

# Eljött a tél és egyelőre enyhe

Az európai energiakrízis, a továbbra is rendkívül magas szinteken álló infláció, a visszafogott globális konjunktúra és monetáris szigor elhozhatja 2023-ra a recessziót számos fejlett gazdaságba, ugyanakkor a visszaesés mértéke mérsékelt lehet. Itthon sem csökkent a kihívások száma: az uniós pénzek és a költségvetés helyzete, a vágtázó infláció és az instabil forint következtében bevezetett monetáris szigor számos megválaszolandó kérdést vet fel.

## Összefoglaló

### Nyeste Orsolya

[orsolya.nyeste@erstebank.hu](mailto:orsolya.nyeste@erstebank.hu)

### Nagy János

[janos.nagy@erstebank.hu](mailto:janos.nagy@erstebank.hu)

#### Fontosabb előrejelzéseink:

	2021	2022E	2023E	2024E
GDP (év/év, %)	7,1	5,0	0,2	4,2
Infláció (év/év, %)	5,1	14,3	16	4,3
Munkanélküliség (%)	4,1	3,7	3,7	3,4
3 hónapos BUBOR (% év vége)	4,21	15,30	8,95	6,45
10 éves államkötvény (% év vége)	4,51	8,80	6,96	6,07
EURHUF (év vége)	369	405	390	385

Az idei év második felében a nyári energiaár-rally és a - szemben a visszafogottabb monetáris uniós kamatemelésekkel - masszívan szigorodó amerikai monetáris kondíciók a dollár szárnyalását idézték elő. Az elmúlt hónapokban az elhúzódó háború teóriája látszik érvényesülni, ami a nyugat-orosz kapcsolatok tartós megfeneklését is maga után vonja. Eközben részben az energiaárak miatt is megemelkedő globális infláció hatására a szignifikánsan szigorúbb pénz- és tőkepiaci kondíciók jelentősebb gazdasági lassulást, illetve visszaesést idézhetnek elő. Továbbra is nagy kérdőjel szerepel a világ második számú gazdasága mellett: Kína küzdelme a koronavírussal még mindig jelentősen lassítja a világ gazdaság fogaskerekeinek gördülékeny mozgását.

Itthon az év eleji lendület a fiskális transfereknek és a valamivel kedvezőbb ipari konjunktúrának köszönhetően kitartott a nyárig, ugyanakkor a szükségszerű költségvetési kiigazítás, a 25 éves rekordinfláció, valamint a masszívan megnövekedő energiaköltségek a gazdaság lassulását idézték elő a harmadik negyedévben: a GDP negyedéves alapon 0,4%-kal csökkent a július-szeptemberi időszakban. Éves alapon ezzel együtt 4,0%-os növekedést regisztráltak. Az utolsó negyedév összességében további mérséklődést hozhat, melyet főként a belső kereslet visszaesése vezérel. Így minden bizonnyal technikai recesszióba süllyedt a hazai gazdaság az idei év második felében. Érdemi újbóli elrugaszkodásra jövő tavasztól számítunk.

Az áremelkedés mértéke rég látott szintekre ért, az éves inflációs index októberben már meghaladta a 21%-ot. Mindezt úgy, hogy számos árlimit papíron továbbra is fékezi a drágulást. Fordulatot ezen a téren jelen állás szerint szintén jövő tavasszal láthatunk.

A jegybank szeptember végén lezárta az alapkamat emelési ciklusát, ugyanakkor az ezt követő rapid forintgyengülés beavatkozásra készítette az MNB-t: átmenetileg a 18%-os egynapos betéti kamatlábbal, illetve az energiainportőrök részére nyújtott közvetlen devizalikviditással sikerült stabilizálni a magyar deviza helyzetét. Az intézkedések a kockázati megítélésünk tartós javulásáig fennmaradnak, melyben kulcsszerep hárul az uniós megállapodások ügyére, valamint a folyó fizetési mérleg deficitjének várt mérséklődésére. Mindemellett a nyár óta gyökeresen megváltozott makrokörnyezet komoly kihívásokat állít a gazdaságpolitikai alakítói elé: a költségvetés újratervezése szükséges, a hozzárendelhető legkedvezőbb adósságfinanszírozási formával.

#### Az Erste Pénz- és Tőkepiacok munkatársainak elérhetőségei:

Tel.: +36 1 237 8200

#### Email:

[MLEBHTreasuryCorporateSales@erstebank.hu](mailto:MLEBHTreasuryCorporateSales@erstebank.hu)

## Nemzetközi környezet - USA

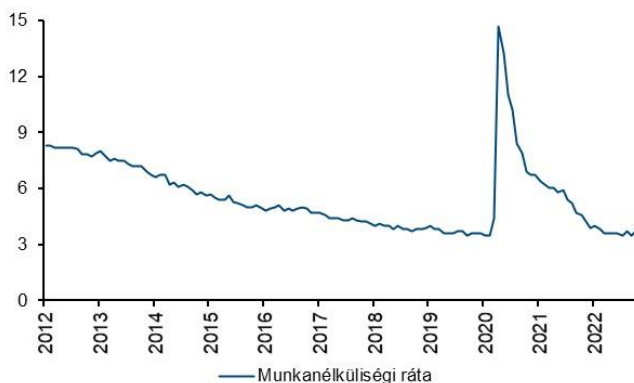
Az elmúlt időszakban a tengerentúli konjunktúra viszonylag jól teljesített a kínai lezárások ellenére: a harmadik negyedévben negyedéves alapon 0,6%-nőtt az Egyesült Államok gazdasága a második negyedévhez képest. Ez éves összevetésben 1,8%-os növekedést jelent, ami megegyezik az április-júniusi ütemmel. A bővülés több lábon állt: a nettó export pozitívan járult a GDP-változásához, de a legfontosabb tényező a még mindig robusztus belső kereslet volt. Ezen belül is a beruházások többsége masszívan az átlag felett teljesített. A növekedést fékeztek a háztartási ingatlanfejlesztések, valamint a készletek változása. A legfrissebb felmérések eredményei ugyanakkor a fokozatosan mérséklődő aktivitás irányába mutatnak.

A jelek szerint az inflációs fordulat elindult a világ nagyobb gazdaságában: a headline mutató éves indexe júniusban tetőzött 9,1%-on, októberben pedig 7,7%-os volt fogyasztói árak éves emelkedése. Ezzel együtt az alapfolyamatokat jobban megragadó maginflációs mutató ez eddig 6,0% felett ragadt: nyáron mutatkozott mérséklődés, ugyanakkor a csúcsot úgy néz ki, hogy szeptemberre tehetjük 6,6%-on.

Az emelkedett szinten álló infláció mellett a munkaerőpiac továbbra is feszes az USA-ban. Az erőteljes bérnövekedés szinte rekordalacsony munkanélküliségi rátával párosul: ennél kevesebb álláskeresőt a mostaninál utoljára a 60-as években regisztráltak. A gazdasági aktivitás lassulására egyelőre csak a magasabb frekvenciájú munkanélküliségi segélykérelmek adatai utalnak, melynek enyhén emelkedni kezdtek az elmúlt hetekben.

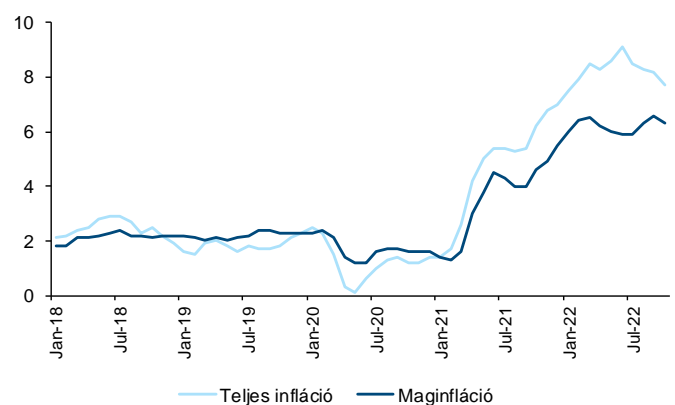
Összességében az adatok a Fed keményvonalas fellépését igazolták eddig. Mindemellett a hozamgörbe invertálódása az egyik legfontosabb válság-előrejelző indikátor az Egyesült Államok esetében, márpedig 10 éves és 2 hónapos hozamkülönbség csak a dotcom-válságot megelőzően vett fel negatívabb értéket a mostaninál. Az amerikai jegybank az infláció letörésére törekszik bármi áron; kérdés, hogy ennek milyen reálgazdasági ára lesz. A Bloomberg elemzői konszenzusa szerint meghaladja a 60%-ot a recesszió bekövetkezésének valószínűsége az USA-ban.

**A munkanélküliség alakulása az USA-ban**  
Százalék



Forrás: Bloomberg, Erste Research

**Az infláció alakulása az USA-ban**  
Százalék



Forrás: Bloomberg, Erste Research

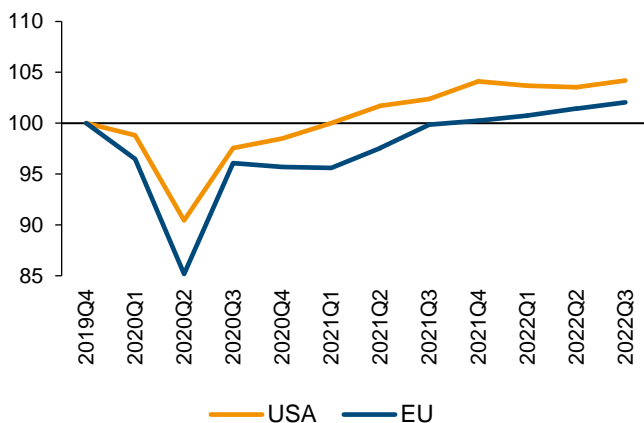
## Nemzetközi környezet – Eurózóna

A tavaly ősztől megemelkedett és a háború kitörése óta nyáron csúcsra futott energiaárak komoly fejtörést okoznak az európai gazdaságoknak. Egyrészt a rekordmagas infláció visszaveti a keresletet, másrészt energaintenzív feldolgozóipari szegmensek kerülnek nehéz helyzetbe a megnövekedett költségek miatt. Ezzel együtt az idei harmadik negyedévben még ellenállóan bizonyult az Eurózóna: a negyedéves dinamika jelentősen lassult, ugyanakkor sikerült elkerülni a csökkenést, így 0,2%-os növekedést mutatott a gazdaság. Éves alapon pedig 2,1%-kal bővült a GDP. A munkapiaci kondíciók is kifejezetten kedvezőek ez eddig. Előretekintve a recesszió valószínűsége meglehetősen magas, 80%-os a Bloomberg gyűjtése szerint, azonban a legfrissebb felmérések és elemzői várakozások alapján, ha be is következik a visszaesés, várhatóan mérsékelt lesz.

Az infláció alakulása a nyári energiaár-sokkot követően is minden előzetes várakozást felülmúlt: októberben 10,7%-ra emelkedett a headline mutató éves értéke. Bár a növekményhez legnagyobb mértékben az energia drágulása járult hozzá, a maginflációs mutató is elérte már az 5%-os értéket, ami jól mutatja a tovagűrűző hatások fokozatos beépülését és az infláció permanens jellegét.

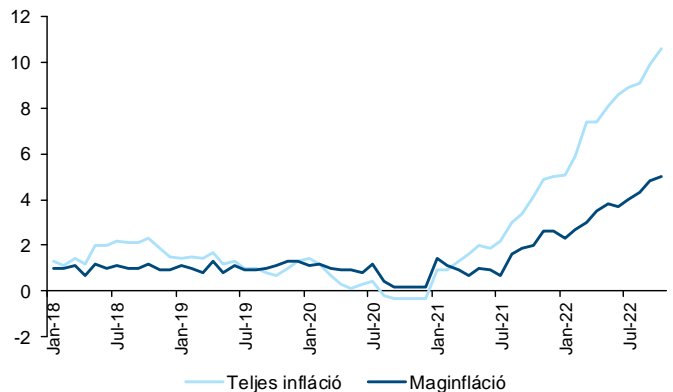
Bár a jelenlegi várakozások a korábbinál kedvezőbbek a gazdasági aktivitást illetően a kontinensen, a rendkívül magas infláció miatt fájhat az EKB feje. Emellett jelentős bizonytalanság övezi a jövő évi gázellátást: az oroszok felől már alig érkezik földgáz, de a megfelelő LNG-infrastruktúra kialakítása még gyerekcipőben jár. A gazdaság nagyobb lendületet 2024-ben vehet újra.

**Az USA és az Eurózóna GDP-növekedése**  
2019Q4=100



Forrás: Eurostat, Bloomberg, Erste Research

**Az Eurózóna inflációs mutatójának alakulása**  
Százalék



Forrás: Eurostat, Bloomberg, Erste Research

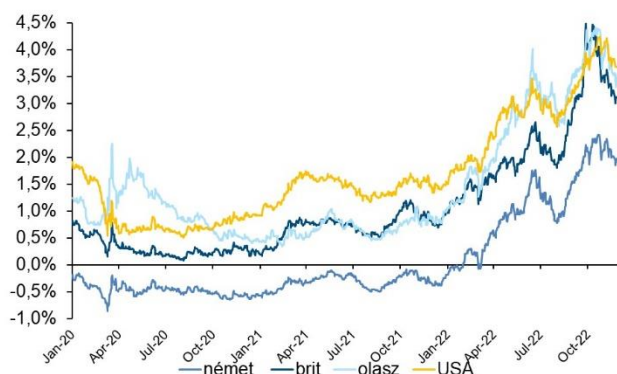
## Nemzetközi környezet – kamatok, árfolyam

Az elmúlt hónapokban tovább folytatódott a Fed szigorítási ciklusa: a legutóbbi két ülésen is fennmaradt a korábbi 75 bázispontos ütem. A decemberi ülésre már „csak” 50 pontos emelést áraznak a piacok, melyet a romló konjunkturális kilátások és az infláció fokozatos mérséklődése igazolhat. Főként az egyre alacsonyabb jövő évi növekedési előrejelzések bírhatják lassításra az amerikai jegybankot. Ezzel együtt legutóbb Jerome Powell az adatvezérelt döntéshozás mellett az emelési ütemek helyett a terminál kamat szintjére irányította a figyelmet, ami továbbra is 5% felett áll a legfrissebb várakozások szerint.

Az Eurózónában az EKB 50 bázispontos emeléssel kezdte meg a szigorítási ciklust júliusban, melyet két 75 bázispontos ütem követett szeptemberben, valamint novemberben. Az alapkamat 2,0%-on, a betéti ráta 1,5%-on áll a decemberi döntést megelőzően, aminek kapcsán egyelőre megoszlanak az 50 és 75 pontos szigorítás között a várakozások, bár a kisebb lépésköz tűnik valószínűbbnek. A legutóbbi kamatdöntés alkalmával megemelték a kötelező tartalékrátát, illetve változtak a célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek (TLTRO III) feltételei is, kedvezőbbé téve a szereplőknek a mielőbbi visszafizetést. Lagarde elnökszavai alapján a mennyiségi szigorítás decemberben kerülhet a döntéshozók asztalára. Mindent egybevetve a törekeny konjunktúra kilátások miatt a korábban várt, 3%-os terminál-kamatnál alacsonyabb szinten állhat meg az európai jegybank.

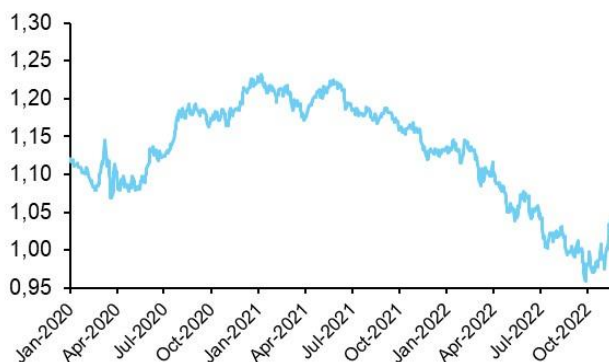
Nyáron az eszkalálódó európai energiaválság és a Fed kérlelhetetlen szigora 20 éves mélypontjára, 0,96 alá lökte az EURUSD árfolyamát. Majd az őszi konjunktúra mindeddig mérsékelt visszaesése, a gáztárolók töltöttségi szintjének emelkedése és ezzel párhuzamosan a tengerentúli kilátások romlása korrekciót idézett elő, amely ismét paritás fölé húzta a kurzust. Amennyiben a jelenlegi várakozások beigazolódnak, a korrekció folytatódására számíthatunk másfél éves időtávon: 2023-ra 1,05-ös, 2024-re 1,10-es jegyzési árfolyamot vár jelenleg a konszenzus.

**Nemzetközi 10 éves kötvényhozamok alakulása**  
Százalék



Forrás: Bloomberg

**Az EURUSD árfolyamának alakulása**



Forrás: Bloomberg

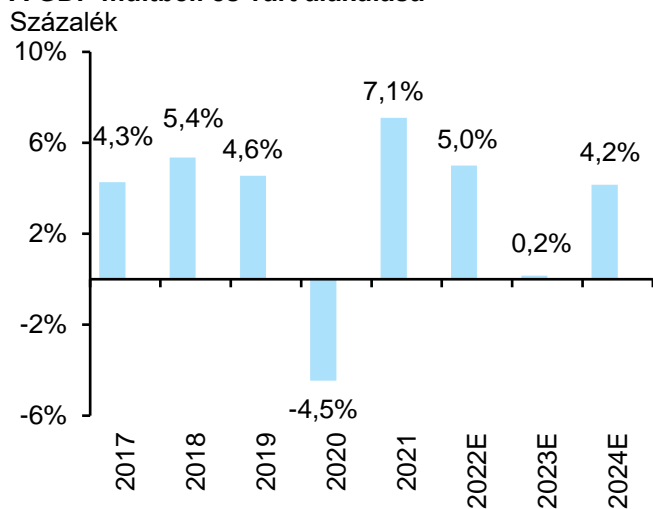
## Magyarország – növekedési kilátások

2022 harmadik negyedévében a hazai gazdaság éves összevetésben 4,0%-kal nőtt, viszont az előző negyedévhez képest 0,4%-kal csökkent. A részletek egyelőre nem ismertek, a statisztikai hivatal rövid kommentárja szerint a mezőgazdaság kivételével minden gazdasági ág hozzájárult a növekedéshez. A fő hajtóerőt az ipar és a piaci szolgáltatások jelenthették. Bár végérvényesen csak az utolsó negyedéves adatok ismeretében jelenthető ki, de minden bizonnyal technikai recesszióba süllyedt a hazai gazdaság az idei év második felében.

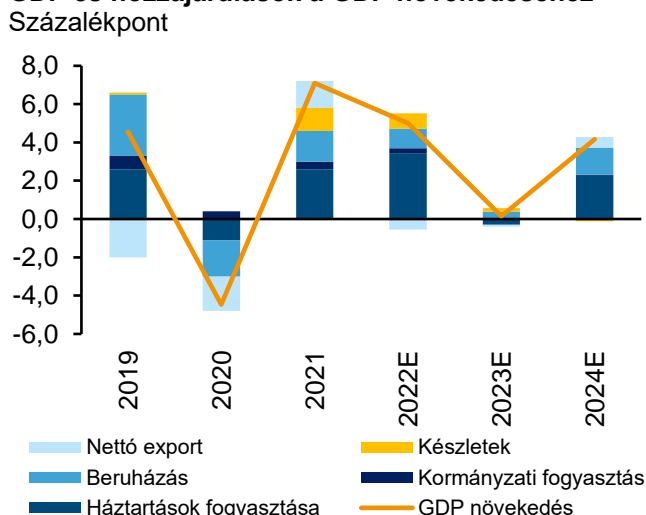
A negyedév során korábban közzétett havi termelési adatok már mutatták, hogy az ipar viszonylag ellenállónak bizonyult, az autóiipar is relatíve jól teljesített, így az ágazat pozitívan járult hozzá a növekedéshez. Emellett a szolgáltatások jelenthették még a húzóerőt, elsősorban a szállítások, turizmus és a szabadidős tevékenységek.

Előretekintve a rövid távú kilátások meglehetősen borúsak. A következő negyedévek a gazdasági aktivitás további lassulását hozhatják, a mélypontot jelenleg a jövő év elején látjuk. A technikai recesszió jelenségének beállta önmagában még nem tragikus, ugyanakkor a kirajzolódó szerkezetét illetően egyre szélesebb az érintett ágazatok köre. A megnövekedett energiaárak és a vágatózó infláció egyszerre szorítják vissza a fizetőképes keresletet és árnyékolják be az ipari export kilátásait. A rendkívül kedvezőtlené váló kamatkörnyezet és a kormányzati halasztások a beruházási aktivitás lassulását eredményezik. Rövid távon egyedüli pozitív tényezőként a feldolgozóiparban kiépülő exportkapacitások hozhatók fel: e tekintetben felfelé mutató kockázatot jelenthet, amennyiben a világgazdasági konjunktúra a vártnál gyorsabban tér magához.

**A GDP múltbeli és várt alakulása**



**GDP és hozzájárulások a GDP növekedéséhez**



Forrás: KSH, Erste Research

## Magyarország - Inflációs kilátások

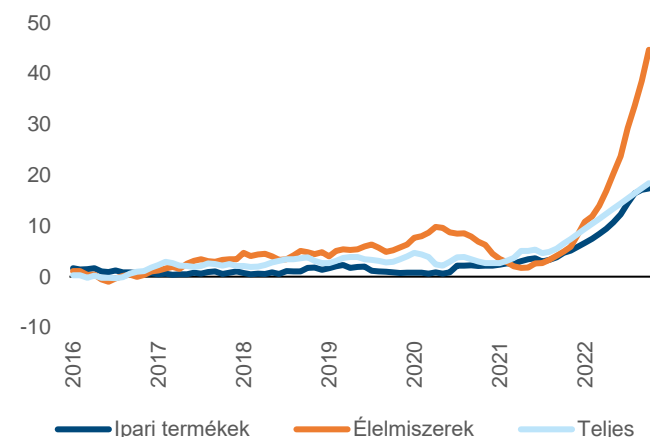
Az elmúlt hónapokban az árak elszabadultak hazánkban. Az októberi inflációs adat már 21,1%-os lett, s egyelőre még nem várható a tetőzés. Az árdinamika alapfolyamatait jobban megragadó maginflációs mutató pedig 22,3%-ra gyorsult. Mindkét indikátor 1996 óta nem látott magas szintre ugrott az idei év tizedik hónapjában.

Az elmúlt hónapok drágulásának középpontjában az élelmiszerek állnak, de meglehetősen széles bázison áll a dinamika. Másodsorban az ipari termékek és piaci szolgáltatások mellé a szabályozott árak is beléptek a nyári, háztartási energiaár-növelés eredményeként. A hazai infláció az európai élvonalba tartozott már az ősz végére, holott több élelmiszer, valamint az üzemanyagok árának maximalizálása továbbra is él.

Ami a kilátásokat illeti, rövid távon nem számíthatunk javulásra. Az árstopok némileg fékezik ugyan a headline adat további emelkedését, ugyanakkor az inflációs periódus időbeli elnyúlását eredményezik. A globális élelmiszerárak a FAO mérvadó indexe alapján márciusi csúcuk óta folyamatosan csökkennek, viszont e hatásnak a hazai árakba való begyűrűzése késik a forint gyengélkedése és a kevésbé hatékony hazai feldolgozás következtében. Az elkövetkező hónapokban 20% felett maradó éves inflációs rátával számolunk, ami a jövő év második negyedétől indulhat lassú csökkenésnek, részben a kínálati árnyomás enyhülésének, részben a kereslet várt mérséklődésének betudhatóan. A rendkívül szigorú monetáris kondíciók, az energiainport devizaigényének piacon kívüli kielégítése, valamint az uniós megállapodás mielőbbi bejelentése lehetőséget teremthet arra, hogy az árfolyam inflációt emelő tényezőből dezinflációs tényezővé váljon. Összességében a jövő évi átlagos drágulás mértéke vélhetően meghaladja majd az ideit, és egyszámjegyű éves értéket a jövő év vége felé láthatunk ismét.

### Fontosabb inflációs mutatók alakulása

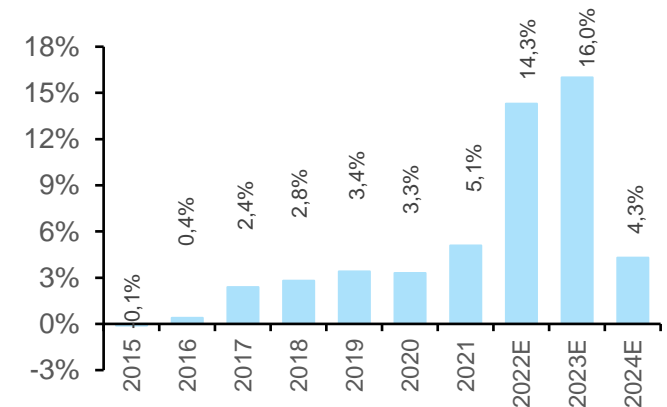
Százalék



Forrás: KSH, MNB, Erste Research

### Az éves átlagos infláció múltbeli és várt alakulása

Százalék



Forrás: KSH, Erste Research



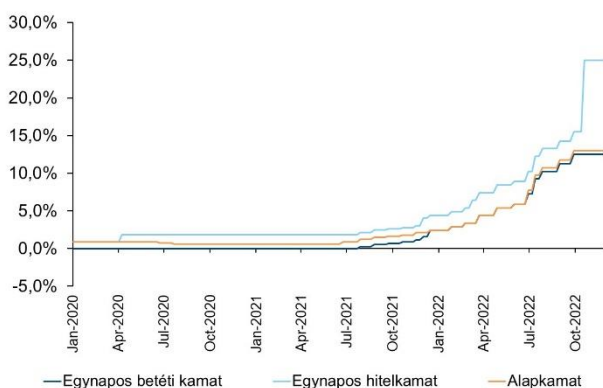
## Magyarország - Monetáris politika

Szeptember végéig tartott az MNB alapkamat-emelési ciklusa: 13%-on állt meg a jegybanki irányadó kamatláb. Ugyanakkor a forint ezt követő zuhanása – amit az uniós pénzekkel kapcsolatos félelmek és a folyó fizetési mérleg romló helyzete is táplált – lépésre kényszerítette a monetáris hatóságot. Meghirdetésre kerültek 18%-os kamatozású egynapos betéti tenderek és 17%-os kamatozású egynapos swaptenderek, vagyis az effektív kamatszint 500 bázispontos szigorítása történt. Ezen felül a jegybank az év végéig biztosítja a szükséges devizalikviditást az energiaimportőröknek a devizatartalék terhére, csökkentve ezzel a nyomást a forintpiacon. A rendkívüli intézkedések fennmaradnak, amíg az ország kockázati megítélése érdemben és tartósan nem javul.

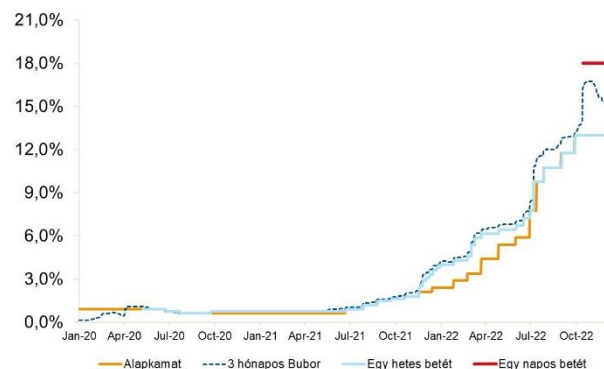
Mivel a külső (háború, európai energiaválság, a globális befektetői hangulat alakulása, nagy jegybankok kamatemelési ciklusa) és belső (magas folyó fizetési mérleg hiány, az EU pénzekkel kapcsolatos aggályok) kockázati faktorok összességében nem változtak pozitív irányba, így továbbra is fennmarad az október közepére kialakított monetáris eszköztár. A monetáris transzmisszió hatékonyságának növelése érdekében a bankközi likviditás szűkítése tovább folytatódik. November végén ismét két hónapos futamidejű betéti tendert tart az MNB a bankrendszer likviditásának tartós lekötésére, majd december elejétől jönnek az év végén átnyúló futamidejű eurólikviditást nyújtó devizaswap-tenderek és diszkontkötvény-aukciók. Eközben a kockázati prémium sokkokra célzottan reagál az MNB a devizacsere és a betéti tenderekkel.

Nem változtak előrejelzéseink a legutóbbi, novemberi kamatdöntést követően. A rövid lejáratú bankközi kamatok legalább az év végéig a mostani szintek körül ingadozhatnak. Várhatóan a jövő év első felében – amennyiben tényleg tartós javulás következik be a kockázati megítélésükben – a jegybank elkezdheti közelíteni a most effektívnek számító 18%-os egynapos betéti kamatot az alapkamat irányába. A 13%-os alapkamat csökkentésére azonban az érdemi inflációs fordulat, azaz a jövő év nyara előtt nem számítunk.

### A jegybanki alapkamat és a kamatfolyosó alakulása Százalék



### Jegybanki alapkamat és effektív kamatok Százalék



Forrás: MNB, Bloomberg, Erste Research

## Magyarország – Kötvénypiac és hozamok

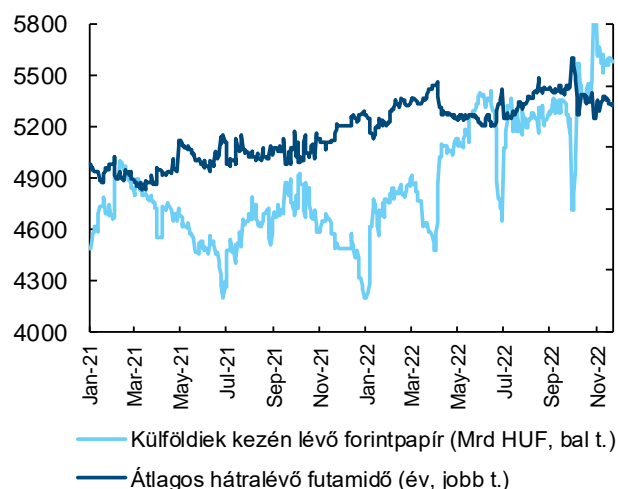
A hosszabb lejáratú kötvényhozamok jelentősen emelkedtek - párhuzamosan a folyamatosan romló inflációs kilátásokkal, miközben a fejlett piacok kötvényhozamaihoz mért felárak is tovább növekedtek. A leginkább figyelt 10 éves kötvény esetében a német Bund feletti hozamfelár volt, hogy a 800 bázispontot is meghaladta. Azóta némileg konszolidálódott a helyzet, s a 10 éves hozamfelár, november végén már 600 bázispont alatt mozog, ami azonban továbbra is messze van a historikus szintektől.

Az infláció megfékezését, s az inflációs várakozások megtörését célzó jelentős jegybanki szigorítások ellenére a hazai kötvények továbbra is nyomás alatt vannak, számos belső és külső kockázatnak köszönhetően. A belső kockázatok közül a külső és a belső egyensúlyi problémákat, azaz az államháztartás mérlegének és a folyó fizetési mérlegnek egyidőben mutatkozó romló tendenciáját kell elsősorban kiemelni. Emellett a folyamatban lévő jogállamisági eljárás, az EU-val való kapcsolatok rendezetlensége az uniós források beáramlásának jelentős fékezéséhez vezetett, tovább rontva mindkét mérleg pozícióját és növelve a finanszírozási igényt. Mindez párosulva a jelentős globális kockázatokkal (háború, stagflációs félelmek, energiakrízis) megemelkedett kockázati prémiumhoz vezetett.

Az elmúlt időszakban élénkülő globális kockázati étvágy, a megvalósuló fiskális konszolidációnak várható hiánycsökkentő hatásai és alacsonyabb volumenű forintkötvény-kibocsátások támogathatják a hazai kötvénypiacot, és a visszafoghatják a további releváns hozamemelkedéseket. Ezt erősítheti a kormány által nemrég bejelentett betéti kamatstop hatása is. Ugyanakkor az inflációs fordulat kitolódása és az uniós pénzek körüli bizonytalanságok a hozamok volatilis mozgását indukálhatják.

### A külföldi kézen lévő forint állampapír állomány alakulása és lejáratata

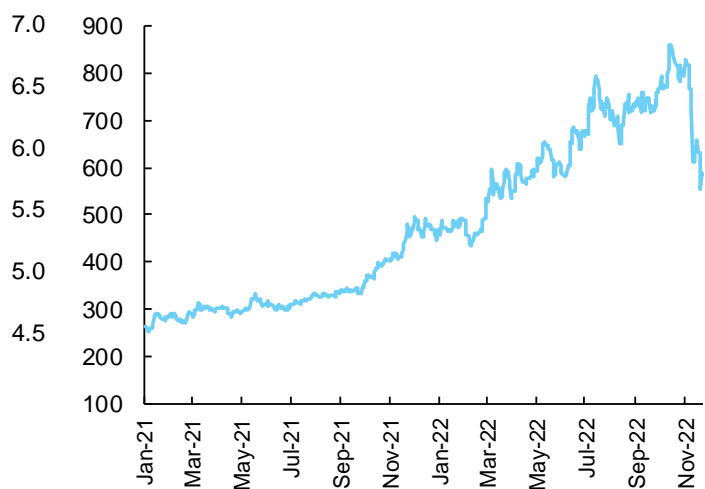
Milliárd forint, év



Forrás: Bloomberg, ÁKK, Erste Research

### A 10 éves magyar állampapírhozam német Bund feletti hozamfelárának alakulása

Bázispont



Forrás: Bloomberg, Erste Research



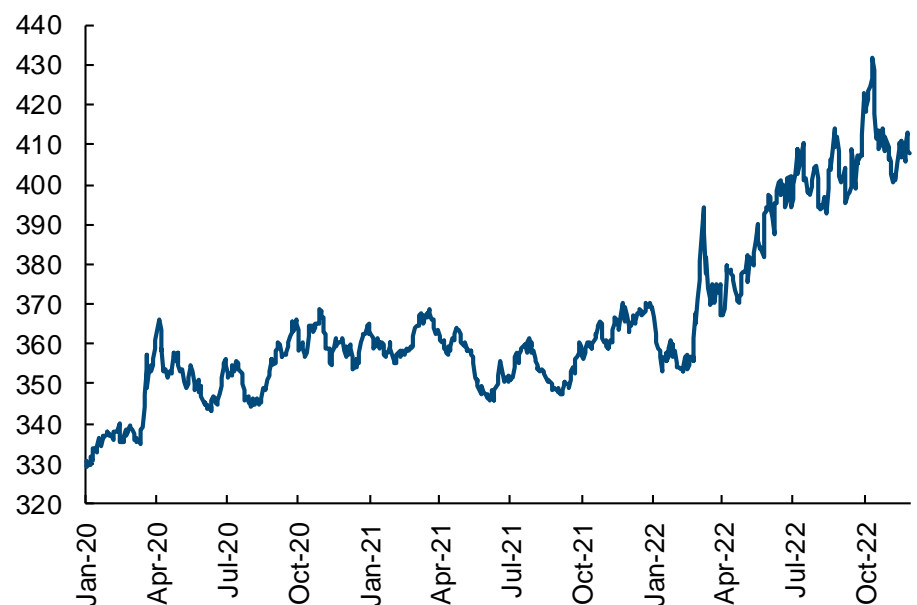
## Magyarország - Árfolyam

Nyártól kezdődően az eszkalálódó európai gázkrízis következtében az egekbe szökő energiaárak, a dollár rally-ja és az uniós források beérkezését övező bizonytalanság gyengülő pályára állították a magyar devizát: október első felében már 433 forintért is jegyezték az eurót.

A geopolitikai krízis állandósulni látszik, negatívan hatva a magas bétájú devizákra, így a forintra is. Emellett a forint leértékelődéséhez hozzájárult az unióval való konfliktus elhúzódása, veszélybe sodorva ezzel az EU-s források beáramlását. Október közepétől kezdődően az MNB rendkívüli intézkedései segítették a magyar deviza stabilizálódását, s november elején már 400-as szintet is súrolta az EURHUF kurzusa. Ugyanakkor az utolsó előtti hónap végén érkező kedvezőtlen brüsszeli hírek következtében ismét 410 felett is láthattuk a jegyzést.

Középtávra előretételezve a korábbi időszaknál lényegesen magasabban stabilizálódó rövid kamatok és az ezzel fennmaradó, a forint javára szóló pozitív kamatkülönbség, az inflációs fordulat és a konszolidálódó költségvetési, valamint folyó fizetési mérlegek a forintot támogató tényezők. Azonban az esetleges felértékelődést érdemben gátolhatja az uniós megállapodások bizonytalansága és a források elhúzódó beérkezése. Emellett mivel a háborús konfliktus enyhülése egyelőre nincs kilátásban, szignifikáns forintfelértékelődés nem várható. Az EURHUF-ra vonatkozó év végi pontbecslésünket számottevően megemeltük, 405-re. A jövő év összességében az árfolyam konszolidációját hozhatja, az EURHUF 380-400 között stabilizálódhat.

### A forint euróval szembeni árfolyamának alakulása



Forrás: Bloomberg, Erste Research

*'A kiadványban foglalt információk az Erste Bank Hungary Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: I-2061/2004 (továbbiakban: Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: [www.erstebank.hu](http://www.erstebank.hu), Treasury szolgáltatások, Hirdetményekben. A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.'*