékesítéseknek köszönhetően. 2%-kal emelkedett a termelés a textil, ruházati termék gyártás területén, 24,3%-kal a gép, gépi berendezés gyártásban, az egyéb feldolgozóiparban pedig 6,6%-kal. Ezzel szemben a fafeldolgozás 1%-kal, a gumigyártás 12,4%-kal, a fémalapanyag és fémfeldolgozás 16,4%-kal csökkent. A kőszeggyártás, kőolaj-feldolgozás 49,9%-os, a vegyipar 32,7%-os visszaesést mutatott, nagyrészt a műanyagalapanyag-, illetve a műtrágyagyártás számottevő visszaesése miatt.

**Az új megrendelések novemberben 5,8%-kal**, ezen belül az új exportrendelések 7,2%-kal nőttek, az új belföldi rendelések pedig 1,9%-kal csökkentek. **A rendelésállomány 19,9%-kal haladta meg az egy évvel ezelőtti szintet.**

### Ingtatlanpiac

**2022. harmadik negyedévében 57,5%-kal 4484-re nőtt a lakás átadások száma, míg 15,6%-kal 8269-re nőtt az építési engedélyek száma. Így az első háromnegyedévben összesen 7,7%-kal több lakás épült és 16%-kal több építési engedélyt adtak ki**, mint egy évvel ezelőtt. 2016 eleje óta a lakásépítési engedélyek száma 219 879, míg az átadások száma 124 925 volt, azaz 94 954-gyel több engedélyt adtak ki, mint amennyi lakás megépült, ami tükrözi a kivitelezések igen jelentős csúszását. 2020-ban még viszonylag magas volt a lakásátadások száma a korábban építési engedélyt kapott, folyamatban levő építkezések miatt. A kedvezményes lakásáfa korábban tervezett kivezetésének hatása tükröződött az építési engedélyek 2020. évi visszaesésében, azonban a kedvezményes lakásáfa ismételt bevezetése, valamint a számtalan a családtámogatás (a CSOK-kal rendelkezők áfa visszaigénylése, illetékmentesség) új lendületet adott az építési engedélyeknek. Tavaly az előző évben visszaeső engedélyek miatt estek vissza a lakásépítések, ezt azonban ellensúlyozhatja a korábban építési engedélyt kapott, de eddig meg nem valósított lakásépítések, építési tervek esetleges megvalósítása. Az alapanyagok esetenkénti hiánya, **az építőanyagárak meredek emelkedése, a kamatok emelkedése, a gazdasági bizonytalanság, a reáljövedelmek várható romlása azonban egyre inkább hátráltathatni fogják az építkezéseket.** Ezzel szemben az energiaárak emelkedése miatt **előtérbe kerülnek az energiakorszerűsítési beruházások és felújítások.**

Novemberben 22,6%-kal nőtt a kiadott lakásépítési engedélyek száma, így az első tizenegy hónapban 14,7%-ot mutatott.



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



Forrás: KSH

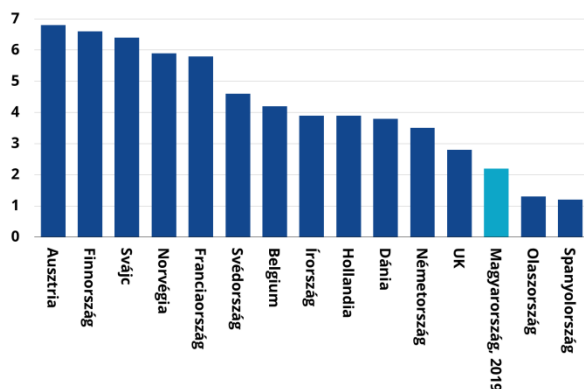
34. ábra: Lakásépítések, építési engedélyek



Forrás: KSH

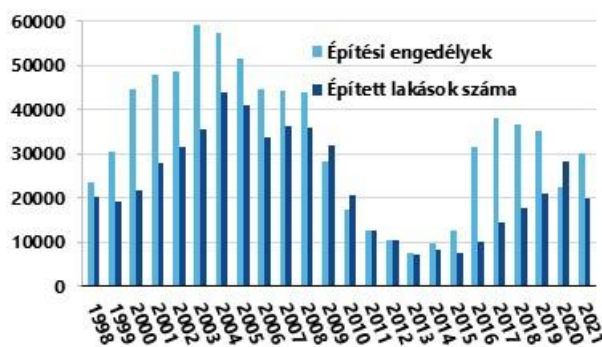
A válság előtti teljesítményhez, a nemzetközi rátákhoz, valamint a hazai lakásmegújítás kívánatos mértékéhez képest a lakásépítések továbbra is elmaradnak. A 2008-as pénzügyi válság előtt évente 35-40 ezer lakást adtak át. A tavalyelőtt átadott mintegy 28,2 ezer lakás 1000 lakosra 2,8 lakás építését jelenti, míg az európai átlagos érték 3-3,5 lakás. A hazai lakásállomány százévenkénti megújításához is évente 35-40 ezer lakás építésére lenne szükség. Mindezek alapján látható, hogy a hazai lakásépítések száma semmilyen túlfűtöttséget nem tükröz, sőt, még a válság utáni visszaesést sem pótolta.

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



Forrás: Scope, Portfólió

36. ábra: Lakásépítések, építési engedélyek



Forrás: MNB, TakaréK

Részben pedig éppen a szűkös új kínálat okozta az elmúlt években látott lakásárrobbanást, azonban a beruházások széles körű fellendülése és a forint gyengülése a költségeket is érdemben növelte. A külpiazi hatásokat tükröző meredek nyersanyagárrobbanás **érdemben növeli a kivitelezési költségeket** és így az újlakásárakat, az árak naponta változhatnak, ez pedig egyes nyersanyagok hiányával átmenetileg **fékezhetheti a lakásépítéseket, elbizonytalaníthatja, vagy elhalasztása kényszerítheti a beruházókat**, ami kockázatot

jelenthet az idei teljesítményre. **A hitelkamatok növekedése szintén visszafoghatja a keresletet, amit a lakáscélú hitelkihelyezések igen meredek, 55,8%-os novemberi visszaesése is tükröz, míg az első tizenegy hónapban 3,9%-kal csökkent a kihelyezett összeg.**

37. ábra: Lakás reálárindex



Forrás: Takaréknál, MNB

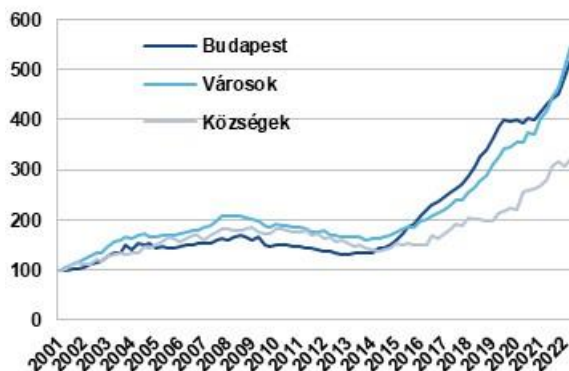
38. ábra: Lakásárindex és bruttó bérek



Forrás: KSH, Takaréknál

A Duna House tranzakciószám becslése szerint decemberben **6474 adásvétel valósult meg, ami érdemben, 43%-kal marad el az egy évvel ezelőtől.** 2022-ben a Duna House becslése alapján összesen így 125 171 adásvétellel zárt a lakóingatlanpiac, amely az előző évhez képest 22%-os volumencsökkenést jelent. Ennél kevesebb tranzakcióval utoljára 2014-ben zárt a hazai piac, akkor mindösszesen 113 ezer tranzakció volt a KSH adatai alapján. A Duna House várakozásai szerint 2023-ban sem várható a piac erősödése, az ingatlanközvetítő éves előrejelzése a 90-110 ezer közötti adásvételi sávot jelölte meg az idei várható volumennel kapcsolatban.

39. ábra: Lakásárindexek



Forrás: MNB

40. ábra: Tranzakciószám becslés



Forrás: Duna House

A Duna House korábbi elemzése szerint a hitelkamatok drágulása és az otthonteremtési kedvezmények még biztos kihasználása miatt **sokan előre hozták ingatlanvásárlásukat.** Az adásvételek számát azonban az **erős befektetői aktivitás** erősíti, mivel sokan fordulnak az

ingatlanpiac felé a bizonytalanabb és kiszámíthatatlanabb gazdasági környezetben, amit a magas infláció is támogat. A második félévben az emelkedő kamatkörnyezet miatt visszafogottabb ingatlanpiaci forgalommal számoltak a szakemberek.

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

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

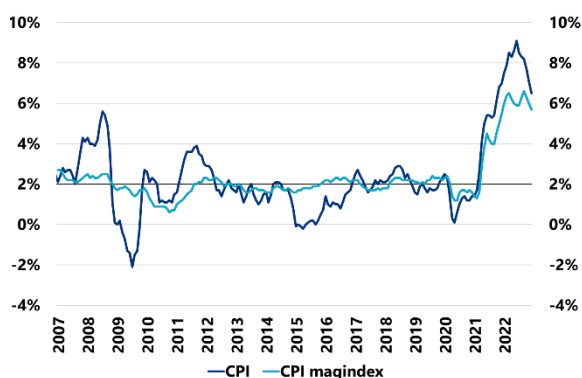
### III. GLOBÁLIS GAZDASÁGI FOLYAMATOK

#### Az USA gazdasági folyamatai

**Az utóbbi hónapok alapján az USA-ban egyre inkább körvonalazódik az inflációs fordulat, de lassú lehet a visszatérés.** Az éves fogyasztóiár-index (CPI-mutató) már hatodik hónapja csökken folyamatosan, a legutóbbi, 2022. decemberi adat szerint 6,5%-on állt. Ezenkívül a tartósabb inflációs folyamatokat megragadó maginfláció is csökkenni kezdett az

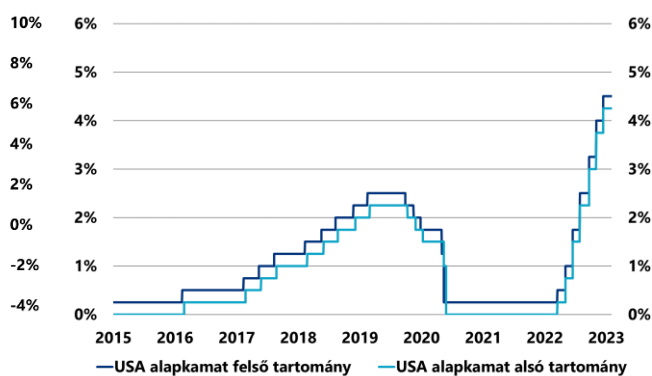
utóbbi hónapokban, a 2022. decemberi állás szerint 5,7%-on áll. Ugyanakkor ennél az indexnél sokkal lassabb a csökkenés, még nem látszódik tisztán a fordulat. A fő (ún. headline) infláció jellemzően azért kezdett el csökkenni, mert az energiaárakban is jelentős csökkenés volt tapasztalható, azonban a fogyasztói kosár többi eleménél sokkal óvatosabb az infláció mérséklődése. Például a jegybank megítélése szerint a szolgáltatások inflációja biztosan nem fog gyorsan mérséklődni. Így mivel a gazdaság belső inflációs folyamatait leíró maginfláció továbbra is magasan áll, ezért az infláció várhatóan csak lassan térhet vissza a jegybanki cél köré.

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



Forrás: BLS

**42. ábra:** Az USA kamatkondícióinak alakulása



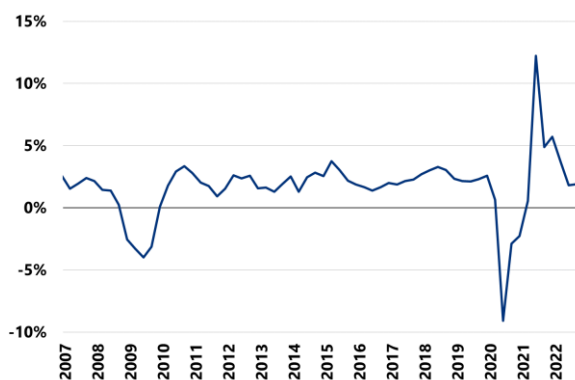
Forrás: Bloomberg

**A maginfláció alakulása miatt még nem jelenthető ki az infláció feletti győzelem, ezért a Federal Reserve is kénytelen fenntartani a szigorú monetáris kondíciókat, további emelések várhatóak.** Hiába emelte meg az amerikai jegybank az irányadó kamatlábakat jelentős mértékben, várhatóan további szigorításra van szükség. A kamatemelési ciklus 2022. márciusi kezdete mellett a Fed a mérlegének szűkítésével kíván fellépni az infláció leszorítása érdekében. A jegybank gyakran és nyíltan kommunikálja, hogy az árstabilitás visszaállításához szükség van arra, hogy a gazdaság fékeződjön, ami reálgazdasági áldozatokkal járhat, de hosszabb távon ez az előnyösebb választás. Éppen ezért az amerikai jegybank várhatóan tartósan szigorúan tartja a kamatkondíciókat. A 2022. decemberi döntést követően a jegybanki kamatsáv 4,25% - 4,5% között húzódik. A Fed saját előrejelzése szerint idén év végére egészen 5,1% köré emelkedhetnek a kamatok.

**Az amerikai gazdaság továbbra is növekszik, de a bővülés üteme fokozatosan lassul.** Az USA 2022. harmadik negyedéves teljesítménye 1,9%-kal haladta meg 2021. azonos időszakos kibocsátását. A negyedéves indexekben csökkenést láthattunk 2022. első felében, ez alapján technikai recesszióba csúszott a gazdaság ezen időszak alatt. A hangsúly azonban a technikai szón van, ugyanis a folyamat sokkal inkább nevezhető korrekciónak az előző

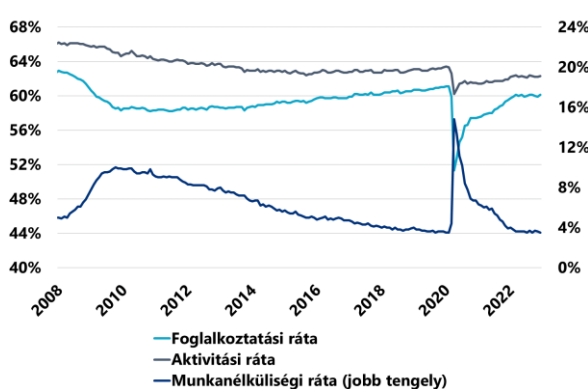
negyedévek kiugró teljesítménye után, mintsem a gazdaság tényleges visszaesésének. Erről tanúskodik a feszes munkaerőpiac is (lásd később). 2022. harmadik negyedévében már újra növekedést mutatott a negyedéves index. Ugyanakkor a Fed monetáris szigorítása egyre inkább hatással lehet a reálgazdaságra, amely fékezőleg hathat a növekedésre. A csökkenő beszerzésimenedzser-indexek is arról tanúskodnak, hogy a vállalati szféra az amerikai gazdaság zsugorodására számít a következő időszakban (lásd később).

**43. ábra:** Az USA éves GDP-jének növekedési üteme



Forrás: BEA

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



Forrás: BLS

**A Fed monetáris szigorítása egyelőre még nem csapódott le az amerikai munkaerőpiacon, de a kockázatok lefelé mutatnak.** Noha az utóbbi időszakban a foglalkoztatás bővülésének havi üteme fokozatosan lassul (2022. decembere folyamán 223 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak létszáma), az amerikai munkaerőpiac továbbra is erős. Egyelőre nem látszódnak a gazdaság lassulásának vagy a Fed monetáris szigorításának jelei. Jól mutatja ezt, hogy a legutóbbi 2022. decemberi adatok szerint az USA munkanélküliségi rátája 3,5%-on állt, ami megegyezik azzal a szinttel, ami körül a koronavírus-járvány előtt ingadozott a mutató. Azonban fontos különbség a járvány előtti állapothoz képest, hogy a foglalkoztatási ráta és az aktivitási ráta továbbra is elmarad a korábbi szintektől, tehát arányaiban kevesebben tértek vissza az amerikai munkaerőpiacra. A Fed szigorításának hatására várhatóan csökkenni kezd a betöltetlen álláshelyek száma, azonban könnyen előfordulhat, hogy az elbocsátások hatására a munkanélküliségi ráta is emelkedhet. Pontosan erre utal a Fed prognózisa: a jegybank idén év végére 4,6%-os munkanélküliségi rátát, amely a pillanatnyi álláshoz képest számottevő emelkedést jelent.

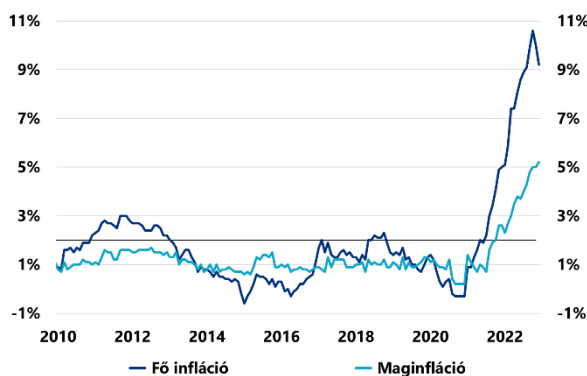
**Noha a tényadatokon még nem látszódik, a gazdasági szereplők egyre inkább a GDP zsugorodására számítanak a tengerentúlon.** A vállalati szféra kilátásait leíró beszerzésimenedzser-indexek a növekedést jelző 50 pontos határ alá estek 2022 második felében, és azóta is az aktivitás visszaesését jelzik előre az USA-ban. Ezen belül a

feldolgozóipar sokáig optimista maradt, de 2022. végére már ebben a szektorban is többségbe kerültek a pesszimista vállalkozások. A szolgáltató szektor kilátásai már 2022 nyarán romlásnak indultak. Összességében a vállalatok csökkenő aktivitása könnyen átgyűrűzhet az egész gazdaságba.

### Az eurózána gazdasági folyamatai

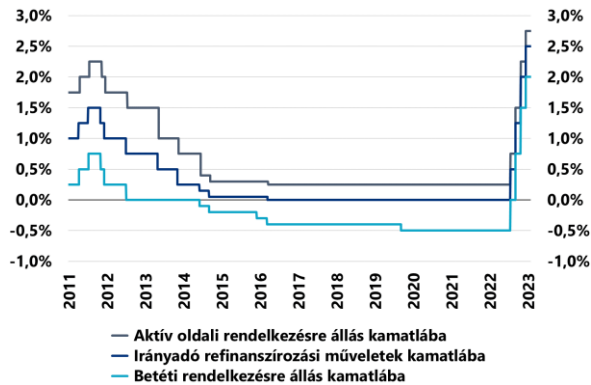
**Az eurózánaiban is tetőzés-közeli állapotban lehet az infláció, de a maginfláció még emelkedett decemberben.** 2022. decemberében 9,2%-on alakult az eurózána éves fogyasztóiár-indexe. Az októberi 10,6%-os rátát követően már második hónapja csökken az infláció. Az USA-hoz hasonlóan a valutaövezetben is elsődlegesen az energiaárak csökkenése tükröződik vissza az infláció fékezésében. Noha továbbra is az energia drágult leginkább a fogyasztói kosárban, a korábbi állapothoz viszonyítva már így is konszolidációt látunk ezen a területen (2022. szeptemberében még 40,7%, 2022. decemberében már „csak” 25,5%). Azonban figyelmeztetőjel, hogy a belső, strukturális inflációs folyamatokat megragadó maginfláció ismét emelkedett decemberben, tehát ebből a tekintetből eltérő folyamatokat látunk az Atlanti-óceán két partján. Az eurózánaiban később történhet meg a tényleges fordulat, amely az EKB stratégiáját is módosíthatja.

**45. ábra:** Az eurózána éves inflációjának alakulása



Forrás: Eurostat

**46. ábra:** Az eurózána kamatkondícióinak alakulása



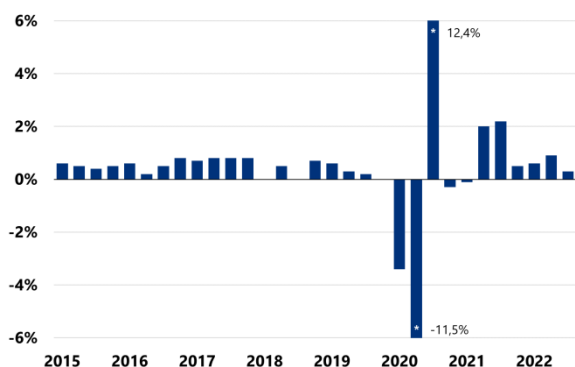
Forrás: Bloomberg

**Az EKB a további kamatemelések mellett mennyiségi szigorítással is próbálja fékezni az eurózána inflációját.** Az EKB 2022. során négy lépésben szigorította a kamatkondíciókat, a legutóbbi, 2022 decemberi döntés szerint a refinanszírozási műveletek kamatlába 2,5%-ra emelkedett, amely előtte hosszú évekig 0% körül alakult. Christine Lagarde, EKB elnök az utóbbi időszakban többször hangsúlyozta, hogy az eurózánaiban további kamatemelésekre van szükség, és a szigorú kamatkondícióknak tartósan fenn kell maradniuk az infláció letörése érdekében. A jegybank megítélése szerint már a bérek túlzottan nagy emelkedése is hozzájárulhatott az inflációhoz, amely előrevetíti az ár-bér spirál veszélyét. A jegybank

ezenkívül azt is bejelentette, hogy márciustól kezdődően elkezd csökkenti a mérlegében szereplő eszközöket. Érdekesség, hogy az EKB mind az eszközvásárlási program lezárását, mind a kamatemelési ciklus elindítását, mind a mennyiségi szigorítást később kezdte el a Fedhez hasonlítva. Mindezek alapján az EKB részéről további kamatemelések várhatóak, valamint a mennyiségi szigorítás is segíthet az árstabilitás helyreállításában.

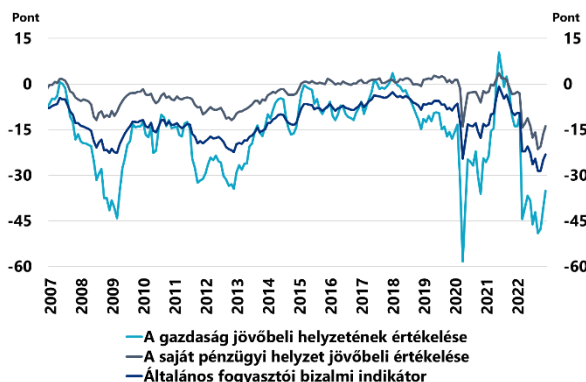
**Az eurózána fékeződésére lehet számítani, de a jelenlegi fejlemények alapján várhatóan elkerülhető a mély visszaesés.** Az eurózána gazdasága 0,3%-kal tudott bővülni a 2022 július-szeptemberi időszakban az előző negyedévhez viszonyítva, így éves összehasonlításban 2,3%-kal emelkedett a valutaövezet GDP-je. Az EKB azonban 2022. negyedik és 2023. első negyedévében a gazdaság visszaesésével számol. A lassulást egyebek mellett olyan tényezők indokolják, mint a magas árnyomás, a belső kereslet visszaesése, az energiapiaci bizonytalanságok, a háborúval érintett ellátási láncok akadozása, illetve önmagában az a tény, hogy az orosz-ukrán háború fizikai közelsége sokkal nagyobb mértékben rontja a gazdasági szereplők várakozását (lásd később). 2023. egészére a jegybank mindössze 0,5%-os, jelképes növekedést vár. Azonban pozitív fejlemény, hogy egyéb tényezők mellett az Európába érkező növekvő LNG szállítmányok, valamint az enyhe időjárás hatására az utóbbi hónapokban jelentősen csökkent a földgáz világpiaci ára. A biztosabb gázellátás és a relatíve alacsonyabb árak hatására a korábban vártnál kevésbé eshet vissza az ipari termelés vagy a fogyasztók kereslete, így a közelgő recesszió sem ígérkezik mélynek.

**47. ábra:** Az eurózána negyedéves GDP-növekedésének alakulása



*Forrás: Eurostat*

**48. ábra:** Az eurózána fogyasztói bizalmi indexeinek alakulása



*Forrás: Eurostat*

**Az eurózána lakossága még a koronavírus-járvány kitörésekor is optimistább volt, azonban pozitív fordulat van kibontakozóban.** Megfigyelhető, hogy a valutaövezet háztartásai 2021. júliusa óta trendszerűen egyre pesszimistábbak. 2022. februárjában, az orosz-ukrán fegyveres konfliktus kitörésekor a borúlátás tovább hatványozódott. A tavalyi év

egészét vizsgálva elmondható, hogy a lakosság még a koronavírus-járvány kitöréséhez képest, vagy a 2008-2009-es gazdasági világválsághoz képest is rosszabbnak gondolták az általános helyzetüket. Azonban részben a fentebb említett energiapiaci konszolidáció miatt 2022. októberétől pozitív fordulat van kibontakozóban a várakozásokban. Az alacsonyabb energiaáraknak és a biztosabb gázellátásnak köszönhetően kevesebbet kell a rezsiköltségekrefordítani, a magasabb elkölthető jövedelemből a háztartás többet fogyaszthat, ez pedig a hangulatindikátorokban is lecsapódik. Ettől függetlenül továbbra is nagy a pesszimizmus a háztartások körében, de a korábbi várakozásukhoz képest mérsékeltebb lehet a gazdaság visszaesése.

#### KKE regionális gazdasági folyamatok

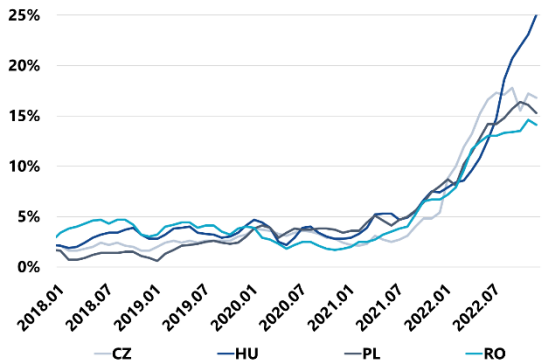
**A rendkívüli árnyomás a régió valamennyi országát érinti, azonban előrejelzések szerint hamarosan bekövetkezhet a fordulat.** Az utóbbi hónapokban az Eurostat által havi rendszerességgel közzétett uniós inflációs rangsort jellemzően a balti tagállamok és a KKE régió országai vezetik (a 2022. decemberi állás szerint 1. Magyarország, 5. Csehország, 6. Lengyelország és 9. Románia). A magasabb régiós infláció mögött több ok is meghúzódhat, például ezek az országok gyorsabban lábaltak ki a koronavírus-járványból, amely többletinflációt eredményezett, majd erre rakódott rá a nagyobb energiakitettséggel és az élelmiszerárinfláció. Ráadásul az alacsonyabb jövedelmi kategóriákba tartozó keleti tagállamok háztartásai jellemzően a jövedelmük nagyobb hányadát költik élelmiszerre és rezsire, így ezen tételek nagyobb súllyal szerepelnek a fogyasztói kosárban. A régiós jegybankok előrejelzései szerint hamarosan bekövetkezhet az inflációs fordulat ebben a térségben is. Azonban hazánk még a régiós társak közül is kiemelkedik az infláció tekintetében, egész Európa legmagasabb inflációját hazánkban mérik.

**A KKE régióban lassult a monetáris szigorítás, a jegybankok várják az inflációs fejleményeket.** A régiós jegybankok – reagálva közelgő inflációs veszélyre – már 2021 során kamatemelési ciklusba és egyéb monetáris kondíciók szigorításába kezdtek. 2022. második felére azonban jellemzően megálltak a jegybankok és inkább kívárnak. Hivatalosan csak a magyar jegybank zárta le a kamatemelési ciklusát, de a többi régiós országban is látszódik a szigorítás (ideiglenes) szüneteltetése. Csehországban 2022. június vége óta nem változtak a kamatkondíciók, az alapkamat azóta 7%-on áll, azonban a jegybank továbbra is fenntartja a lehetőséget, hogy szükség esetén tovább emel kamatot. A lengyel jegybank is utoljára 2022. szeptemberében emelte a kamatokat, azóta a lengyel alapkamat 6,75%-ra emelkedett. A régiós jegybankok közül a román jegybank mondható aktívnek a szigorítás szempontjából, a testület 2022. novemberében és idén januárban is emelt a kamatokon, így Romániában az irányadó ráta 7%-ra emelkedett. Látható, hogy a régiós országok kamatszintje meglehetősen



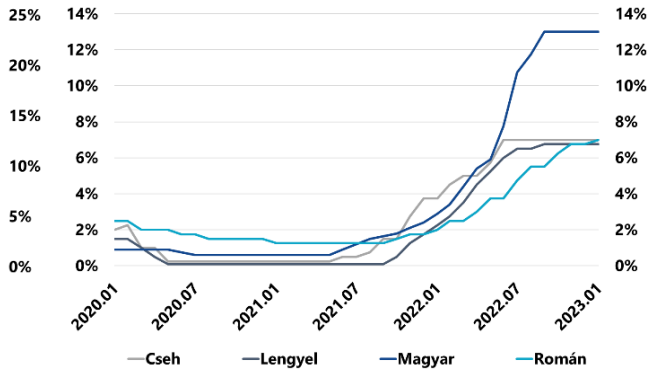
együtt mozog, azonban az utóbbi fél évben Magyarország ebből a tekintetből is elszakadt a régiós folyamatoktól: a 13%-os alapkamat kimagasodik a KKE régióban (a 18%-os effektív kamatláb pedig egészen rendkívülinek mondható régiós összehasonlításban).

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



Forrás: Eurostat

50. ábra: az alapkamatok alakulása a KKE-régióban



Forrás: nemzeti bankok

#### IV. GLOBÁLIS ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

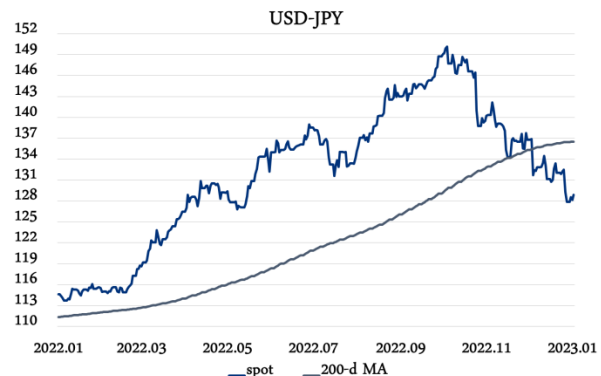
Nemzetközi devizapiacok és a forint

51. ábra: Az EUR/USD keresztárfolyama



Forrás: Bloomberg

52. ábra: Az USD/JPY keresztárfolyama



Forrás: Bloomberg

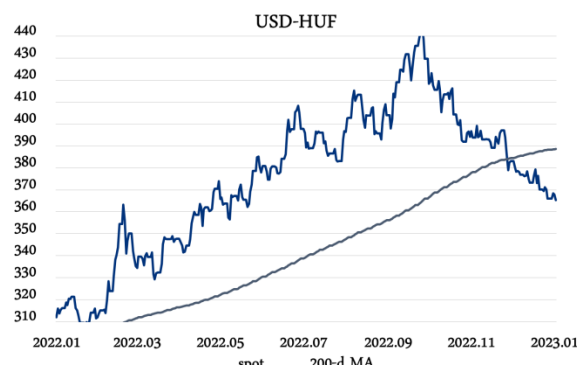
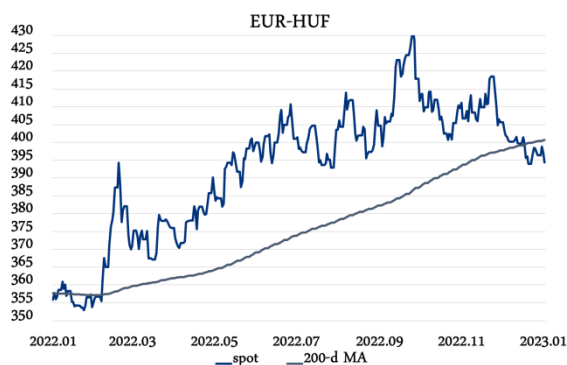
Az elmúlt negyedév kezdetétől idén év elejéig a korábbi megállíthatatlan erősödésből **éles** fordulatot végrehajtva **1.08-ig gyengült vissza dollár az euróval szemben**, ami alapvetően arra vezethető vissza, hogy **korábban túlvetten erős pályára került az amerikai deviza a piaci pánikok következtében, azóta viszont érdemben csökkent a kockázatkerülés világszerte, továbbá a Fed kamatpályát is laposabbnak és alacsonyabban tetőzőnek szeretné látni a piac az utolsó hónapokban**. Az október végétől folyamatosan korrigáló dollár alapvetően a fenti trendnek köszönhető, bár a piaci optimizmus az egyértelmű amerikai inflációs csúccsal és a 2%-os célhoz visszatérő ráta kapcsán talán korai, illetve a

munkaerőpiac is kiugróan erős dinamikát és így béremelkedést produkál. Így a folyamat inkább a korábbi jelentős túlvettség és háborús piaci pánik, menedékkeresés természetes korrekciója, amit az is segít, hogy a korábban erősen vonakodó európai monetáris politika is látványosan elköteleződött a restriktió iránt, még ha továbbra is érdemi „lemaradást” mutat a versenyben. Az egyelőre még kissé divergens monetáris politikai cikluson túl, fundamentális szempontból is az euró moderált erősödése lenne indokolt a devizakereslet arányaiból kifolyólag, mivel **az euróövezetben az erőteljesen dráguló import energia ellenére is minimális a fizetési mérleg hiánya, bár ez is jelentős változás a korábbi nagyon masszív többletekhez képest (2022. Q3: -26.4Mrd EUR). Míg ezzel élesen ellentétes a pandémia előtti szinthez képest is közel háromszoros szinten negatív amerikai fizetési mérleg (2022. Q3: -217.1Mrd USD), ami összefüggésben van részben szintén az energia- és nyersanyagköltségek növekedésével, valamint az elhalasztott kereslet miatti fogyasztás erős importvonzata is ezt erősítette, amit a mostanában „beérő” reáljövedelem csökkenés akaszthat meg. Azonban a jegybanki iránymutatások, dot plot-ok és szóbeli intervenciók továbbra is elsődleges fontosságúak lesznek a devizaárfolyamok alakulásában, ahogy az jellemzően látszik is a piaci reakciókon egy-egy jegybanki kommunikációs megnyilatkozás után, több jelentős mozgás is alapvetően a kamatpálya laposodásával és esetlegesen az idén év végén megtörténő kamatcsökkentéssel kapcsolatos várakozások beépülésének köszönhető jelenleg.**

A dollár korrekciójának szintén látványos terepe a jennel szembeni mozgása, amely esetben több mint 15%-ot gyengült a szintén menedék japán devizával szemben az őszi 30 éves csúcsról, annak ellenére is, hogy a japán monetáris politika továbbra is extrém laza és a „hozamgörbe kontroll” is erős, zajlik a pénznyomtatás. A korábbi folyamatokra reagálnia kellett a japán kormányzatnak is, mondván, hogy a gyorsan gyengülő jen nagyobb károkat okoz a gazdaságnak, mint az abból származó export előnyök, és akár erőteljesebb intervencióra is sor kerülhet az árfolyam stabilizálása érdekében, amire sor is került több esetben utólag. De a piaci várakozások, elsősorban az esetleges amerikai inflációs tetőzés miatt a Fed kamatpálya meredekségének csökkenésével kapcsolatos várakozások és hangulat erőteljes változása indukálja ezt az erőteljesen visszajára forduló mozgást jelenleg, ami viszonylag gyorsan fordulatot is vehet a várakozások változása esetén.

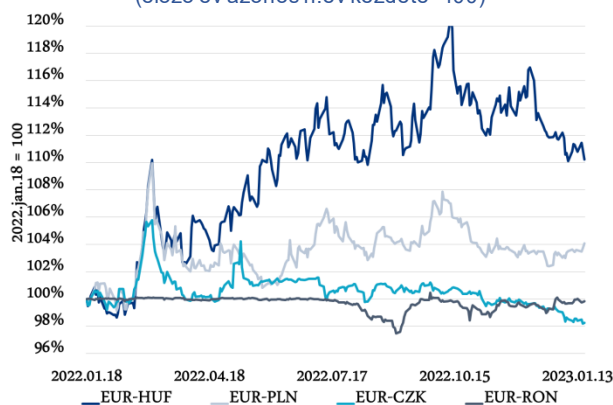
**53. ábra:** Az EUR/HUF keresztárfolyama

**54. ábra:** Az USD/HUF keresztárfolyama



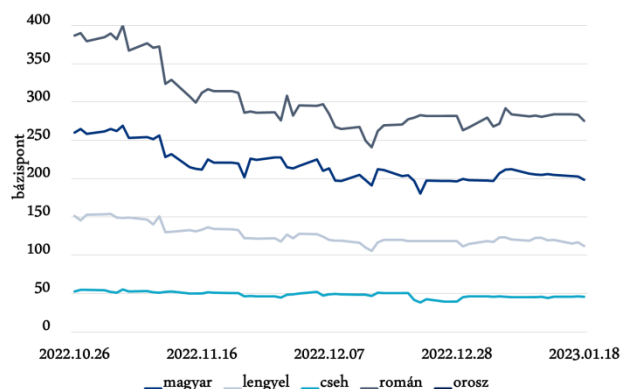
**55. ábra: Az EUR/régiós devizák keresztárfolyama**

(előző év azonos n.év kezdete=100)



*Forrás: Bloomberg*

**56. ábra: A régiós 5 éves CDS felárak alakulása**



*Forrás: Bloomberg*

**Január első felében látványosan erősödött a forint, és sikeresen áttörte a 400-as szintet az euróval szemben. Ennek köszönhetően szinte pontosan teljesült a tavalyi év végére várt, még ősszel készített előrejelzésünk.** Az erősödés hátterében – a védelmet nyújtó, régiósan is kiemelkedő alapkamat szint mellett - az egyik lényeges tényező az európai energiaárak zuhanása, amit az Európa-szerte kifejezetten enyhe téli időjárás, az európai gáztározók magas feltöltöttségi szintje, az Európába érkező óriási mennyiségű LNG szállítmányok volumene okozott. Az energiaárak esése néhány hónap csúszással érdemben enyhíti a folyó fizetési mérleg hiányát, illetve az azzal kapcsolatos aggodalmakat, ami pluszba erősíti a meglévő pozitív globális kockázatvállalási trendet. Ezen felül csökkenti a költségvetés rezsitámogatásokra fordítandó összegét, ami javítja a növekedési kilátásokat a megmaradó források segítségével. A csökkenő energiaárak mérséklék az inflációt, így a reáljövedelmek javulása is hozzájárulhat a növekedési kilátások javulásához, ami szintén segíti a hazai devizát. A forintot emellett támogatta az év eleji sikeres 4,25 milliárd dollárnyi kötvénykibocsátás, ami érdemben növeli a befektetői bizalmat. **A forint szempontjából a tavalyi év közepétől szintén kulcskérdés EU-s forrásokkal kapcsolatos megállapodás szerint márciusig kell teljesíteni a végső feltételek a teljes forrásösszeghez való**

hozzáféréshez, így a részleges megállapodás optimizmusa után ez újabb felfelé mutató kockázatot jelent. Ezen felül pozitív kockázat, hogy ha tovább mérséklődnek az energiaárak és ezzel még tovább javulnak a külső egyensúllyal kapcsolatos várakozások, például a legutóbbi fejlemények alapján 50 euró környékére a gázárak. Ezen felül globális feltörekvő piaci szempontból lényeges, hogy hogyan alakul az euró dollárral szembeni árfolyama, amit egyrészt az európai energiaválsággal és recessziós kilátásokkal kapcsolatos hangulat, de láthatóan elsősorban a Fed kamatcsúccsal, a kamatemelési ciklus lezárásával, valamint az esetleges kamatcsökkentési ciklus kezdetének időpontjával kapcsolatos várakozások alakíthatnak igen erőteljesen, így egy esetlegesen visszatérő masszív dollárerősödés nem kedvezne a haza devizának sem.

A forint árfolyamában a jelenlegi szintekhez képest a közeljövőben nem várunk jelentősebb erősödést, **de pozitív teljes EU-s megállapodás és forrásbeáramlás esetén elképzelhető egy 5%-on belüli további erősödés, de erre elsősorban a második negyedévben lehet számítani.** Összességében az év során óvatosan lecsorgó erősödésre számítunk, a tavaly látott szélsőséges kilengésekre jelenleg kisebb az esély, de a teljes mértékben előreláthatatlan, például geopolitikai fejlemények esetén ez hordoz kockázatot. Az év végéig mérsékeltén 390 alá erősödhet az euróval szemben a hazai fizetőeszköz a jelenlegi, elsősorban energia és külső egyensúlyi folyamatok alapján, de több előre nem látható fejlemény, például egy energiapiaci fordulat esetén ez változhat.

Továbbra is szempont nemzetközi befektetői szemszögből, hogy a háború egy szomszédos országban zajlik, ezért a földrajzi közelség miatt még a feltörekvőkön belül kiemelt volatilitás jellemezheti a régiós devizákat adott hírek kapcsán. A forintárfolyamot ezen felül nem segíti fundamentálisan, hogy továbbra is negatívak a mindig kiemelten figyelt reálkamatok, igaz, ezzel a jelenséggel egyáltalán nincs egyedül a forint a világpiacon. **A jelenlegi kiugró MNB betéti kamat október óta láthatóan védelmet nyújt immár a hazai devizának, azonban a reálgazdasági áldozatai súlyosak lehetnek egy jelenlegi szint környékén ragadó kamatszintnek, így minden szereplő a viszonylag gyors normalizálásban érdekelt.** A folyó fizetési mérleg egyenlege negatív lehet idén és mérsékeltbben jövőre is – elsősorban az energiaszámláknak köszönhetően -, ami kevésbé támogatja a hazai deviza erősödését egyelőre, ugyanakkor a tőkemérleg többlete megmaradhat a jelenleg fennálló EU-s viták várható rendezése után, illetve a bruttó államadósság is érdemben mérséklődik, ami szintén kedvező a hazai deviza hosszabb távú fundamentális értékelésekor.

A magyar 5 éves CDS felár a háború előtti 55bp-s szintjéhez képest idén év elején 200bp környékén tartózkodik, ami továbbra is magas és következik a feltörekvő piaci kockázatkerülésből, illetve a háborús földrajzi közelségből. A hasonló helyzetben lévő lengyel CDS szintén a duplájára nőtt, a román CDS felár eközben közel a három és félszerese az egy

évvel ezelőttinek, de jól látszik a földrajzi esetleges érintettség szerepe is, mivel eközben a cseh felár kevesebb, mint a felével emelkedett.

### Globális monetáris politikai fejlemények

A pandémia utáni gyors helyreállítás, a felhalmozódott megtakarítások, az inflációs várakozások miatt több esetben előrehozott fogyasztási szándékok, továbbá az ezzel párhuzamosan akadozó kínálat oldal következtében kialakult inflációs helyzet okán továbbra is restriktív ciklusban vannak a világ jegybankjai és mostanában merülnek fel először érdemben a kamatpályák várható csúcsai. A szigor a tavalyi év második felében 40 éves csúcsra emelkedő amerikai infláció fényében mindenképpen indokoltnak tekinthető, azonban azóta látható jelei vannak egy esetleges inflációs fordulatnak, június óta trendszerűen csökken az éves inflációs mutató. A novemberi 7.1% után decemberben már „csak” 6.5% mutatott az indikátor, de ez még továbbra is jóval a 2%-os jegybanki cél fölött tartózkodik és a további dezinfláció sebessége és mértéke még kérdéses. Továbbá a jegybank másodlagos célja, a munkanélküliség legutolsó hónapban mért 3.5%-os szintje is lehetővé teszi a restriktív ciklust, továbbra is történelmi mértékű az amerikai munkaerőpiaci az erőteljes szigorítás ellenére, ami az inflatorikus bérnövekedési ütemet is fenntarthatja egyelőre.

**Jelenleg a legakutabb kérdés a rövid-középtávú makrogazdasági kilátások kapcsán, hogy a fejlett gazdaságokban elindult, évtizedek óta nem látott agresszív monetáris szigorítás képes lesz-e „puha landolással” megfékezni a pandémia utáni keresleti boomból és a korlátlan pénznyomtatásból eredő inflációs folyamatokat és visszaterelni azt a 2%-os jegybanki célok közelébe, vagy ezt csak jelentősebb reálgazdasági áldozatok árán tudják-e majd megtenni a központi bankok.** Jelenleg az amerikai gazdaság állapotával kapcsolatban a vélemények többsége inkább optimista és az elindult erős Fed szigorítás mellett is összejöhet a puha landolás, mivel a munkaerőpiac és a munkahelyteremtés a huzamosabb ideje tartó monetáris szigor – bár az erőteljes mérlegszűkítés és pénzkivonás szeptemberben indult - mellett is kiemelten stabil, miközben az inflációs trend is csökkenésnek indult. Ebből következően a mindenképpen bekövetkező makrogazdasági lassulás csak a bővülés ütemét fogja lassítani első körben és lehetséges, hogy további durvaszigorításra már nem lesz szükség. De eközben az az álláspont is helytálló, hogy jelenleg a 2%-os inflációs célt több mint háromszorosán meghaladó amerikai mutatók mellett már olyan szinten kezdenek stabilizálódni az inflációs várakozások – amit erősített, hogy kezdetben a Fed is vonakodott a szigorítástól -, hogy a bázishatásokat figyelembe véve is tartósabban velünk marad a 2%-os cél feletti pénzromlás. **Ebben az esetben viszont a kamatokat tartósan a neutrális szint fölé (jelen állás szerint 5.5% környékére), a növekedést korlátozó tartományba kell emelni, és a Fed vezetése ezt már ki is mondta**

**többször, hogy minden szempontot felülírva a 2%-os árstabilitás elérése a legfontosabb, vagyis készek vállalni a reálgazdasági áldozatokat is.**

A Fed a likviditásszűkítés érdekében már 2021. novemberében elkezdte a kötvényvásárlásainak csökkentését és kivezetését, és immár a 2022. közepén 8900 milliárd dollárig hízó jegybankmérleg leépítése van napirenden fokozatosan, jelenleg 8500 milliárd dollár környékén tart a folyamat (2020. tavaszán még 4100 milliárd dolláron állt az eszköz). Ezzel párhuzamosan a legutóbbi kamatdöntésen 4.5%-ra emelkedett az amerikai irányadó ráta és a ciklus tetejéhez közeledve egyre divergensebbek a várakozások is, de a leggyakoribb említés a további három 25bp-s emelés, így a jelenlegi kamatcsúcs várakozások már 5% felett tartanak, amire legutoljára 15 éve volt példa. **A Fed dot plot ábra és a döntéshozói vélemények „átlaga” szerint idén év közepére az 5-5.5%-os sávba emelkedhet az irányadó szint, ami már inkább a növekedést korlátozó kategória, épp ezért a piaci határidős kamatvárakozások az év végére egy nagyon visszafogott kamatvágást is el tudnak képzelni, amennyiben az infláció valóban tartósan elindul(t) a jegybanki cél irányába.**

Európában ennél egy fokkal komplexebb a helyzet, mivel az elindult erőteljes monetáris szigor mellett éri a történelmének egyik legsúlyosabb energiaválsága a kontinenst, még ha ez enyhülni is látszik az árak alapján az utóbbi néhány hónapban. Ez akár erőteljesebb recesszióval is járhat, miközben az EKB a recessziós előjeleket mutató környezetben túl későn és túl agresszívan megkezdett szigorítása még tovább erősítheti a visszaesést, miközben a pandémia alatt még fenntarthatatlanabb szintre emelkedett európai államadósság szintek kamatterhei is megugranak, bár a masszív infláció nyújt némi segítséget ezek „elinflálásában”.

Az európai inflációs dinamikában is látszanak az aktív monetáris és fiskális stimulusok, az energiaárak illetve az elhalasztott kereslet hatásai, **októberben 10.6%-os történelmi csúcsra emelkedett a mutató**, azóta pedig két hónapnyi lassuló trendet tud felmutatni, decemberben 9.2%-ra süllyedt a mutató. A folyamatokra reagálván az EKB is elkezdte lekövetni a legszorosabban figyelt társát és történelmi sebességgel a múlt hónapig 2.5%-ra emelkedett az irányadó ráta és további emeléseket helyezett elkötelezetten kilátásba, a piaci várakozások jelenlegi átlaga szerint további három 25bp-s emeléssel zárulhat a ciklus.

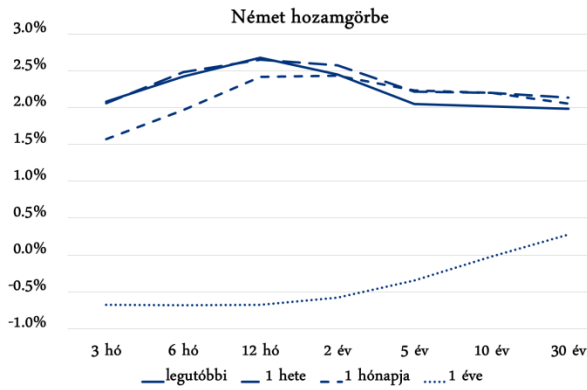
Azonban látni kell, hogy az EKB mozgástere igen korlátozott a finanszírozási költségek jelentős drágításában, **mivel a pandémia óta méginkább elszálló – főként dél-európai – államadósságok a látványosan emelkedő és fokozatosan átárázódó hozamszintekkel párhuzamosan megoldhatatlan problémát okozhatnak az eurózóna periferiáján.** Ennek kezelésére valamilyen eszközt be kellett vetnie a jegybanknak, ami bejelentésre is került, így célzott kötvénypiaci beavatkozások keretében – ami főként Olaszországra specifikált - próbálja

majd menedzselni ezt a központi bank. Ezt a volument azonban egyben sterilizálnia is szükséges lenne, hogy ne táplálja tovább az inflációt, ami az övezeten belüli töredezettséget mutatva például szintén a többszöröse egy balti tagállamban, mint a magállami területeken. A növekedést és a munkanélküliséget tekintve szintén ez a kettőség látszik az EKB csapdahelyzetét igazolva, mivel a munkanélküliség szintje 10% körül van az eurózána déli részén, így ebből a szempontból indokolt lenne a további monetáris támogatás, míg az északi területeken gyakorlatilag teljes a foglalkoztatás és az alap erőteljes inflációs nyomást tetézve fennáll az ár-bér spirál veszélye.

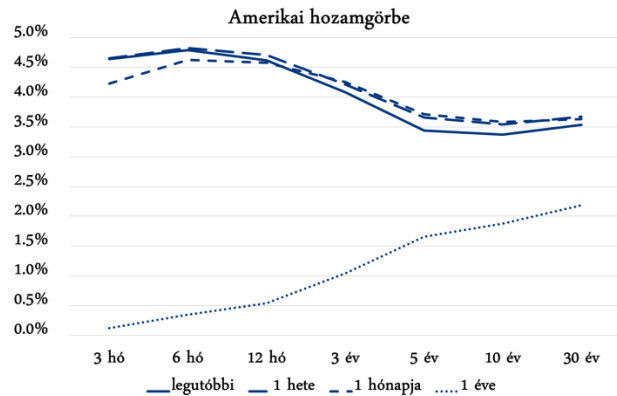
#### Nemzetközi és magyar állampapírpiac, hozamszintek

A transzatlanti ellenpárok, a német, illetve az amerikai hozamgörbe összehasonlítása alapján látható az amerikai, és immár a német görbe inverzsége, amit a piaci vélemények egy része a recesszió előjelének tekint – a tavalyi év első felében technikai értelemben ez meg is valósult az amerikai gazdaság esetében -, de jelenleg a gyorsan és nagy amplitúdóval változó, kamatvárakozások által élesen befolyásolt környezetben ez érdemben változhat. Az is egyértelmű kép, hogy a görbék teljes lefutása kiugróan feljebb került az egy évvel korábbi szintekhez képest, ami értelemszerű következménye az inflációs várakozások masszív emelkedésének és a kamatemelési ciklusnak. A német görbén is látható, hogy az EKB korábbi kötvényvásárlásai és a tartott állománya láthatóan kordában tartják az államadósság (re)finanszírozási költségeket Európa-szerte, bár látható emelkedésen vannak túl az európai hozamok is. Az erősen eladósodott dél-európai tagállamok hozamszintjei továbbra is a piaciilag indokolt szint alatt tartózkodnak a jegybanki segítségnek köszönhetően egyelőre, de a 4% közelében álló olasz 10 éves hozam már kezd a vörös tartomány felé tartani. **Ezzel párhuzamosan a jelenlegi fejlett piaci államháztartási mutatókra és finanszírozási költségekre tekintve azonban nem alaptalan a felvetés, hogy a jegybankok nem feltétlen bánják a mandátumukkal ellentétes magasabb inflációt sem középtávon, ami segít az élesen megugró államadósságok reálértékének csökkentésében, így befektetői szempontból érdemes lehet inflációkövető eszközökben gondolkodni.**

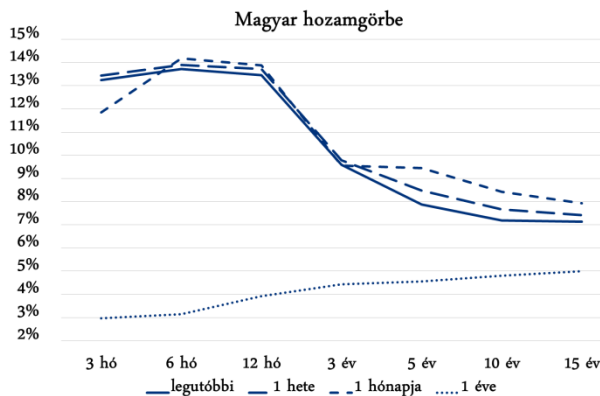
57. ábra: A német hozamgörbe alakulása



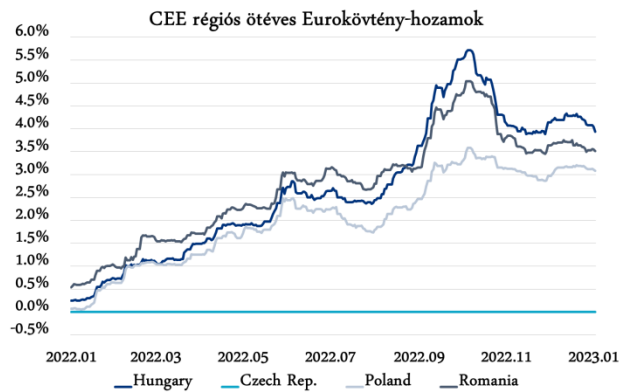
58. ábra: Az amerikai hozamgörbe alakulása



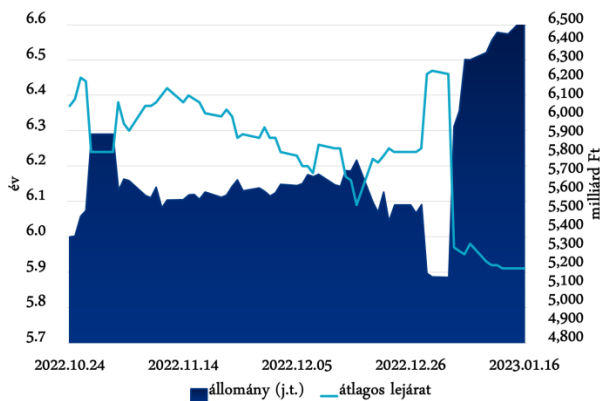
59. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása



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

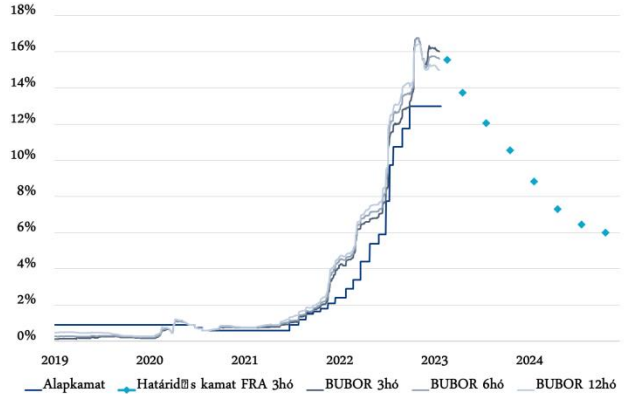


61. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és a lejárat



Forrás: Bloomberg, ÁKK

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



Forrás: Bloomberg, MNB

A magyar államháztartás finanszírozási helyzete továbbra is stabil, az ÁKK rendszeres aukcióin bőven elégséges kereslet látszik minden lejáraton, de a hozamemelkedés régiós szinten is kiugró mértékű volt az elmúlt időszakban az ismert inflációs és nemzetközi fejleményeknek köszönhetően, így a hazai hozamgörbe is érdemben feljebb tolódott. Ezzel párhuzamosan viszont a hosszú oldalon jelentős korrekció zajlott le az utolsó hónapokban, miközben a rövidtávú kamatvárakozások miatt a rövid oldal fent maradt, látványos inverzséget okozva ezzel. A hazai állampapírpiacot az is segíti, hogy az MNB nem értékesíti a mérlegében lévő állampapír-állományt, a kötvényvásárlási programok keretében megvásárolt állampapírokat lejáratig tartja.



**A külföldiek továbbra is stabilan keresik a magyar állampapírokat a megemelkedett hozamkörnyezetben, 6500 milliárd forintig ugrott az állományuk januárban, miközben az átlagos lejáratidő 5,9 évre csökkent.** A háztartások eközben aktívan veszik a lakossági kötvényeket, például a megugró infláció következtében egyre inkább az inflációkövető PMÁP-ot, így a háztartások kezében a teljes, 44 791 milliárd forintos adósságállomány 20%-a van jelenleg közvetlenül, de a befektetési alapokon keresztül közvetett kitétség ennél magasabb. A teljes állományon belüli megközelítőleg egyharmados kormányzati célszint elérhetőnek tűnik középtávon, köszönhetően a magas kamatnak illetve a hozam adómentességének, de a hazai infláció egyelőre magas szintjének köszönhetően az inflációkövető PMÁP és az új sorozatok kiszorítják a fix kamatozású társait, ami középtávon némileg növelheti a költségvetés kamatkiadásait is. **A teljes államadósságon belül a devizaarány 25%-os szinten áll a legfrissebb adatok alapján a korábbi 24%-ot követően – nem függetlenül a legújabb sikeres dollárkötvény kibocsájtástól** - és az ÁKK a stratégiája szerint a továbbiakban is a szükséges mértékben kész aktívan menedzselni az adósságot visszavásárlásokkal, és ha a hozamszint indokolja, új – akár deviza – kibocsátásokkal, de tekintettel a devizaarány célértékre.

A 62. ábrán látható határidős kamatlábak lefutása a jelenlegi kiugró szintekről gyors csökkenést áraz jelenleg, összhangban a várakozásainkkal és 2023. végére 10% környékére csökkenő piaci kamatszintekkel kalkulál jelenleg, **indokoltan, mivel ilyen magas kamatszint tartós fennmaradása már érdemben fékezne a jelenleg amúgy is több problémával küzdő reálgazdasági növekedést.** De a görbe egy-egy váratlan gazdaságpolitikai fejlemény, gazdaságpolitikai mix változásra, vagy a nemzetközi környezet által befolyásolt hazai nyitott gazdaság esetében bekövetkező fordulat esetén látványosan más formát is felvehet viszonylag rövid időn belül, így elsősorban elméleti irányjelző szerepet tulajdonítanánk a jelenlegi lefutásnak.

*A jelen kiadvány készítői*

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



**Suppan Gergely**  
Vezető elemző  
Suppan.Gergely@takarek.hu



**Horváth András**  
Vezető elemző  
Horvath.Andras@takarek.hu



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

**JOGI NYILATKOZAT**

1. Jelen kiadványt az MTB Magyar Takarékszövetkezeti Bank Zrt. (székhely: 1122 Budapest, Pethényi köz 10., cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz.: III/41.086/2002., EN-III/M-608/2009.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1054 Budapest, Szabadság tér 9.sz.) valamint az MKB Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1054 Budapest, Szabadság tér 9.sz.) - továbbiakban: a Bankok - készítették.

2. Jelen kiadvány a 2014/65/EU irányelv és a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alkalmazásában marketingközleménynek minősül. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen kiadvány nem minősül a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete szerinti befektetéssel kapcsolatos kutatásnak, és nem minősül a 2007. évi CXXXVIII. törvény (Bsz.) szerinti befektetési elemzésnek.

A jelen dokumentumban közölt megállapítások nem objektív és nem független magyarázatot tartalmaznak. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen marketingközleménynek minősülő dokumentum nem a befektetéssel kapcsolatos kutatás függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, és nem érinti a befektetéssel kapcsolatos kutatás terjesztését, közzétételét megelőző kereskedésre vonatkozó tilalom. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek, és a jelen tájékoztatás nem teljes körű.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak, ajánlásnak, abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

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

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helyállóságáról és teljességéről a Bankok biztosítékot nem kaptak, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bankok felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bankok fenntartják a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsák a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat.

5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról!

További tájékoztatás elérhető a Bankok fiókjaiban, valamint a [www.mtb.hu](http://www.mtb.hu) és az [www.mkb.hu](http://www.mkb.hu) honlapokon.

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

A Bankok továbbra is jogosultak jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

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

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

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

10. Az alkalmazott értékelési eljárások:

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

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