

MKB előrejelzések	2021 év vége tény	2022 év vége előrejelzés	2023 év vége előrejelzés
EUR/HUF	369.2	361.0	365.0
EUR/USD	1.14	1.14	1.13
USD/HUF	324.7	316.7	323.0
3 hónapos bankközi kamat	4.21%	4.53%	4.23%
3 éves állampapír-piaci hozam	4.19%	4.84%	4.46%
5 éves állampapír-piaci hozam	4.35%	5.15%	4.80%
10 éves állampapír-piaci hozam	4.51%	5.54%	5.28%

MKB előrejelzések	2021 éves átlag tény	2022 éves átlag előrejelzés	2023 éves átlag előrejelzés
EUR/HUF	358.4	359.7	363.4
EUR/USD	1.18	1.13	1.13
USD/HUF	303.1	318.7	322.4
3 hónapos bankközi kamat	1.44%	4.64%	4.44%
3 éves állampapír-piaci hozam	2.03%	4.85%	4.63%
5 éves állampapír-piaci hozam	2.37%	5.14%	4.96%
10 éves állampapír-piaci hozam	3.06%	5.38%	5.40%

Alapfeltevések

2021 [harmadik](#) negyedévében számos növekedési kockázat merült fel, amely a negyedik negyedévben is éreztette hatását a járványhelyzetből és a nyitásból eredően mind globálisan, mind idehaza. Összességében jelenleg **a világban a kínálati oldali problémák a dominánsak, miközben a kereslet a nyitást követően gyorsan helyreállt.**

Súlyos ellátási és szállítási nehézségek (pl. konténerhiány) jelentkeztek globálisan, melyek egyes termékkategóriákban hiányt idéztek elő (pl. a legtöbbet emlegetett [chip](#)-hiány, [építőipari](#) alapanyagok hiánya). Az [ipari](#) és [építőipari](#) termelés visszafogása mellett (pl. hazai autógyárak kényszerültek leállni) az [árak](#) jelentős emelkedésében csapódtak le ezek a hatások. A kínálati korlátok az alapanyag- és nyersanyagok (pl. autóipar számára fontos alumínium- és acélhiány, mely a [magnézium](#)- és szilíciumhiányból fakad), ill. energiahordozók (pl. kőolaj, szén, földgáz, villamosenergia) tekintetében is megjelentek, fennakadásokat okozva a termelésben.

Az újabb járványhullám berobbanása és az új koronavírus-variáns (omikron) szintén negatív gazdasági kockázatokat rejt magában; idehaza elsősorban a bizonytalanság, a kieső munkavállalók és a külpiacaink esetében várható hatások miatt. A gazdaság várakozásunk szerint már alkalmazkodott a

járványhelyezethez, ellenállóvá vált, így már csak kismértékben érinthetik az esetleges korlátozások.

Nemzetközi folyamatok

Az USA-ban 5% felett jár az infláció (PCE-árindex [november](#): 5,7%), miközben a jegybanki cél az [átlagos](#) 2% elérése. **A Fed már nem tekinti átmenetinek az infláció megugrását.** 2021. decemberben tovább emelte az inflációs [előrejelzését](#): 2021-ben 5,3%-os (szeptember: 4,2%), 2022-ben 2,6%-os (szeptemberben: 2,2%), 2023-ban 2,3%-os (szeptemberben: 2,2%), míg 2024-ben 2,1%-os inflációt várnak. Az infláció a jegybank várakozásai szerint 2022 végére enyhülhet. Továbbá jelentősen javulnak a [foglalkoztatottsági](#) adatok is az USA-ban (a Fed második mandátuma a teljes foglalkoztatás elérése).

A jegybank 2021. [decemberi](#) előrejelzése szerint **2022-ben három kamatemelés várható** (év végére 0,75-1,00% között lehet az irányadó kamatszám a jelenlegi 0-0,25%-hoz képest), mely 2023-ban és 2024-ben is folytatódik. Powell a döntést követő [sajtótájékoztatón](#) kiemelte, hogy **kamatemelésre akkor kerülhet sor, ha már lezajlott a tapering**, vagyis az eszközvásárlások kivezetése. E jelzés és a makrogazdasági folyamatok miatt várakozásunk szerint az első kamatemelésre márciusban kerül sor (erre vonatkozó jelzés már a decemberi ülés [jegyzőkönyvében](#) is volt).

2021. novemberben kezdődött el **a Fed eszközvásárlásainak fokozatos visszafogása**: a korábbi havi 120 milliárd dolláros vásárlási keretösszeg 15 milliárddal csökkent novemberben. Decemberi [döntése](#) értelmében a Fed felgyorsította eszközvásárlásainak kivezetését: a vásárlási keretösszeg 30 milliárd dollárral csökken (20 milliárddal csökkentik az államkötvények havi vásárlását, a jelzáloglevelek vásárlását pedig 10 milliárd dolláros ütemben csökkentik). A bejelentés szerint az eszközvásárlási program **márciusban érhet véget**. A decemberi ülés [jegyzőkönyve](#) szerint több tag véleménye szerint is a kamatemelést követően el kell kezdeni a **jegybankmérleg csökkentését**, vagyis a megvásárolt eszközök eladását. A kamatemelés mellett ez a lépés is az amerikai hozamok várható emelkedésének irányába mutat.

Az eurózónában – az USA-hoz hasonlóan – **a 2%-os jegybanki cél fölött áll az infláció** ([december](#): 5,0%, év/év alapon). A jegybanki [előrejelzés](#) szerint az infláció idén már [lassulhat](#), de 2022 nagy részében ezzel együtt is 2% felett maradhat; az év végére mérséklődhet 2% alá. 2022-ben 3,2%-on, 2023-ban 1,8%-on alakulhat éves átlagban az infláció a jegybank [szerint](#).

Az infláció 2022-ben is a jegybanki cél felett maradhat, de ezt továbbra is **átmenetinek várja az ECB**, közép távon előrejelzésük szerint 2% alá

mérséklődhet. Christine Lagarde, az ECB elnöke [kiemelte](#), hogy **2022-ben nem tervez kamatot emelni a jegybank**. A későbbi években várható kamatemelést az **eurózóna heterogenitása** (észak-déli államok eltérő gazdasági fejlettsége) is késlelteti, illetve az is a kamatemelés ellen szól, hogy az **infláció** a jegybanki [előrejelzés](#) szerint 2023-2024-ben a 2%-os cél alatt marad.

Az ECB tavaly [decemberben](#) a pandémiás eszközvásárlási program (PEPP) fokozatos kivezetése mellett döntött, március végére lezárulnak a vásárlások. A PEPP újrabefektetési időtartamát ugyanakkor meghosszabbítják, a lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztéseket legalább 2024 végéig újra befektetni szándékozik az ECB.

A hagyományos eszközvásárlási programjának (APP) havi keretösszegét viszont megemelte az ECB a PEPP kivezetése utáni időszakban: havi 20 milliárd euróról 40 milliárdra a második negyedévben és 30 milliárdra a harmadik negyedévben, míg 2022. októbertől visszaáll 20 milliárd euróra. A program addig marad, míg a jegybank nem látja szükségesnek a kamatemelést. **Bár a PEPP megszűnik, azonban az APP-n keresztül továbbra is fennmarad a mennyiségi lazítás az eurózónában a következő években is.**

A Fed hamarabb kezdi el kamatemelési ciklusát, mint az ECB, ill. eszközvásárlási programját is teljesen kivezeti, ellentétben az ECB-val (ahol az APP még fennmarad). **Ez a dollár további erősödését hozhatja az euróval szemben az idei év első felében, elsősorban a Fed kamatemelésének tényleges megkezdésekor.** A későbbi emeléseket már korábban beárazhatja a piac az árfolyamban, így a további kamatemeléseknek a korábbi években tapasztaltak alapján már kisebb mértékben lesz dollárt erősítő hatása.

Az **év második felében** – a Fed kamatemelések ellenére – **a dollár gyengülése** mellett szól a járványhelyzet várható megszűnése, ezzel a globális kockázatvállalási kedv erősödése. Továbbá az év vége felé várható, ellátási gondok oldódásáról szóló pozitív hírek is a dollárgyengülés irányába mutatnak. Ezenkívül a novemberben esedékes USA időközi választás is turbulenciákhoz vezethet a dollár árfolyamában.

A **2023-ban** várhatóan tovább folytatódó Fed-kamatemelés és az ECB várható késlekedése a monetáris szigorításban további **kismértékű erősödést hozhat a dollár euróval szembeni árfolyamában.**

Hazai folyamatok

Infláció

Az infláció 2021. áprilisban átlépte az MNB toleranciasávjának felső, 4%-os határát, novemberben pedig már 7% fölé került (év/év alapon). 2022 elejétől ugyan enyhe lassulás várható a rátában a bázishatásokból eredően, de **tartósan 4% alá csak 2022 végén vagy 2023-ban térhet vissza a havonta publikált mutató**. Mindez összességében 2022-re 5,0%-os éves átlagos inflációt vetít előre, mely 2023-ban térhet vissza 4% alá éves átlagban (előrejelzésünk: 3,7%).

A megnövekedett árnyomás több forrásból táplálkozik: dráguló élelmiszerárak, megemelkedett globális energiaárak, alapanyaghiányok (pl. magnézium, szilícium), félvezetőhiányok (pl. globális chip-hiány), termelési és ellátási láncok akadozása, szállítási nehézségek (pl. konténerhiány) és árfelhajtó hatásuk. E tényezők többsége a kínálati oldal problémáit tükrözi. Ezzel szemben a keresleti oldal a járványt követően gyorsan helyreállt, ezzel együtt pedig létrejöttek a keresleti-kínálati oldalak közötti súrlódások, melyek magasan tartják az árnyomást.

Továbbá az elmúlt hónapokban jelentősen növekedtek az inflációs várakozások, mely tartósan is magas szinten tarthatja az árnyomást idehaza. A fokozott árnyomás mellett emelkedhet 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.

Az MNB várakozása szerint a tavaly novemberi csúcs után fokozatosan lassulhat az infláció, 2022 negyedik negyedévében térhet vissza a jegybanki toleranciasávba, majd 2023 első félévében éri el a 3%-os jegybanki célt.

Kamatpálya

Az MNB 2021 júniusában alapkamat-emelési ciklust indított az inflációs kockázatok mérséklése érdekében. Tavaly decemberi döntése értelmében az alapkamat 2,4%-ra emelkedett. A havi ütemű kamatemelés a jelzések alapján folytatódik 2022-ben is. A jegybank hosszú, kiszámítható kamatemelési ciklust tart fenn. **Várakozásunk szerint a havi 30 bázispontos alapkamat-emelések az év első felében folytatódhatnak, június végére 4,2%-ra kerülhet a hazai alapkamat.**

2021 novembere óta az egyhetes betéti tender kamatát az MNB az alapkamat fölött alakítja, melyet a jegybank továbbra is a heti tenderek keretében határoz meg minden csütörtökön. Az egyhetes betéti rátában bekövetkező lépések pedig tartósan beépülnek az MNB alapkamat-emelési

ciklusába. Matolcsy György jegybankelnök [kijelentése](#) szerint 2022 első felében az alapkamat felzárkózik és ismét összeér az egyhetes betéti ráta szintjével.

Várakozásunk szerint március végéig több lépésben 4,8%-ig emeli a jegybank az egyhetes betéti tender kamatát, melyet április végéig szinten tarthat. Az alapkamat havi szintű folyamatos emelése mellett a két kamatláb összevezetése céljából az egyhetes betéti rátát ezt követően kismértékben csökkenti az MNB. A két kamat várakozásunk szerint június végén 4,2%-on ér össze. Ezt követően az év második felében változatlan szinten maradnak a kamatkondíciók, fenntartva idehaza a szigorúbb monetáris politikát.

A jövő év első felében az infláció visszatérhet 4% alá, így a jegybank számára lehetőség nyílik a kamatpálya átgondolására és esetleges változtatására. **Várakozásunk szerint 2023 harmadik és negyedik negyedében az MNB kismértékű, 15 bázispontos kamatcsökkentést hajt végre, mely negyedéves alapon 2024-ben is folytatódik.**

Egyéb jegybanki eszközök

Az idei évi kamatemelések mellett a monetáris szigorítás érdekében egyéb jegybanki eszközökben is változások [történtek](#). **Lezárásra került a Növekedési Kötvényprogram (NKP) és az állampapír-vásárlási program is.**

A jegybank a tulajdonában lévő állampapírokat lejáratig tartja. Tehát a megvásárolt állampapírok nagy volumenű értékesítése nem várható a következő években. **Összességében nemcsak a jegybank kamatemelési ciklusa, hanem az állampapír-vásárlási program lezárása is az állampapír-piaci hozamok további emelkedését hozhatja a következő negyedévekben, bár az elmúlt fél évben látottnál már kisebb dinamika mellett. Azonban a 2023 második felében várható monetáris irányváltás (óvatos kamatcsökkentés) az állampapír-piaci hozamok mérséklődése felé mutat.**

EUR/HUF-árfolyam

Az idei évben – évközbeni kisebb kilengések mellett – a forint erősödésére számítunk az euróval szemben. E várakozásunkat az MNB további kamatemelései, a szigorúbb monetáris politika fenntartása és az év második felétől várt fiskális szigor táplálják (pl. a 2022-es költségvetési hiánycélt 5,9%-ról 4,9%-ra [módosították](#)). Az áprilisi választásokat megelőzően ugyan elképzelhetők piaci turbulenciák, azonban a választásokat követő megnyugvás és az alapkamat magas inflációs kilátások miatti emelése miatt

további forinterősödés várható. 2022 utolsó negyedévében azonban már látszódnak a jelei az MNB 2023-as fordulatának (pl. infláció lassulása a 4%-os szint felé), így az év végén kismértékű forintgyengülésre számítunk. Ezzel együtt is a 2021. év végi szinthez képest jelentősen erősebb forint várható 2022 végén. **2023 második felében az MNB várhatóan elkezdí óvatos kamatcsökkentését, mely miatt a forint gyengülésére számítunk az euróval szemben.**

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

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

- Jelen kiadványt az MKB Bank Nyrt. (tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001., a Budapesti Értéktőzsde tagja) készítette.
- 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.
- 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, hirdetőanyagokat, 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!
- 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 károkról.
- Az MKB Bank Nyrt. jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
- 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.
- A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.mkb.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetőanyagban.
- 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 árfolyammozgásaiból készített grafikon alapján vonható 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 szintista statisztikai modellek nem tudják kezelni őket.