

# Köd borítja a rövidtávú kilátásokat

Kihívásokkal teli időszak elé néz a világgazdaság idén, ráadásul a háború kitörése tovább emelte a korábban is meglévő kockázatokat. Az orosz invázióra a nyugati országok szankciókkal felelnek, viszont ezeknek, valamint a fegyveres konfliktusoknak a kihatásai egyelőre megjósolhatatlanok. Visszafogottabb növekedésre, megemelkedett inflációs nyomásra és elnyúlóan magasabb kamatkörnyezetre számíthatunk.

## 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:

	2020	2021	2022E	2023E
GDP (évlév, %)	-4,7	7,1	4,0	3,8
Infláció (évlév, %)	3,3	5,1	9,6	5,4
Munkanélküliség (%)	4,1	4,1	3,8	3,5
3 hónapos BUBOR (% év vége)	0,8	4,2	7,4	6,4
10 éves államkötvény (% év vége)	2,1	4,5	5,6	4,9
EURHUF (év vége)	365,1	369	365	355

Az idei év kezdetén az emelkedő energia- és nyersanyagárak következtében fellépő magas infláció, valamint a konjunktúra lassulása közepette szigorodó monetáris kondíciók jelentették a legnagyobb kihívást. Februárban az orosz-ukrán háború kitörésével a lassuló konjunktúra és a megemelkedett globális infláció által övezett gazdasági környezetbe még egy extra kockázatot okozó tényező lépett be, tovább fokozva mind az árdinamikát, mind a lassulás mértékét. Az orosz-ukrán háború első két hónapját követően továbbra is bizonytalan mind a háború kimenetele, mind az esetlegesen fennmaradó kereskedelmi szankciók halmaza, mind pedig a konfliktus egzakt gazdasági kihatásai. Mindeközben Kínában a járvány újból erőre kapott, s emiatt ismét városokat zárnak le, sok millió ember mozgását korlátozva. A kínai zéró Covid stratégia fennmaradásának számottevő fékező hatása lehet a globális gazdasági növekedésre az év első felében.

A koronavírus-járvány okozta alacsony bázisnak is betudhatóan 2021-ben éves szinten 7,1%-kal nőtt a magyar gazdaság. Az év végén még gyorsult is a növekedés: s az utolsó negyedévben 7,1%-kal nőtt a bruttó hazai termék éves összevetésben. Az év elején folytatódhatott dinamizmus, ugyanakkor a háború negatív hatásai, a költségvetés szükségszerű kiigazítása, valamint az előbb felsorolt külpiaci nehézségek árnyékot vehetnek az idei bővülésre. Emellett az infláció is masszívan gyorsult, s egyelőre csak a kontroll alatt tartott hatósági árak tartják 10% alatt a drágulás éves mértékét.

A jegybank az idei év eddig eltelt részében tovább folytatta maratoni küzdelmét az infláció ellen. Az infláció gyorsulása miatt a korábbinál nagyobb sebességre kapcsolak: először 50, majd 100 bázispontos alapkamat emelésekkel próbálták horgonyozni az inflációs várakozásokat. Eközben az effektív kamatok meghatározó egyhetes betéti ráta is emelkedett, melyet a forint gyengülése miatt volt, hogy a jegybank havonta többször is emelni kényszerült. Az elkövetkező hónapokban mind az alapkamat, mind az egyhetes betéti kamat tovább nő majd. Várakozásunk szerint a két kamatláb a nyáron kerülhet egy szintre, s a tetőzés szerintünk 7% fölött fog bekövetkezni, így az effektív rövid oldali kamatok is ennek megfelelően emelkedhetnek tovább. Az infláció nyárra várt tetőzését követően magas szinten stabilizálódhatnak mind a rövid, mind a hosszú oldali hozamok. Feltéve, hogy az infláció mérséklődik és kockázati étvágy javul, a jövő év óvatos kamatcsökkentéseket hozhat.

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

Tel.: +36 1 237 8200

Email:

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

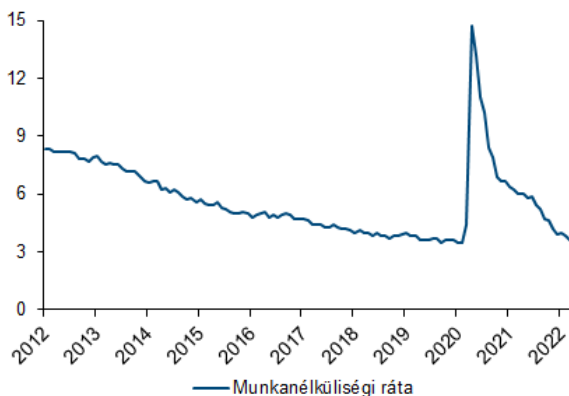
## Nemzetközi környezet - USA

Az elmúlt hónapokban a tengerentúli konjunktúra az Omikron megjelenése és az orosz-ukrán háború kitörése ellenére is viszonylag erős maradt: ezt mind a konjunktúrafelmérések, mind az eddig publikált munkapiaci adatok alátámasztják. A gazdasági teljesítmény megfelelő alakulása és a munkapiac feszessége miatt a jegybank figyelmének fókuszába már szinte kizárólag az infláció került. Ugyanakkor a Fed márciusi növekedési előrejelzése már csökkent a decemberihez képest. Főként a globális lassulás következtében 2022-re 2,8%-os, a jövő évre 2,2%-os GDP bővülést várnak.

A dollár univerzális tartalékvaluta-szerepe továbbra is jelentős költségvetési mozgásteret biztosít az amerikai államnak, ami az orosz-ukrán háború kitörésével még inkább előtérbe került. Ugyanakkor az adóssághatár kitolása körüli vissza-visszatérő nehézségek, politikai polémikák továbbra is középpontban lehetnek, s a mostanára kialakuló magas fiskális deficit, illetve államadósság a további keresletélénkítő intézkedések gátja lehet. Kiemelt jelentősége lehet az őszi időközi választásoknak, ami a republikánusok térnyerését hozhatja, sok mindenben korlátozva a Biden-kormányzatot ciklusának utolsó két évében.

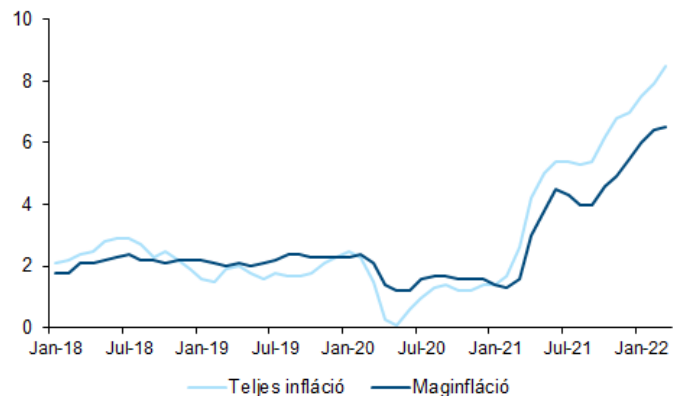
Külső és belső tényezők egyaránt hozzájárultak ahhoz, hogy az éves infláció márciusra 8,5%-ra emelkedett, miközben a maginfláció 6,5%-ra nőtt - mindkét mutató negyvenéves csúcspontot dönt. A vártnál magasabb és tartósabbnak bizonyuló fogyasztói-áremelkedés és a viszonylag kedvező konjunktúrafolyamatok miatt a Fed márciusban kivezette eszközvásárlási programját és 25 bázispontos kamatemeléssel jelentkezett. A jelenlegi várakozások szerint az év végén nagyjából 2,5% körül lehet az irányadó ráta a tengerentúlon, a jegybank fejnehéz módon akár minden alkalommal is emelhet az alapkamaton idén. Az elkövetkező időszak egyik sarkalatos kérdése, hogy az az USA gazdaságának növekedési potenciálja hogyan alakul a korábbinál lényegesen magasabb kamatkörnyezetben. Nem kizárt, hogy a növekedési kockázatok miatt a jövő év már nem további kamatemeléseket, hanem kamatcsökkentéseket hoz majd.

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



Forrás: Bloomberg, Erste Research

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



Forrás: Bloomberg, Erste Research

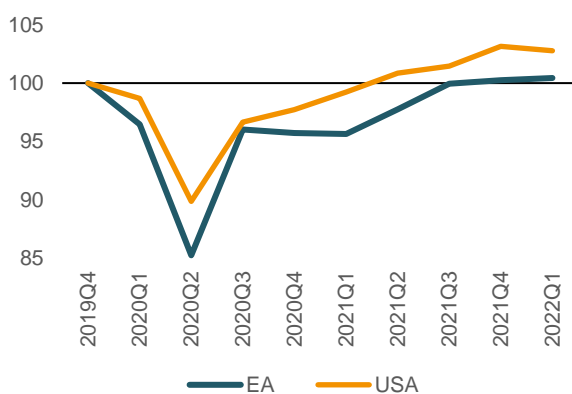
## Nemzetközi környezet – Eurózóna

Az Eurózóna gazdasága a tavalyi utolsó negyedévben jelentősen lassult, ami az ellátási láncok nehézségei mellett a delta és omikron variánsok okozta járványügyi korlátozásokra vezethető vissza. A gazdasági teljesítmény így 2021 végére éppen csak elérte a válság előtti szintjét. Termelési oldalon továbbra is mérsékelt teljesítményt nyújt a feldolgozóipar, elsősorban a legnagyobb részt adó német, francia és olasz ipar gyengélkedésének köszönhetően. Az emelkedő energia- és nyersanyagárak és az ellátási láncok problémái okozták a legtöbb fejtörést 2021 végén, melyek negatív hatásai a korábban gondoltnál akár jóval tovább is fennmaradhatnak. Mindemellett az infláció jelentős emelkedése csökkenti a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, s így várhatóan visszafogja a fogyasztást. Ezt a törékeny állapotot súlyosbítják az orosz-ukrán háború kihatásai és a kivetett szankciók.

2022 elején az infláció emelkedése meghaladta a várakozásokat: márciusban 7,5%-ra ugrott az éves index a valutaövezetben. A magas infláció fő komponensét az emelkedő energiaárak adják, ugyanakkor ennek tovagűrűző hatása a fogyasztói kosár egyre szélesebb körét érinti. Az EKB ezzel együtt továbbra sem nyilatkozott teljesen egyértelműen az eszközvásárlási program (APP) pontos befejezése, valamint a kamatemelések időzítése felől, ami áprilisban csaldódást okozott a piacoknak és az euró gyengülését eredményezte. A legfrissebb márciusi előrejelzésük szerint a 2021-es 2,6%-os szintről idén 5,1%-ra emelkedik a harmonizált fogyasztói árindex. Ez az előrejelzés azonban már most optimistának tűnik, hiszen valószínűbb a 6%-ot is meghaladó átlagos inflációs ráta. 2023-tól az energiaársokkok kifizásával kicsivel a 2%-os középtávú cél felett alakulhat az infláció.

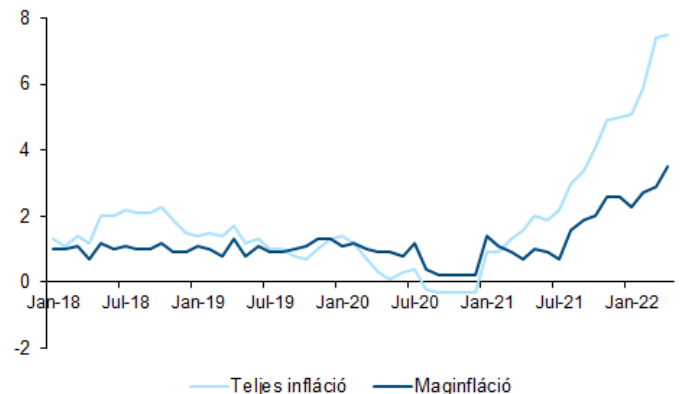
A valutaövezet előtt álló kihívások száma csak bővült az elmúlt időszakban: az energiaárak megemelkedett szintje és a termelési láncok töredezettsége kiegészült a háború kitérése következtében kialakuló negatív hatásokkal. A fegyveres konfliktus elhúzódása, a szankciók és középtávon az energiaátmenet menedzselése is komoly fejtörést okozhat a döntéshozóknak.

**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

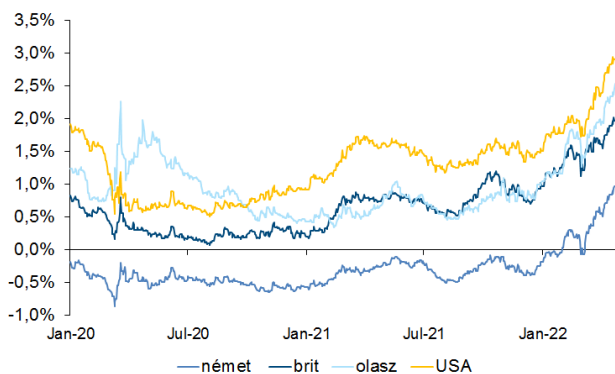
## Nemzetközi környezet – kamatok, árfolyam

Alapvetően eltérő kép rajzolódik ki az európai és az amerikai gazdaságról az elmúlt időszak konjunktúraadatainak ismeretében és ez a monetáris politikákban érződik. A Fed a szűk munkapiacnak köszönhetően már szinte csak az infláció megfékezésére koncentrált, így az idei év végére utoljára 2019-ben látott szintre emelkedhet az irányadó kamat. Emellett a koronavírus-válság alatt tovább duzzadt, 9000 milliárd dollárt elérő jegybanki mérleg leépítése is hamarosan megkezdődhet. A márciusi Fed ülés jegyzőkönyve szerint a mennyiségi szigorítás üteme 95 milliárd dollár lehet havonta, ami 60 milliárd dollárnyi államkötvényt, valamint 35 milliárd dollárnyi jelzálog-fedezetű értékpapírt (MBS) jelentene. A végleges terveket májusban fogadhatja el az amerikai jegybank.

Ami az európai monetáris politikát illeti a több szempontból is heterogén valutaövezet egyszerre szembesül egy meglehetősen magas szintre emelkedett inflációval és a háború következtében egy jelentős gazdasági lassulás kockázatával. A stagflációs kockázatok tehát erősödtek, ami nehéz helyzetbe hozta a döntéshozókat. A vártat meghaladó inflációra adott válaszul márciusban az EKB döntött az eszközvásárlási program kivezetésének felgyorsításáról: májusban havi 30 milliárd euróra, júniusban pedig 20 milliárd euróra csökken a havi vásárlások nagysága. A program a harmadik negyedévben véget érhet, de ennél pontosabb időpontot még nem kommunikált az európai jegybank. Mivel a kamatemelések megkezdése csak az eszközvásárlások befejezése után várható, az első kamatemelés időpontja is bizonytalan. Az EKB tart a háború negatív gazdasági hatásaitól és a kamatok oldalról történő szigorítást nem akarja elcsúsztatni. Jelenleg a legvalószínűbb forgatókönyvnek egy szeptemberi kamatemelés tűnik, amit decemberben megismételhet a jegybank.

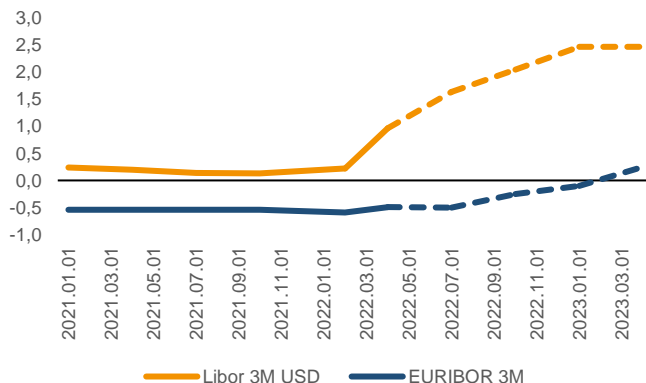
A háború kitörésével a kockázatvállalás háttérbe szorulása és a Fed világos szigorító lépései a dollár erősödését eredményezték. A piac továbbra is Fed-től vár gyorsabb monetáris szigorítást, s ez akár tartósabb dollárerőt is maga után vonhat, jócskán kitolva az eurótól várt középtávú felértékelődés időpontját.

**Nemzetközi 10 éves kötvényhozamok alakulása**  
Százalék



Forrás: Bloomberg

**A rövid kamatok múltbeli és várt alakulása**  
Százalék



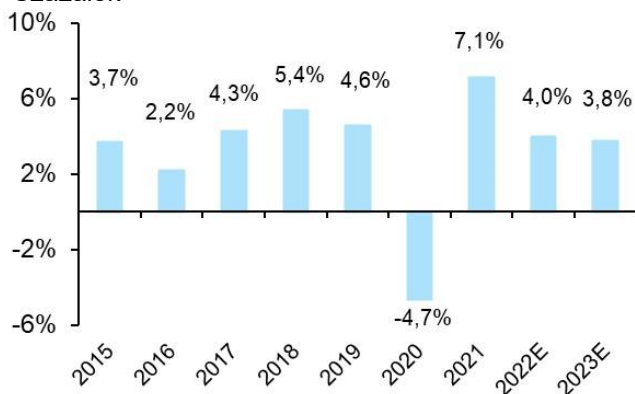
Forrás: Erste Group Research

## Magyarország – növekedési kilátások

2021 negyedik negyedében a gazdaság bővülése meghaladta a várakozásokat: negyedéves alapon 2%-kal, éves alapon pedig 7,1%-kal nőtt a GDP. A növekedés szerkezetét illetően a belső keresleti tételek bizonyultak húzóerőnek, főként a fogyasztás emelkedett átlag felett. A nettó export - bár pozitívan járult hozzá a teljesítményhez - továbbra is visszafogott maradt. A háztartások fogyasztása ugyanakkor éves szinten 5%-kal megugrott, míg a beruházások éves szinten 9,6%-kal nőttek. Termelési oldalon a szolgáltatási szektor 6,8%-kal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, emellett kiemelkedően bővült az építőipar is. Az ipar hozzáadott-értéke mérséklődött a megelőző időszakhoz képest, ami ismét a gyengélkedő járműiparnak tudható be. A tavalyi év egészében 7,1%-kal nőtt a magyar gazdaság, a koronavírus-járvány érintette két évben (2020-21) összességében 2,4%-kal. Utóbbi uniós összevetésben is a rangsor első harmadába sorol minket.

Az idei első negyedév teljesítményét illetően a magas frekvenciás adatok arra utalnak, hogy éves szinten a háború kitöréséig tovább gyorsulhatott a gazdaság, s bár a kínálati oldali feszültségek releváns tényezők maradtak, az ipar teljesítménye javulni tudott az időszakban. A húzóágazatok viszont ismét a szolgáltatások között találhatóak. Az év elején a béremelések mellett a GDP 3-4%-át kitevő kormányzati transzferek is emelték a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, ami jelentősen támogathatta a fogyasztást. Az első negyedévben még 6,5-7%-kal nőhetett a gazdaság éves szinten. Azonban az energia- és nyersanyagárak megugrása nyomán megemelkedett árnyomás, az ellátási láncok feszültségeinek fennmaradása, valamint a háború és a kereskedelmi korlátozások rontják a rövidtávú növekedési kilátásokat. A külső kereslet így visszafogott maradhat, s magához térésének időpontja az egyik legfontosabb bizonytalansági tényező. A fogyasztás az idén is növekedés hajtóereje lehet, míg a beruházások növekedése a bizonytalanabb üzleti környezet és a visszafogottabb kormányzati beruházások miatt lassulhat. 2022-ben az éves GDP-növekedés 4% körül alakulhat éves szinten várakozásunk szerint, extrém magas előrejelzési bizonytalansággal.

**A GDP múltbeli és várt alakulása**  
Százalék



**GDP és hozzájárulások a GDP növekedéséhez**  
Százalék, pont



Forrás: KSH, Erste Research

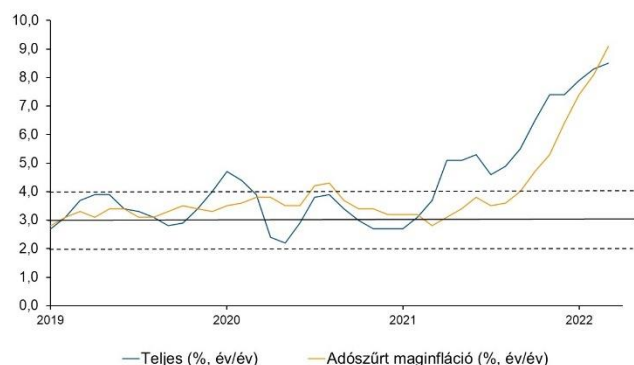
## Magyarország - Inflációs kilátások

A tavalyi év második felében megemelkedett infláció az idei év elején tovább gyorsult. Az áremelkedés a termékek és szolgáltatások széles körét érinti. A márciusi éves ráta 8,5%-ra emelkedett, ami közel 15 éves csúcst jelent, az alapfolyamatokat megragadó maginflációs index pedig 9,1%-on állt, ami húszéves rekordnak számít. Az élelmiszerek, az ipari termékek és a piaci szolgáltatások drágulása az infláció legfontosabb hajtóereje. Miközben a piaci szereplők átárzásai – jórészt a költségsokkok nyomán – rendkívül intenzívek és érdemben eltérnek a szokásos szezonális mintázattól, a szabályozott áraknak inflációt visszafogó szerepe van a maximalizált lakossági energia-, üzemanyag- és néhány alapvető élelmiszerárak köszönhetően. Az árplafon intézkedések eredményeként egyelőre még egyszámjegyű az éves index, miközben némely régiós ország esetében már 10% feletti drágulással szembesülnek a fogyasztók.

Tavasszal kifut dohánytermékek tavalyi jövedékiadó-emelésének hatása, kedvezőbb bázishatást generálva, ám ez alig lesz észrevehető, hiszen a költségoldali inflációs nyomás a megnövekedett globális energia- és nyersanyagárak eredményeként továbbra is magas marad. A kormány április végén döntött a hat alapvető élelmiszer- és a járműüzemanyag-árakra vonatkozó ársapkák július 1-ig történő meghosszabbításáról. A döntés az infláció éves lefutását befolyásolhatja - a kétszámjegyű csúcsok emiatt ugyanis későbbre várhatóak - az éves átlagos rátákra azonban csak kisebb mértékben hatnak majd. A költségoldali inflációs nyomás mellett a továbbra is dinamikus emelkedő bérek és az első negyedév expanzív fiskális politikája magasan tartja a keresletvezérelt inflációt is. Összességében az inflációs kockázatok továbbra is felfelé mutatnak.

Az infláció gyorsulása még nem ért véget. 2022 közepén az éves index feltehetően átlép a kétszámjegyű tartományba, és az ősztől kezdhet el fokozatosan csökkenni. A maginfláció mérséklődésére szintén csak az év második felében van kilátás, feltéve, hogy a globális ellátási feszültségek valamelyest enyhülnek és a szigorodó monetáris kondíciók hatása is megjelenik a gazdaságban. A csökkenés lassú folyamat lesz, s infláció feltehetően csak 2023 végére kerül vissza a 2-4%-os jegybanki célsávba. A 3%-os célt pedig várhatóan csak 2024-ben éri el az infláció.

### Fontosabb inflációs mutatók alakulása Százalék



Forrás: KSH, MNB, Erste Research

### Az éves átlagos infláció múltbeli és várt alakulása Százalék



Forrás: KSH, Erste Research

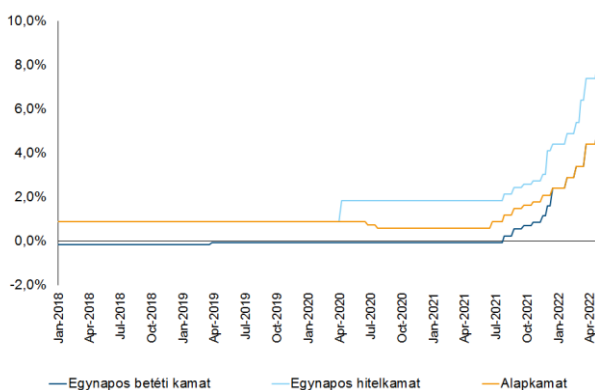


## Magyarország - Monetáris politika

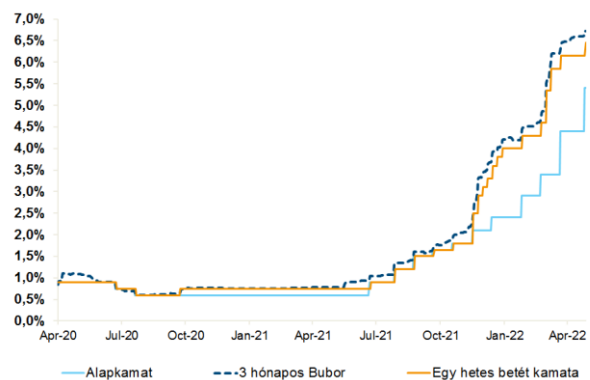
Az idei év eddig eltelt részében tovább folytatódott a monetáris szigorítás, amely elsősorban kamatemelésekben öltött testet: az alapkamat 4,40%-ra emelkedett a negyedév végére, míg az effektívnek számító egyhetes betéti ráta 6,15%-os szinten állt. Az áprilisi kamatdöntő ülésen pedig az alapkamat újabb 100 bázisponttal 5,40%-ra, majd két napra rá az egyhetes betét kamata 30 bázisponttal 6,45%-ra emelkedett. A két kamatláb a tervek szerint az év közepén ér össze ismét, várhatóan a mostaninál is magasabb szinten. Előretekintő iránymutatása szerint a Monetáris Tanács a kamatemelési ciklust addig folytatja, ameddig az inflációs kilátások fenntartható módon a jegybanki célon stabilizálódnak, és az inflációs kockázatok a monetáris politika időhorizontján újra kiegyensúlyozottá válnak. Kommunikációja szerint a jegybank havi szinten értékeli a helyzetet és hozza meg kamatdöntését, melyhez az inflációs kilátások mellett a kockázati környezet alakulását veszik figyelembe.

Ebben keretrendszerben a rövid kamatok előrejelzése továbbra sem egyszerű, s az év eddig eltelt részének fejleményei jól mutatják, hogy a lépések az inflációs kilátások mellett nagyban függenek az árfolyam alakulásától. Mivel a forint árfolyama meglehetősen volatilis és nagyon érzékenyen reagál a globális kockázati étvágyban bekövetkező negatív változásokra, a háború kitörésének napjaiban a jegybanknak volt, hogy az egyhetes betéti kamat hőközi rendkívüli emeléseit kellett bevetnie, hogy az árfolyam zuhanását megfékezze. Jól látni azonban, hogy a jegybank szeretné elkerülni a rendkívüli kamatemeléseket, és az egyhetes betét kamatát is csak havi szinten szeretné változtatni. A külső környezet alakulása azonban továbbra is kihívásokat támaszthat. Az infláció az elkövetkező hónapokban tovább emelkedik, ezért a szigorítás periódus a nyár folyamán vélhetően még tart majd. Az effektív kamatok 7 és 8% között stabilizálódhatnak várakozásunk szerint, és viszonylag sokáig magas szinten maradhatnak. Az infláció mellett a forint sérülékenysége a háború bizonytalan kimenetele, valamint a jogállamisági mechanizmus elindítása továbbra is a még magasabb kamatok irányába mutató kockázati tényezőt jelent. Kamatcsökkentésre csak az infláció lassulásának megindulása után látunk esélyt.

### A jegybanki alapkamat és a kamatfolyosó alakulása Százalék



### Jegybanki alapkamat és effektív kamatok Százalék



Forrás: MNB, Bloomberg, Erste Research

## Magyarország – Kötvénypiac és hozamok

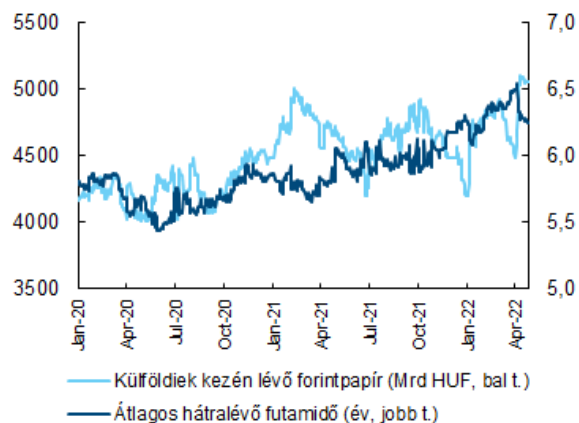
A hosszabb lejáratú kötvényhozamok tovább emelkedtek az idei év első negyedében - párhuzamosan az egyre romló inflációs kilátásokkal, miközben a fejlett piacok kötvényhozamaihoz mért felárak is jelentősen megugrottak. A leginkább figyelt 10 éves kötvény esetében a német Bund feletti hozamfelár még tovább, 600 bázispont közelébe emelkedett, s volt, amikor át is lépte. A vártnál magasabbra ugró infláció, az állam év eleji masszív túlköltekezése miatt folyamatosan emelkedő államháztartási hiány, az EU-val folytatott viták kiújulása, valamint annak várható elhúzódása miatt a befektetők magasabb kockázatokat érzékeltek, így a magyar állampapíroktól elvárt kockázati prémiumok is megugrottak, érdemben növelve a hozamokat. A külföldi befektetők sokkal óvatosabbá váltak a nagybani forintkötvény-piacon, miközben a jegybank állampapírvásárlási programjának tavaly év végi befejeződésével a keresleti oldalnak egy stabil eleme tűnt el.

Az idei hiánycél a GDP-arányában a korábban tervezett 5,9% helyett 4,9%-re változott tavaly decemberben. Ugyanakkor pénzforgalmi szemléletben a masszív fiskális expanzió eredményeként március végéig az egész éves hiány közel háromnegyede már teljesült, miközben az uniós forrásbeáramlás megindulása egyelőre nem várható. Az eredetileg tervezetthez képest így valamelyest nőhet az állam finanszírozási igénye az idén, amit feltehetően devizakötvény-kibocsátással menedzsel majd az ÁKK, miközben igyekeznek a lakossági papírok vonzerejét is fenntartani, csökkentve a nagybani kötvénypiacon mutatkozó hozamemelkedési nyomást.

A hozamok mozgását elsősorban az MNB kamatpolitikája, a keresleti-kínálati tényezők, az inflációs várakozások alakulása, a várt fiskális konszolidáció sebessége, valamint az EU-val való viták kimenetele határozhatja meg. Mindezek fenntarthatják a hozamok magas volatilitását. A hozamfelárak valamelyest alacsonyabb szinteken történő stabilizálódását inkább a jövő év első felében várjuk.

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

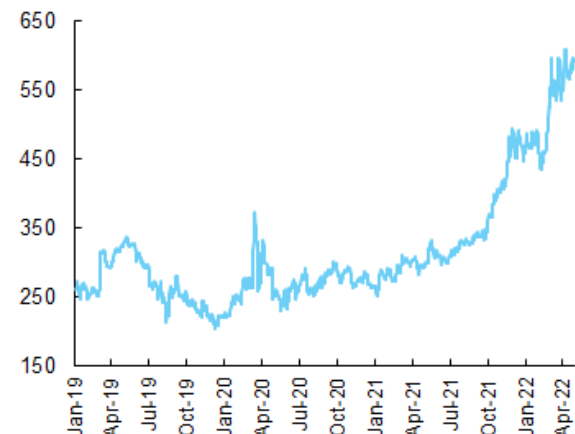
Milliárd forint, év



Forrás: Bloomberg, ÁKK, Erste Research

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

Bázispont



Forrás: Bloomberg, Erste Research



## Magyarország - Árfolyam

Januárban az omikron okozta bizonytalanságok enyhülésével és a bekövezett monetáris szigorításokkal párhuzamosan a forint 355 körül mozgott az euróval szemben, ami nagyjából megegyezett az egy évvel korábbi szintekkel. Ebbe a derült képbe csapott bele a kiterjedő háborús összecsapás. A kockázatkerülés és ezzel a feltörekvő piacok esésének áldozata lett a magyar deviza is, melyet fokozott hazánk külső keresleti kitétsége, a fegyveres konfliktus fizikai közelsége és prominens hazai tőzsdei szereplők (OTP, Richter) jelentős orosz-ukrán érdekeltségei. Március elején a bűvös 400 forintos határt is elérte egy euró ára.

A háború miatt tovább romló inflációs kilátásokra és a forint mélyrepülésére a jegybank a kamatemelések gyorsításával reagált. Az effektív kamatlábak így a közelmúltban viszonylag rövid idő alatt nagyon jelentősen megemelkedtek. Jelenleg már 6,45%-on áll az irányadó egyhetes betéti ráta. A magas kamatszint, illetve a forint javára szóló egyre inkább emelkedő kamatkülönbözet fontos forintot támogató tényezők fundamentálisan, azonban a háború elhúzódása, annak földrajzi közelsége, romló külső egyensúlyi pozícióink, valamint a jogállamisági mechanizmus miatt visszatartott uniós források problematikája jelentősen gátolják a forint erősödését. Mindenesetre, mivel a kamatemelések rövidtávon tovább folytatódnak és az MNB is folyamatosan dolgozik a monetáris transzmisszió hatékonyságának növelésén, várakozásunk szerint az EURHUF rövidebb távon a 370-380-as, majd nagyjából az év második felében a 360-370 közötti sávban stabilizálódhat.

Közép és hosszabb távra előretekintve a korábbi időszaknál lényegesen magasabban stabilizálódó rövid kamatok, az infláció mérséklődése és a középtávon konszolidáltabb költségvetési mérlegek a legfontosabb forintot támogató tényezők. Az EURHUF-ra vonatkozó középtávú pontbecslésünket így 360-nál tartjuk, elsősorban a hazai fizetőeszköz várhatóan tartósan magasabb pozitív kamatkülönbözetének köszönhetően.

### 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."*