

Alapfeltevések

A **járvány** harmadik - év eleji - hulláma a második negyedévben véget ért és elkezdődött a gazdasági nyitás, illetve a gazdaság helyreállása a korlátozások feloldását követően. A második negyedévben kiemelkedő mértékű gazdasági növekedést regisztráltak idehaza (kiigazított adatok alapján 17,7%-kal bővült a gazdaság éves, míg 2,7%-kal negyedéves alapon), így a gazdaság teljesítménye meghaladta a járvány előtti szintjét¹.

A gazdaság teljesítményére nézve lefelé mutató kockázatot jelent a járvány újabb, negyedik hulláma. Ugyanakkor nem valószínű, hogy az előző hullámokhoz hasonló szigorú járványügyi intézkedések visszatérnének egy újabb hullám esetén. A gazdaság működőképességének fenntartása mellett fontos szempont, hogy szakértői várakozások szerint az immunitással nem rendelkező (a víruson át nem esett és/vagy oltásban nem részesülő) személyeket érintheti elsősorban. A hazai lakosság 61%-a már legalább egy oltást kapott, míg 58%-a teljes védelemmel is rendelkezik, illetve a harmadik oltásokat is elkezdtek idehaza beadni.

A viszonylag magas átoltottságnak, a bevált kezelési módszereknek, gyógyszereknek, oltóanyagoknak, illetve az egyes járványügyi korlátozó intézkedések ismeretének köszönhetően a járványkezelés sokkal gördülékenyebben történhet meg. A gazdaság alkalmazkodott a pandémiás helyzethez. A gazdasági szereplők felkészültek a járványügyi helyzetre, várakozásunk szerint nagyobb részt váltak ellenállóvá a járvány újabb hullámával és a korlátozó intézkedésekkel szemben. Tehát várhatóan a – korábbiaknál feltételezhetően enyhébb – korlátozások már csak minimális mértékben érinthetik negatívan a hazai gazdaságot.

Továbbá nemzetközi szinten is jelentős helyreállási és növekedési potenciál látható az idei és a következő évekre (a globális gazdaság az OECD várakozása szerint 2021-ben 5,7%-kal, 2022-ban 4,5%-kal nőhet).

Nemzetközi folyamatok

A piaci hangulatot az idei évben a gazdaságok újraindítása, a nyomában járó inflációs gyorsulás, a monetáris politikák már tapasztalt (MNB) és várható (Fed, ECB) fordulata (a szigorítás felé) határozzák meg.

Az USA-ban 4% felett jár az infláció (PCE-árindex [augusztus](#): 4,3%, év/év), miközben a jegybanki cél az átlagos 2% elérése. A Fed továbbra is [átmenetinek](#) gondolja az infláció gyorsulását. Ugyanakkor a jegybank szeptemberi [előrejelzésében](#) emelte az inflációs várakozásait: 2021-ben 4,2%-os (június:

¹ A GDP a nyers adatok szerint 2,2%-kal nagyobb volt a 2019. II. negyedévinél ([KSH](#)).

3,4%), 2022-ben és 2023-ban 2,2%-os, míg 2024-ben 2,1%-os inflációt várnak.

2020-ban a koronavírus-járvány hatására az amerikai jegybank [megváltoztatta](#) inflációs célját: a Fed **átlagosan** 2%-os inflációt tűzött ki céljául, így rövidebb távon tolerálja a 2%-os inflációs szint túllépését is.

A [szeptemberi kamatdöntés alkalmával](#) a jegybank iránymutatást fogalmazott meg, miszerint már **2022-ben várható kamatemelés** (év végén), mely nagyobb ütemben 2023-ban és 2024-ben is folytatódhat. A jegybankelnök iránymutatást adott az eszközvásárlási program jövőjéről is. Eszerint a gazdaság közeledett a jegybanki célok felé, és ha ez a közeledés folytatódik, **hamarosan fontolóra veszik az eszközvásárlások ütemének mérséklését**. Konkrét döntés még nem született, annyit elárult, hogy egy **fokozatos kivezetést** terveznek, mely **jövő év közepén fejeződhet be**.

Az **eurózónában is a jegybanki cél fölé, 3,4%-ra gyorsult az infláció szeptemberben** (év/év alapon), mely emelkedés az év hátralevő hónapjaiban is folytatódhat; 2022 elején lassulhat majd a ráta, vagyis átmeneti az inflációs kiugrás a jegybank [várakozása](#) szerint. Az ECB szeptemberi [előrejelzése](#) szerint 2021-ben 2,2%-os éves átlagos infláció várható, mely 2022-ben 1,7%-ra, 2023-ban pedig 1,5%-ra mérséklődik.

2021 júniusában az ECB szintén [módosította](#) hivatalos inflációs célját: 2%-ra módosították a jegybank hivatalos inflációs célját az eddigi „2%-ot közelítő, de el nem érő” célról, és a szimmetrikussá tett cél kapcsán átmenetileg tolerálják az infláció túlszaladását is a célszámon.

Az infláció megugrásának várhatóan átmeneti jellege miatt **az ECB nincs kamatemelési kényszerben**. A várható kamatemelést az eurózána heterogenitása (észak-déli államok eltérő gazdasági fejlettsége) is késlelteti, illetve az infláció a jegybanki előrejelzés szerint 2023-ban is 2% alatt marad.

A pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (Pandemic Emergency Purchase Programme, [PEPP](#)) kivezetésének bejelentése decemberre várható, 2022 márciusáig szól a program. A hagyományos eszközvásárlási program (Asset Purchase Programmes, [APP](#)) továbbra is havi 20 milliárd eurós ütemben folytatódik; [várakozások szerint](#) a PEPP kivezetésekor az APP havi keretösszegét növeli majd az ECB kompenzációs célból.

A Fed hamarabb léphet a szigorítás útjára (kamatemelés, állampapír-vásárlások kivezetésének időzítése), mint az ECB, mely közép-, hosszú távon az EUR/USD-árfolyamban is megmutatkozik majd: kisebb évközi kilengések mellett összességében a dollár erősödése várható az euróval szemben.

Hazai folyamatok

A hazai infláció idén áprilisban átlépte az MNB toleranciasávjának felső, 4%-os határát és azóta is afelett, 5% környékén tartózkodik. Szeptembertől [várakozásunk szerint](#) 5% felett állhat a hazai inflációs mutató az év végéig. 2022 elején fokozatosan lassulhat a dinamika, ahogy az idei évi egyedi és technikai, inflációt gyorsító tényezők (pl. bázishatás, dohánytermékek jövedéki adójának többszöri emelése, gazdasági nyitást követő kereslet-kínálati anomáliák) kiesnek a mutatóból. Kizárólag technikai alapon - bázishatásokból eredően - az infláció a jövő év második negyedében térhet vissza az MNB toleranciasávjába (2-4%). Ezt a kamatemelési ciklus is támogathatja a jövő év második felétől².

Ugyanakkor jelentős, felfelé mutató inflációs kockázatokkal kell a jövő évben is szembenéznünk. Az elmúlt hónapokban nagymértékben növekedtek az [inflációs várakozások](#), mely tartósan is magas szinten tarthatja az árnyomást idehaza. Az őszi szezon (amikor ismét 5% fölé mehet az infláció) a 2022-es és az azt követő évek üzleti tervezésének időszaka, így egy magasabb inflációs környezetben megnövekedhet a kockázata annak, hogy a vállalkozások jelentős része a korábbi években tapasztalt dinamikánál nagyobb mértékben emeli az árait. Ez pedig jelentős kockázat az inflációs várakozások magas szinten való beragadása szempontjából. **Összességében nagy a kockázata annak, hogy csak 2022 második félévében vagy azt követően tér vissza az infláció komfortosan a toleranciasávba. A magas, 4%-hoz közeli árnyomás jövőre is fennmaradhat.**

Az MNB [várakozása](#) szerint az infláció 2022 év elejétől csökkenni kezd és a második negyedévben kerül ismét a jegybanki toleranciasávba. A fogyasztóiár-index várhatóan 2022 második felében a 3%-os jegybanki cél körül stabilizálódik.

Az MNB 2021 júniusában kamatemelési ciklust indított. A [szeptemberi](#) kamatdöntést követően a hazai alapkamat 1,65%-ra emelkedett. A havi ütemű kamatemelés a jegybanki [jelzések](#) alapján folytatódhat a következő időszakban, a jegybank kommunikációja szerint annak ütemében irányadó a szeptemberi

² Az alapkamat-emelés nem egyből gyűrűzik át az árakba, ahhoz hosszabb időnek kell eltelnie. A monetáris politika az egyes csatornákon keresztül érvényesülő teljes hatása kévsé jelentkezik a makrogazdasági változókban. Az inflációra gyakorolt hatás erőssége és időbeli lefutása továbbá függ attól, hogy milyen típusú sokk idézte elő az infláció céltól való eltérését. A Monetáris Tanács a kamatdöntéseit előretekintő módon, jellemzően az infláció elkövetkező 5-8 negyedév folyamán várható alakulására tekintettel hozza meg (forrás: [MNB](#)).

Virág Barnabás, az MNB alelnöke egy [interjúban](#) kifejtette, „a kkv-k hitelállományának közel fele, míg a lakossági hitelállomány mintegy háromnegyede esetében egyáltalán nem vagy csak elnyújtva jelennek meg a kamatemelés hatásai a kamatlábak rögzítettsége miatt”. A rögzített kamatozású hiteleknél a konstrukció jellege miatt lassan megy végre a monetáris transzmisszió, azaz a magasabb kamatszint gazdasági aktivitást lassító hatása.

kamatdöntés (+15 bázispontos emelés). A következő felülvizsgálat és előretekintő iránymutatás decemberben lesz.

Várakozásunk szerint októberben, novemberben és decemberben újabb 15 bázispontos alapkamat-emelés lesz, így **2021. év végén 2,1%-on áll majd a hazai alapkamat. 2022** első hónapjaiban (január-február-március) tovább folytatódik a kamatemelés, de már kisebb, 10 bázispontos ütemben. Így **az első negyedév végére 2,4%-os lesz az alapkamat, ezzel véget ér az MNB jelenlegi, júniusban elindított kamatemelési ciklusa.** 2023-ban az MNB várakozásunk szerint nem emeli tovább az alapkamatot.

Az alapkamat-emelés és egyéb monetáris politikai szigorítások hatására idén év végéig, illetve a jövő év első negyedévében a forint erősödése várható az euróval és a dollárral szemben. A jövő év második negyedévtől ez átfordulhat és gyengülhet a forint az euróval és a dollárral szemben is a hazai kamatemelési ciklus lezárultával és a globálisan meghatározó jegybankok (Fed, ECB) monetáris szigorítás felé mutató lépéseivel (pl. eszközvásárlási programok fokozatos kivezetése) és előretekintő iránymutatásával (pl. Fed várható kamatemelése).

Augusztusban a Monetáris Tanács az **állampapír-vásárlási program fokozatos**, a piaci stabilitás fenntartásának szempontjait figyelembe vevő **kivezetésének** megindítása mellett döntött. Szeptembertől 50 milliárd forintról 40 milliárd forintra mérséklődik az MNB vásárlásainak heti célmennyisége, amelytől a jegybank a kínálat és egyéb piaci kondíciók függvényében rugalmasan eltérhet. A Monetáris Tanács legközelebb 2021 decemberében határozza meg a heti vásárlások következő negyedévre érvényes célmennyiségét. A megvásárolt állampapírok nagy volumenű értékesítése azonban nem várható a következő években.

Az MNB a vásárlások mérséklését a rövidebb lejáratú állampapírok körében kezdi meg, vagyis a rövidebb lejáratú állampapír-piaci hozamok rövid távon jobban emelkedhetnek a hosszabb hozamoknál. Ugyanakkor az állampapír-vásárlási program kivezetése közép távon befejeződhet, melynek hatása a hosszabb lejáratú hozamokban is megjelenik. Tehát **nemcsak az alapkamat-emelés növeli a hazai állampapír-piaci hozamokat, hanem a jegybanki vásárlások visszafogása, kivezetése is fokozatosan átgyűrűzik a hazai hozamgörbébe.**

A Hozamokra és árfolyamokra vonatkozó előrejelzések (a táblázatokban MKB előrejelzések néven szerepel) a „*strukturális makromodell*” eljárással készültek (az anyag végén található Jogi nyilatkozatnak megfelelően).

MKB előrejelzések	2021 év vége	2022 év vége	2023 év vége
EUR/HUF	352.0	353.0	355.0
EUR/USD	1.17	1.16	1.15
USD/HUF	300.9	304.3	308.7
3 hónapos bankközi kamat	2.20%	2.50%	2.50%
3 éves állampapír-piaci hozam	2.65%	3.87%	4.42%
5 éves állampapír-piaci hozam	3.09%	4.26%	4.76%
10 éves állampapír-piaci hozam	3.60%	4.63%	5.20%

MKB előrejelzések	2021 éves átlag	2022 éves átlag	2023 éves átlag
EUR/HUF	356.0	350.2	354.0
EUR/USD	1.19	1.17	1.15
USD/HUF	299.5	298.5	307.6
3 hónapos bankközi kamat	1.27%	2.48%	2.50%
3 éves állampapír-piaci hozam	1.81%	3.52%	4.17%
5 éves állampapír-piaci hozam	2.18%	3.94%	4.53%
10 éves állampapír-piaci hozam	2.92%	4.38%	4.94%

ELEMZÉS:

Vezető elemző

Kuti Ákos, CFA

+36-1-268-7940

kuti.akos@mkb.hu

Junior elemző

Erdélyi Dóra

+36-1-268-7328

erdelyi.dora@mkb.hu

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MKB Bank Nyrt. (tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001., a Budapesti Értéktőzsde tagja) készítette.
2. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azok valódiságáért, pontosságáért és teljességéért az MKB Bank Nyrt. felelősséget nem vállal. A megjelenő vélemények a kiadványt készítő szakemberek saját megítélését tükrözik, amelyek újabb információk megjelenése esetén külön értesítés nélkül megváltozhatnak.
3. Az árfolyamok múltbeli alakulásából nem lehetséges azok jövőbeni alakulására vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybe vételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők 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! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról!
4. A kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. Az MKB Bank Nyrt. kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért.
5. Az MKB Bank Nyrt. jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
6. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag az MKB Bank Nyrt. előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. Az MKB Bank Nyrt. valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.
7. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.mkb.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben.
8. Amennyiben a továbbiakban nem kíván hírlevelet kapni az MKB Banktól, megadott hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a helloelemzesikozpont@mkb.hu email címen, vagy 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 hírlevél küldés tiltását kéri.

Az alkalmazott értékelési eljárások

A technikai elemzés egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásából készített grafikon alapján vonhatók le következtetések az árfolyam jövőbeli irányát illetően. A technikai elemzés az instrumentum várható mozgásával kapcsolatos előrejelzéseket fogalmaz meg. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japángyertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

Az MKB Elemzési Központban a szakértők felépítettek egy előrejelzésre és szimulációra alkalmas strukturális makromodellt, amely segítségével még pontosabb előrejelzéseket tudnak készíteni a hazai gazdaság jövőbeli dinamikájával kapcsolatban. A modell legfőbb erénye, hogy statisztikai összefüggések felhasználása mellett egyedi információkat is képes felhasználni az előrejelzés során. Ezen egyedi tényezők nagy befolyásoló erővel bírnak a jövő szempontjából, de a múltban még nem számítottak releváns tényezőnek, így a szintiszta statisztikai modellek nem tudják kezelni őket.