

# NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ






2022. április



MAGYAR  
BANKHOLDING

Tartalom

	<b>I. ÖSSZEFOGLALÓ</b> .....	2
	<b>II. RÉSZLETES MAKROGAZDASÁGI ÁTTEKINTÉS MAGYARORSZÁGRÓL</b> .....	6
	Gazdasági növekedés .....	6
	Régiós körkép .....	12
	Hazai infláció .....	14
	Monetáris politika, jegybanki alapkamat .....	17
	Foglalkoztatás, munkanélküliség és béralakulás .....	20
	Költségvetési folyamatok.....	24
	Külső egyensúlyi helyzet .....	26
	Beruházások .....	33
	Kiskereskedelem .....	37
	Autópiac .....	39
	Ingtatlanpiac .....	40
	Konjunktúra-kilátások.....	44
	<b>III. GLOBÁLIS GAZDASÁGI FOLYAMATOK</b> .....	46
	Az USA gazdasági folyamatai .....	48
	Monetáris politikai fejlemények .....	50
	Eurózóna gazdasági folyamatai .....	51
	Monetáris politikai fejlemények .....	53
	Regionális gazdasági folyamatok .....	54
	<b>IV. GLOBÁLIS ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP</b> .58	
	Nemzetközi devizapiacok és a forint .....	58
	Nemzetközi és magyar állampapírpiac, hozamszintek .....	61
	A kiadvány készítői .....	64

**LEZÁRVA: 2022. április 26-án 18:00 órakor. Az előrejelzéshez használt adatokat 2022. április 26-ig vettük figyelembe.**

## I. ÖSSZEFOGLALÓ

**Az orosz-ukrán háború negatív hatásai miatt az idei évi növekedési előrejelzésünket 6%-ról 5,9%-ra, a 2023-ra vonatkozót pedig 4,7%-ról 4,2%-ra csökkentettük.** Fontos látni, hogy a tavaly év végi lendületes növekedés áthúzódó hatásai, valamint az idei robusztus évkezdet miatt ennél jóval magasabb, **7%-hoz közelítő növekedési ütem is elérhető lett volna.**

**A tavaly év végi, várokozásokon felüli gazdasági élénkülés áthúzódó hatásai, valamint az idei első két hónap adatai önmagában a növekedési kilátások javítását indokolták volna** (az ágazati adatokat figyelembe véve a gazdasági növekedés elérte a 8-9 százalékot). Az **ukrajnai háború** kitörése számos, **döntően közvetett hatáson keresztül rontja a hazai növekedési kilátásokat.** A közvetett hatások leginkább az ellátási láncok zavarain, és ezzel szoros összefüggésben a külföldről begyűrűző árnyomáson keresztül érvényesülhetnek. Ráadásul jelentős bizonytalanságot okoz, hogy a háború időtartama, végkimenetele, a szankciók további fokozása, vagy kedvező esetben enyhítése még nem ismert. Ezek hatása **a termelési láncokra, energia-, nyersanyag-, és élelmiszerellátásra kiszámíthatatlan, ami az árupiacokon szélsőséges áringadozásokat, volatilitást okoz.** Ilyen körülmények között nem csupán a növekedési, hanem az inflációs, államháztartási, külkereskedelmi előrejelzések is fokozott nehézségekbe ütköznek. Ugyanakkor az orosz-ukrán háborús konfliktus kitörése óta **egyelőre nem érkeztek információk a növekedést érintő komolyabb törésről,** ezért még csak a **növekedést érintő kockázatokról beszélhetünk.**

A kilátásokat javíthatná, hogy idén az első két hónapban az ipar, a kiskereskedelem és az építőipar is jelentős élénkülést mutatott a tavaly év végi dinamikához képest. Emellett az idei 10%-ot bőven meghaladó bérnövekedés és a lakossági transzferek bőven felülmúlják a vártnál lényegesen magasabb inflációt (éves átlagban akár 8,2%). Utóbbi pedig az árkorlátozások fékeznek, így a reáljövedelmek idén is dinamikus emelkedhetnek, hozzájárulva a fogyasztás bővüléséhez. **Mindezek alapján nem érezzük indokoltnak az idei növekedési kilátások radikális rontását, azonban az előzőekben felvázolt kedvezőbb növekedési esély elveszhet.**

**Továbbra is kiemelkedő, de korábbi előrejelzésünkénél visszafogottabb GDP-növekedés várható a következő években itthon: az idei 5,9%-os GDP-bővülést 2023-ben 4,2%-os növekedés követheti.**

### **Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:**

#### **Munkaerőpiac és fogyasztás**

**2022-ben jelentősen emelkedhet a bérdinamika** (várakozásunk: 14,9%-os bruttó átlagbérnövekedés), mivel közel 20%-kal nő a minimálbér és garantált bérminimum. Emellett **2021-ben ismét feszessé vált a munkaerőpiac** és megjelent a munkaerőhiány, amely 2022-ben fokozódhat; így a nem minimálbért keresők esetében is magasabb bérdinamikára számíthatunk.

A feszes munkaerőpiaci kondíciók 2023-ban is fennmaradhatnak, a nemzetgazdasági szintű bérek 8,5%-kal emelkedhetnek.

**Várakozásunk szerint 2022-ben 0,8%-kal bővülhet a foglalkoztatottak aránya az előző évhez képest**, melyhez mind a privát, mind a kormányzati szektor növekedése hozzájárul. A várható kedvező tendenciát a továbbra is intenzív gazdasági teljesítmény támogatja. **2023-tól a dinamika csillapodását várjuk (0,4%-os foglalkoztatásbővülés), ahogy megközelítjük a teljes foglalkoztatottságot.** A foglalkoztatottak számának emelkedésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta is folyamatos mérséklődést mutathat a következő években (2022: 3,3% és 2023: 3,2%).

**A kedvező munkaerőpiaci kondíciók mellett a kormányzati támogatások** (pl. családokat érintő SZJA-visszatérítés) **megteremtik a dinamikus fogyasztásbővülés alapjait** (várakozásunk szerint 2022-ben 6,9%-kal, 2023-ban 4,5%-kal nőhet a háztartások fogyasztása).

### **Beruházások**

**A beruházások nemzetgazdasági szinten 2022-ben az előző évnél visszafogottabb, de összességében továbbra is dinamikus ütemben folytatódhatnak: a 2021-es 3,8%-os növekedést követően 4,3%-os bővülést mutathatnak.** A várt – 2021-hez és korábbi előrejelzésünkhöz képesti – visszafogottabb növekedés oka a vállalati beruházások esetében az év második felétől várt megtorpanás és a kormányzati beruházásoknál az EU-s források körüli bizonytalanság.

**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 nagy volumenű közvetlen támogatásával, a jegybank és az állami bankok révén alacsony kamatozású hitelekkel és garanciaprogramokkal sikeresen ellensúlyozta, ennek hatásai a tavalyi évtől már határozottan jelentkeztek. **Az emelkedő kamatok, a geopolitikai feszültségek** miatt növekvő bizonytalanság és **kockázatok**, valamint az elszálló **energiaárak és beruházási költségek elbizonytalaníthatják a vállalatokat a beruházásoktól.** 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 a rekordszintű működő tőke beáramlás is támogatja. A **lakossági beruházásokat** az 5%-os kedvezményes újlakás áfa visszavezetése mellett számos családtámogatási és a bürokráciát és egyéb költségeket csökkentő programok, valamint a lakásfelújítási **támogatások is élénkítik.** Élénkülhetnek az **állami infrastrukturális**

– döntően vasúti – beruházások, valamint az uniós források által támogatott beruházások területén az uniós helyreállítási alap (Next Generation EU) pedig **soha nem látott többletforrást biztosít**. Ennek csúszását a költségvetés megelőlegezi.

### **Nettó export**

**Az orosz-ukrán háború érdemben felülírta a külkereskedelmi kilátásokat.** Az energiahordozók és más nyersanyagok árainak drasztikus emelkedése meredeken rontja a cserearányokat, amit csak kismértékben ellensúlyoz a gabonaárak megugrása. A beszállítói láncok megszakadása miatt fennakadások lehetnek az ipari termelésben és az exportban. Összességében tehát jelentősen rontja a külkereskedelmi egyenleget. 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 élénkülésével a külkereskedelem többletének csökkenésére számítunk az idei év első felében** is, azonban az ellátási problémák, a chiphiány fokozatos enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése miatt **a második félévben már ismét javulhat a külkereskedelmi egyenleg.**

### **Államháztartás**

A kormány az idei hiánycélt a GDP 5,9%-ról **4,9%-ra mérsékelte**. Az idei 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 felülteljesültek. Ennek bázisán **az idén is várható az adóbevételek túlteljesülése**, amit az is alátámaszt, hogy az első két hónapban **időarányosan jobban állnak a bevételek**, mint tavaly. Ezenkívül a költségvetési **automatikus stabilizátorok** is támogatják a költségvetés helyreállítását. A gazdaság helyreállításával a következő években fokozatosan újra a 3%-os kritérium alá süllyedhet az államháztartás hiánya. **Az év hátralevő részében a többlet adóbevételeknek köszönhetően tartható lehet az előirányzott hiány**, azonban a megugró piaci gáz-, és energiaárak miatt a lakossági energiaárak támogatása jelentős kockázatot jelent. **Ugyanakkor részben a várható többlet adóbevételek, részben költségvetési átcsoportosítások, részben pedig a hiánycél túllövése fedezheti a megemelkedett kiadásokat.**

### **Infláció**

Az orosz-ukrán háború érdemben felülírja az inflációs – és gazdasági – kilátásokat, amelyeknek a hatása még nem megbecsülhető. A háború kitörése óta a gáz-, áram-, és olajárak elszálltak, amelyek már azelőtt is komoly nehézséget okoztak a gazdasági élet szereplőinek; attól függetlenül, hogy a lakosság és a mikro-, kisvállalkozások igénybe vehetik az egyetemes szolgáltatási árakat, amelyek nem változtak. Emellett komoly hatása van az

élelmiszerárak emelkedésének, amely szintén az alapanyaghiányokra vezethető vissza. **A következő hónapokban az átárzások miatt tovább emelkedhet az infláció, ami az árkorlátozó intézkedések nélkül bőven meghaladná a 10%-ot.** A vártnál jóval szélesebb körű, és meredekebb áremelkedések hatására **az idei inflációs várakozásunkat 8,2%-ra emeljük, de az infláció ennél sokkal magasabb is lehet, amit a globális alapanyag-, nyersanyag-, alkatrészhiány, a nemzetközi szállítási árak elszállása és a globális energiaválság okoz.** Az inflációra emellett a jelentős béremelések, a bérköltségek érdemi növekedése, a lakosság többletjövedelmei miatt várható keresletélénkülés is kockázatot jelent. Az árkorlátozások fenntartása jelentős ársokkot előzhet meg.

<b>MAGYAR MAKROGAZDASÁGI ALAPPÁLYABELI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA</b>							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	TÉNY**					ELŐREJELZÉS	
Reál GDP éves változás, %	4,3	5,4	4,6	-4,5	7,1	5,9	4,2
Háztartási fogyasztás, %	4,4	4,2	4,5	-1,8	4,4	6,9	4,5
Kormányzati fogyasztás, %	3,7	4,5	6,2	5,4	4,8	3,4	2,0
Állóeszköz-felhalmozás, %	19,7	16,3	12,8	-6,9	6,0	3,8	4,3
Export, %	6,5	5,0	5,4	-5,9	10,1	5,7	5,8
Import, %	8,4	7,0	8,2	-3,5	8,2	5,6	5,4
Ipari termelés, %	4,6	3,5	5,6	-6,0	9,6	5,0	5,0
Építőipari termelés, %	29,7	21,3	20,4	-9,7	13,3	15,0	4,5
Kiskereskedelmi forgalom, %	5,6	6,7	6,2	-0,2	3,3	9,0	5,0
Külkereskedelmi egyenleg, millió €	8.078	5.520	4.334	5.618	1.897	-1.668	1.000
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	2,4	2,8	3,4	3,3	5,1	8,2	4,2
Maginfláció éves átlag, %	1,9	2,0	3,1	3,7	3,9	8,9	4,1
Munkanélküliségi ráta, %	4,0	3,6	3,3	4,1	4,1	3,3	3,2
Nemzetgazd. foglalkoztatottság, %	1,5	1,3	0,8	-0,9	0,9	0,8	0,4
Nemzetgazd. bruttó átlagkereset, %	12,9	11,3	11,4	9,7	8,5	14,9	7,6
Nettó reálbér, %	10,3	8,3	7,8	6,2	3,3	8,2	4,3
Háztart. nettó pü. vagyon, billió HUF	40,8	45,5	50,6	56,4	62,4	64,8	69,4
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-2,4	-2,1	-2,1	-7,8	-6,8	-5,5	-3,9
Bruttó államadósság, GDP %-a	72,1	69,1	65,5	79,6	76,8	73,9	71,4
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	2,0	0,2	-0,7	-1,1	-3,1	-3,3	-1,7
Külső finansz. képesség*, GDP %-a	2,8	2,4	1,2	0,9	-0,6	-1,1	0,3
Bruttó külső adósság*, GDP %-a	83,4	79,5	72,7	81,9	82,3	75,9	67,7
Nettó külső adósság*, GDP %-a	13,1	9,3	7,1	10,3	14,9	14,3	12,9
<b>GLOBÁLIS ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA</b>							
EUR/USD év végi	1,2005	1,1469	1,1211	1,2215	1,1382	1,08	1,09
EUR/HUF év végi	310,68	321,15	330,52	365,10	365,70	372,00	366,00
EUR/HUF éves átlag	309,24	318,78	325,36	359,00	357,75	371,50	369,50

USD/HUF év végi	259,46	279,94	294,74	296,94	321,34	344,40	335,80
USD/HUF éves átlag	274,26	270,35	290,69	307,84	300,91	340,50	339,50
MNB alapkamat év végi	0,90%	0,90%	0,90%	0,60%	2,40%	7,00%	6,25%
EKB alapkamat év végi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,50%	0,75%
FED alapkamat év végi	1,50%	2,50%	1,75%	0,25%	0- 0,25%	2,25- 2,50%	2,75- 3,00%
3-hónapos BUBOR év végi	0,03%	0,13%	0,16%	0,75%	4,21%	6,90%	6,35%
3-hónapos EURIBOR év végi	-0,33%	-0,31%	-0,38%	-0,55%	-0,57%	0,10%	0,35%
3-hónapos USD LIBOR év végi	1,69%	2,81%	1,91%	0,24%	0,21%	2,20%	2,55%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	1,20%	2,48%	1,17%	1,42%	4,35%	6,45%	6,05%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,20%	2,99%	2,01%	2,17%	4,51%	6,25%	6,15%
5-éves magyar CDS-felár év végi	87bp	89bp	71bp	60bp	45bp	75bp	49bp

## II. RÉSZLETES MAKROGAZDASÁGI ÁTTEKINTÉS MAGYARORSZÁGRÓL

### Gazdasági növekedés

**7,1%-kal nőtt a hazai GDP** 2021. negyedik negyedévében az egy évvel azelőttihez, míg szezonálisan és munkanappal kiigazítva **2%-kal bővült az azt megelőző negyedévhez képest**, ami a tavalyi évben összességében **7,1%-os bővülést eredményezett. A járvány előtti szintet a GDP 3,9 százalékponttal haladta meg a negyedik negyedévben.** A növekedést továbbra is visszafogta a chip- és más alkatrészek hiánya miatt **akadozó járműgyártás**, enélkül a növekedés akár egy százalékponttal magasabb is lehetett volna. Amennyiben stabilizálódna a beszállítói láncok, az ipari termelés élesen felpattanhatna a meglévő robusztus rendelésállománynak köszönhetően. Ezzel szemben a növekedést érdemben gyorsította egyes szolgáltatási ágazatok **folytatódó kilábalása**, az egy évvel korábban szigorodó járványügyi korlátozások által okozott **alacsony bázis**, egyes lakossági transzferek (nyugdíjprémium) megjelenése a **fogyasztásban**, valamint az **építőipar robusztus év végi lendülete**.

A vártnál számottevően kedvezőbb negyedik negyedéves GDP adatok **áthúzó hatása** miatt az ideai növekedés **bőven meghaladhatná** korábbi várakozásunkat, azonban az ukrajnai háború **közvetlen és közvetett negatív hatásai** miatt a **GDP-re vonatkozó 2022. évi növekedési prognózisunkat 5,6%-ra csökkentettük** a korábbi 6%-os várakozásunkról, a **jövő évi növekedési előrejelzésünket pedig 4,3%-ra a korábbi 4,7%-ról**.

**Az ipari termelés** a járműgyártást és részben a számítógép, elektronikai termék gyártását sújtó **chip- és alkatrészhiany** miatt a negyedik negyedévben 1,6%-kal bővült az előző negyedévhez képest, mivel a többi ágazat kedvező teljesítménye **ellensúlyozni** tudta az előbbieket negatív hatásait. Éves alapon a harmadik negyedévi 2,7%-os növekedés után 1,7%-kal bővült. Az építőipar negyedéves alapon kiemelkedő mértékben, 5,5%-kal bővült, míg éves összehasonlításban 15,8%-ról 18,8%-ra gyorsult a növekedés. A **szolgáltatások** szintén érdemben javultak, mivel egyes szolgáltatói ágazatokban folytatódott a korlátozások feloldását

követő helyreállítás, amit fokozhatott, hogy egyes szomszédos országokban bevezetett járványügyi korlátozások miatt a kereslet (év végi karácsonyi vásárok, kiskereskedelem) a hazai gazdaságban jelentkezett. A kedvező teljesítményt szintén támogathatták a lakossági transzferek. A **kiskereskedelmi forgalom** 1,3%-kal bővült a harmadik negyedévhez képest, míg az éves alapú növekedés 4,3%-ról 5,3%-ra gyorsult. A negyedik negyedévben 66,3%-kal nőtt a **vendéglátás árbevétele**, valamint 187%-kal a **vendégéjszakák száma** az egy évvel korábbihoz képest, jelentősen gyorsulva a harmadik negyedévi 23,5%-os, illetve 20,1%-os növekedés után. A negyedik negyedévben 1089%-kal nőtt a **légi utasforgalom** az egy évvel ezelőttihez, jelentősen gyorsulva az előző negyedévben mért 139%-os növekedést követően.

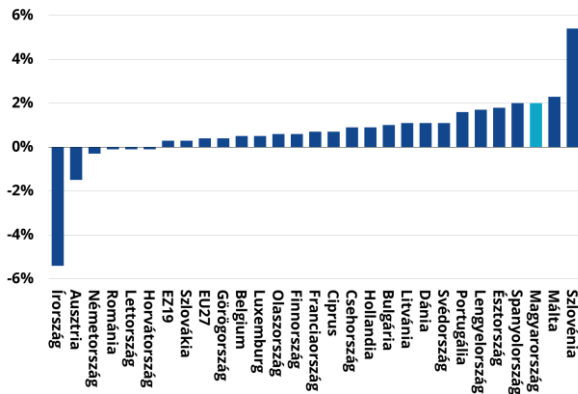
Az iparban a következő hónapokban a **chiphány, valamint az ukrajnai beszállítások akadozása miatt autógyárak kapacitásaitól elmaradó termelése** továbbra is fékezhetik a növekedést, azonban a **jelentős rendelésállomány**, valamint az **új kapacitások** üzembe helyezése ezt ellensúlyozhatja. Egyes előrejelzések szerint **az év során fokozatosan enyhülhet a félvezetőhiány**. Az **építőiparban** a lakásfelújítások, lakásépítések, állami, valamint uniós forrásokból finanszírozott beruházások, és az ipari, raktárfejlesztési és irodaépítési boom ad lendületet, azonban az építőanyagárak elszállása, egyes építőanyagok hiánya, szállítási nehézségek az építőiparban is okoznak fennakadásokat.

Középtávon az emelkedő kamatterhek, valamint egyes állami beruházások elhalasztása fékezheti az építőipart. A járvány miatti korlátozások által érintett szektorok, **a turizmus, vendéglátás és szabadidős tevékenységek** területén folytatódhat a helyreállítás, ami még a következő évekre is áthúzódik (a tavalyi első és részben második negyedéves korlátozások miatt egyes ágazatokban még mély lesz a bázis az idei év első negyedévi növekedéshez). Ezt a járványügyi korlátozások szinte teljes feloldása is támogatja, azonban az ukrajnai konfliktus okán meredeken emelkedő infláció ronthatja a külföldi vendégkör vásárlóerejét. A szomszéd országban folyó háború elriaszthat egyes vendégeket, valamint közvetlenül hiányozhat az orosz és ukrán vendégkör. A kilábalás, **a GDP helyreállása továbbra sem egyenletes**, egyes ágazatok (élen az infokommunikációval) már jóval meghaladják a járvány előtti szintet, az idegenforgalomhoz, rendezvényszervezéshez kapcsolódó szolgáltatások ugyanakkor még elmaradnak. Ezért a következő negyedévekben még viszonylag erős növekedésre számítnak, amit a munkaerőpiac helyreállása és az erőteljes bérdinamika is támogat. **Idén a szja visszatérítés, a 20% közeli minimálbér és bérminimum emelés, a honvédelmi és rendvédelmi hivatásos állomány számára kifizetett hathavi illetmény, a további ágazati béremelések, a 13. havi nyugdíj, valamint a 25 év alattiak szja mentessége adhat további lökést a gazdaságnak.**



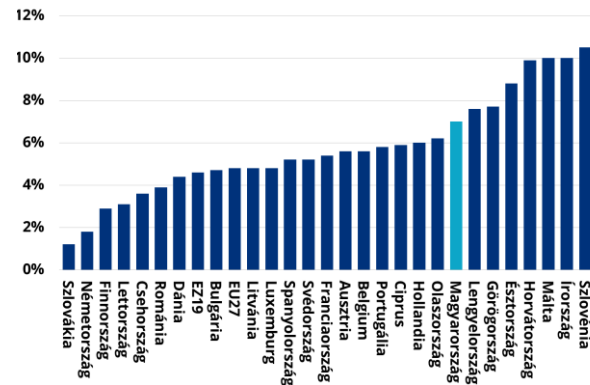


**1. ábra:** Az EU tagállamainak negyedéves növekedése (negyedéves növ. ütem %-ban)



Forrás: Eurostat

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



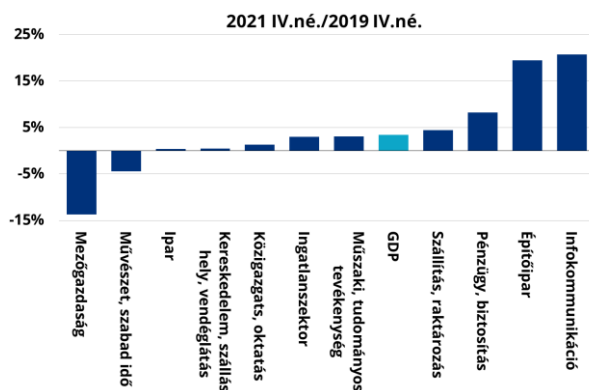
Forrás: Eurostat

A világgazdaság kilábalási folyamatát valamelyest **lefékezte** a járvány **negyedik**, egyes országokban pedig **ötödik hulláma**, valamint a továbbra is **akut alkatrész- és félvezetőhiány** a negyedik negyedévben. A globális szinten, különösen az európai országokban megjelenő **energiaválság** pedig további nehézségeket okozott, amelynek még nem láthatóak előre a következményei. A koronavírus delta-variánsa által okozott negyedik hullám a magas átoltottság miatt már jóval kevesebb súlyos, illetve halálos kimenetelű esettel járt, ami a korábbiakhoz képest enyhébb korlátozásokat tett szükségessé. Az omikron-variáns korábbiaknál messze gyorsabb terjedése egyes országokban ismételt szigorúbb korlátozásokhoz, illetve lezárásokhoz vezetett a tavalyi év vége felé, annak ellenére, hogy a súlyos és halálos kimenetelek száma a korábbiak töredékére esett vissza.

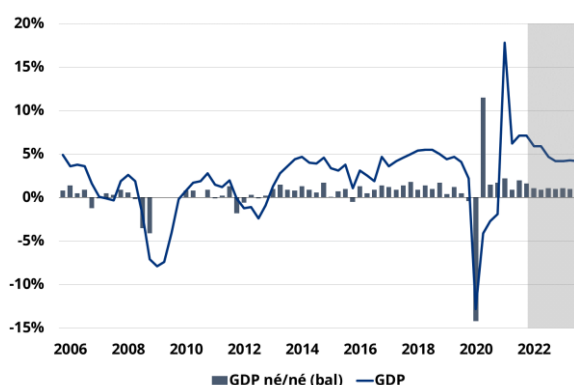
A járvány mérséklődésével ugyanakkor **szinte minden korlátozást feloldottak** az idei év elején, az ipar pedig az **ellátási problémák enyhülésének** jeleit mutatta. Az orosz-ukrán konfliktus kirobbanása azonban **jelentősen rontja a kilátásokat**, egyrészt a meredeken megugró energia-, nyersanyag-, és élelmiszerárak miatt, ami **érdemben ronthatja az európai háztartások vásárlóerejét**, egyes ipari vállalkozások pedig leállásra kényszerülhetnek. Ezt fokozhatja az ukrajnai háború, valamint az Oroszország elleni szankciók miatt **megszakadó beszállítói láncok** is.

**A negyedik negyedévben az európai nemzetgazdaságok többsége már elérte a járvány kitörése előtti teljesítményét.** Többnyire azon országoknak sikerült, ahol elhanyagolható a turizmus súlya. A turizmus meghatározó szerepe miatt a **dél-európai országok még elmaradást** mutatnak, azonban a félvezető és más alkatrészek, alapanyagok hiányától szenvedő ipar miatt **a német, a cseh és a szlovák gazdaság is lemaradásban van.** Ezért igen komoly sikernek nevezhető, hogy a hazai gazdaság összességében már több mint fél százalékkal haladta meg a járvány előtt elért kibocsátást, mivel itthon magasabb a nemzetközi turizmustól és a járműgyártástól függő ágazatok súlya.



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


Forrás: KSH, Takarékbank számítás

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


Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (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 kapacitások-korlátok** törték meg, noha a kilátások továbbra is kedvezőek lennének a **kifejezetten magas rendelésállománynak** köszönhetően. A kiskereskedelem helyreállása folytatódott, amit néhány országban az egyes cikkek érintő **áruhiány**, valamint korábbi **ösztönző intézkedések kifutása** árnyékolt be. A nemzetközi turizmus, az erre épülő szolgáltatások, rendezvények felépülése részlegesen folytatódott, mivel az egyes országok **eltérő feltételeket** szabnak meg a beutazáshoz. A **transzkontinentális utazások** helyreállításához több időre lesz szükség, azonban a transzatlanti utazások már élénkülhetnek. Ennek megfelelően az egyes országok kilábalását nagymértékben határozza meg a **gazdasági szerkezet**, így a kilábalás/helyreállítás mértéke is különböző maradhat. A turizmustól erőteljesen függő **dél-európai országok jelentős hátrányból** indultak.

A járványügyi korlátozások szinte teljes feloldása javítaná 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 mindazonáltal profitáltak az elmaradt nyaralásokból származó megtakarítások belső felhasználásából, amit az északi államok jóval kisebb tavalyi visszaesése és gyorsabb helyreállása tükröztek. 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. **Tavaly** a hazai

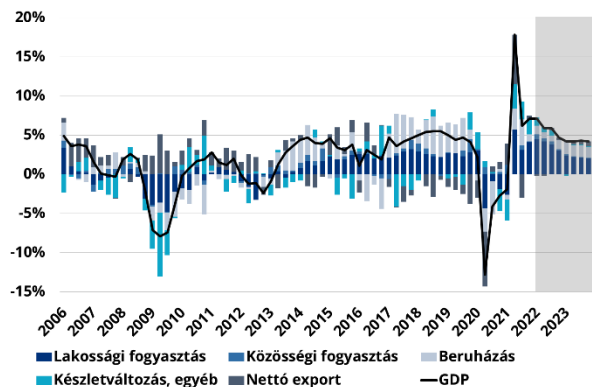
gazdaság teljesítménye továbbra is **közel két százalékponttal haladta** meg az uniós átlagot. A következő években a hazai gazdaság növekedése stabilan meghaladhatja az EU összesített növekedési ütemét, így **tartós maradhat a hazai gazdaság felzárkózása**. A következő években a fogyasztás további növekedése, a beruházások felfutása és újabb jelentős autóiipari 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**.

A tavalyi negyedik negyedévben **az ipar, valamint a feldolgozóipar hozzáadott értéke 2,1, ill. 1,8%-kal nőtt** az egy évvel ezelőtti sinthez képest, **kissé lassulva a második negyedévben elért 2,6, illetve 2,7%-os növekedés után**. A feldolgozóipari ágazatok közül legnagyobb mértékben az élelmiszeripar és a fémfeldolgozási termék gyártásának növekedése járult hozzá a bővüléséhez. **Az ipari termelés összesen 0,4 százalékponttal javította a gazdasági teljesítményt. Az építőipar teljesítménye 21,1%-kal emelkedett**, 1,2 százalékponttal növelve a GDP-t, az ágazat 19,4%-kal haladta meg a járvány előtti szintet. A **mezőgazdasági teljesítmény 6,1%-kal csökkent** a negyedik negyedévben, így mérsékelten, 0,2 százalékponttal csökkentette a GDP-t.

A **szolgáltatói ágazatok hozzáadott értéke 8,1%-kal nőtt**, így **4,6 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás teljesítménye 8,1%-kal nőtt**, ezen belül az előbbiek teljesítménye 4,3%-kal, az **utóbbiaké 68,8%-kal pattant fel** a tavalyi alacsony bázishoz képest. A **szállítás, raktározás** ágazat teljesítménye **20,5%-kal emelkedett**, az **információ, kommunikáció** ágazat teljesítménye **14,1%-kal nőtt**. A **pénzügyi, biztosítási tevékenység** hozzáadott értéke **6,6%-kal nőtt**. Az **ingatlanügyletek teljesítménye 5,3%-kal javult**. A közigazgatás, oktatás, egészségügy teljesítménye 2,3%-kal emelkedett, ezen belül a közigazgatás, védelem, társadalombiztosítás 0,3%-kal, az oktatás 0,3%-kal, az egészségügyi, szociális ellátás 7,8%-kal nőtt. **A szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív tevékenység teljesítménye 9,4%-kal**, a **művészet, szórakoztatás hozzáadott értéke pedig 13,7%-kal bővült**. A gazdaság felpattanását tükrözve a termékadó- és támogatások egyenlege 1,1 százalékponttal javította a növekedést. A szolgáltatói ágazatok összességében 3,7%-kal haladják meg a járvány előtti, 2019. negyedik negyedévi szintet. Ezen belül a kereskedelem, járműjavítás, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás 0,5%-kal, a szállítás, raktározás 4,5%-kal, a szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív szolgáltatások 3,1%-kal értek el magasabb teljesítményt, míg a művészet, szórakoztatás, szabadidős szolgáltatások még 4,5%-kal maradnak el. Az infokommunikáció

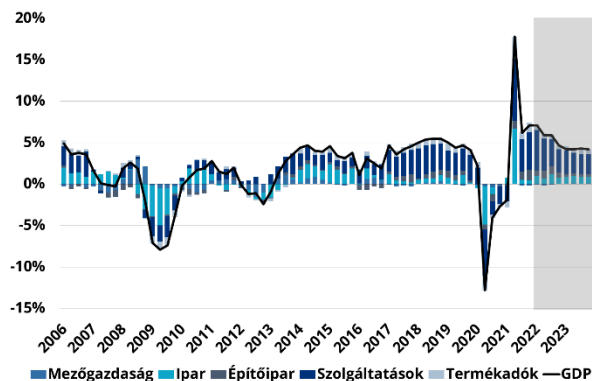
20,7%-kal, a pénzügy, biztosítási szektor 8,3%-kal, az ingatlanpiaci szolgáltatások 3%-kal az állami szolgáltatások 1,3%-kal múlják felül a járvány előtti szintet.

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



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

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



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

A GDP felhasználási oldalán a **lakosság** fogyasztási kiadása 7,7%-kal, tényleges (pénzbeni és nem-pénzbeni transzfereket is tartalmazó) **fogyasztása 7,1%-kal emelkedett**, így a fogyasztás összesen 4,1 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A háztartások Magyarország területén realizálódó (hazai) fogyasztási kiadása 8,5%-kal lett nagyobb az egy évvel korábbinál. Ezen belül a tartós termékekre fordított hazai fogyasztási kiadások volumene 8,4%-kal, a féltartós termékeké 11%-kal, a nem tartós cikkeké 3,1%-kal, míg a szolgáltatásoké 13,6%-kal emelkedett. A háztartások fogyasztása **a korlátozások szinte teljes feloldása miatt a következő negyedévekben tovább emelkedhet**, amihez a foglalkoztatás teljes helyreállása, az egyes szektorokban megfigyelt, továbbra is dinamikus bérnövekedés, a minimálbér és a bérminimum jelentős emelése, a lakossági transzferek, valamint a járvány alatti korlátozások során felhalmozott kényszeremegtakarítások felhasználása is támogat.

A lakosság pénzügyi vagyonának érdemi növekedésével együtt ugyanakkor még **jelentős tartalékok** állnak rendelkezésre a fogyasztás növekedésének fenntartásához, valamint megjelenhet az elhalasztott fogyasztás is. Továbbra is óvatos maradt költségezésében a lakosság, hiszen 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 5,8%-kal emelkedett**, 0,7 százalékponttal javítva a GDP növekedését.

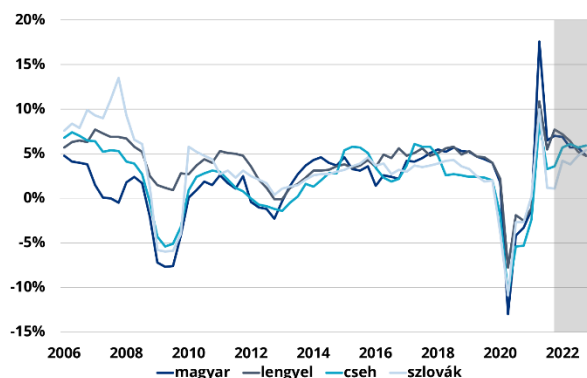
A **bruttó állóeszköz-felhalmozás** 2021. negyedik negyedévében **3,3%-kal nőtt** az előző év azonos időszakához képest. Az építési beruházások volumene nőtt, ugyanakkor a gép- és berendezés-beruházások volumene csökkent. A beruházásokon belül a feldolgozóiparban és

a szállítás, raktározás területén jelentősen nőtt, azonban az ingatlanügyletek esetén számottevően visszaesett a fejlesztések volumene. A beruházások a negyedik negyedévben 0,9 százalékponttal járultak hozzá a GDP növekedéséhez. **A készletek növekedése** szintén 0,9 százalékponttal javította a GDP-t.

**A külkereskedelem** 328 milliárd forint hiányt mutatott, így a külkereskedelmi egyenleg javulása 0,8 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. **Az export volumene 3,2%-kal, az importé 2,3%-kal nőtt.** A külkereskedelmen belül az áruforgalom kivitele 1,5%-kal, behozatala 0,4%-kal csökkent, azonban a szolgáltatások exportja 28,3%-kal, míg importja 19,1%-kal nőtt.

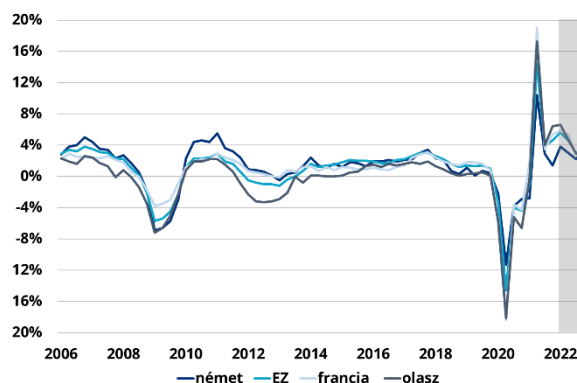
Régiós körkép

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



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

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



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

A járvány tavaly év végi hulláma ellen hozott újabb korlátozó intézkedések, valamint elsősorban a járműgyártást érintő beszállítói nehézségek eltérően érintették a régiós országok gazdaságait. A lengyel gazdaság 1,7%-kal bővült a harmadik negyedévhez képest, így éves összehasonlításban 7,6%-os növekedést mutatott. 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 0,9%-kal bővült az előző negyedévhez képest, míg egy év alatt 3,6%-kal növekedett, 2020-ban összesen 5,6%-kal csökkent a teljesítménye, amit 2021-ben 3,4%-os növekedés követett, így még nem érte el a járvány előtti szintet. A szlovák gazdaság teljesítménye 0,3%-kal nőtt a harmadik negyedévhez képest, éves szinten pedig az uniós országok között leglassabb mértékben, 1,2%-os növekedést mutatott; míg tavalyelőtt 5,2%-kal esett vissza, amit tavaly összességében 3,2%-os növekedés követett. A cseh és a szlovák gazdaság kilábalását elsősorban a járműgyártást korlátozó félvezető és alkatrészhiány

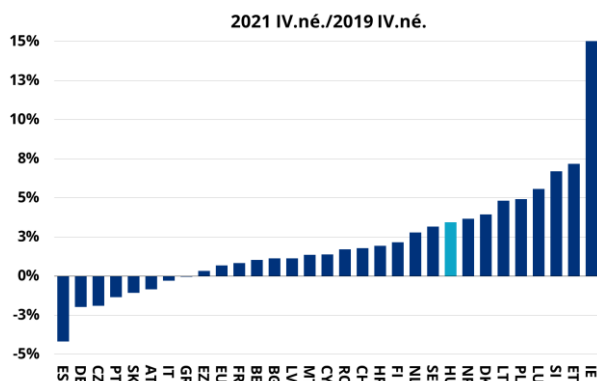
hátráltatja. Nagy meglepetésre 0,1%-os visszaesést mutatott a román gazdaság egy negyedév alatt, feltehetően a kirívóan alacsony átoltottság miatt bevezetett újabb korlátozások hatására, így a negyedik negyedévben 3,9%-kal nőtt. Tavalyelőtt 3,6%-kal csökkent, azonban tavaly 6%-kal nőtt a román gazdaság.

**A következő években 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 0,3%-kal, az euróövezet gazdasága pedig 0,4%-kal nőtt** a harmadik negyedévhez képest, **így az egy évvel ezelőttihez képest az EU gazdasága 4,8%-os, az euróövezet gazdasága 4,6%-os növekedést mutatott. Németország gazdasága 0,3%-kal csökkent** egy negyedév, **míg 1,8%-kal nőtt egy év alatt.** A német gazdaság kilábalását hátráltatja a globális chiphiány és a beszállítói láncok akadozása. 5,2%-kal nőtt a spanyol, 5,4%-kal a francia, 6,2%-kal az olasz, 7,7%-kal a görög, 9,9%-kal a horvát gazdaság ugyanebben az időszakban. Átfogóbb képet ad, amennyiben az egyes gazdaságok teljesítményét a járvány kitörése előtti, 2019. negyedik negyedévihez hasonlítjuk, amely alapján **húsz európai gazdaság - köztük a hazai - már elérte a járvány előtti szintet.**

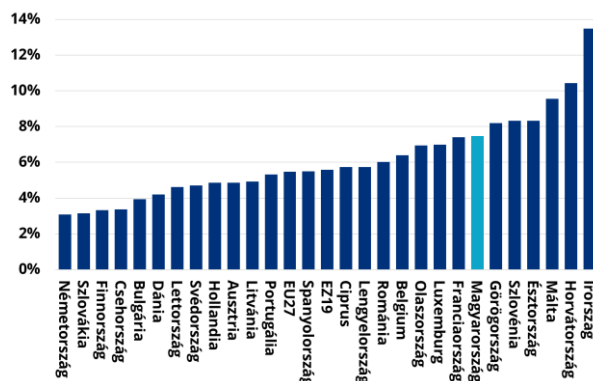
Többnyire azon országoknak sikerült, ahol **kisebb mértékű a turizmus súlya,** valamint nagy meglepetésre a **görög és horvát gazdaság teljesítménye már meghaladta a válság előtti szintet.** A turizmus meghatározó szerepe miatt a dél-európai országok többsége még tetemes elmaradást mutat, köztük a spanyol 4%-kal, a portugál 1,4%-kal, az olasz 0,3%-kal múlja alul a járvány kitörése előtti kibocsátási szintjét. Ugyanakkor a félvezető és más alkatrészek, alapanyagok hiányától szenvedő ipar miatt a német, a szlovák és a cseh gazdaság rendre 1,2%-os, 1,2%-os, illetve 1,9%-os lemaradásban van. Ezért igen komoly sikernek nevezhető, hogy a hazai gazdaság összességében már több mint három százalékkal haladta meg a járvány előtt elért kibocsátást, mivel itthon magasabb a nemzetközi turizmustól és a járműgyártástól függő ágazatok súlya. Az EU átlagosan 0,6%-kal, míg az euró-övezet 0,2%-kal haladja meg a járvány előtti szintet.

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



*Forrás: Eurostat, Takarékbank számítás*

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

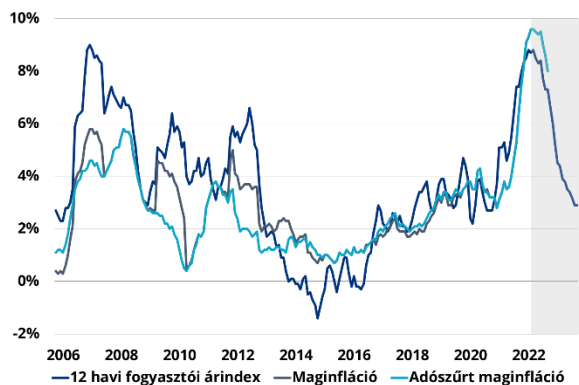


*Forrás: Eurostat, Takarékbank számítás*

### Hazai infláció

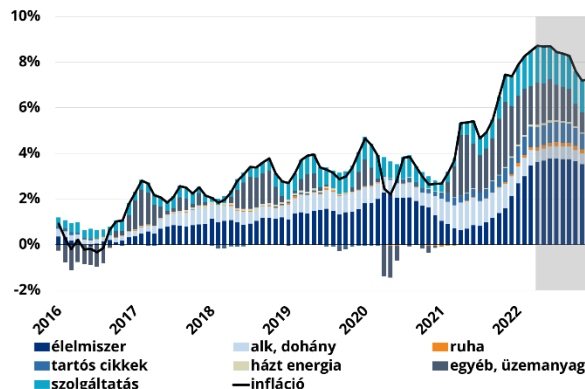
**8,5%-ra emelkedett az infláció márciusban** az igen széleskörű áremelkedés miatt, annak ellenére, hogy az üzemanyagárak egy évvel ezelőtti megugrása, illetve a november második felétől bevezetett 480 forintos árplafon önmagában 0,3-0,4 százalékponttal mérsékelte az inflációt. Az erősödő árnyomást tükrözi, hogy **a maginfláció 9,1%-ra ugrott**, ami felülmúlta a várakozásokat.

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



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

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



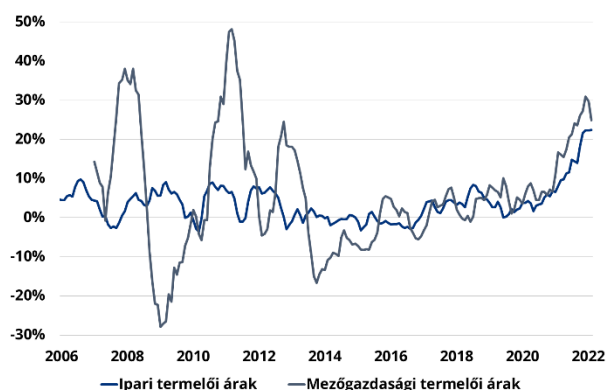
*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (áryékolt terület)*

**Az orosz-ukrán háború érdemben felülírja az inflációs – és gazdasági – kilátásokat**, amelyeknek a hatása még nem megbecsülhető. A háború kitörése óta **a gáz-, áram-, és olajárak elszálltak**, amelyek már azelőtt is komoly nehézséget okoztak a gazdasági élet szereplőinek, attól függetlenül, hogy a lakosság és a mikro-, kisvállalkozások igénybe vehetik az egyetemes szolgáltatási árakat, amelyek nem változtak. Igen komoly hatása lehet a **búzaárak meredek emelkedésének**, aminek a hatása jelenleg kiszámíthatatlan. A gabonakiviteli korlátozások némileg fékezhetik a nemzetközi piaci hatásokat: jelenleg alacsony

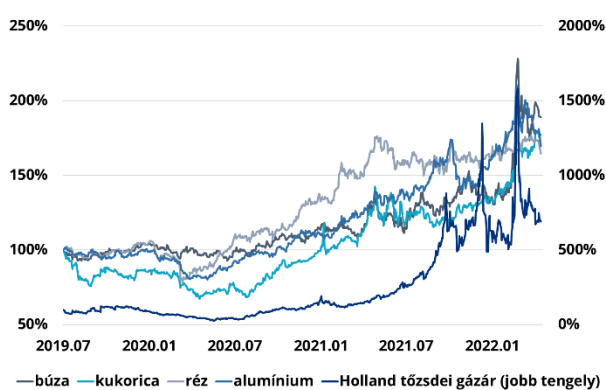
szintű kereskedelem folyik, azonban kérdés, hogy az aratás utáni főszezonban milyen árak érvényesülnek. Jelentős kockázatot jelent az idei ukrajnai vetéssel kapcsolatos bizonytalanság is. Ugyanakkor kisebb mértékben tovább drágult a kukorica, jelentősen drágult a napraforgó, amelyeknek szintén igen jelentős hatása lehet az inflációra. Érdemben drágultak más nyersanyagok is, elsősorban az ipari fémek. A háború kitörését követő első sokkhatás óta azonban lefelé korrigáltak az energia-, nyersanyag-, és terményárak, ami némileg tompítja a várható sokkhatást, azonban a háború előttinél jóval magasabb szinten stabilizálódtak, az átárazás pedig még a következő hónapokban is folytatódhat.

Az egyre tartósabbnak ígérkező magas infláció miatt szükséges volt itthon a kamatemelési ciklus elindítása, ráadásul még felfelé mutató kockázatot jelentenek a nyersanyagárak másodkörös hatásai is, az újraindítás miatt felrobbanó kereslet (amit a kínálat lassabban tud követni), a munkaerőhiány miatt várhatóan érdemben megugró bérek, így az MNB folytathatja a kamatemelési ciklust.

Noha a hazai háztartási energiaárak feltehetően nem változnak a közeljövőben, az **öt-tízszerezésre ugró gázárak és áramárak** hatása számos ágazatban és **szinte minden ipari folyamatban** megjelenhet, így a pékáruktól, a vendéglátástól az élelmiszertermeléshez szükséges műtrágyáig, a vegyiparig, fémfeldolgozásig, építőanyag gyártásig jelentős mértékű drágulást okozhat. Az inflációban ugyanakkor jelen vannak egyszeri tényezők is, mint a dohánytermékek jövedéki adóemelése, ami önmagában 1,2 százalékponttal növelte az inflációt, a tavalyi év végétől idén áprilisig pedig két lépésben ugyanennyivel húzza vissza az inflációt.

**13. ábra: Termelői árindexek**


Forrás: KSH,

**14. ábra: Egyes nyersanyagok árváltozása**


Forrás: Bloomberg, Reuters

A következő hónapokban az átárazások miatt tovább emelkedhet az infláció, ami az árkorlátozó intézkedések nélkül bőven meghaladhatná a 10%-ot. A vártnál jóval szélesebb körű, és meredekebb áremelkedések hatására **az idei inflációs várakozásunkat 8,2%-ra emeljük**, de az infláció ennél sokkal magasabb is lehet, amit a globális alapanyag-,



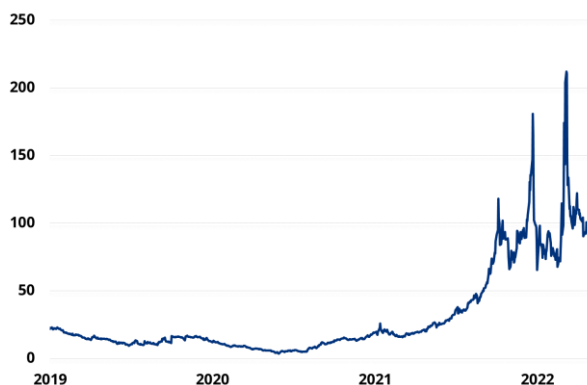
nyersanyag-, alkatrészhiány, a nemzetközi szállítási árak elszállása és a globális energiaválság okoz. Az inflációra emellett a jelentős béremelések, a bérköltségek érdemi növekedése, a lakosság többletjövedelmei miatt várható keresletélénkülés is kockázatot jelent. Az árkorlátozások fenntartása jelentős ársokkot előzhet meg.

A tartós fogyasztási cikkek árait jelentősen növeli a nyersanyagárak elszállása, az alkatrészhiány, a szállítási költségek elszállása is; az új autók árának emelkedését azonban a lényegesen magasabb műszaki tartalom is befolyásolja. A faárak elszállása érezteti hatását a bútórákban is. A széleskörű áremelkedést tükrözi, hogy időjárási tényezők, a klímaváltozás, a zöld átállás, valamint egyes geopolitikai feszültségek miatt még a gyapot és a cellulóz ára is elszállt, ami a ruházati és papírtermékek árát növeli. A lakbérek és más piaci szolgáltatások árnövekedése is gyorsul. 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, a közeljövőben pedig az energiaköltségek elszállása, az élelmiszerek drágulása, valamint a munkaerőhiány miatt erősödő bérverseny miatt várható további áremelkedés. Az elmúlt időszakban vegyesen alakultak az élelmiszerárak: a sertés, és általában a feldolgozott húсарak tavaly többnyire csökkentek, ugyanakkor a gabona- és takarmányárak elszállása előbb-utóbb megjelenik a fogyasztói árakban is. Az élősertés felvásárlási árak az elmúlt hetekben meredeken, egyes beszámolók szerint 50-60%-kal ugrottak meg, ami a következő hónapokban jelenhet meg a feldolgozott húсок áraiban. A búzáárak emelkedése miatt meredeken emelkednek a liszt nagykereskedelmi és a pékáruk árai.

Egy év alatt **az élelmiszerek árai 13%-kal nőttek**, ami érdemi gyorsulás a tavaly év eleji 3% körüli növekedéshez képest. Ezen belül a Kínában kitört afrikai sertéspestis következtében a 2020. év végétől kiemelkedő mértékben dráguló sertéshús árak márciusban 3,5%-kal nőttek a 2021. első hónapjaiban mért 28% körüli növekedéssel szemben, azonban a következő hónapokban meredek emelkedés várható. A baromfi-hús-árak 21,4%-kal emelkedtek. A párizsi, kolbász árak 8,8%-kal nőttek, a szalámi, sonka árak pedig 3,8%-kal emelkedtek. **A tej ára 12,1%-kal, az étolaj ára 11,5%-kal, a liszté 18%-kal, a cukoré 3,3%-kal emelkedett, jelentősen mérséklődve az előző hónapokban mért drágulásokhoz képest, amit az árkorlátozások okoztak**, azonban az azóta bekövetkezett meredek termelői áremelkedés miatt **jóval magasabbak lennének az árak**. A tojás ára 11,1%-kal, a margariné 33,6%-kal emelkedett. Márciusban a kenyér 27,9%-kal, a péksütemények 18,7%-kal drágultak, míg a gyümölcsök árai 11,5%-kal emelkedtek. A munkahelyi étkezésé 13,3%-kal, az éttermi étkezésé 13,5%-kal drágult. **A szeszes italok, dohányárak ára átlagosan 7%-kal**, ezen belül a dohányáraké 7,7%-kal, a szeszes italoké 5,8%-kal emelkedett. A ruházati termékek árai 4,1%-kal nőttek. **A tartós fogyasztási cikkek árai 9,5%-kal emelkedtek**,

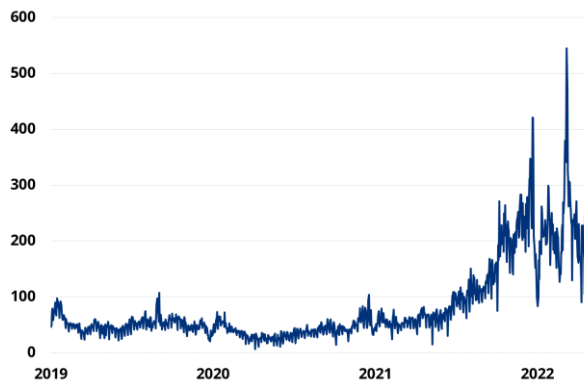
részben az új személygépkocsi árak 8,6%-os emelkedése eredményeként – amit nagyrészt a jóval magasabb műszaki tartalom és a károsanyagkibocsátás költségeinek áthárítása is magyaráz –, ugyanakkor több termékkategóriában is gyorsult az áremelkedés mértéke, amit a faárak miatt dráguló bútorok (a szobabútorok 15,1%-kal, a konyhabútorok 16,1%-kal drágultak), vagy a réz- és acélárak miatt dráguló tartós háztartási cikkek is fokoznak. Az autópiacon anomáliák miatt jelentősen, 12,3%-kal drágultak a használtautó árak is. A háztartási energiaárak 1,5%-kal nőttek, a szén (15,3%), a tűzifa (10,4%) és a palackos gáz árainak emelkedése miatt. **Az egyéb cikkek árai 8,9%-kal nőttek, ezen belül az üzemanyagárak emelkedése 11,4%-ra mérséklődött** bázishatások és az üzemanyagárak plafonja miatt, de a kategórián belül a tankönyv kivételével a legtöbb termék áremelkedése gyorsult. **6%-kal drágultak a szolgáltatások**, részben az alacsonyabb tavalyi bázis hatására, amit a parkolási díjak átmeneti felfüggesztése okozott, míg márciusban 5,9%-ra gyorsult az üdülési szolgáltatások árnövekedési üteme, ezen belül a belföldi árak 7,8%-kal, a külföldi utazások árai 1,5%-kal emelkedtek. Az albérleti piac magára találása miatt 7,4%-ra gyorsult a lakbérek árainak növekedése márciusban. A lakásjavítás, karbantartás drágulása ugyanakkor továbbra is gyors, 18,7% volt, a háztartási szolgáltatásoké 11,4%, a járműjavításé pedig 13% volt.

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



*Forrás: Bloomberg,*

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



*Forrás: HUPX*

#### Monetáris politika, jegybanksi alapkamat

**5,40%-ra emelkedett az alapkamat áprilisban** a korábbi 4,40%-ról, a Monetáris Tanács emellett 100p-tal **5,40%-ra emelte az egynapos betéti**, valamint 100bp-tal **8,40%-ra az egynapos és egyhetes fedezett hitel kamatát**. **Az egyhetes betéti kamat március végére 6,15%-ra emelkedett**. Az inflációs kockázatok fokozódása és a korábbi várakozásoknál messze magasabb infláció miatt az MNB a közelmúltban elválasztotta az effektív egyhetes betéti kamatot az alapkamattól, ezenkívül kiszélesítette, valamint aszimmetrikussá tette a kamatfolyosót, annak érdekében, hogy a pénz- és árupiaci mozgások kiszámíthatatlansága miatt növelje a mozgásterét.

A tavalyi őszi hónapokban meredeken elszálltak a földgáz-, áram-, és olajárak, ami jelentős, és széleskörű inflációs nyomáshoz vezethet a háztartási energiaárak szinten tartása mellett is. Az ukrajnai konfliktus hatására érdemben folytatódott az energia-, nyersanyag-, és élelmiszerárak emelkedése, az elmúlt hetekben kifejezetten erős volatilitás és kiszámíthatatlanság jellemezte az áru- és pénzpiacokat, ez pedig **tovább fokozta a kamatemelési várakozásokat is.**

Az MNB vezetése üzeneteiben már előkészítette a kamatemelési ciklus folytatását az inflációs kockázatok érdemi emelkedése miatt, amit szinte minden oldalról érkező külső nyersanyagár-sokkok mellett az újraindítás kereslet-kínálati súrlódásai okoznak.

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



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



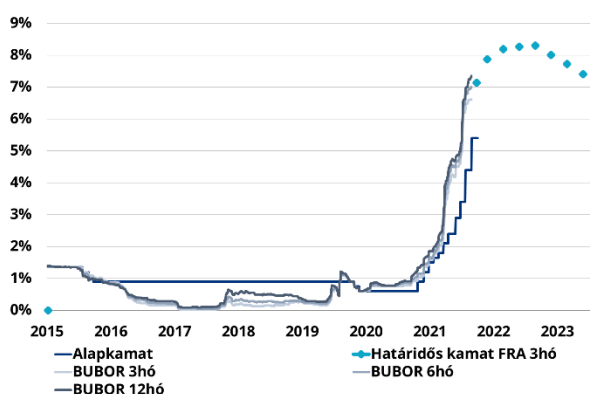
*Forrás: ÁKK, MNB*

Noha az infláció az idei év során bázishatások miatt fokozatosan mérséklődhetne, az előbb említett tényezők **jóval magasabb inflációs pályát eredményeznek** a következő hónapokban, miközben a minimálbér jelentős emelése mellett a szja visszatérítés, a rendvédelmi állomány hathavi bónusza, valamint a februári 13. havi nyugdíj mintegy 1000 milliárd forinttal növeli a háztartások jövedelmét. Ez lökést adhat a fogyasztásnak, ugyanakkor az inflációnak is. A nyersanyagárak robbanásszerű emelkedése továbbra is felfelé mutató kockázatokat jelent, mivel számottevő másodkörös hatással járhatnak, csakúgy, mint az újra megjelent munkaerőhiány hatására várhatóan élénkülő bérnövekedési dinamika. Az inflációt az MNB megítélése szerint a költségvetési kiadások növelése is fűtheti. Ezért az MNB proaktív jelleggel a tavalyi év közepén kamatemelési ciklust kezdett, ami az MNB iránymutatása szerint az idei évben is határozott ütemben folytatódhat, így az év közepéig további kamatemelésekre számítunk. Az inflációs kockázatok számottevő fokozódása miatt **az év közepére 7,00%-ig emelkedhet az alapkamat**, fokozatosan felzárkózva az egyhetes betéti kamathoz, ami a várakozásaink szerint szintén júniusban érheti el az 7,00%-ot. Az év közepére pedig ismét szimmetrikus lehet a kamatfolyosó. **Az egyhetes betéti kamat, valamint az alapkamat mérséklésére legkorábban 2023. második félévétől számítunk**, amennyiben az inflációs

előrejelzések arra utalnak, hogy az infláció 2023. után visszatérhet a toleranciasávba, ezért a jövő év végére a várakozásunk szerint 6,25%-ra csökkenhet az egyhetes betéti kamat, valamint az alapkamat.

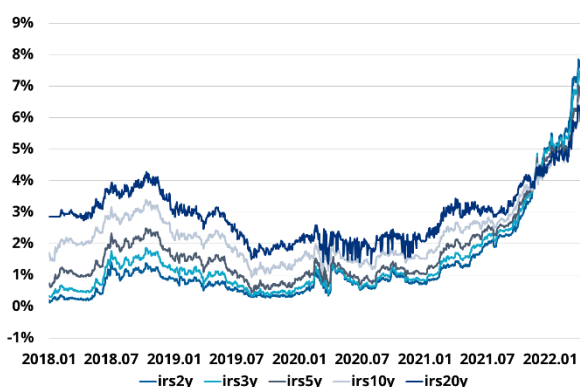
Mivel a jegybankok a kínálati ársokkakat nem igazán tudják befolyásolni, elsődleges céljuk a **másodkörös hatások kiszűrése, az inflációs várakozások lehorgonyozása, az ár-bér spirál kialakulásának megelőzése**. A jelenlegi globális inflációt azonban főleg a megélhetéshez szükséges áruk árának meredek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

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



*Forrás: MNB, Bloomberg*

**20. ábra:** Kamatcsere ügyletek kamatai



*Forrás: Reuters*

A jegybank számára változatlanul kiemelt szempont, hogy a rövid oldali kamatok minden részpiacon és minden időszakban a Monetáris Tanács által optimálisnak tartott rövid oldali kamatszinttel összhangban alakuljanak. Ezen cél érdekében az MNB ismét aktívan, mennyiségi korlát nélkül használja a devizalikviditást nyújtó swapeszközét, amelynek keretében 2021. decemberében összesen négy tendert tartott. Emellett a rövid futamidejű diszkontkötvény aukció tovább erősíti a pénzügyi rendszerben lévő likviditás hatékony sterilizációját. Ugyanezen célt erősítve a jegybank a swappiaci folyamatokat figyelembe véve fokozatosan kivezette a forintlikviditást nyújtó swapeszközét.

Az MNB Monetáris Tanácsának legutóbbi kamatdöntő ülésen készült közleménye hangsúlyozza, hogy az inflációs kilátások és kockázatok alakulásával kapcsolatban, a Monetáris Tanács adatvezérelt módon, havi kamatdöntő ülésein értékeli a monetáris kondíciók további szigorításának szükségességét. A Monetáris Tanács a kamatemelési ciklust addig

folytatja, amíg az inflációs kilátások fenntartható módon a jegybanki célon stabilizálódnak, és az inflációs kockázatok a monetáris politika időhorizontján újra kiegyensúlyozottá válnak.

A Monetáris Tanács kivezette a mennyiségi lazításokat, így az állampapír vásárlási és a növekedési kötvény programot is. A jegybank egyelőre nem értékesíti a mérlegében lévő állampapír-állományt, a megvásárolt állampapírokat lejáratig tartja. Az MNB ugyanakkor az állampapírpiac likviditási folyamatait a jövőben is szoros figyelemmel követi, és szükség esetén készen áll átmeneti és célzott állampapír-vásárlásokkal beavatkozni az állampapírpiac stabilitásának fenntartása érdekében. Az eseti állampapír-vásárlások nem jelentik a monetáris politikai irányultság megváltozását. A Monetáris Tanács a múlt évben kivezette a forintlikviditást nyújtó devizaswap-eszközt, szűkítve az eszközön keresztül nyújtott forintlikviditást.

#### Foglalkoztatás, munkanélküliség és béralakulás

**3,8% volt a munkanélküliségi ráta** 2021. december és 2022. február között a megelőző háromhavi 3,8%-hoz hasonlóan. **Egy év alatt 101 ezerrel, 4,675 millióra nőtt a foglalkoztatottak száma, ami nem csupán a járvány előtti szintet haladja meg, hanem a rendszerváltás óta a legmagasabb érték. Az elsődleges munkaerőpiacon 107 ezerrel nőtt a munkahelyek száma** egy év alatt, **a közfoglalkoztatottak száma 15 ezer fővel csökkent**, a külföldön dolgozók létszáma pedig 9 ezer fővel nőtt. **2021. februárjában** a foglalkoztatottak átlagos havi létszáma **4 millió 668 ezer fő volt**, 118 ezer fővel több, mint egy évvel korábban. **A munkanélküliek száma** minimális mértékben emelkedett az előző háromhavi átlaghoz képest, míg **33 ezer fővel csökkent** az egy évvel ezelőttihez képest, így a munkanélküliségi ráta 3,8%-ra mérséklődött az egy évvel korábbi 4,5%-ról. A 15-74 éves korosztályban a gazdaságilag aktívak száma egy év alatt 68 ezer fővel 4,858 millióra nőtt. A 15–64 éves korcsoport esetében egy év alatt **a foglalkoztatási ráta 2,2 százalékponttal, 74%-ra nőtt.**

A harmadik hullámos korlátozások végével hamar magára talált a hazai munkaerőpiac, történelmi csúcsra emelkedett a foglalkoztatottak száma, a nyitási lehetőséggel párhuzamosan láthatóan aktív toborzásba kezdtek a vállalatok, így a nyár végére visszatért a válság előtti feszesség a hazai munkaerőpiacra és újra emelkedik a betöltetlen álláshelyek száma.

2022. februárban a munkaadók összesen 55,2 ezer üres álláshelyet jelentettek be, így összességében a hónapban 108,9 ezer álláslehetőség állt rendelkezésre. Ebből a hónap végére 86,8 ezer maradt betöltetlen, a megelőző havi 53,6 ezer után. Várakozásunk szerint a tavalyi 4,1% után **idén 3,3% lehet a munkanélküliségi ráta** a statisztikai módszertan szerint, de a kitört ukrajnai háború magyar munkaerőpiacra gyakorolt hatásait egyelőre még nem lehet

konkrétan számszerűsíteni, így további durva eszkaláció esetén érdemi negatív kockázatot is jelenthet a hazai gazdaság számára a konfliktus, de a menekültek egy része átmenetileg akár enyhítheti is a hazai munkaerőhiányos állapotot.

A kormány munkahelyvédelmi intézkedései, a bértámogatások, az adócsökkentések, a vállalati és lakossági törlesztési moratórium érdemben hozzájárultak a munkahelymegőrzéshez és ahhoz, hogy a jelenlegi munkaerőpiaci válság jelentősen kisebb amplitúdójú (volt), mint az egy évtizeddel korábbi, amikor elérte a 700 ezret a munkanélküliek száma. A gyors helyreállítás ellenére még látszanak utóhatások, ami a munkanélküliség járvány előttihez kissé magasabb szintjében is jelentkezik. Néhány szektor, köztük a külföldiek keresletére építő budapesti turizmus teljes helyreállása még várat magára, miközben a korábban itt foglalkoztatott munkaerő könnyedén megtalálja a számítását más, erős kereslettel rendelkező szektorokban is.

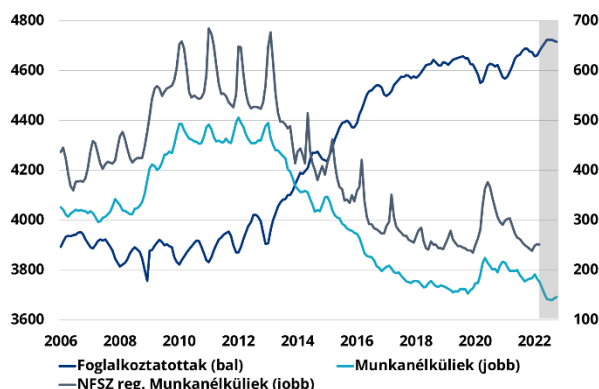
Iparági források alapján az év végére újra elérkezett a másfél évvel ezelőtt látott munkaerőhiányos és erőteljes bérversennyel járó munkaerőpiaci környezet a legtöbb szektorban, különösen amelyekben jelentős munkaerőt kellene pótolni a pandémiás elbocsátások után. Az újra megjelenő és várhatóan fennmaradó munkaerőhiányos helyzet egyben igazolja az aggodalmakat a felfelé mutató inflációs kockázatokról is, mivel a munkaerőpiaci feszesség gyors emelkedése a bérnövekedés ütemét is tovább gyorsítja. Eközben a kínálati oldal több esetben még mindig nem épült fel teljesen, továbbra is jelen van a globális alapanyaghiány, kapacitáshiány és a jelentős energiadrágulás is nehezíti a vállalatok termelési szintjének helyreállítását.

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



*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés*

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



*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés*

A rendelkezésre álló munkaerő mennyisége – ismét – a minimumához közelít, a teljes foglalkoztatottság közelében áll a hazai piac, ami egyben az extenzív növekedési fázis végét is jelzi a hazai munkaerőpiacon. A vállalatok ismét a hatékonyság, a képzés és a

termelékenység növelésének irányába fordulhatnak, ami pozitív fejlemény a teljes nemzetgazdaság szempontjából.

2021. negyedik negyedévében igen erős képet mutatott a hazai munkaerőpiac szektorális bontásban. A mezőgazdaságban a téli szezonálisnak megfelelően 14 ezerrel, az építőiparban pedig hibahatáron belüli 2 ezer fővel csökkent a foglalkoztatás, miközben a feldolgozóiparban 10 ezerrel, a piaci szolgáltatások területén 59 ezerrel, a közszolgáltatások területén pedig 11 ezerrel nőtt a létszám.

A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai szerint márciusban egy hónap alatt, 0,8 ezer fővel csökkent, míg egy év alatt 52 ezer fővel **251 ezerre csökkent** a regisztrált álláskereső száma, ami a 2020. júniusi csúcshoz képest 125 ezer fős csökkenés, alig múlva felül a járvány előtti szintet.

**13,7%-kal nőttek a bruttó bérek januárban**, 2010-hez képest pedig 126,4%-kal emelkedtek a bérek. Az adókedvezményekkel figyelembe vett - elsősorban a **25 év alattiak kedvezménye** miatt - **nettó bérek pedig 14,8%-kal emelkedtek**, míg 2018. óta 49,2% a rendszeres bérek növekedése. A vizsgált hónapban a bruttó átlagkereset 467 300 forint volt a teljes munkaidőben foglalkoztatottak esetében, míg a nettó átlagkereset 322 100 forinton állt. Közfoglalkoztatás nélkül a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset 477 700 forint volt a hónapban.

**Kedvezmények nélkül számítva a nettó bérek 13,7%-kal emelkedtek, a reálbérek pedig 5,4%-kal nőttek az erőteljes infláció mellett is.** A bérdinamika alapfolyamatait meghatározó és így a monetáris politika szempontjából is kiemelt mutató, a rendszeres bérek növekedése 13,7% volt a hónapban az előző havi 9,7% után. A keresetek a vállalkozások körében 12,5%-kal emelkedtek, míg a közszféra bérnövekedési üteme 12,8% volt a hónapban. A januártól további 21%-kal emelkedő egészségügyi szakdolgozói bérek, illetve a januártól évenként kiugró mértékben növekvő orvosi bérek, illetve más szektorok ütemezett, jelentős mértékű béremelései továbbra is érdemben támogatják a dinamikát a költségvetési szektorban.

A nemzetgazdaságban **alkalmazásban állók létszáma 2,9%-ot emelkedett** éves alapon a tavalyi alacsony bázisról, így a szint már meghaladja a pandémia előtti csúcst.

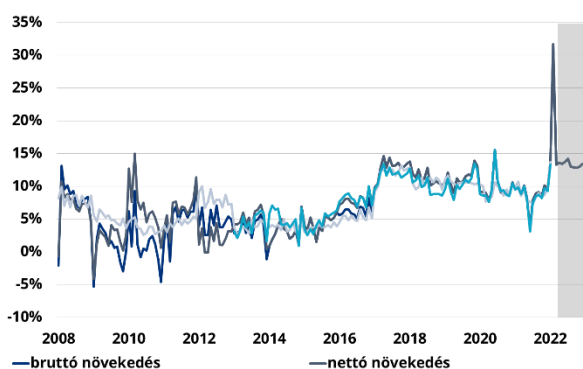
A várakozásoknak megfelelően kiugróan erősen indította az évet a bérdinamika egyebek mellett a minimálbéremeléseknek köszönhetően, illetve a munkaerő megtartása és odavonzása érdekében, továbbá az inflációs környezet figyelembevételé miatt is érdemi béremelésre kényszerülnek a munkaadók. A januártól 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 tolódik idén, így **13%-ot meghaladó lehet az éves átlagbér emelkedése.**

Ezt látszanak igazolni az év eleji szakszervezeti források is, amelyek szerint 7 és 27% közötti átlagos béremelésben állapodtak meg januártól a hazai vállalkozásoknál, a legtöbb általános megállapodás pedig 12 és 18% közötti növekedésről szól. Egy ilyen mértékű emelés pedig tovább erősítheti a vállalatok áremelési szándékát, amit azonban könnyen meg is tehetnek a kiugróan erős fogyasztói kereslet mellett. Ez viszont akár elvezethet egy klasszikus ár-bér spirálhoz is, ha a várakozások ezen a szinten ragadnak be minden résztvevő oldaláról és az árazási, illetve bérkövetelési igényeket ehhez igazítják folyamatosan. Ezeknek a várakozásoknak a tartóssá válását igyekeznek jelenleg a jegybankok megakadályozni a gazdaság moderált hűtésével.

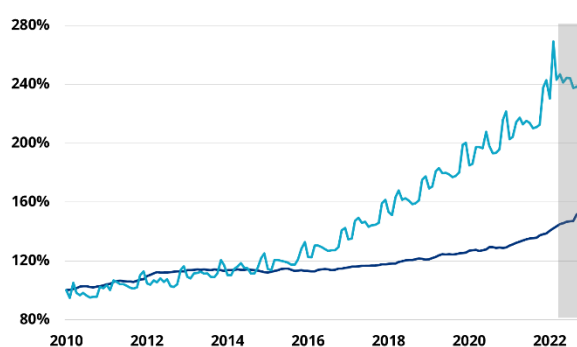
Ennek az erősödő alapfolyamatnak, az **szja visszatérítésnek**, a **6 havi fegyverpénznek** és több egyszeri transzfernek köszönhetően idén a **nettó bérek érdemben el fognak szakadni a bruttó szinttől** és még a várható erőteljes inflációt figyelembe véve is **6% feletti éves nettó reálbér növekedés lehet 2022-ben**, ami jelentős fogyasztásélénkítő erővel bír, támaszt adva az ideai GDP-nek fogyasztási oldalról. Ágazati bontásban átlag feletti volt a bérnövekedés a hónapban az építőiparban, a logisztikában, a vendéglátásban, az egészségügyben, és a szociális ellátásban (vagyis jól láthatóan az alacsonyabb bérű iparágakban magasabb a dinamika), míg láthatóan átlag alatti volt a bérnövekedés feldolgozóiparban, az energiaszektorban, az IT szektorban és a közigazgatási, védelmi területeken.

**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**. Idén a közel 20%-kal, 200 ezer forintra emelkedő minimálbér és 260 ezer forintra emelkedő garantált bérminimum, valamint több költségvetési ágazatban bejelentett 20%-os béremelés hatására **13%-ot meghaladó bérnövekedésre** van kilátás. A **rendvédelmi dolgozók** számára kifizetett **hathavi fegyverpénz** szintén hozzájárul a gyorsuló bérnövekedéshez. Mindezek hatására a **nettó bérek reálnövekedése meghaladhatja a 6%-ot, 2013-2022 között pedig a 78%-ot.**

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



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





*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés*

*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés*

A válság utáni években elhalasztott fogyasztás, a mérlegkiigazítási folyamat előrehaladása, a devizahitelek rendezése és a fix kamatozású hitelek elterjedése során kiszámíthatóvá váló törlesztő részletek, valamint a háztartások nettó pénzügyi vagyonának rekordszintre emelkedése miatt a következő években a **háztartások fogyasztása a gazdasági növekedés fontos támasza maradhat**. Eközben pedig kiemelkedő mértékben folytatódhat a lakosság vagyonának növekedése is.

A szochó további csökkentése miatt **a bérköltség közel négy százalékponttal lassabb mértékben emelkedik** a bruttó bérek növekedéséhez képest.

#### Költségvetési folyamatok

A koronavírus-járvány felülírta az államháztartás számait is, egyfelől **az egészségügyi és gazdasági védekezés, majd újraindítás költségei**, másfelől a gazdaság zsugorodása miatt **visszaeső adóbevételek** miatt. Az MNB által közölt pénzügyi számlák adatai alapján 2020-ban **az államháztartás nettó finanszírozási igénye (hiánya) 3814 milliárd forint, a GDP 7,9%-a volt, míg tavaly 3764 milliárd forintot, azaz a GDP 6,8%-át érte el**.

Tavalyelőtt a KSH által publikált, az európai módszertannak megfelelő **eredményszemléletű államháztartási hiánya pedig 3760 milliárd forint volt, ami a GDP 7,8%-ának felelt meg, míg 2021-ben 3736 milliárd forintot, a GDP 6,8%-át érte el**. A kormány tavalyelőtt eredetileg még ambiciózusabb, 1%-os államháztartási hiányt tervezett, azonban a járványhelyzet miatt jelentős bizonytalanság mellett **lényegesen nagyobb lett a hiány**, ami megfelel a régiós és nemzetközi trendeknek, egyes országokban még nagyobb hiánnyal számoltak a gazdaság élénkítése céljából. A kimagasló hiányt az is lehetővé tette, hogy a járvány európai kitörését követően az EU felfüggesztette a szigorú költségvetési elvárásait. Mivel a járvány 2021-re is áthúzódott, a kormány **a tavalyi, a GDP 6,5%-ának megfelelő hiánytervet 7,5%-ra módosította**, azonban a gazdaság élénkülésével az adóbevételek is kedvezőbben alakultak, valamint a kormány zárolt mintegy 350 milliárd forintnyi beruházási tételt, ennek megfelelően jóval alacsonyabb lett a hiány.

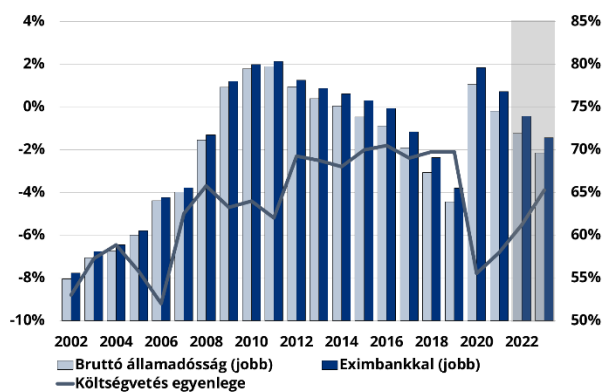
Mivel a gazdaság sikeres újraindulása már kisebb mértékű élénkítést tesz szükségessé, a pénzügyi stabilitás javítása érdekében a kormány az idei hiánycélt a GDP 5,9%-ról **4,9%-ra mérsékelte**. Az idei hiánycél tartható lett volna, mivel egyes egyszeri tételeket (pl. szja visszatérítés) már a tavalyi eredményszemléletű hiányban elszámoltak, miközben a tervezettnél magasabb tavalyi növekedés és infláció miatt az adóbevételek messze felülteljesültek.

Ennek bázisán **az idén is várható az adóbevételek túlteljesülése**, amit az is alátámaszt, hogy az első két hónapban **időarányosan jobban állnak a bevételek**, mint tavaly, az áfabevételek pedig közel 28%-kal nőttek az első két hónap során. Ezenkívül a költségvetési **automatikus stabilizátorok** is támogatják a költségvetés helyreállítását. A gazdaság helyreállításával a következő években fokozatosan újra a 3%-os kritérium alá süllyedhet az államháztartás hiánya. **A megugró piaci gáz-, és energiaárak** azonban lényeges kockázatot jelentenek a költségvetésre, amit **részben a várható többlet adóbevételek, részben költségvetési átcsoportosítások, részben pedig a hiánycél túllövése fedezhet**. Az államadósság emelkedő kamatterhe, valamint az MNB várható jelentős vesztesége szintén az államháztartást fogja terhelni.

A központi költségvetés pénzforgalmi egyenlege 2020-ban a tervezett több mint tizenötszörösét, **5549 milliárd forintos hiányt** mutatott, szemben az egy évvel korábbi időarányos 1219 milliárd forintos deficittel. Az uniós támogatások kifizetése elérte a 2025 milliárd forintot, amelyet az unió utólag megtérít, ezzel szemben az EU 1684 milliárd forintot utalt át. Mivel az uniós kifizetéseket az uniós módszertan szerint számolt eredményszemléletű hiányban nem kell kiadásként elszámolni, így **ettől megtisztítva 5207 milliárd forint hiány keletkezett volna**.

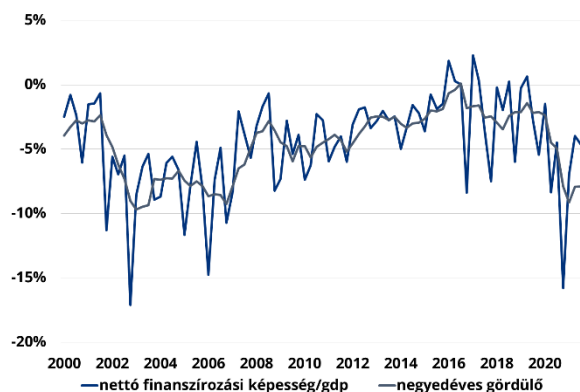
A járvány és a gazdasági válság elleni védekezés, valamint a beruházás ösztönzési támogatások hatására tavaly **5102 milliárd forint deficit** keletkezett a központi költségvetésben. Az uniós bevételek és kiadások nélkül számolva azonban a hiány ennél lényegesen kisebb lett volna.

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



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

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



*Forrás: MNB*

**Az idei első három hónap során 2309 milliárd forint hiány keletkezett a központi költségvetésben**, ezzel a teljes idei előirányzat 73,3%-a teljesült. Az igen magas februári hiány tartalmazza az szeptember visszatérítést, a 13. havi nyugdíj, valamint a fegyveres testületek

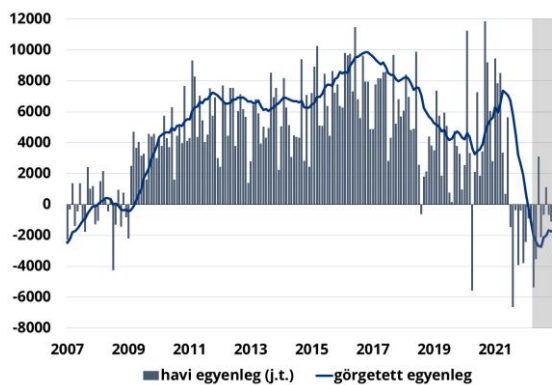
munkavállalóinak járó féléves juttatást, az ún. fegyverpénzt is. Az év hátralevő részében a többlet adóbevételeknek köszönhetően tartható lehet az előirányzott hiány, azonban a lakossági energiaárak támogatása jelentős kockázatot jelent.

2020-ban a kifejezetten magas finanszírozási igény, és a tartalékok feltöltése miatt a GDP 77,6%-ára ugrott az államadósság az előző évi 63,9%-ról. **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 74% közelébe, 2023-ban pedig 72% alá 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.

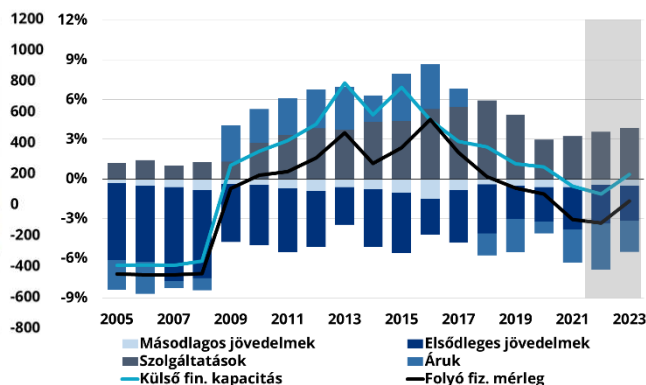
Emiatt tavaly szeptemberben az ÁKK két dollár-, valamint egy eurókötvény kibocsátását hajtotta végre, 4,25 milliárd dollár, valamint 1 milliárd euró értékben. Az uniós kifizetések teljesülést követő elszámolása miatt azonban a következő években támogathatja a költségvetés pénzforgalmi hiányának mérséklését, ami meredekebb GDP-arányos államadósság-csökkenést eredményezhet. Az államadósság alakulásában kedvező, hogy folytatódott a lakosság állampapír állományának dinamikus növekedése, ami csökkenti az államadósság finanszírozásának sérülékenységét. 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

**91 millió euró hiány keletkezett a külkereskedelemben februárban** a januári 244 millió euró deficitet követően. Az ipari termelés és az ipari árak növekedésének köszönhetően **17,7%-kal nőtt az export euróértéke**, ugyanakkor az erőteljes belső kereslet és **a drámaian dráguló nyersanyagok és energiaárak miatt 29,2%-kal nőtt az import euróértéke.** Ennek megfelelően **a külkereskedelmi egyenleg 876 millió euróval romlott az egy évvel ezelőtti 785 millió euró többlethez képest. Az első két hónapban az export euróértéke 17,2%-kal, az importé 31,1%-kal nőtt**, így az egyenleg 2066 millió euróval **335 millió euró deficitre** romlott. Az áruforgalmi egyenleg romlása továbbra is érdemben rontja a GDP növekedését.

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


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

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


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

**Az orosz-ukrán háború érdemben felülírta a külkereskedelmi kilátásokat.** Az energiahordozók és más nyersanyagok árainak drasztikus emelkedése **meredeken rontja a cserearányokat**, amit csak kismértékben ellensúlyozhat a gabonaárak megugrása. 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. A beszállítói láncok megszakadása miatt fennakadások vannak az ipari termelésben és az exportban. Összességében tehát jelentősen rontja a külkereskedelmi egyenleget. Az exportpiaci kilátásokat pedig az energia- és élelmiszerárak által vezérelt meredek infláció miatt csökkenő reáljövedelmek és vásárlóerő is ronthatja.

A beruházások és a fogyasztás élénkülésével **a külkereskedelem többletének csökkenésére számítunk az idei év első felében is**, azonban az ellátási problémák, a chiphiány fokozatos enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése miatt **a második félévben már ismét javulhat a külkereskedelmi egyenleg**. A háború miatt azonban **idén hiányba fordulhat a külkereskedelem** a tavalyi 1,9 milliárd euró többlet után. A kivitel kilátásai továbbra is kedvezőek lennének, mivel a korlátozások feloldásával jelentősen élénkülhetnének külpiacaink, tavaly nyár elején az euró-övezeti és német konjunktúramutatók egy része történelmi, illetve több évtizedes csúcspontot ért el.

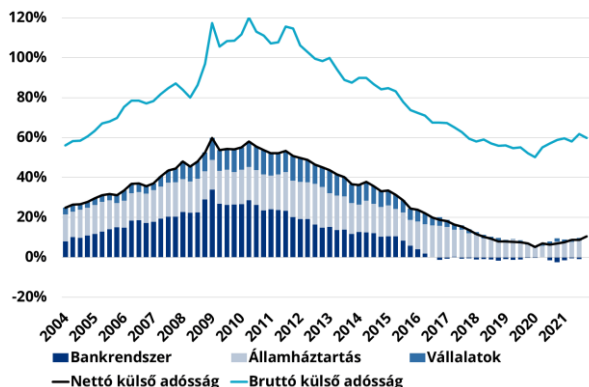
A német ipari vállalatok, és különösen az autógyártók exportkilátásai biztatók lennének, amit a csúcson levő megrendelésállomány mellett a beszerzési menedzser indexek, az Ifo index és más bizalmi indexek is alátámasztottak, azonban a chip- és más alkatrészek hiánya, az ellátási láncok szakadozása és a szűk szállítási kapacitások jelentősen hátráltatják a folyamatos termelést. A kivitel kilátásait ugyanakkor lényegesen ronthatja, hogy a drasztikusan dráguló energia és élelmiszerárak a főbb felvevőpiacainkon jelentősen csökkentik a vásárlóerőt. A külkereskedelmi mérleg többletének szűkülését ugyanakkor nagyrészt a

cserearányok energia- és nyersanyagárak miatti markáns romlása okozza. Mindezek hatására jelentős bizonytalanságok övezik az ideai külkereskedelmi teljesítményt, azonban új kapacitások kiépülésével a következő években újra emelkedhet a külkereskedelem többlete.

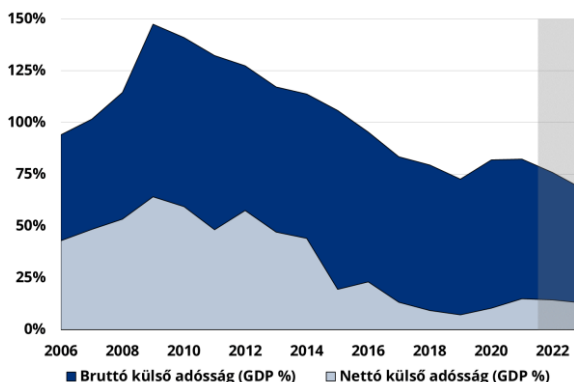
A globális járvány a külkereskedelmi folyamatokat is negatívan érintette. A járvány kitörésének következtében átmenetileg megszakadtak a beszállítói láncok, valamint több iparág, köztük a járműgyártás is átmenetileg szünetelt, illetve csökkentett üzemmódban termelt. Emiatt átmenetileg drámai mértékben csökkent az áruexport, ezzel szemben az egészségügyi felszerelések beszerzése miatt jóval kisebb mértékben esett vissza az import, így érdemben romlott az áruforgalmi egyenleg. 2020. második felében azonban az áruexport gyorsan helyreállt, míg a gyenge belső kereslet miatt az import ettől elmaradt, így **szignifikánsan javult az áruforgalmi egyenleg. A szolgáltatások egyenlegét pedig döntően a nemzetközi idegenforgalom leállása vetette vissza**, de más – döntően szállítási – szolgáltatások visszaesése is negatív hatással volt. A külföldi tulajdonosok visszaeső profitja miatt ugyanakkor javult a jövedelmek egyenlege.

**2452 millió euró deficit** keletkezett a **folyó fizetési mérlegben** a tavalyi negyedik negyedévben, ami 2241 millió euró romlás az egy évvel ezelőttihez képest. A tőkemérleggel együtt **a külfölddel szemben 574 millió euró nettó finanszírozási igény** keletkezett az egy évvel korábbi 584 millió euró többlettel szemben. A szezonális hatások kiszűrésével a külső finanszírozási igény 445 millió euró volt, a negyedéves GDP -1,1%-a. A külkereskedelmi mérleg romlását tükrözve jelentősen, **2142 millió euró hiányra romlott az áruk egyenlege** az egy évvel ezelőtti 9 millió euró többletével szemben, 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 857 millió euróról 1243 millió euróra emelkedett**. A külföldön dolgozók létszámának csökkenése és a külföldi befektetők befektetéseinek növekvő jövedelmei miatt emelkedett az elsődleges jövedelmek hiánya, míg kissé romlott a másodlagos jövedelmek hiánya is.

**A bruttó külső adósság 91,6 millió euróra nőtt (a GDP 59,7%-a)** az egy évvel ezelőtti 80,6 milliárdról, míg tulajdonosi hitelekkel számolva 126,85 milliárd euróra a tavalyelőtti 109,93 milliárdról. **A nettó külső adósság 16,1 milliárd euróra, a GDP 10,5%-ára emelkedett** az egy évvel ezelőtti 11,39 milliárdról (a GDP 7,04%-a), míg a tulajdonosi hitelekkel együtt 23 milliárdra a tavalyelőtti 14,1 milliárdról.

**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)

**Tavaly összesen 4,736 milliárd euróra nőtt a folyó fizetési mérleg hiánya az egy évvel korábbi 1,56 milliárdról, a GDP arányában pedig 3,1%-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 0,85 milliárd eurónyi külső finanszírozási igény keletkezett, ami a tavalyi GDP 0,6%-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 várható romlása a főbb exportpiacainkon, a **beszállítói láncok háború miatti megszakadása** pedig akadályozhatja a folyamatos termelést. Így idén biztosan **tovább romlik a folyó fizetési mérleg**, de ennek nagyságrendjét érdemben befolyásolja a háború időtartama, kimenetele, a további szankciók, vagy azok esetleges későbbi enyhítése, az energia-, és nyersanyagárak kiszámíthatatlan alakulása.

A háború miatti bizonytalanság és a külföldi vásárlóerő várható csökkenése, valamint az orosz és ukrán turisták kiesése miatt **az idegenforgalom kilábalása is lelassulhat**, bár a tavalyi évhez képest messze jobban alakulhat, javítva a szolgáltatások egyenlegét. 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.

A tőkemérleg pedig az uniós források lehívásának köszönhetően ugorhat meg a következő években, így átmeneti emelkedés után **folytatódhat a külső adósság leépülése. Idén 5,5-6 és jövőre pedig 3,2 milliárd euró hiányra számítunk a folyó fizetési mérlegben a tavalyi**

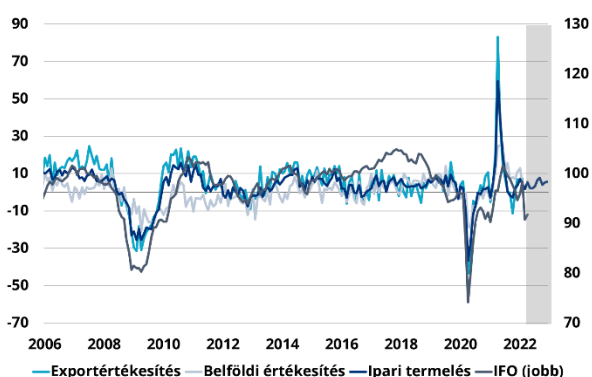
**4,74 milliárd euró hiányt követően**, azonban a következő években újra többletet mutathat a folyó fizetési mérleg. Így a tavalyihoz hasonlóan **a folyó fizetési mérleg hiánya kissé meghaladhatja a GDP 3%-át**, míg a tőkemérleggel együtt **a külső finanszírozási igény idén 2 milliárd euró közelébe, a GDP 1,1%-ára emelkedhet** a tavalyi 0,85 milliárd eurónyi, azaz a GDP 0,6%-át kitevő igény után. Azonban a következő években a visszatérhet a külső finanszírozási képesség, ami lehetővé teszi a külső adósság nominális csökkentését is.

## Ipar

**4,5%-kal nőtt az ipari termelés februárban**, míg munkanaphatással megtisztítva a termelés szintén 4,5%-kal növekedett. Az első két hónapban 6,6%-kal nőtt az ipari termelés, ami érdemi gyorsulás a tavalyi utolsó negyedévben mért 1,7%-os bővüléshez képest. Így akár a GDP növekedése is gyorsulhatott volna az első negyedévben, azonban a háború kitörése miatt igen jelentősek a bizonytalanságok. A szezonálisan és munkanappal kiigazított adatok alapján az ipari kibocsátás **az előző hónapoz képest 1,6%-kal emelkedett**, mivel enyhülhettek az ellátási, beszállítói problémák.

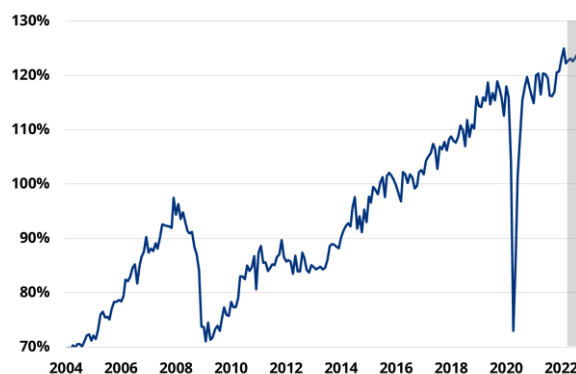
Az ipari termelés 2020. októberéig teljesen kilábalta a járvány okozta válságból, a további lendületes növekedést azonban a chiphiány fékezte, így a járvány előtti szint közelében, azt kissé meghaladó mértékben ingadozott az ipari termelés, ahonnan az idei év elején határozott lendületet vett. Februárban a 2020. áprilisi mélyponthoz képest 72,3%-kal nőtt az ipari termelés. 2015. évi átlaghoz viszonyítva 25%-kal bővült az ipari termelés, míg 52,8%-kal haladja meg a 2010. évi átlagos termelési szintet, így az ipari termelés történelmi csúcsra emelkedett. Tavalyi összesen 9,6%-kal bővült 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)*

Az autógyárak termelése 2020. októberében már meghaladta a járvány előtti szintet, azonban a tavalyi év során átlagosan 20%-kal maradt el, így ez a hatás mintegy **5 százalékponttal**

**mérsékelte az ipari termelés volumenét.** A chiphiány ellenére biztató, hogy **a járműgyártás új rendelkezései, valamint rendelésállománya tartósan kiemelkedő.** Az autógyártók a szűk beszállítói kapacitások miatt rövidtávon elsősorban a drágább, nagyobb profitmárral rendelkező modellek rendeléseit teljesítik, azonban a második félévtől már javulásra számítanak, **egyes beszámolók, konjunktúra felmérések (Ifo, beszerzési menedzser index) szerint az év elején már érezhető volt az ellátási problémák enyhülése.** A német ipar gyengélkedése ellenére a német feldolgozóipari beszerzési menedzser index továbbra is magas, noha némileg mérséklődött a tavaly márciusi történelmi csúcshoz képest. Az euró-övezeti pedig a tavaly májuséhoz képest, amit elsősorban a beszállítói láncok akadozása, a chiphiány és más alkatrészek, alapanyagok hiánya, valamint az elszálló termelési költségek okoztak, de egyre több vállalat érzékelt javulást az ellátási láncokban.

Az ukrajnai háború egyelőre csak kismértékben rontotta a beszerzési menedzser indexeket, mivel az ukrajnai beszállítói láncok megszakadása egyelőre nem okoz általános problémát, azonban **az Ifo és a ZEW index már határozottabban csökkent. A német ipari rendelésállományok mindenesetre olyan magas szinten állnak, hogy a beszállítói problémák enyhülése azonnal éles felpattanást eredményezhetne.** A hazai ipar teljesítménye ugyanakkor élesen elvált a német iparétól köszönhetően az elmúlt évek számos kapacitásnöveléseinek, a rekord mennyiségű működőtőke-beáramlásnak és a kormány beruházásokat kifejezetten támogató gazdaságpolitikájának.

A következő hónapokban **újra növekedési pályára állhatna az ipari termelés, azonban az orosz-ukrán háború számos kockázatot jelenthet.** Az Audi – a VW konszern más tagjaihoz hasonlóan – már bejelentette, hogy ukrán beszállítói problémák miatt vissza kell fognia a termelést, és az ipar többi részére is egyelőre beláthatatlanok a következmények. A háborús pusztítás, a szankciók, az orosz vásárlóerő várható zuhanása szintén beárnyékolja a kilátásokat.

Bár a legtöbb autógyártó már bejelentette, hogy kivonul az orosz piacról, a chiphiány miatt még nem teljesített megrendeléseket más piacokon teljesíthetik, így rövidtávon nem az orosz piac kiesése, hanem a világon más megrendelők rendeléseinek teljesítése maradhat kihívás. **Az orosz és ukrán kivitelünk közvetlenül viszonylag kicsi,** azonban egyes cégeknek okozhatnak problémát. Noha a félvezetőhiány még sokáig fennmaradhat, de fokozatos javulásra lehet számítani. Az autógyártók ugyanakkor abban bíznak, hogy **a chiphiány a második félévben már érdemben enyhülhet új chipgyártó kapacitások üzembe helyezésének köszönhetően,** ami meredek felpattanást okozhatna az ipari termelésben.

**A beszállítói láncok szakadozása továbbra is jelentős kockázat, csakúgy, mint számos nyersanyag és az energia árainak elszállása,** ami más ágazatokban, így például a



műtrágya, alumínium gyártásban is leállásokat eredményezhet. A külső keresletet a helyreálló európai és amerikai gazdaságok, az európai helyreállítási alap, az amerikai költségvetési élénkítések húzhatják, azonban **az infláció nyersanyag-, és energiaárak vezérelte emelkedése ronthatja a vásárlóerőt, ami fékezheti a külső keresletet.** Ugyanakkor továbbra is élénkítheti az ipart az elhalasztott kereslet megjelenése, a nagyon magas rendelésállomány – **januárban közel 25%-kal állt magasabban az egy évvel ezelőttihez képest** - valamint a készletek feltöltése is, így az év során **átmeneti megingások mellett fokozatos élénkülésre** számítunk az ipari termelésben, amit új – főleg az akkumulátorgyártáshoz és autóiparhoz, valamint élelmiszeriparhoz, vegyiparhoz, védelmi iparhoz kapcsolódó – kapacitások várható üzembe helyezése is támogathat. A hazai üzemanyagárak befagyasztása miatt magas kapacitás kihasználtsággal működik a hazai olajfinomító, ami némileg ellensúlyozhatja más ágazatok gyengébb teljesítményét. **A hazai gazdaság középtávon jelentősen profitálhat a védelmi ipari kapacitások kiépülésével,** mivel a hadiipari kiadások szignifikáns növekedése várható a következő években. Idén bázishatások és új kapacitások üzembe helyezése miatt, de jelentős bizonytalanságok mellett **5% körüli növekedésre számítunk,** a tavalyi 9,6% után.

A részletes adatok szerint februárban **az ipar exportértékesítése 7,2%-kal, míg a belföldi eladások 4%-kal nőttek** az egy évvel korábbi adatokhoz képest. Ez utóbbin belül a feldolgozóipari eladások 8,9%-kal nőttek az egy évvel korábbihoz képest. Az ipar ágai közül **a feldolgozóipari termelés 3,7%-kal nőtt,** a bányászat 26%-kal, míg az energiaipar kibocsátása 11,1%-kal emelkedett.

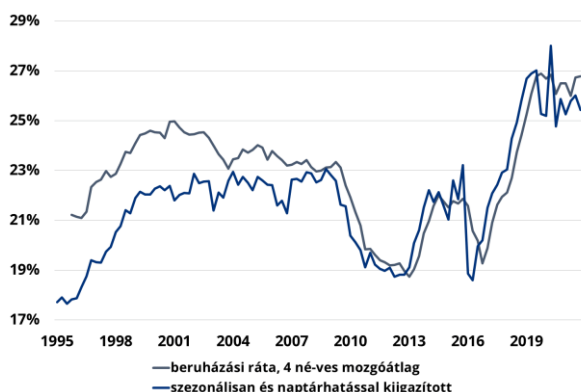
A feldolgozóipar tizenhárom alága közül a tizenegy növekedett. **A járműipar kibocsátása 0,8%-kal csökkent, mivel a globális félvezetőhiány miatt a gyárak kisebb kapacitással dolgoztak. Enélkül az ipari termelés növekedése 2,5-3 százalékponttal lehetett volna magasabb.** A közúti gépjármű gyártásának volumene **0,4%-kal emelkedett,** míg a közúti jármű alkatrészeinek gyártása **4,8%-kal esett vissza.** A számítógép, elektronikai, optikai termékek gyártása 2%-kal nőtt. A két legnagyobb alágazat közül az elektronikus fogyasztási cikk gyártása 13,4%-kal emelkedett, míg a kisebb súlyú elektronikai alkatrész, áramköri kártya gyártása 12,8%-kal csökkent. Jelentős mértékben, **9%-kal bővült a villamos berendezés gyártása,** nagyrészt a járműgyártáshoz köthető **akkumulátorgyártás** 53%-os felfutásának köszönhetően, ugyanakkor a villamosmotor- és áramfejlesztő gépek gyártása 13,9%-kal esett vissza.

A feldolgozóiparból 11%-kal részesülő **élelmiszer,** ital és dohánytermék termelése **10%-kal** növekedett az egy évvel korábbihoz képest, mind a külpiaci, mind a hazai eladások növekedésének következtében. A legnagyobb súlyt (21%) képviselő húsfeldolgozás, -tartósítás, húskészítmény gyártása 2,3%-kal csökkent, ezzel szemben a növényi, állati olaj

gyártása 53%-kal bővült. A textil- és ruházati termékek gyártása 9,5%-kal, a feldolgozás 0,8%-kal, a kőolaj- és kőolajfeldolgozás 14,4%-kal, a vegyipar 1,5%-kal, a gumigyártás 1,6%-kal, a fémalapanyag és fémfeldolgozás 3,2%-kal, gép- és gépi berendezés gyártása 10,7%-kal, az egyéb feldolgozóipar pedig 6,5%-kal nőtt. Ezzel szemben a gyógyszergyártás 3,4%-kal esett vissza. **Az új megrendelések februárban 4,3%-kal**, ezen belül az új exportrendelések 4,2%-kal, az új belföldi rendelések pedig 4,5%-kal nőttek. **A rendelésállomány 26,2%-kal haladta meg az egy évvel ezelőtti szintet.**

#### Beruházások

**2021. negyedik negyedévében 0,2%-kal nőtt a beruházások volumene**, lényegesen lassulva az előző negyedévi 12,6%-os növekedéshez képest, míg 1,6%-kal esett vissza az előző negyedévihez képest szezonálisan kiigazítva. Így a beruházások volumene kissé elmarad a 2019-ben elért csúcstól. A beruházások növekedését leginkább **az állami beruházások visszaesése** fékezte, amit a tavalyi év végi zárolások is okozhattak. A beruházásokon belül a teljesítményérték közel 64%-át képviselő **építési beruházásoké 3,3%-kal nőtt**, a 36%-ot kitevő **gép- és berendezésberuházásoké ugyanakkor 4,6%-kal csökkent**. Az utóbbi esetében a visszaesést főleg az importgépekbe történő beruházások csökkenése okozta. A beruházási teljesítmény több, mint felét megvalósító, **legalább 50 főt foglalkoztató vállalkozások körében a fejlesztések volumene 6%-kal gyarapodott**. A növekedésben szerepet játszottak a Covid19-járvány tavalyi mélypontja után kezdődött új vállalati fejlesztések is. Ugyanakkor a beruházások 14%-át realizáló költségvetési szerveknél a fejlesztések 15,9%-kal csökkentek a bázisidőszakhoz képest, ezen belül mind a központi szervek, mind az önkormányzatok csökkentették beruházásaikat a bázisidőszakhoz képest. A 2015. évi átlaghoz képest 54,2%-kal bővültek, 2010-hez képest 90,3%-kal nőttek – közel megduplázódtak – a beruházások. Mivel a beruházások növekedése jelentősen elmaradt a GDP növekedésétől, a beruházási ráta kissé mérséklődhetett. Az építési beruházások növekedése érdemben elmaradt az építőipari termelés negyedik negyedéves, mintegy 18%-os növekedésétől.

**33. ábra: A beruházási ráta alakulása a GDP százalékában**


*Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés*

**34. ábra: A beruházások volumenindexe (2015=100%)**


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

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 révén alacsony kamatozású hitelekkel és garanciaprogramokkal sikeresen ellensúlyozta, ennek hatása a tavalyi évtől már határozottan jelentkeztek. **Az emelkedő kamatok, a geopolitikai feszültségek miatt növekvő bizonytalanság és kockázatok, valamint az elszálló energiaárak és beruházási költségek elbizonytalaníthatják a vállalatokat a beruházásoktól.** 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 a rekordszintű működőtőke-beáramlás is támogatja. A lakossági beruházásokat az 5%-os kedvezményes újlakás áfa visszavezetése mellett számos családtámogatási és a bürokráciát és egyéb költségeket csökkentő programjai, valamint a lakásfelújítási támogatások is élénkítik. Élénkülhetnek az állami infrastrukturális – döntően vasúti – beruházások, valamint az uniós források által támogatott beruházások területén, az uniós helyreállítási alap (Next Generation EU) pedig soha nem látott többletforrást biztosít – az utóbbi késlekedését a költségvetés megelőlegezi. Mindezek hatására idén 3-3,5%-ra lassuló, de folytatódó növekedésre számítunk a tavalyi 4,2%-os növekedést követően.

A nemzetgazdasági beruházások több mint negyedét megvalósító **feldolgozóipar fejlesztései 16,7%-kal bővültek** az egy évvel ezelőtti alacsony bázishoz képest. Az alágak túlnyomó többségében emelkedett a teljesítmény, köztük a három legnagyobb súlyú **villamosberendezés-gyártásban, járműgyártásban és az élelmiszeriparban** is. A villamos berendezés gyártása területén az elektromos autók **akkumulátorgyártásához** kapcsolódóan

óriási volumenű fejlesztések zajlanak, tekintve az alág termékei iránti erős nemzetközi keresletet, ami a következő években még érdemben fokozódhat az egyre szigorodó követelmények miatt. Ezen a területen idén az SK Innovation Iváncsán 680 milliárd forintot, az LG Chem és a Toray közösen 267 milliárd forintot (Nyergesújfalu) beruházást jelentett be a Samsung SDI 390 milliárd (Göd), az SK Innovation 239 milliárd (Komárom), a Toray 127 milliárd forint (Nyergesújfalu) értékű beruházásainak tavalyi bejelentései után. Kedvező, hogy idén indul a BMW 1 milliárd euró értékű gyárának beruházása. A Mercedes 50-50 milliárd forintból új présüzemet és karosszériaüzemet épített, az utóbbiban már a tavalyi év végétől kezdődött egy új elektromos modell gyártása. Tavaly rekordmértékű, 2000 milliárd forintot meghaladó (5,9 milliárd euró) működő tőke beruházást jelentettek be, így a tavalyelőtt bejelentett, 5,7 milliárd eurónyi (1700 milliárd forint) új beruházásokkal együtt folytatódhat a feldolgozóipari beruházások bővülése, amelyek közül már meghatározóvá vált a távol-keleti, azon belül is elsősorban a dél-koreai tőke, emellett számottevő beruházásokat jelentettek be japán, kínai és indiai vállalatok is. A feldolgozóipari kapacitások növeléséhez a kormányzati támogatások is hozzájárulhatnak.

A legnagyobb súlyú nemzetgazdasági ágak közül **az ingatlanügyletek beruházási teljesítménye 13,2%-kal csökkent, elsősorban a lakásépítések visszaesése miatt.** Míg a lakásépítések csökkentették, **a bérbeadást is szolgáló üzleti létesítmények (pl. kereskedelmi egységek, irodák, raktárak) növelték az ágazat beruházási teljesítményét.** Az elmúlt években elindult **irodaátadási hullám** a következő években is folytatódhat, mivel további több százezer négyzetméternyi iroda van fejlesztés és kivitelezés alatt, ugyanakkor az üresedési ráta az irodaházaknál történelmi mélypontról, 6% közeléből 9% fölé emelkedett, a raktározás területén pedig 2% alá süllyedt, így ez az ágazat továbbra is kiemelkedően teljesíthet.

**A szállítás, raktározás beruházásainak volumene 20,1%-kal nőtt,** az állami infrastruktúra-fejlesztések mellett a logisztikával, fuvarozással és személyszállítással foglalkozó vállalkozások is növelték a beruházásaikat. A következő években azonban mintegy **5000 milliárd forintnyi forrás** jut közúti és vasúti fejlesztésekre, így ezen a területen érdemi növekedés várható.

**A kereskedelem, gépjárműjavítás beruházási teljesítménye 3,2%-kal nőtt.** A megugró online és csomagküldő kiskereskedelem további jelentős raktár és logisztikai, kiszállítási beruházásokat is generálhat.

**A mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat beruházásai a tárgynegyedévben 8,8%-kal nőttek.** A mezőgazdaságra is jellemző és várhatóan egyre kritikusabb munkaerőhiány miatt ugyanakkor **a precíziós gazdálkodásra** való áttérés számottevő beruházási igényt

generálhat. A mezőgazdasági fejlesztéseket a soha nem látott méretű pályázati támogatások is élénkíteni fogják.

Az államhoz kötődő beruházások közül a közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás területén 18,8%-kal csökkentek a beruházások. A művészet, szórakoztatás, szabadidő nemzetgazdasági ágazatban a sporttal és kultúrával kapcsolatos beruházások, főleg tornatermek, tanuszodák építése, gyógyfürdőkkel kapcsolatos fejlesztések magas bázisa miatt 5,7%-kal csökkentek a beruházások. A járványhelyzet miatt az egy évvel ezelőtti magas bázis hatására a humán egészségügyi, szociális ellátásban 30%-kal csökkentek a beruházások, míg a távoktatás bevezetésével összefüggésben és felsőoktatási fejlesztések következtében egy évvel korábban megvalósuló fejlesztések magas bázisa miatt az oktatásban 3,1%-kal csökkent a beruházások volumene. Az oktatási beruházásokat érdemben növelni fogja az uniós forrásból a felsőoktatásra szánt 1500 milliárd forintos fejlesztési terv. A víz- és hulladékgazdálkodás területén 22,6%-kal csökkentek a beruházások. Az egészségügyben a következő években az Egészséges Budapest Program 700 milliárd forintos fejlesztési kerete érdemben járulhat hozzá a beruházásokhoz.

**Az információ, kommunikáció beruházási teljesítmény értékének volumene 12,8%-kal nőtt**, a digitális hálózatépítésekkel (5G), mobiltelefonos szolgáltatásokkal és kábelhálózat építésekkel kapcsolatos fejlesztések miatt további növekedés várható.

A **szálláshely-szolgáltatás, vendéglátásban** a szálláshely-felújítások miatt **3,5%-kal növekedtek a beruházások**. Noha a járvány miatt visszaeső turizmus megállíthatja a jelentős volumenű tervezett és folyamatban levő beruházásokat (csak Budapesten hozzávetőleg 50 szállodafejlesztés van/volt folyamatban, illetve tervezés alatt), egyes szállodaláncok a visszaesést felújításokra használják ki, amihez jelentős állami támogatásokat is igénybe vehetnek. A járvány több hullámának lefutása után azonban már érezhetően emelkedik a bizalom a szektorban, azonban a munkaerőhiány fokozódása elbizonytalaníthatja az ágazati szereplőket. Szintén jelentős forrásokat biztosít a panziók felújítására a Kisfaludy-program.

**6,2%-kal csökkentek az energetikai beruházások** az egy évvel ezelőtti magas bázishoz képest. A jelentős számú naperőmű pályázat és a paksi beruházások hatására a következő években érdemi növekedés várható. A bányászat, kőfejtés beruházásai a 34,4%-kal csökkentek. A pénzügyi, biztosítási tevékenység fejlesztései 4,3%-kal csökkentek. Az építőipari ágazat beruházásai 0,5%-kal csökkentek az egy évvel korábbi magas bázishoz képest, azonban a kedvező kilátásoknak és további állami támogatásoknak köszönhetően a következő években tovább növekedhetnek az ágazat beruházásai.

2020-ban a járványhelyzet és az előző évek kimagasló bázisa miatt a vártnál kisebb mértékben csökkentek a beruházások, amit érdemben javított az év végi erőteljes élénkülés. Ezt tükrözte

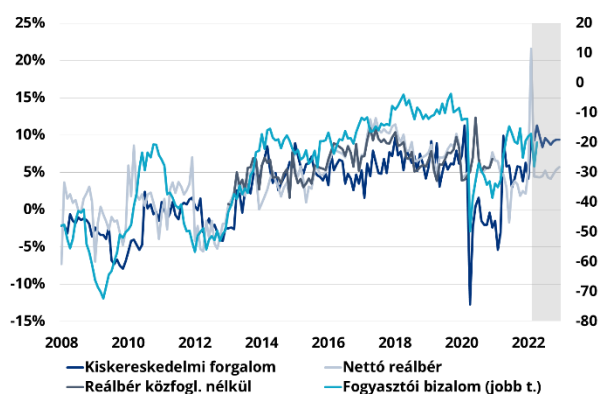
**az építőipari szerződésállomány és a folyamatban levő beruházások** év közepén tapasztalható átmeneti megingása is. A vállalatok beruházásait az átmeneti meredek gazdasági visszaesés mellett a bizonytalanság, és egyes szektorokban a teljesen visszaeső bevételek és likviditás is csökkentette. A beruházásokat az **irodaátadási hullám** mellett **az uniós támogatású és tisztán állami beruházások** továbbra is támogatják (pl. Liget, Egészséges Budapest Program, Paks, múzeum, oktatási és sport beruházások, várfejlesztések önmagukban is évente több 100 milliárd forinttal növelhetik a beruházásokat a következő években).

A Brüsszelbe kiküldött teljesítésalapú számlák 2022. márciusáig a **2014-2020-as ciklus 73%-ánál tartanak**, így az uniós beruházások közel egynegyede még a következő években valósulhat meg. A beruházásokat szintén húzzák további feldolgozóipari, döntően járműgyártással kapcsolatos beruházások is. A vállalatokat a következő években **technológiai, automatizálási, digitalizációs beruházásokra ösztönözheti** a következő években feltehetően újra kialakuló **munkaerőhiány, valamint a bérköltségek várható további jelentős emelkedése**. Az emelkedő kamatok ellensúlyozására számos állami támogatás, a Széchenyi Kártya GO, az MFB, és az Eximbank által bejelentett programok is támogathatják a további beruházásokat. **A beruházási ráta tavaly megközelítette a 28%-ot, ami az idén is fennmaradhat.**

#### Kiskereskedelem

**9,8%-kal bővült a kiskereskedelmi forgalom volumene februárban** az előző év azonos időszakához képest. Az előző hónaphoz képest 1,5%-kal bővült a kiskereskedelmi forgalom. **Az első két hónapban 7,2%-kal nőtt** a kiskereskedelmi forgalom, ami érdemi gyorsulás a tavalyi utolsó negyedéves 5,5%-os növekedéshez képest, ami hozzájárulhatott volna a GDP további gyorsulásához is az első negyedévben.

A kiskereskedelmi forgalom kiugró mértékű növekedését egyértelműen támogatták **az szja visszatérítés, a 13. havi nyugdíj, a hathavi fegyverpénz mellett a kiemelkedő, bőven 13% feletti bérdinamika, valamint a foglalkoztatás gyors bővülése**. Az üzemanyagokra és egyes élelmiszertermékekre bevezetett árkorlátozások pedig a **határ menti forgalmat** lendíthették fel, ami a következő hónapokban támogatja a hazai kiskereskedelem bővülését. Az **Ukrajnából érkező menekültek közvetlen vásárlásai, valamint a számukra vásárolt segélyek, támogatások** szintén hozzájárulhatnak a kiskereskedelem bővüléséhez.

**35. ábra:** Kiskereskedelmi forgalom


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

**36. ábra:** Kiskereskedelmi forgalom 2015. évi bázison


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

**Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes kiskereskedelmi üzletekben 3,4%-kal, a nem élelmiszer-kiskereskedelmi üzletekben 14,6%-kal, az üzemanyag-kiskereskedelemben 19%-kal nőtt az értékesítés naptárhatástól megtisztított volumene,** ez utóbbiban szerepet játszhatott az üzemanyagárak befagyasztása is, valamint az egy évvel ezelőtti második/harmadik járványhullám ellen hozott korlátozó intézkedések miatti alacsony bázis és az élénkülő tranzitforgalom. Az eladások volumene a használcikk-üzletekben 50%-kal, a textil-, ruházati és lábbeliüzletekben 39,8%-kal, a gyógyszer-, gyógyászatitermék-, illatszerüzletekben 15,8%-kal, a könyv-, számítástechnika-, egyéb iparcikk-üzletekben 15,3%-kal nőtt. A forgalom volumene 11,9%-kal bővült az iparcikk jellegű vegyes üzletekben, valamint 9,1%-kal a bútort-, műszakcikk-üzletekben. Az árucikkek széles körére kiterjedő, a kiskereskedelmi forgalomból 9,1%-kal részesedő csomagküldő és internetes kiskereskedelem volumene 9,2%-kal bővült.

21%-kal bővült a forgalom a 2020 áprilisi mélyponthoz képest, **míg 3,4%-kal haladja meg a járvány előtti szintet,** a kiskereskedelmi forgalom összességében a tavalyi év végére elérte a járvány kitörése előtti szintet. 2015. év átlagához képest a kiskereskedelmi forgalom 35,4%-kal, 2010-hez képest 48,9%-kal emelkedett.

A forgalom növekedését a fokozatos nyitás után támogatja **a munkaerőpiac teljes helyreállása** (a tavalyi év közepétől a rendszerváltás óta a legmagasabb szintre ugrott a foglalkoztatottak száma, noha a járvány előttihez képest más szerkezetben), valamint a munkaerőhiány és a minimálbérek és bérminimum 20%-os emelése miatt továbbra is dinamikus a bérnövekedés. A dinamikus bérnövekedés hatását ugyanakkor a meglóduló infláció tompítja. A közszféra béremelései szintén támogatják a fogyasztás bővülését, a tavalyi

év végétől pedig további lendületet adhat a rekordösszegű nyugdíjprémium, amellyel 200 milliárd forint került a nyugdíjasokhoz. Emellett az elhalasztott fogyasztás is szerepet játszhat a kiskereskedelmi forgalom várható stabilizálódásában.

Tavaly 3,5%-kal bővült a kiskereskedelmi forgalom, idén azonban az tavalyi év eleji alacsony bázis, a gyermeket nevelők szja visszatérítése, a 13. havi nyugdíj, valamint a rendőri, hivatásos állomány számára kifizetett féléves bónusz hatására (ezekkel összességében mintegy 1200 milliárd forint többletjövedelem kerülhet a háztartásokhoz), valamint a közel 20%-os minimálbér és bérminimum emelés, illetve egyes ágazatokban (egészségügyi, szociális, bölcsődei, kulturális dolgozók) szintén mintegy 20%-os béremelés hatására **9% feletti növekedésre számítunk**. A külföldi vásárlókra építő üzletek kilábalása későbbre várható, azonban kedvező, hogy a külföldi vendégek száma is fokozatosan élénkül. Mivel a járvány előtt a hazai kiskereskedelmi forgalom közel 7%-át a külföldi vásárlók és a bevásárló turizmus adták, a külföldiek visszatérése később jelentős lendületet adhat. Ez feltehetően fokozatosan valósul meg, mivel több országban megjelent a delta és legújabban az omikron variáns, ami visszafogja a nemzetközi turizmust. Az Európán kívüli országokból még nem várható a turizmus megjelenése, az orosz vendégek pedig a következő hónapokban eshetnek ki. A határmenti forgalmat azonban fellendítette a gyenge forint, az üzemanyagárak és egyes élelmiszerek árainak hazai befagyasztása. Egyes beszámolók szerint márciusban az ukrán menekültek megjelenése miatt jelentős élénkülés tapasztalható, egyrészt a közvetlen vásárlásaik, másrészt a látványosan megugró karitatív vásárlások miatt.

#### Autópiac

Márciusban **11150 személygépjármű került az utakra, 10,3%-kal kevesebb az előző év azonos időszakához képest**. Az első három hónap alatt összesen 28690 új személygépkocsit helyeztek forgalomba, 10,9%-kal kevesebbet, mint az előző évben. A forgalomba hozatalt elsősorban a chiphiány miatt akadozó termelés akadályozza, azonban sok vevőt elriaszthat az új autók árainak drasztikus emelkedése. A hazai piacon egyelőre az érdeklődők és a megrendelők száma sem csökkent, egyes autószalonok arról számoltak be, hogy jóval magasabb a rendelésállományuk, mint amennyi autót le tudnak szállítani. A chip- és alkatrészhiány a kishaszongépjárművek piacára is rányomja a bélyegét, így az első három hónapban 4257 új kishaszongépjármű került forgalomba, 27 százalékkal kevesebb az előző év azonos időszakánál. A nagyhaszonjárművek és a közúti nehéz pótkocsik területén 2022. eddig emelkedést hozott, mert a szállítási feladatok a koronavírus-járvány miatt megnöttek: a negyedévben 1333 új nagyhaszonjárművet és 839 közúti nehéz pótkocsit helyeztek forgalomba, 27 százalékkal, illetve 1 százalékkal többet, mint egy évvel korábban.

A hazai autópiac gyorsuló ütemű kilábalást mutatott a járvány előtti években, ugyanakkor az eladások a válság előtti szinttől még közel egyötödével maradtak el. A járvány kitörése



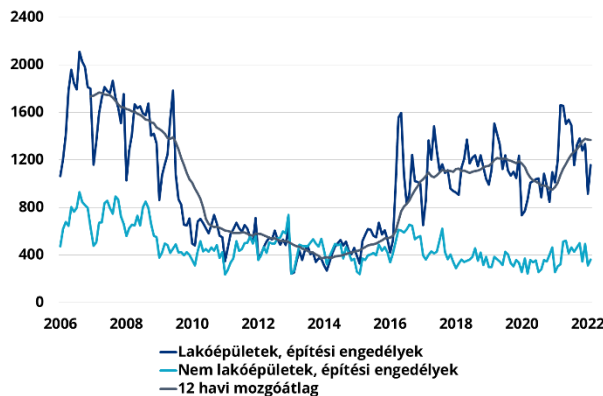
megtörte a kedvező trendet, azonban az április-májusi mélypont után fokozatos javulást mutattak az új autók forgalomba hozatali adatai. A korábbi évek vásárlási szerkezete a hitelezési és lízingpiaci aktivitás zuhanása miatt a készpénzes vásárlások arányának növekedése irányába tolódott, ám a szerkezeti arány gyakorlatilag megfordult. A finanszírozási feltételeken ugyanakkor az MNB kamatcsökkentései, valamint a növekedési hitelprogramjának lízingfinanszírozásra való kiterjesztése szignifikánsan javított. Az elmúlt években már a lakosság is bátrabban vásárolt lízingkonstrukció segítségével új autót, az új személy- és kisteherautók több mint 30 százaléka lízingkonstrukciók segítségével kelt el. Az eladásokat a vállalati flottavásárlások uralják - **az újautó-eladások közel 50%-a köszönhető a vállalati vásárlásoknak**, ennek azonban adózási okai is lehetnek. Az autópiacon a következő években fokozatosan magára találhat, amit támogat a munkaerőpiac stabilizálódása, a bérek továbbra is dinamikus növekedése, valamint a hazai autóállomány elmaradása a nyugati országokhoz képest a lakosság arányában. Az egyre magasabb követelmények és műszaki tartalom miatt érdemben emelkedő újautó árak, valamint a finanszírozási feltételek romlása, az emelkedő kamatszintek azonban fékezhetik az eladásokat.

#### Ingyatlanpiac

**29,5%-kal 1989-re csökkent a lakásátadások száma tavaly, míg 32,7%-kal 2019-ra nőtt a kiadott építési engedélyek száma.** Az előző évben 33,5%-kal több, 28208 lakás épült, ami 11 éves csúcsot jelentett, míg az építési engedélyek száma 35,8%-kal 22556-re csökkent. Idén az első két hónapban 6,1%-kal csökkent a lakóépületekre, azonban 9,7%-kal nőtt a lakásokra kiadott engedélyek száma.

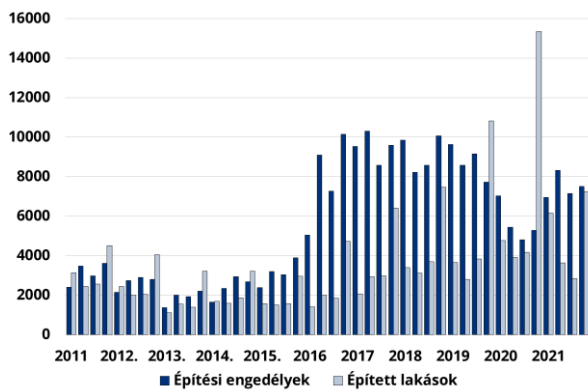
2016. eleje óta a lakásépítési engedélyek száma 193 895, míg az átadások száma 111 308 volt, azaz **82 587-tel több engedélyt adtak ki, mint amennyi lakás megépült**, ami tükrözi a kivitelezések igen jelentős csúszását. 2020-ban még viszonylag magas volt a lakásátadások száma a korábban építési engedélyt 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 családtámogatás (a CSOK-kal rendelkezők áfa visszaigénylése, illetékmentesség) új lendületet adhat az építkezéseknek. 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, valamint az építőanyagárak meredek emelkedése hátráltathatja az építkezéseket.

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



Forrás: KSH

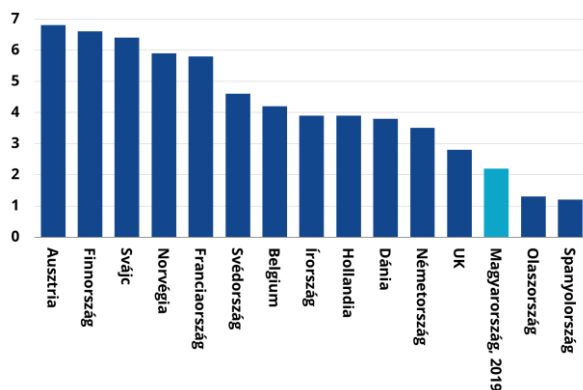
38. ábra: Lakásépítések, építési engedélyek



Forrás: KSH

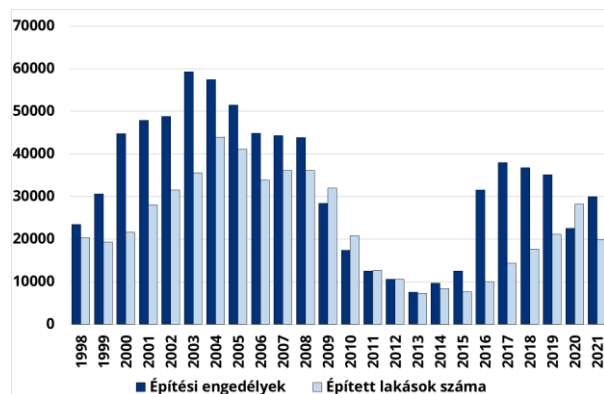
2021-ben **Budapesten 13,6%-kal csökkent a lakásépítési engedélyek száma, azonban 11%-kal nőtt az átadások száma**, a megyei jogú városokban 34,6%-kal nőtt az engedélyek, míg 46,9%-kal csökkent az átadások száma, az egyéb városokban 58,4%-kal nőtt az engedélyek, 32,6%-kal csökkent az átadások száma, a községekben pedig 55,2%-kal nőtt az engedélyek, ugyanakkor 44,6%-kal csökkent az átadások száma.

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



Forrás: Scope, Portfólió

40. ábra: Lakásépítések, építési engedélyek

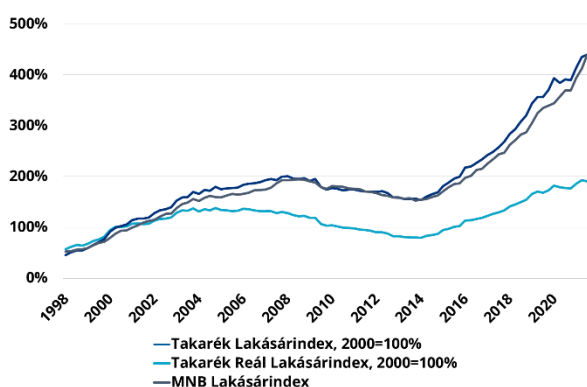


Forrás: MNB, TakaréK

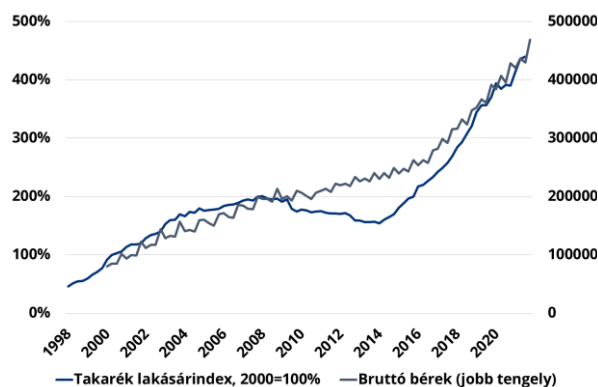
A lakásépítések igen egyenlőtlenül oszlanak el az országban. Budapesten 5491 engedélyt adtak ki, Pest megyében 7724-et, Győr-Moson-Sopron megyében 2235-öt, Somogy megyében 2322-öt, Hajdú-Biharban 1655-öt, Fejér megyében 1907-öt, további hét megyében meghaladta a 600-at, a sereghajtó pedig továbbra is Nógrád 137-tel, Békés 207-tel, Heves 360-nal, Tolna 260-nal. Budapesten 7038 lakást, Pest megyében 4122-öt, Győr-Moson-Sopron megyében 1823-at, Hajdú-Biharban 791-et, további öt megyében meghaladta az 500-at. A sereghajtó itt is Nógrád 49-cel, Tolna 118-cal, Békés 158-cal és Heves 182-vel.

A válság előtti teljesítményhez, a nemzetközi rátákhoz, valamint a hazai lakásmegújítás kívánatos mértékéhez képest a lakásépítések továbbra is elmaradnak. A 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.

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 külpiaci hatásokat tükröző meredek nyersanyagárrobbanás **érdemben növeli a kivitelezési költségeket** és így az újlakásárakat, az árak naponta változhatnak, ez pedig egyes nyersanyagok hiányával átmenetileg **fékezheti a lakásépítéseket, elbizonytalaníthatja, vagy elhalasztása kényszerítheti a beruházókat**, ami kockázatot jelenthet az ideai teljesítményre. **A hitelkamatok növekedése szintén visszafoghatja a keresletet**, azonban a **Zöld Otthon Program** keretében nyújtott hitelek népszerűsége a bevezetést követően kiemelkedő.

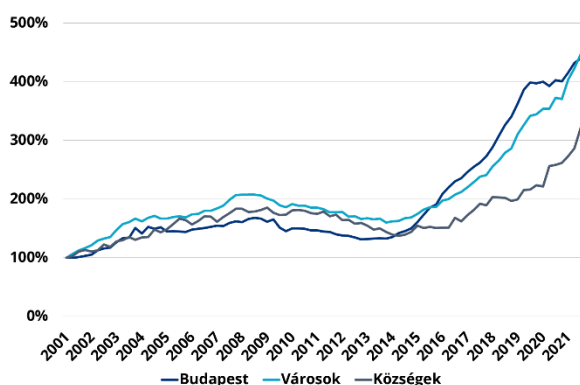
**41. ábra: Lakás reálárindex**


*Forrás: Takarék, MNB*

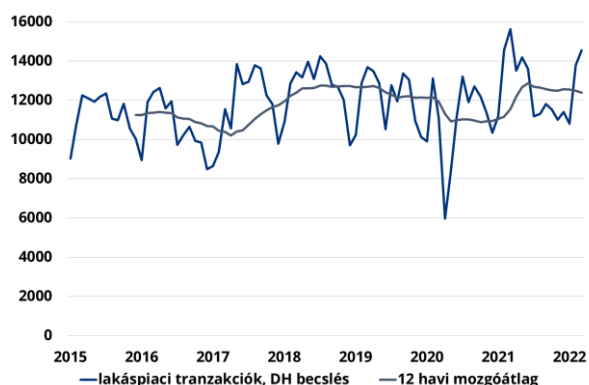
**42. ábra: Lakásárindex és bruttó bérek**


*Forrás: KSH, Takarék*

A tavaly tavaszi hónapokban mért rekordok után némileg lassult a lakóingatlan piac. Márciusban **14548 adásvétel valósult meg, ami mintegy 7%-kal marad el az egy évvel ezelőtől**. A Duna House tranzakciószám becslése szerint 2022. első negyedévében 39156 ingatlan adás-vétel realizálódott, amely a tavalyinál 5,4%-kal kevesebb, azonban így is az elmúlt tíz év második legerősebb évkezdése. A tavalyi év utolsó havi eredményével a hazai ingatlanforgalom elérte, sőt, túl is lépte a 150 ezres határt: a Duna House becslése szerint 150.974 tranzakció realizálódott 2021-ben. Éves szinten így 15%-os volt a növekedés az ingatlanpiacon 2020-hoz viszonyítva.

**43. ábra: Lakásárindexek**


Forrás: MNB

**44. ábra: Tranzakciószám becslés**


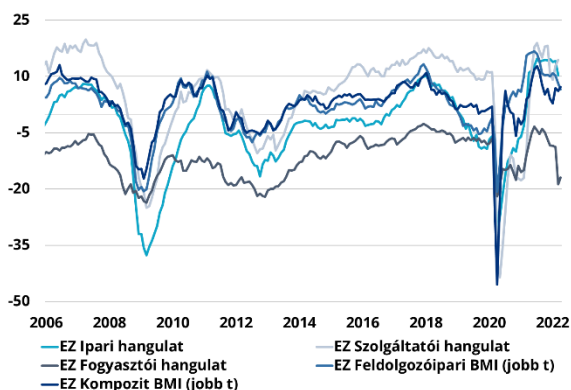
Forrás: Duna House

A Duna House elemzői szerint a hitelkamatok drágulása és az otthonteremtési kedvezmények még biztos kihasználása miatt **sokan előre hozzák ingatlanvásárlásukat**. Az adásvételek számát az **erős befektetői aktivitás** is erősíti, mivel sokan fordulnak az ingatlanpiac felé a bizonytalanabb és kiszámíthatatlanabb gazdasági környezetben, amit a magas infláció is támogat.

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 négyévnnyi 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. **Buborékról** legfeljebb csak **Budapest, újabban pedig egyes kiemelt üdülőövezetek** esetén **beszélhetünk**, ahol az árak behozták régiós lemaradásukat, a fent említett járvány utáni új lakáspiaci trendeknek megfelelően pedig egyes kerületekben átmenetileg csökkentek az árak.

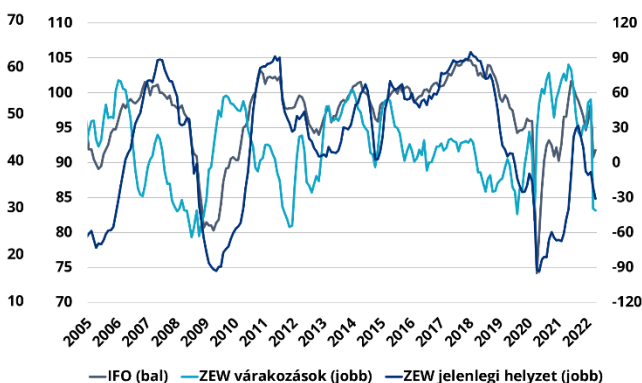
Konjunktúra-kilátások

**45. ábra:** Euró-övezeti konjunktúramutatók (egyedi módszertanú indexértékek)



Forrás: Reuters, Bloomberg

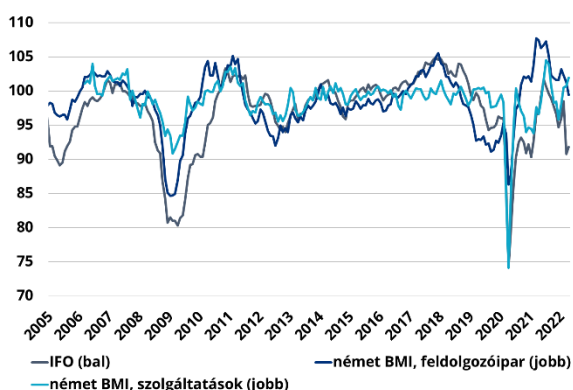
**46. ábra:** A német Ifo és ZEW index (egyedi módszertanú indexértékek)



Forrás: Reuters, Bloomberg

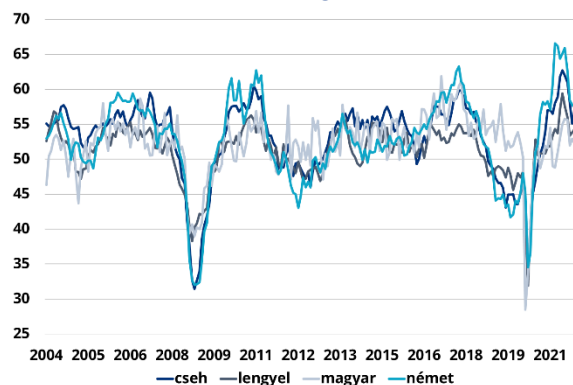
Az oltási folyamat gyorsulásával és a járvány lecsengésével újranyitó gazdaságok hatására a tavalyi nyári hónapokban meredeken felpattantak az üzleti bizalmi mutatók. A világkereskedelem helyreállításával a feldolgozóipari indexek már korábban elérték történelmi csúcsaikat, azonban innen lefordultak a beszállítói láncok és a szállítási kapacitások akadozása miatt. A nyersanyagárak robbanása és a szállítási költségek elszállása miatt az áremelési szándék is soha nem látott magasságba ugrott. A korlátozások fokozatos enyhítése a szolgáltatói ágazatok bizalmi mutatóinak adott éles lendületet, majd a delta variáns által okozott negyedik hullám hatására visszaestek, ami folytatódott az omikron variáns által okozott ötödik hullám és az ellene egyes országokban bevezetett átmeneti korlátozó intézkedések hatására. Az idei év elején óvatos javulás látszott az enyhülő ellátási problémák és a járványkorlátozások teljes feloldásának hatására, amit márciusban megtört az ukrajnai háború miatt fokozódó bizonytalanság és az energia, valamint nyersanyagok ellátási zavarai, illetve a meredeken emelkedő árak. Különösen nagyot zuhant a fogyasztói bizalom, mivel a megugró energia- és élelmiszerárak fokozottan rontja a háztartások vásárlóerejét.

**47. ábra:** A német Ifo és BMI indexek



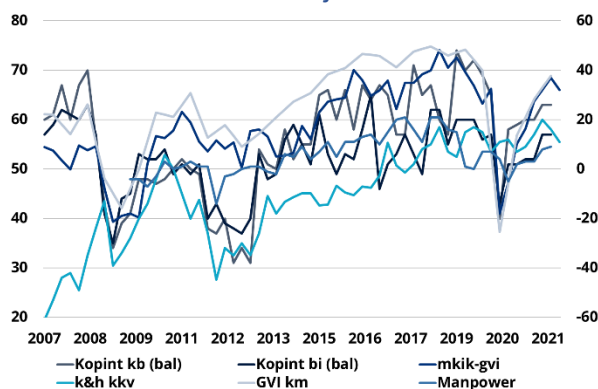
Forrás: Reuters

**48. ábra:** Régiós BMI-k

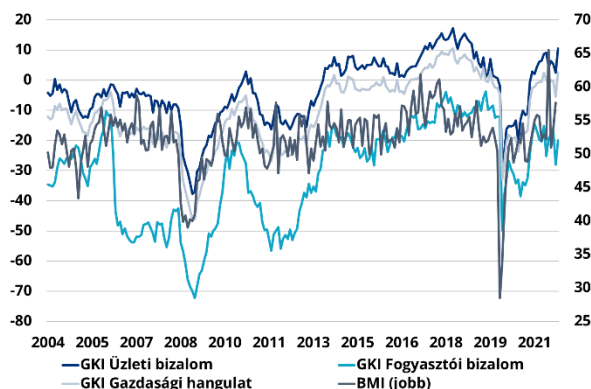


Forrás: Reuters

A gyors hazai oltásoknak és gazdasági nyitásnak köszönhetően a hazai bizalmi indexek többsége meredek felpattanással a tavalyi év közepére elérte a járvány előtti szintet. Az üzleti bizalom javulását eleinte a kedvező kilátásokkal rendelkező ipari és építőipari mutatók vezették, majd a szolgáltató szektor hangulata is igen meredeken javult. Az ukrajnai háború átmenetileg megtörte a javuló trendet, azonban áprilisban hároméves csúcsra ugrott. A fogyasztói bizalom a meredek javulást követően megtorpant, a háború kitörésének hatására élesen visszaesett, de egy hónappal később már markánsan javult. A lakosság a saját pénzügyi helyzetét, valamint a nagy értékű tartós fogyasztási cikkek vásárlásával kapcsolatos lehetőségeit a jelentős transzfereknek köszönhetően javulónak érezte, ezzel szemben a megtakarítási képesség megítélése romlott, az inflációs várakozások, valamint a munkanélküliségtől való félelmek enyhültek, míg a magyar gazdaság jövőbeli helyzetének megítélése javult.

**49. ábra: Hazai konjunktúra-mutatók**


*Forrás: MFB, Kopint, MKIK, K&H*

**50. ábra: GKI bizalmi indexek és a BMI**


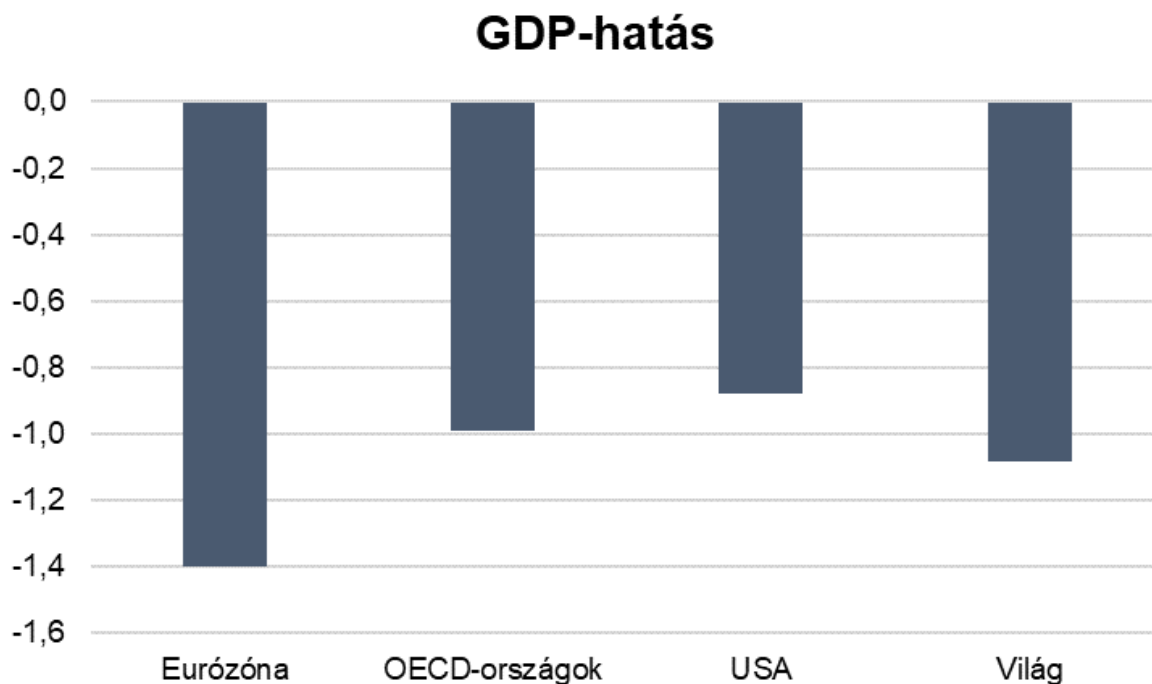
*Forrás: GKI, MLBKT*

**III. GLOBÁLIS GAZDASÁGI FOLYAMATOK**

A **2021-es globális gazdasági növekedés** az **IMF** becslése alapján **5,5%-on alakulhatott**, idén **jelentősen lassulhat a gazdaság bővülése**. Ez több okra vezethető vissza: a koronavírus-járvány jövőbeli lefutása, az általa okozott bizonytalanság, de a fokozatosan kivezetésre kerülő fiskális ösztönzők és kínálat korlátok tartós fennmaradása is fontos tényezők. A koronavírus-járvány utáni gazdasági fellendülést hatalmas globális kínálati sokk lassítja, amely csökkenti a növekedést és felpörgeti az inflációt. E hatásokhoz járul hozzá az ukrajnai háború és az Oroszországgal szembeni gazdasági szankciók, amelyek különösen a globális energiaellátás biztonsága miatt jelentenek kockázatot.

- A nagyfokú bizonytalanság miatt az OECD becslése alapján **a világgazdaság növekedése több mint 1 százalékponttal lehet alacsonyabb, mint ahogyan azt az orosz-ukrán konfliktus kitörése előtti várták**. Korábban, az **IMF** (2022 januárjában) 4,4%-os az **OECD** (2021 decemberben) 4,5%-os gazdasági bővülést prognosztizált 2022-re. Összeségében az OECD a háború hatásai miatt körülbelül 1%-ponttal rontotta a globális növekedési kilátásokat, amelyek így 3,5% körül alakulhat az idei évben, azonban a szervezet felhívja rá figyelmet, hogy a prognózist jelentős bizonytalanság övezik. Az **IMF** hasonló léptékben rontotta az előrejelzését, 2022-re és 2023-ra is 3,6%-os globális gazdasági bővülést prognosztizálnak.

**51. ábra:** Az orosz-ukrán konfliktus GDP-t mérséklő hatását mutatja



*Forrás: OECD*

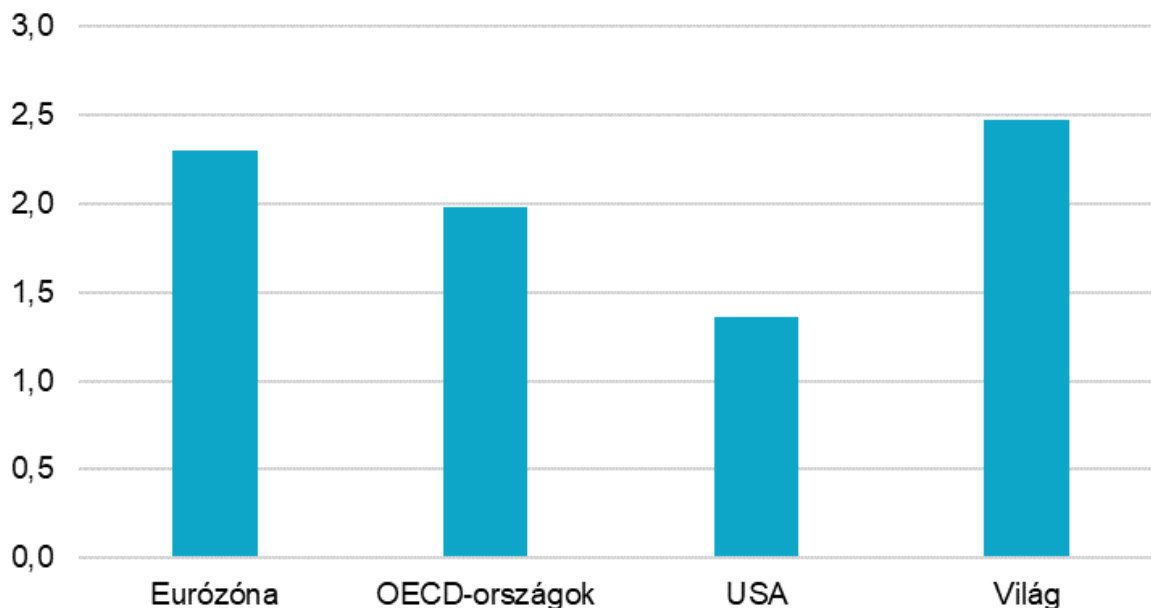
Az **OECD** már az idei év elején is magas inflációt várt, de tovább emelte előrejelzését, így **legalább 2,5 százalékponttal lehet magasabb az árnyomás 2022-ben**, mint a háborús konfliktus és a szankciók nélkül lett volna. Összességében, a 2021-es átlagos 5% infláció után a mutató nem lesz képes mérséklődni 2022-ben, hanem nemzetközi szinten átlagosan 6% közelébe emelkedhet (az OECD 2021. decemberi várakozása 3,5% volt). Az IMF becslése szerint 2022-ben 5,7 százalékos lehet az infláció a fejlett gazdaságokban és 8,7 százalékos a feltörekvő piaci és fejlődő gazdaságokban, ami 1,8 és 2,8 százalékponttal magasabb a tavaly januárban előrejelzettnél. 2023-ban a fejlett gazdaságok inflációja 2,5%-ra, míg a feltörekvőké 6,5%-ra lassulhat.

- Az energiaárak világszerte erőteljesen megugrottak, mivel Oroszország adja a világ földgáztermelésének mintegy 19%-át és a kőolaj-termelésének 11%-át. Európa különösen nagy mértékben függ az orosz földgáztól és kőolajtól. A gáz ára Európában jelenleg több mint tízszer magasabb, mint egy évvel ezelőtt, miközben az olaj ára csaknem megkétszereződött ugyanebben az időszakban. Az ársokk világszerte növeli a kiadásokat és megzavarja az ellátási láncokat, illetve az áruk és szolgáltatások termelését.
- A nyersanyagárak meredeken emelkedtek. Oroszország és Ukrajna a búza, a műtrágya, valamint az iparban használt fémek, például a nikkell és a palládium fontos termelői. A búza, a kukorica és a műtrágya termelészavarai az élelmiszer-ellátás bizonytalanságát növelhetik világszerte, különösen a feltörekvő piacokon és az alacsony jövedelmű országokban. A fémárak megugrása számos iparágat érinthet, például a repülőgép-, autó- és chipgyártást.



**52. ábra:** Az orosz-ukrán konfliktus inflációt növelő hatását mutatja

## Inflációs hatás

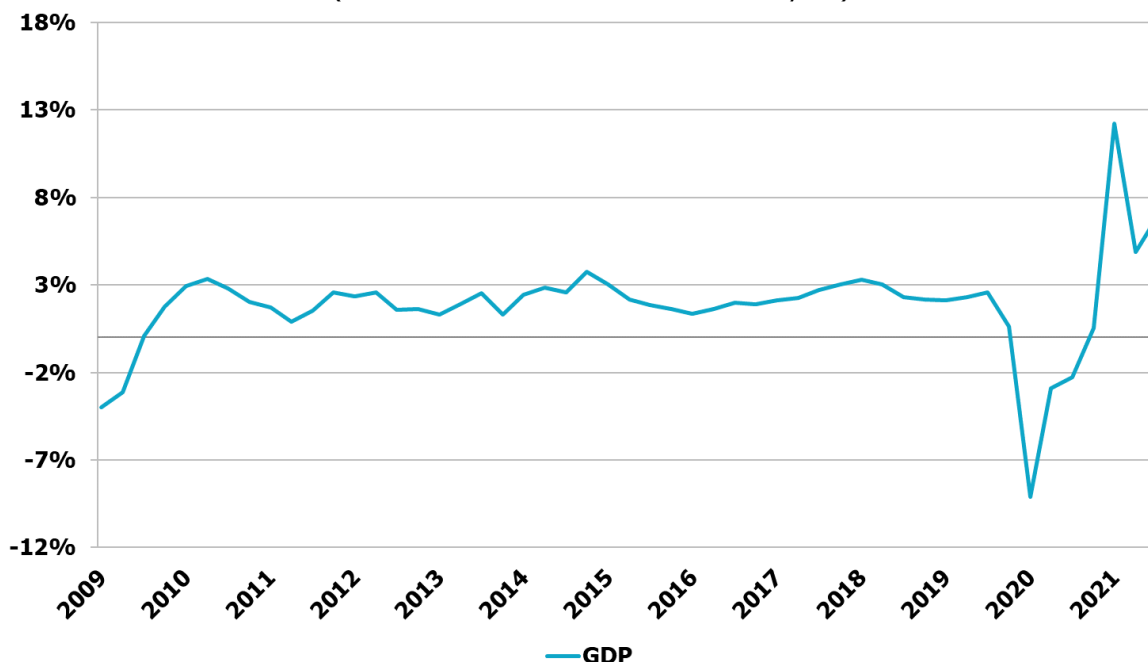


*Forrás: OECD*

### Az USA gazdasági folyamatai

Az Egyesült Államok **GDP**-je [2022](#)-ben a Fed várakozása szerint 2,8%-kal bővülhet, a decemberben előrejelzett 4,0% helyett. A korábbi gyors fellendülést visszafogták a nemzetközi szinten tapasztalható ellátási zavarok, az energiaárak emelkedése és geopolitikai kockázatok, amelyek a következő időszakban várhatóan fokozatosan enyhülni fognak. Az **üzleti bizalom** esetében **még nem érzékelhetőek a negatív kilátások**, az év első három hónapjában az optimista hangulat a szolgáltatói szektort és a feldolgozóipart is jellemezte.

Az IHS Markit [kompozit](#) mutatója nyolchavi csúcsértéken állt 2022. márciusában, 55,9 pontról 57,7 pontra emelkedett. Ugyanakkor a globális gazdaság lassuló növekedése, a monetáris és fiskális gazdasági ösztönzők kivezetése rányomhatja a bélyegét a gazdasági ideai teljesítményére. 2022-ben a gazdasági bővülés markánsan lassabb lehet az előző évinél, emellett továbbá növekedési kockázatot jelent a koronavírus-járvány alakulása. A következő két évben 2% körül stabilizálódhat az amerikai gazdaság bővülése a Fed előrejelzése alapján, **2023-ban 2,2%, míg 2024-ben 2,0% lehet a növekedés üteme.**

**53. ábra: Az Egyesült Államok GDP-növekedése**
**Az USA GDP-növekedése**  
 (az előző év azonos időszakához viszonyítva)


Forrás: Bloomberg

A **munkaerőpiacot** hónapok óta tartó élénkülés jellemzi, a feszes munkaerőpiac a bérek emelkedésének irányába hat. Mindazonáltal a foglalkoztatás szintje a járvány kitörése óta a legmagasabb szinten van. A [munkanélküliség](#) a januári 4,0%-ról 3,6%-ra csökkent márciusban, azonban a foglalkoztatottak száma továbbra is 2,5 millió fővel kevesebb, mint a járvány előtt volt. Ezzel együtt is [52 év óta](#) a legalacsonyabb volt az állami munkanélküli segélyben részesülők száma. A kedvező munkaerőpiaci folyamatokra nézve lefelé mutató kockázatot jelent, hogy a geopolitikai feszültségek miatti kedvezőtlen gazdasági kilátások ronthatják a vállalkozások bizalmát és lassíthatják a foglalkoztatás növekedését az elkövetkező hónapokban. Januárban közepén rekordszámú, 3,62 millió ember hiányzott a munkából betegség miatt, a koronavírus omikron változata által okozott téli járványhulláma következtében. A fertőzések száma azóta jelentősen csökkent.

Az első negyedévben a gazdasági aktivitás ellentmondásos tendenciákat mutatott: a **kiskereskedelem** lendületes növekedése átmenetileg megtorpant februárban (a januári 3,8% után februárban 0,3%-kal bővült), de [márciusban](#) a dinamikus bővülés (6,9%) folytatódott. Eközben az **ipari termelés** jelentősen javult 2022. első hónapjaiban (januárban: 3,3%, februárban: 7,5% és márciusban: 5,5%).

A **fiskális politika** további szigorodása várható 2022. során, a pandémiás támogatások fokozatos kivezetésével. Ugyanakkor a költségvetési hiány az idei évben még meg fogja

haladni a járvány előtti szintet. A fizikai infrastruktúrával kapcsolatos hosszabb távú közkiadások megvalósítása elkezdődhet, de alapvetően középtávon fejtheti ki hatását.

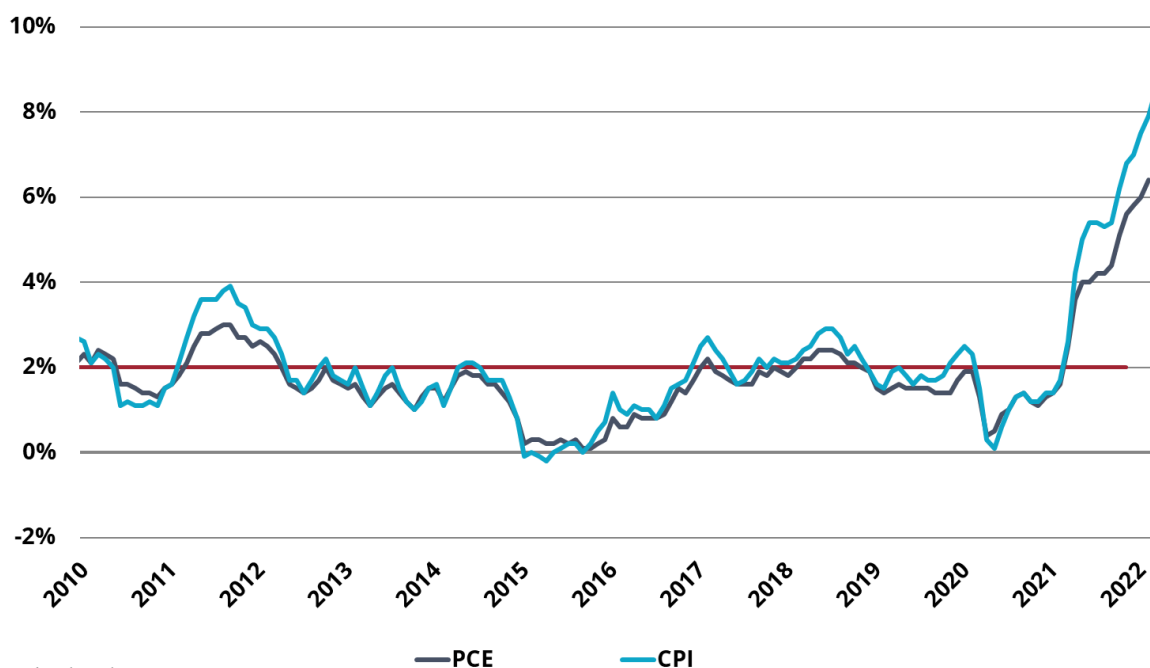
### Monetáris politikai fejlemények

A tavalyi év második felétől jelentősen meglóduló inflációs folyamatok következtében – amiben szerepet játszik a pénznyomtatás, a pandémia alatti kényszermegetakarítások elköltésének szándéka és a kínálati, nyersanyagár sokkok is – a megingathatatlanul laza japán és a vonakodó, japanizálódó európai jegybank kivételével minden fejlett gazdaságbeli jegybank az érdemi monetáris szigor útjára lépett immár, új ciklust indítva ezzel. Ez a 40 éves csúcsra emelkedő amerikai infláció fényében mindenképpen indokoltnak tekinthető – márciusban 8,5% volt a mutató az előző havi 7,9% után -, illetve a jegybank másodlagos célja, a munkanélküliség márciusi 3,6%-os szintje is lehetővé teszi a restriktív ciklust.

#### 54. ábra: Az USA inflációja

### Infláció az USA gazdaságában: PCE és CPI

(az előző év azonos időszakához viszonyítva)



Forrás: Bloomberg

A Fed már novemberben elkezdte a kötvénvásárlásainak csökkentését, aminek az ütemét aztán év végén fel is gyorsította és idén márciusra meg is történt a teljes kivezetés, sőt immár **a közel 9000 milliárd dolláros jegybankmérleg leépítése van napirenden**, akár már a nyár elejétől kezdve, havi 95 milliárd dolláros ütemmel. Ezzel párhuzamosan **márciusban sor került az első amerikai kamatemelésre, így a 0,25-0,5%-os sávba emelkedett az irányadó**

**ráta** és az év eleje óta érkeznek az egymást túllicitáló kamatemelési várakozások, de **a következő üléseken az 50bp-s kamatemelési volumen jelenleg igen valószínűnek tűnik.**

A Fed döntéshozók közt van, aki idén év végére már 3,5%-os kamatszintet szeretne látni, ami szerinte „éppen túl van” a neutrális, azaz a növekedést sem nem fékező, sem nem ösztönző szinten (az empirikus tapasztalatok alapján ez valahol 2,5% alatt van valójában), de a piaci határidős kamatvárakozások alapján is **220bp körüli összesített emelést áraznak** a befektetők jelenleg. A korábban az állami és vállalati finanszírozási költségek csökkentése, a munkahelyteremtés és a növekedés ösztönzése, valamint a pandémiás hatások ellensúlyozása érdekében indokoltan levágott kamatok illetve a korlátlan volumenben bevetett QE eközben más területeken is látványos mellékhatást gyakoroltak. A részvénypiacok árazása – azon belül is elsősorban a globális tech papíroké – láthatóan elszakadt a fundamentumoktól, az egyelőre továbbra is a rendszerben keringő plusz likviditás keresi a helyét, és a továbbra is negatív reálhozamokat kínáló kötvénypiacok, a nem létező betéti hozamok mellett jobbra csak a részvénypiac és az ingatlanpiac marad, ahol lecsapódhat ez a forrástömeg. A fogyasztói inflációs mutatók évtizedes csúcsokat döntenek, az amerikai lakáspiac áremelkedése 30 éves csúcsra gyorsult tavaly nyáron, és azóta is tartja ezt a tempót. A részvénypiacok reagálva az élesen emelkedő kamatvárakozásokra és az emelkedő kötvényhozamokra – amik növelik a jövőbeni pénzáramok diszkontrátáját, így csökkentik a modellszerű értékeltséget – a január eleji csúcsokról kisebb korrekciós esésbe illetve oldalazásba váltottak jelezvén az éles globális monetáris fordulatot, de többéves távlatban nincs oka panaszra a részvénypiaci befektetőknek, évtizedes csúcsokon állnak az értékeltségek továbbra is. Nem sokkal korábban, a laza kondíciók fenntartása érdekében még azzal is próbálkozott a Fed, hogy módosítja az inflációs célkövetési rendszerét, miután az eddigi horgonyzott inflációs célkövetés helyett nem egy meghatározott, fix inflációs cél elérését, hanem egy – meg nem határozott hosszúságú – gazdasági ciklusban átlagosan megvalósuló inflációt tűzött ki, így kell teljesülnie a 2%-os inflációs célnak. Ez a mutató csak 2004 közepe és a 2008-as pénzügyi válság őszi kitörése között tartózkodott enyhén e felett, míg azóta csupán kétszer lépte át átmenetileg néhány hónapra a kitűzött célt, az elmúlt tíz év átlaga pedig mindössze 1,6 százalék volt. A világ leginkább figyelemmel kísért jegybankjánál az eszköztár bővítésének hatására szédítő tempóban emelkedett az immár oldalazó mérleg tavaly februártól kezdve, az akkori 4100 milliárd dolláros szintről a legutolsó hónapban már meghaladta a 8900 milliárdos szintet, ami az amerikai GDP 38%-a, így erről a szintről indulhat a tervezett tapering majd.

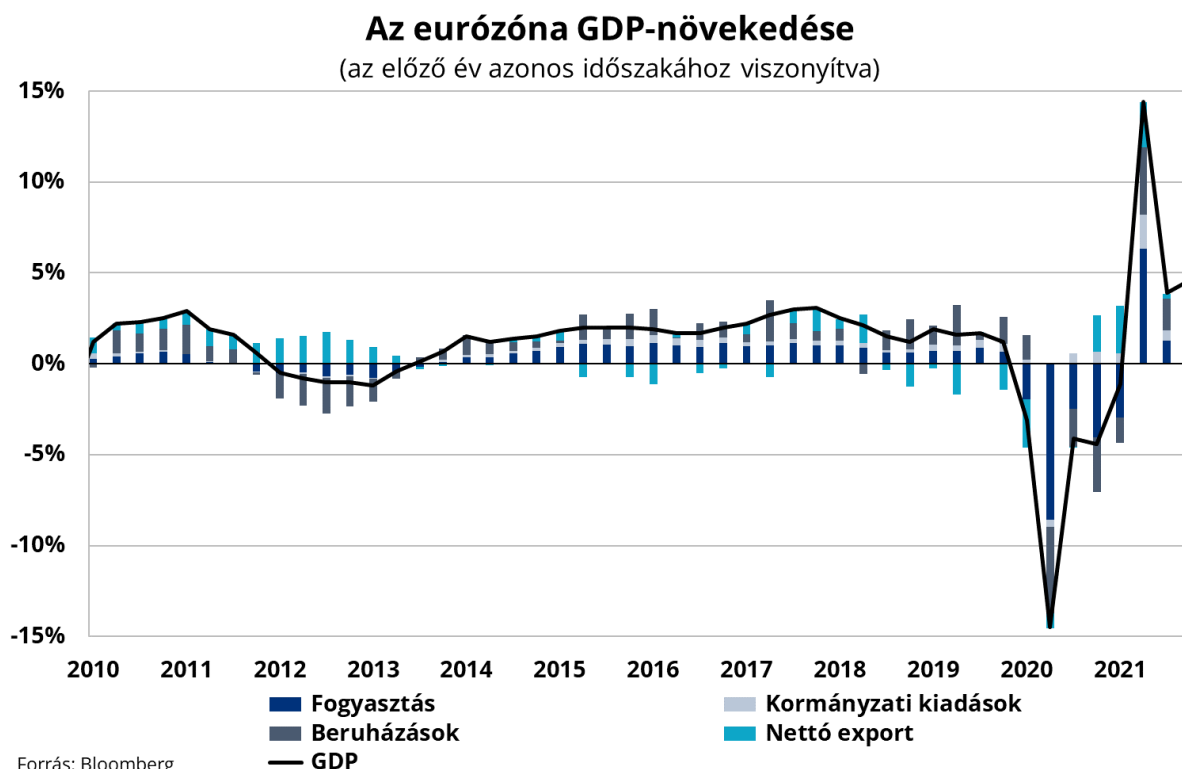
### [Eurózána gazdasági folyamatai](#)

A február végén kirobbant orosz-ukrán konfliktus számottevően átírta az eurózánaival kapcsolatos kilátásokat. Az Oroszországra kivetett uniós szankciók, a dinamikus emelkedő

energia- és élelmiszerárak, a tartós ellátási bizonytalanságok további súlyosbodása, az beszállítói láncok szakadozásából fakadó szállítási nehézségek, valamint nyersanyag- és alkatrészhiány jelentősen rontja az eurózóna növekedési potenciálját és számottevően fokozza a valutaövezetre nehezedő inflációs nyomást. Éppen ezért az **Európai Központi Bank** a legfrissebb, [márciusi előrejelzésében](#) **4,2%-ról 3,7%-ra mérsékelte az eurózóna 2022. évi növekedési ütemére vonatkozó prognózisát**. A jegybank negyedéves alapon 0,2%-os GDP-növekedést vár az idei első negyedévben (a tényadatot április 29-én ismerhetjük meg).

Az Oroszországra kivetett szankciók, valamint önmagában a háborús környezet csökkentheti az eurózóna külső keresletét, ami az **exportbevételek lassulásában** is meglátszódhat. Továbbá az energia- és élelmiszerárak emelkedése miatt **csökken a lakosság felhasználható jövedelme**, emellett óvatossági megtakarításokat is képezhetnek a háborús félelem következtében. Mindkettő folyamat a **belső kereslet csökkenését** idézheti elő. A háborús bizonytalanságok ellenére az ECB várakozása szerint **továbbra is a fogyasztás lesz a növekedés fő hajtóereje** az eurózónában.

**55. ábra:** Az eurózóna GDP-növekedése



A valutaövezet **munkaerőpiaca** a háborút megelőzően is jó állapotban volt és várhatóan továbbra is stabil marad, amit az erősödő munkaerőkereslet, valamint a növekvő foglalkoztatás támogat. A feszes munkaerőpiac felfelé hajthatja a béreket.

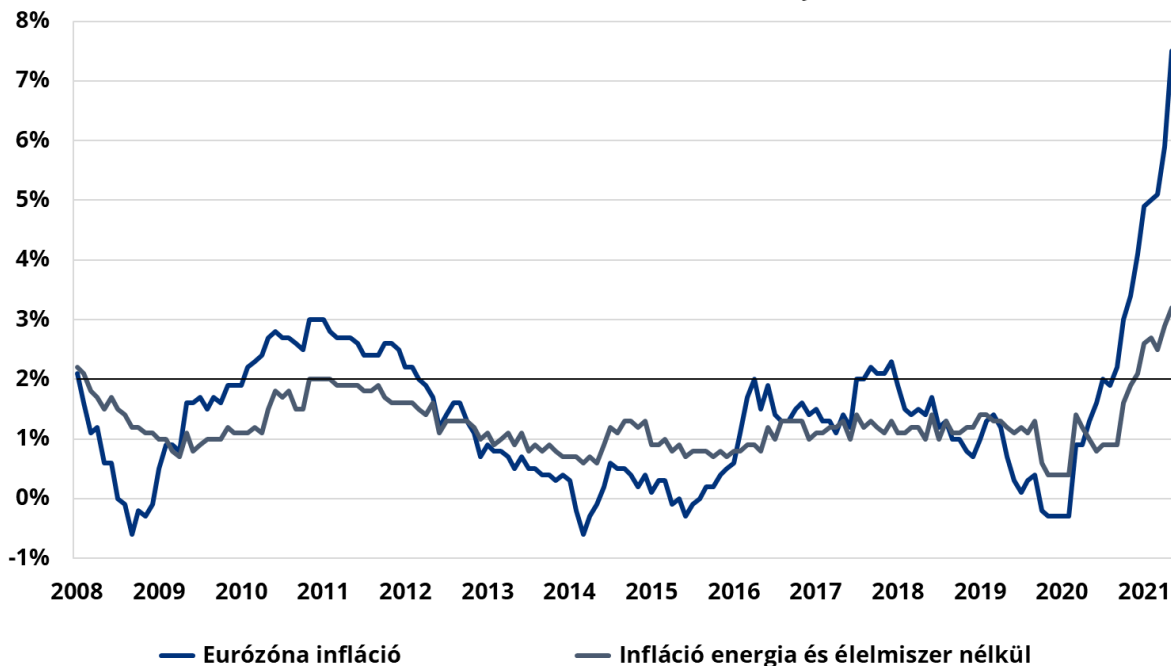
A jegybank várakozása szerint a szűk kínálati keresztmetszetek fokozatos feloldásával **élénkülhet az euróövezet beruházási kedve**, ugyanakkor a háborús bizonytalanságok miatt ezek alakulása kérdéses. A **fiskális politika** 2021-hez képest várhatóan **kevésbé lesz támogató** 2022-ben, ugyanis az átmeneti pandémiás programok folyamatosan kifutnak, illetve több kormányban beszűkült a pénzügyi mozgástere. Fontos hangsúlyozni, hogy a háborús kilátások és a lefelé módosított GDP előrejelzés ellenére a jegybank azzal számol, hogy a következő években a valutaövezet gazdasági növekedése visszatér a pandémia előtt prognosztizált pályára. **Az ECB évi 2,8%-os gazdasági növekedést vár 2023-ra, 2024-ben pedig 1,6% körül alakulhat a kibocsátásbővülés az euróövezetben.**

#### Monetáris politikai fejlemények

Az Egyesült Államokhoz hasonló a helyzetkép az eurózóna esetében is, az európai inflációs dinamikában is látszanak az aktív monetáris és fiskális stimulusok, a nyersanyagárak illetve az elhalasztott kereslet hatásai, **márciusban 7,5%-os történelmi csúcsra emelkedett a mutató** az előző havi 5,9%-os szintről gyorsulva. Így már az EKB háza táján is megjelentek az óvatos, idei szigorítást kilátásba helyező hangok, bár a legutolsó hivatalos EKB megszólalásra épp a vonakodás volt a jellemző, mivel a jegybank vélhetően kívárna, amíg látszanak az orosz-ukrán háború reálgazdasági hatásai a kontinens életében. Korábban, a 2000-es évek kétharmadában 2 százalék körüli, de többnyire azt kissé meghaladó volt az eurózóna inflációja, a 2008-es pénzügyi válságot megelőzően felpattant 4 százalékig, majd defláció és 3 százalék között hullámozott, 2013. óta pedig csak egyszer érte el néhány hónapra a célt, így a most látott mutatók jelentős fundamentális váltást jeleznek.

**56. ábra: Az eurózóna inflációja**
**Az eurózóna inflációja**

(az előző év azonos időszakához viszonyítva)



Forrás: Bloomberg

**Az európai jegybank a márciusban lejáró pandémiás vészhelyzeti eszközvásárlási program (PEPP) pótlására 20 milliárdról átmenetileg 40 milliárd euróra növelte a korábban elindított eszközvásárlási program havi volumenét, amit fokozatosan mérsékelne 2022. harmadik negyedévéig.** Azonban látni kell, hogy az EKB mozgásterében igen korlátozott, mivel az elszálló – főként dél-európai – államadósságok az egyre emelkedő hozamszintekkel párhuzamosan megoldhatatlan problémát okoznának az eurózóna periferiáján, amennyiben a kötvényvásárlások teljesen leállnának. A növekedést és a munkanélküliséget tekintve szintén ez a kettőség látszik az EKB „csapdahelyzetét” igazolva, mivel a munkanélküliség szintje 10% körül/felett van az eurózóna déli részén, így ebből a szempontból is indokolt lenne a további monetáris lazaság, míg az északi területeken gyakorlatilag teljes a foglalkoztatás és az alap erőteljes inflációs nyomást tetézve fennáll az ár-bér spirál veszélye.

**Regionális gazdasági folyamatok**

A cseh gazdaság **3,3%-os** növekedést produkált 2021-ben a 2020-as 5,8%-os csökkenés után. A **téli előrejelzés** szerint a cseh gazdaság idén 3,0%-kal, 2023-ban pedig kissé gyorsabban bővíülhet. Az orosz-ukrán háború a cseh gazdaságra is jelentős hatással lehet, az infláció tovább emelkedhet, míg a növekedési kilátások csökkenhetnek.

A lengyel gazdasági növekedés a jegybank szerint idén a 3,8-5,9%-os, 2023-ban a 3,8-6,1%-os, 2024-ben pedig az 1,4-4,0%-os sávban alakulhat, az idei és jövő évre vonatkozó várakozásokat illetően a tavaly novemberi előrejelzésüket erősítették meg a jegybank szakértői.

A [Világbank](#) 1,9%-ra módosította a román gazdaság növekedési kilátásait 2022-re vonatkozóan a korábban (2022. januárban) várt 4,3%-ról. Ugyanakkor 2023-ban 4,1%-os bővülés következhet, ami magasabb, mint a korábban prognosztizált 3,8%-os GDP-növekedés.

**Európaszerte fokozódik az árnyomás, az áremelkedésben a legtöbb ország esetében az ellátási zavarok, az üzemanyag- és az energiaárak emelkedése húzza az inflációt, amit a február végén kirobbant orosz-ukrán háború tovább súlyosbít.**

A [csehek](#) esetében elsősorban a közlekedés/szállítás, valamint a lakás, víz, villany, gáz és egyéb tüzelőanyagok árának növekedése gyorsította az inflációt. A személyszállító járművekhez használt üzemanyagok és kenőanyagok árnövekedése 50,6%-ra gyorsult, míg a villamos energia ára 24,7%-kal, a földgáz ára 37,7%-kal növekedett egy év leforgása alatt.

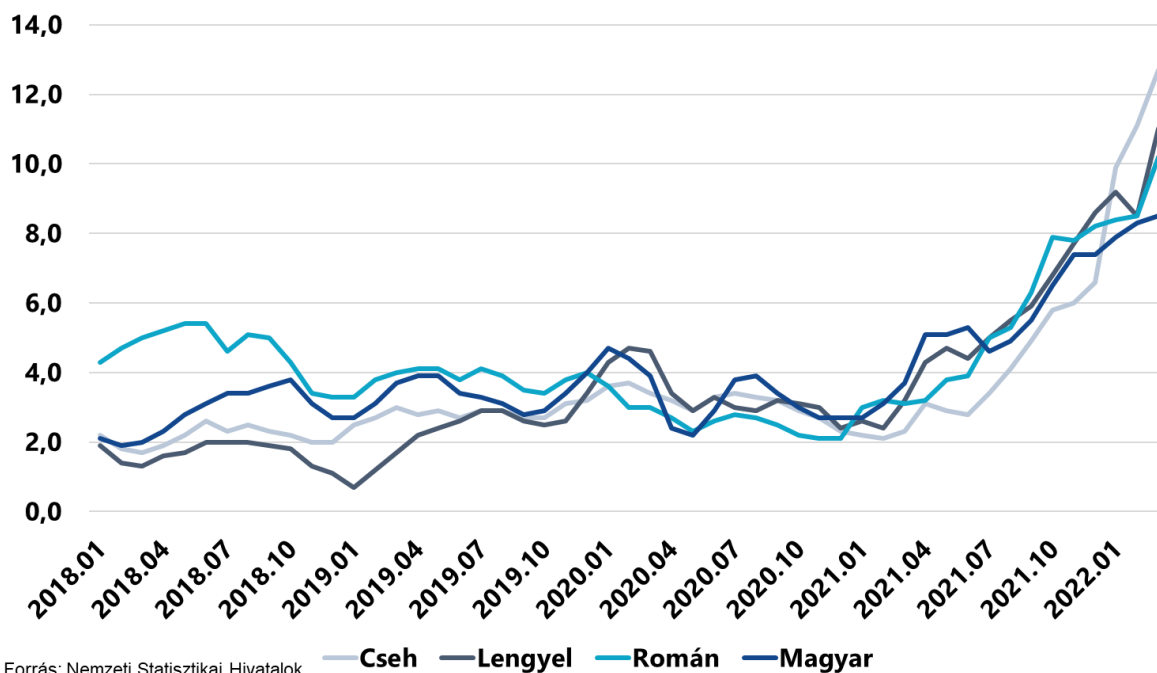
A [románok](#) esetében az élelmiszerárak 11,2%-os, az villamos energia, gáz és központi fűtés árának 11,7%-os, valamint az üzemanyagár 34,2%-os éves növekedése járult hozzá leginkább a fogyasztói árak emelkedéséhez.

A [lengyelek](#) esetében a szállítmányozás, az elektromos áram, gáz és egyéb üzemanyagok kategóriákban volt a legjelentősebb áremelkedés márciusban éves alapon.

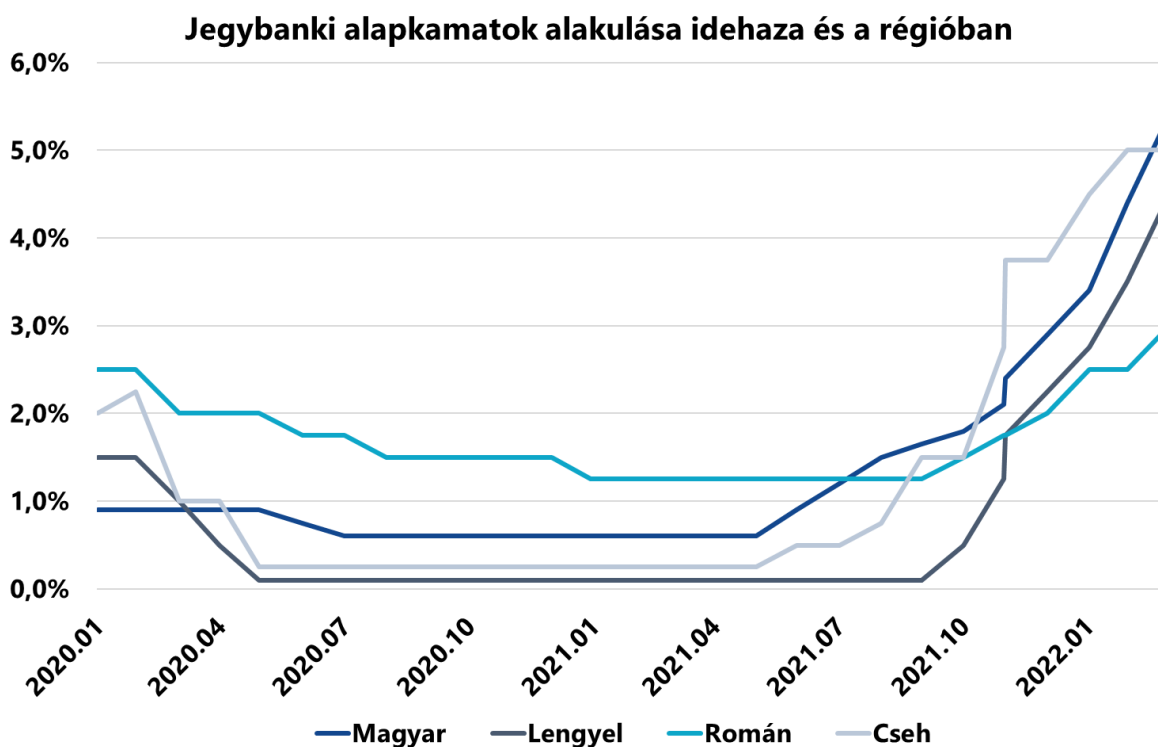


57. ábra: A közép-kelet-európai régió inflációja

**Infláció alakulása idehaza és a régióban**  
(az előző év azonos időszakához képest, %)



2021. nyarán a magyar és a cseh jegybank indította meg a kamatemeléseket a régióban, majd október elején a román és a lengyel központi bank is kamatemeléssel reagált a megnövekedett árnyomásra. **Az elmúlt 3 hónapban a kamatemelés minden kamatdöntő ülés alkalmával folytatódott a régió országaiban, valamint az emelések mértéke is emelkedett köszönhetően annak, hogy a magas infláció a vártnál sokkal tartósabbnak bizonyulhat.**

**58. ábra: A közép-kelet-európai jegybanki alapkamatok**


Forrás: nemzeti bankok

#### **Cseh Nemzeti Bank:**

A cseh központi bank [márciusban](#) 50 bázisponttal 5,0%-ra emelte az alapkamatot. Emellett a jegybank szintén 50 bázisponttal emelte a kamatfolyosó két szélét is: a diszkontrátát 4,0%-ra, a lombard rátát pedig 6,0%-ra. A döntéseket azzal indokolták, hogy az ellátási lánc zavarai, az élénk kereslet, az energiaárak emelkedése megnövelték az inflációs kockázatot, valamint az utóbbi időszakban a munkaerőpiac is túlfűtötté vált.

#### **Lengyel Nemzeti Bank:**

A lengyel jegybank [áprilisban](#) 3,5%-ról 100 bázisponttal 4,50%-ra emelte az alapkamatot, továbbá a kamatfolyosó két szélét is 100 bázisponttal emelte, így a betéti ráta 4,00%-on, a lombard ráta pedig 5,0%-on áll. Ezzel együtt a diszkont rátát 3,55%-ról 4,60%-ra, a rediszkont rátát 3,60%-ról 4,55%-ra emelték.

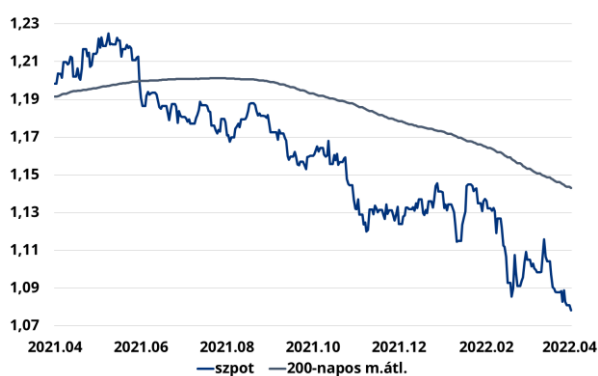
A jegybank kiemelt figyelemmel kíséri a munkaerőpiaci folyamatokat, amely egyre kedvezőbb eredményeket mutat, habár a szezonális hatásoknak köszönhetően a munkanélküliségi ráta január után februárban [5,5%](#)-on stagnált, de még mindig nem érte el a járvány előtti szintet (2019 decemberében 5,1%-on állt a munkanélküliségi ráta). A gazdaság is jól teljesít: 2021. egészét tekintve a lengyel gazdaság [5,7%](#)-kal növekedett az előzetes adatok alapján. Várhatóan 2022-ben az előző évihez képest mérsékeltebb lesz a növekedés, kockázati tényezőkként a jegybank a geopolitikai helyzetet, valamint az inflációt jelölte meg.

**Román Nemzeti Bank:**

**Áprilisban** a román jegybank 50 bázisponttal 3,0%-ra emelte az alapkamatot, valamint a kamatfolyosót is 50 bázisponttal emelték; így a betéti kamatláb 2,0%-ra, a hitelkamatláb pedig 4,0%-ra emelkedett. Továbbá a Monetáris Tanács a kötelező tartalékolási ráta szinten tartása mellett döntött. A munkaerőpiac jól teljesít, a beérkező adatok alapján a munkaerőhiány egyértelműen növekszik hamarosan a 2019-ben tapasztalt csúcstérteket is elérheti. A munkaerőhiány és az erősödő foglalkoztatási szándék a bérek újratárgyalására lehet hatással, különösen az inflációs ráta gyors emelkedése közepette.

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

Nemzetközi devizapiacok és a forint

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


Forrás: Bloomberg

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


Forrás: Bloomberg

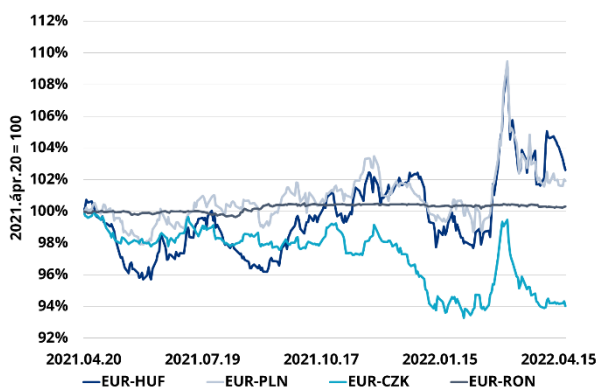
**Az euró tavaly májusig tartó látványos, 3 éves csúcsra erősödése a nyár óta látványosan megtört, az EKB elkötelezetten expanzív hozzáállása, az erőteljes inflációs folyamatok, a rapidan szigorodó amerikai jegybanki kommunikáció és emelkedő kötvényhozamok miatt az infláció korának beköszöntével véget ért az euró erősödő trendje és jelenleg már az 1,07-es szint felé tart az EUR/USD keresztárfolyam.** További segítséget jelent a dollár globális, végső menedékszerepe is a jelentős piaci bizonytalanságok, az orosz-ukrán háború, a deglobalizáció és egyéb bizonytalanságok közepette, megfűszerezve az emelkedő dollárkamat szintekkel és a pénznyomtatás befejeztével, ami ellenállhatatlanná teszi az amerikai devizát. Az EUR/USD kereszt esetében a jelenleg ismét divergensé váló monetáris politikai cikluson túl, fundamentális szempontból továbbra is az euró moderált erősödése lenne indokolt, mivel az euróövezetben továbbra is masszív fizetési mérleg többlet van (2021. Q4: +83.9Mrd EUR), amit az ipar gyors helyreállása is hajtott az ipari exportra erősen építő Európában. Ellentétben az amerikai, a pandémia előtti sinthez képest is masszívan negatív szinttel (2021. Q4: -217.9Mrd USD), ami összefüggésben áll a szolgáltatások

gyengélkedésével és ehelyett az iparcikkek fogyasztásának és importálásának felpörgésével, amit nagyrészt az ázsiai import fedez. Azonban a jegybanki előretekintő iránymutatások és szóbeli intervenciók továbbra is elsődleges fontosságúak lesznek a devizaárfolyamok alakulásában, különösen a jelenlegi helyzetben és ez jól tükröződik az EUR/USD devizakeresztben is, az eddig lezajlott éles változások is főként a kommunikációnak és a várakozások beárazásának köszönhetőek.

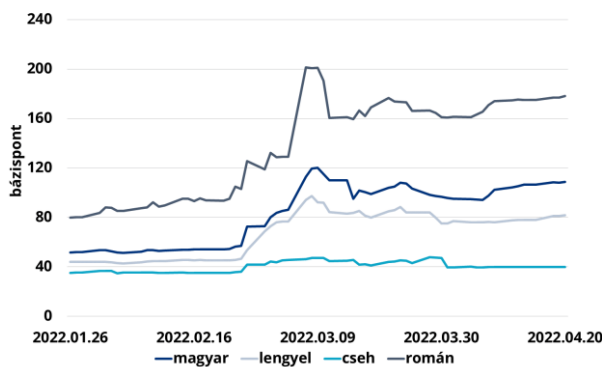
A dollár jelenlegi erejét talán még ennél is jobban mutatja a – szintén menedéknek tekintett – japán jennel szembeni árfolyama, amely szűk két hónap alatt két évtizedes csúcsra került, jelezvén a piac véleményét a japán jegybank továbbra is extrém laza politikájáról, szemben az amerikai szigorral. A látványos piaci folyamatokra reagált a japán pénzügyminiszter is nemrég, mondván, hogy a gyorsan gyengülő jen nagyobb károkat okoz a gazdaságnak jelenleg, mint az abból származó előnyök – pl. exportélnékvítés -, de egyelőre nem hatnak az intervenciók szavak, sem a jegybank ismert, konkrét beavatkozásai.

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

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

**63. ábra: Az EUR/régiós devizák keresztárfolyama (előző év azonos n.év kezdete=100)**


Forrás: Bloomberg

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


Forrás: Bloomberg

**Az ukrán háború kitörését követően igen nagy volatilitás mellett meredeken, a 400-as szintig gyengült a forint az euróval szemben, majd egy pozitív korrekciót követően jelenleg 370-375 között stabilizálódott.** A forintot jelenleg alapvetően a háború fejleményei mozgíthatják ki ebből a sávból, eszkalálódás esetén újra gyengülés, tűzszünet, vagy békekötés esetén erősödés várható. **A forint kapcsán jelenleg fontos tényező az EU helyreállítási RRF alapja,** amely két részben 5800 milliárd forintnak megfelelő összeget jelenthet a hazai gazdaság számára. Azonban **április 6-án az Európai Bizottság megindította a jogállamisági eljárást,** ahol ugyan a legnagyobb valószínűsége a **kompromisszumos megegyezésnek** van, de ha szükséges lenne, akkor ezek a tételek piaci feltételek mellett, magasabb kamattal pótolhatók az ÁKK részéről.

Bár az utóbbi hetekben némileg stabilizálódni látszik a forint árfolyama, azon az elven, hogy ha nincs kiugróan negatív hír, akkor az pozitív hír, de az orosz-ukrán konfliktus továbbra sem oldódott meg, így a befektetők körében továbbra is a bizonytalanság a mérvadó a régiós kitétséggel rendelkező eszközök kapcsán. **Alapvető trendként a forint és a régiós eszközök volatilitása továbbra is erőteljes maradhat,** a feltörekvő piacokon ilyenkor értelemszerűen jelen vagy egy általános kockázatkerülés, ami miatt biztonságos menedékeket keresnek a befektetők (svájci frank, arany, dollár, nyersanyag). Továbbá a háború egy szomszédos országban zajlik, ezért a földrajzi közelség miatt még a feltörekvőkön belül is szenved a régió és az orosz tőkepiaci korlátozások miatt is a tágabb régió eszközeit „találhatják meg” a befektetők. Erre reagálva a magyar jegybank alelnökének nemrégiben tett megszólalása szerint a forint shortolását szeretnék drágítani alapvetően többek közt a kamatemeléssel, megelőzve a spekulációs állomány jelentős felépülését, míg az esetleges közvetlen piaci intervenciókat továbbra sem kommentálják – vagyis nem zárható ki -, viszont a jegybank véleménye szerint is romlottak a hazai növekedési kilátások, miközben az inflációs prognózisok kockázata felfelé mutat. A forintárfolyamot az sem segíti fundamentálisan, hogy a jelentős hozamemelkedések ellenére is eltűnnek a forint reálkamatok, hiába csupán európai középmezőny a hazai inflációs dinamika, igaz, ezzel a jelenséggel egyáltalán nincs egyedül a hazai deviza. **A 6,15%-ig emelkedő egyhetes MNB betéti kamat** – az effektív alapkamat – szintje immár **erőteljesebb védelmek nyújthat** a forintnak a nemzetközi hangulatingadozások közepette, amire szükség is van a hazai infláció elleni harcban, hogy ne csak a belső árnyomás, hanem a forintgyengülés inflációs hatása is tompuljon. A hazai export növekedése továbbra is élénk maradhat és az erőteljes magyarországi működőtőke befektetési szint is fennmarad várhatóan, ugyanakkor az import, mind fogyasztási, mind beruházási oldalról tovább erősödhet, **a folyó fizetési mérleg pedig mérsékelt negatív egyenleget mutathat idén és jövőre is, ami kevésbé támogatja a hazai deviza erősödését** egyelőre. Ugyanakkor a tőkemérleg többlete megmaradhat, amit a 2021-2027-es új EU-s

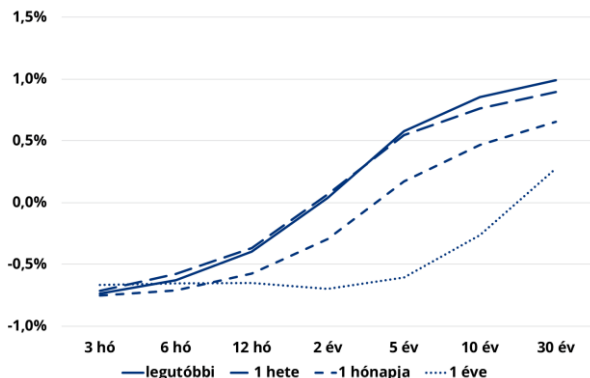
finanszírozási ciklus is támogat majd a jelenleg fennálló viták várható rendezése után, illetve a külső finanszírozási képesség is ismét pozitív lesz jövőre, miközben a bruttó államadósság is láthatóan mérséklődik idén és jövőre is, ami szintén kedvező a hazai deviza fundamentális értékelésekor. A magyar gazdaság fundamentumainak stabilitását jelzi az is, hogy némileg váratlanul szeptember végén Baa3-ról Baa2-re minősítette fel a magyar adóosztályzatot a Moody's stabil kilátással. Tette arra hivatkozva, hogy 2021-ben kiemelkedően erős volt a magyar gazdaság visszapattanása, köszönhetően a hatékony fiskális, illetve monetáris politikának, továbbá az erőteljes hazai és FDI beruházásoknak köszönhetően pozitívak a középtávú növekedési kilátások, ami szintén pozitív fundamentum a nemzetközi piacon a hazai deviza számára.

A magyar 5 éves csőd kockázati CDS felár a háború előtti 55bp-s szintről a legutóbbi adatok szerint 108bp-ig emelkedett, ami értelemszerű következménye a feltörekvő piaci kockázatkerülésnek illetve a földrajzi közelségnek is, így a lengyel CDS szintén a duplájára nőtt, a román szintén több mint a duplájára, de jól látszik a földrajzi esetleges érintettség szerepe is, mivel eközben a cseh felár „csupán” 30%-kal emelkedett és elkezdett visszafelé csorogni.

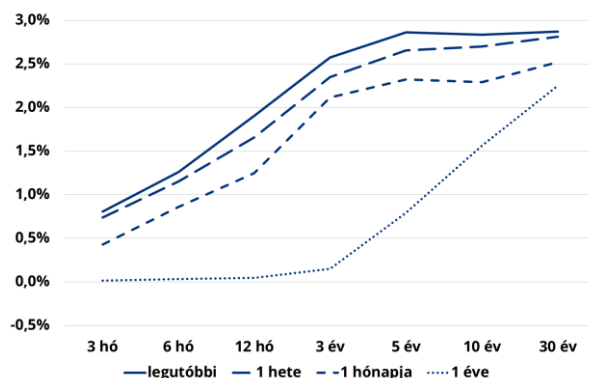
#### Nemzetközi és magyar állampapírpiacon, hozamszintek

**A transzatlanti ellenpárok**, a német, illetve az amerikai hozamgörbe összehasonlítása alapján észlelhető **az amerikai görbe inverzsége, bár jelenleg épp nem látszik, azonban mostanában többször is felvette ezt a formát részlegesen, amit a piaci vélemények egy jelentős része a recesszió előjelének tekint.** Az is egyértelmű, hogy a görbék hosszú oldala látványosan feljebb került az egy évvel korábbi szintekhez képest, ami értelemszerű következménye az inflációs várakozások masszív emelkedésének és a kamatemelési várakozásoknak. A korábban inverzség jeleit mutató rövid oldali német hozamgörbe mostanra érdemben meredekebbé vált és egy egészségesebb lefutást mutat, de mivel ez egy részben még mindig negatív tartományban lévő, mesterséges, QE és a globális tőke menedékkeresése által befolyásolt hozamlefutás, így mérsékeltebb jelentőséget tulajdoníthatunk ennek. Az EKB kötvényvásárlásai láthatóan kordában tartják az államadósság (re)finanszírozási költségeket Európaszerte – bár látható emelkedésen vannak túl az európai hozamok is -, az erősen eladósodott dél-európai tagállamok hozamszintjei továbbra is jóval a piacilag indokolt szint alatt tartózkodnak a jegybanki segítségnek köszönhetően, így érdemi felvetés lehet, hogy az EKB tartja lélegeztetőgépen az európai adóssághegyek egy részét. Ezekre a mutatókra és finanszírozási költségekre tekintve nem alaptalan felvetés, hogy a jegybankok a jelen helyzetben nem feltétlen bánnának a mandátumukkal ellentétes magasabb inflációt sem, ami segítséget nyújtana az élesen megugró államadósságok reálértékének csökkentésében és így a finanszírozási helyzet stabilizálásában.

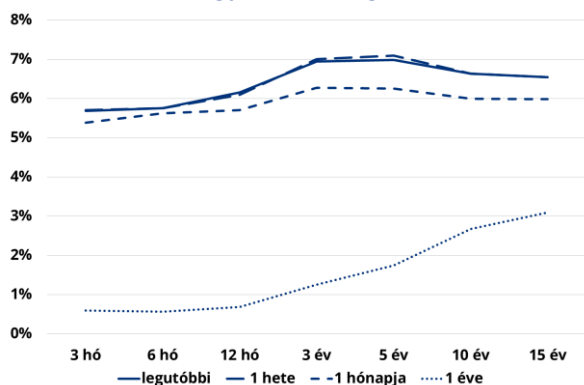
65. ábra: A német hozamgörbe alakulása



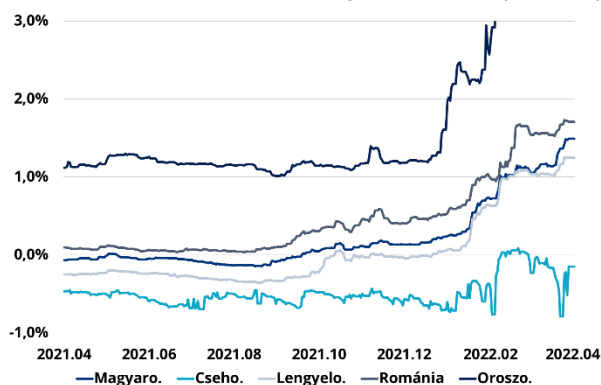
66. ábra: Az amerikai hozamgörbe alakulása



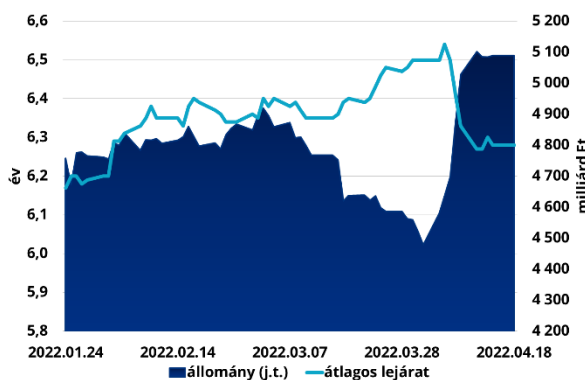
67. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása



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

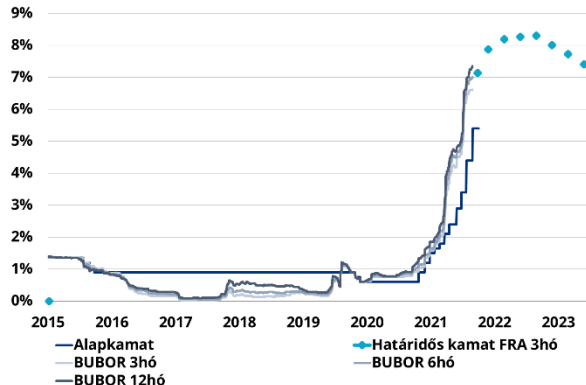


69. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és a lejárat



Forrás: Bloomberg, ÁKK

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



Forrás: Bloomberg, MNB

A magyar állampapírpiac finanszírozási helyzete alapvetően továbbra is stabil, az ÁKK rendszeres aukcióin elégséges kereslet látszik minden lejáraton, de a hozamemelkedés kiugró mértékű volt az elmúlt időszakban az ismert inflációs és nemzetközi fejleményeknek köszönhetően, a hazai hozamgörbe érdemben feljebb toldott. Eközben az energiaárakból és más bizonytalanságokból eredően az ideai 4,9%-os költségvetési hiánycél tarthatósága felvethet kérdéseket, így akár a finanszírozási szükséglet módosítására is szükség lehet extrém helyzetben, de vélhetően ez az addicionális forrásbevonási szükséglet sem jelentene problémát a piaci likviditás szempontjából. A hazai állampapírpiacot az is segíti, hogy az MNB

egyelőre nem értékesíti a mérlegében lévő állampapír-állományt, a kötvényszerzési programok keretében megvásárolt állampapírokat lejáratig tartja.

A külföldiek továbbra is stabilan keresik a magyar állampapírokat, egy átmeneti beesést követően ismét 5100 milliárd forint körül áll az állományuk, a háztartások pedig aktívan veszik a lakossági kötvényeket, például a MÁP Plusz helyett az elszabaduló infláció következtében egyre inkább az inflációkövető PMÁP-ot is, **így a háztartások kezében közvetlenül a teljes, 41 934 milliárd forintos adósságállomány 25%-a van jelenleg**, az alapokon keresztüli közvetett kitettség mellett. A teljes állományon belüli egyharmados kormányzati célszint minden bizonnyal elérhetőnek tűnik középtávon, köszönhetően a kiemelkedően magas kamatnak illetve a hozam adómentességének, de amennyiben a hazai infláció a mostani szint környékén stabilizálódik, akkor az inflációkövető PMÁP stabilan kiszoríthatja a fix kamatozású társait, ami középtávon némileg növelheti a költségvetés kamatkiadásait. **A teljes államadósságon belül az adósság devizaaránya továbbra is 20%-os szinten áll a legutolsó negyedév adatai alapján.** A finanszírozás túlnyomó részben továbbra is forintban történik, de tavaly szeptemberben 10 éves dollárkötvényből 2,25 milliárd dollárnyit, 30 évesből pedig 2 milliárd dollárnyit bocsátott ki az ÁKK nemzetközi devizakötvény tenderen, a hozamszint az előbbi esetében 2,29%, utóbbi esetében pedig 3,36% volt. Ezt követően pedig euróban is bocsátott ki kötvényt Magyarország, méghozzá 1 milliárd eurónyi összeget, 7 éves futamidővel, négy és félszeres túljegyzés mellett, kiugróan alacsony, 32 bázispontos (0,32%) hozamszinttel. A devizás állomány növelésének indokai közt szerepelt az akkor még rendkívül kedvező nemzetközi finanszírozási környezet, ami jól látszik a kialakult hozamszinteken is, így ésszerű refinanszírozási forrást jelent, illetve az EU-s források folyósításának késlekedése is indokoltá tette. Az ÁKK a stratégiája szerint a szükséges mértékben kész aktívan menedzselni az adósságot visszavásárlásokkal, és ha a hozamszint indokolja, új kibocsátásokkal.

Az 56. ábrán látható bankközi határidős kamatlábak meredeksége értelemszerűen teljesen megváltozott a korábbi negyedévekben látottakhoz képest, jelenleg 8%-ig megugró szintet vár a piac, utána pedig lassabb visszacsorgás és kamatvágás jöhet, mivel ilyen magas kamatszint tartós fennmaradása már érdemben fékezné a jelenleg amúgy is több problémával küzdő gazdasági növekedést, így egy ilyen szint hosszabb fenntartása nem érdeke a szereplőknek. De természetesen ez a görbe a kiugróan volatilis jelenlegi környezetben máshogy is kinézhet az előre nem látható fejlemények árnyékában.



## 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



Németh Viktória  
Senior Makrogazdasági Elemző  
Nemeth.Viktoria@mkb.hu



Durkó Ruben  
Gyakornok  
Durko.RubenIstvan@mkb.hu



Papp László  
Gyakornok  
Papp.Laszlo1@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 (Bszt.) 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, 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 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. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2022. év április hónap 26. napja 18.00 óra.

A véleményekhez használt adatokat 2022. április 26. napjáig kerültek figyelembe vételre és értékelésre.

11. Az alkalmazott értékelési eljárások:

A GDP számításához a GDP termeléséhez hozzájáruló ágazatokra készítünk előrejelzéseket negyedéves bontásban, figyelembe véve a negyedéves dinamikákat, bázishatásokat, valamint áthúzódó hatásokat. Az egyes ágazatokat a súlyuknak megfelelően vesszük figyelembe, majd korrigáljuk a naptárhatalással. 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.