



CIB heti riport

Tartalom

- A hét ábrája: Tovább emelkedő olajár
- A hét dióhéjban
- Amire a jövő héten figyelünk
- Táblázatos makrogazdasági, árfolyam- és kamatelőrejelzések
- Táblázatos eseménynaptár a következő hétre

A hét ábrája



Az elmúlt napokban a közel-keleti helyzet eszkalálódott. A kritikus szállítási útvonalakon továbbra is lényegében áll a forgalom, miközben már a kitermelési infrastruktúrát is támadások érték az Öböl-menti országokban. A piac megítélése szerint minden egyes nappal közelebb kerül a világ ahhoz, hogy a szállítási problémák tényleges kínálati problémává váljanak, ami felfele tolta a kőolaj és földgáz jegyzéseket.

A hét dióhéjban

- **Itthon: Jövő héten MNB ülés**
- **A geopolitikai fejlemények rángatják a forintot**
- **Euró övezet: Változatlan alapkamat, adatfüggő üzemmódban az EKB**
- **USA: Nem változtatott az alapkamaton a Fed**
- **Globális piacok: Háborús félelmek**

Itthon: Jövő héten MNB ülés

A februári 25 bázispontos kamatcsökkentést követően márciusban teljes mértékben kizártnak tartjuk, hogy az MNB Monetáris Tanácsa tovább lazítja a monetáris kondíciókat. Bár a februári vártnál alacsonyabb inflációs adat önmagában érvet szolgáltatott volna egy újabb vágásra, az iráni háború miatt megnövekedett inflációs kockázatok, a gyengülő forint árfolyam, a magasabb piaci volatilitás és összességében a makrogazdasági kilátásokkal kapcsolatos nagyobb bizonytalanság több mint elég ahhoz, hogy a kamatcsökkentés lehetősége komolyan fel se merüljön a jövő heti ülésen.

A Monetáris Tanács indoklása szerint a februári vágást a pozitív inflációs folyamatok és a pénzügyi piacok stabilitása együttesen tette lehetővé. A közlemény azonban inkább héja irányú volt, a dokumentum hangsúlyozta, hogy a kamatcsökkentés nem egy ciklus kezdetét jelenti, a jegybank nem köteleződik el konkrét kamatpálya mellett, adatvezérelten, ülésről-ülésre dönt a kamatlépésekről.

Saját előrejelzésünknel és a konszenzusos várakozásnál is alacsonyabb volt februárban a hazai infláció. Havi szinten mindössze 0,1%-kal emelkedtek a fogyasztói árak, ami alacsonyabb, mint a 2017-2020-as éves átlagos februári átárazása. az éves árindex 2,1%-ról 1,4%-ra, a maginfláció pedig 2,4%-ról 2,1%-ra esett. Az MNB alapfolyamatokat jobban megragadó mutatói is érdemben süllyedtek. A vártnál alacsonyabb februári árindex ellenére korábbi, egész évre vonatkozó előrejelzésünket nem módosítjuk lefele. A februári mélypontot követően az éves árindex fokozatosan, hónapról-hónapra feljebb kúszik, és év végére 4% közelébe emelkedik. Éves átlagos inflációra vonatkozó előrejelzésünk 2,8% volt az iráni háború kitörése előtt. Az energiahordozók világpiaci drágulása, illetve a gyengébb forint árfolyam azonban erős felfele mutató inflációs kockázatot jelent.

A háború pontos reálgazdasági hatásait jelenleg nem lehet számszerűsíteni, ezek attól függenek, hogy a háború meddig tart, az

energiapiacokon milyen mértékben (időben és szintben) emelkednek meg az árak. Egy rövid konfliktus (de ezt a forgatókönyvet gyakorlatilag már meghaladta az idő) elsősorban az inflációs kilátásokat emelné, a növekedésre globálisan mérsékeltebb hatása lehetne, egy elhúzódó krízis azonban nagyobb mértékű inflációs sokkal és már a GDP növekedésben is érezhető negatív következményekkel járna. Pessimistább forgatókönyvünk a második negyedév átlagában is 95 dolláros hordónkénti olajárral és 50 eurós TTF gázzal számol, ez az euró övezet éves átlagos inflációját idén 1,2%ponttal emelné, míg az alap GDP előrejelzést 0,4%ponttal rontaná.

Az olajár sokk inflációs hatásai monetáris politikai következményekkel is járhatnak, amit a piac árazni is kezdett. A kamatcsökkentési várakozások a nagy jegybankok esetében kiárazódtak, sőt több esetben kamatemeléseket áraznak a határidős jegyzések.

Bár a „tankönyv” szerint egy egyszeri kínálat oldali sokkon (energiár drágulása) a monetáris politika „átnézhet”, vagyis nem kell azonnal reagálni rá, a helyzet ennél bonyolultabb. Az infláció a legtöbb gazdaságban magasabb, mint a COVID és orosz-ukrán háború előtti szint, ráadásul sok gazdaságban az inflációs várakozások is magasabbak és kevésbé erősen horgonyozottak -vagyis nagyobb az esélye annak, hogy egy egyszeri sokk tartósabban megemeli a várakozásokat és a pénzromlási ütem szintjét is. E mellett különösen a fejlett jegybankok emlékezetében még élénken élhet a 2022 utáni helyzet, amikor a járvány, majd a háború inflációs sokkjait sokáig átmeneti ugrásként kezelték, így későn reagáltak monetáris szigorítással. Ez nem jelenti azt, hogy azonnali kamatemelésre van szükség akár a nagy jegybankok esetében, akár itthon, de az óvatosság mindenképpen indokolt.

Hazánkban is hasonlóan változtak a piaci várakozások. A határidős jegyzésekből nem csak az összes idei évre várt lazítás árazódott ki, de a piac kamatemelést kezdett árazni, az FRA jegyzésekben közel 3 darab 25 bázispontos szigorító lépés volt beárazva péntek reggel.

Szerintünk egyelőre ezek a várakozások túlzóak. A rendkívül bizonytalan helyzetben az MNB valószínűleg egyelőre megpróbálja megvárni, amíg tisztul a kép, és pontosabban meg lehet ítélni az iráni háború növekedési és inflációs hatásait, elsősorban a másodkörös hatásokra fókuszálva. (Szerencsésnek mondható egyébként, hogy az energia sokk egy olyan pillanatban érte a hazai gazdaságot, amikor az infláció többéves mélyponton, 1,4%-on állt). Kamatemelés csak akkor

kerülhetne szóba, ha a piacon olyan extrém feszültségek alakulnak ki, amelyek már a pénzügyi stabilitást veszélyeztetik és más eszközökkel nem kezelhetőek.

A jegybank stábja a decemberi előrejelzésében az idei évre 2,4%-os GDP növekedést, és 3,2%-os éves átlagos inflációt prognosztizált. A beérkező adatok és friss fejlemények ismeretében a növekedési előrejelzés kismértékű negatív korrekcióját várjuk (saját prognózisunk 2%, lefele mutató kockázatokkal, a piaci konszenzus 2,1%).

Ideges forint piac

A mögöttünk hagyott napokban is a globális fejlemények mozgatták a forint árfolyamát. Itthon fontos, piacbefolyásoló adat nem érkezett, így az EUR/HUF mozgások a külső kockázati hangulat ingadozásait követték. Az iráni helyzet az elmúlt napokban eszkalálódott, már nem csak a kritikus szállítási útvonalakat, hanem a kitermelő infrastruktúrát is támadások érték, és egyelőre a piac nem látja, hogy mikor és hogyan zárulhatna le a háború. A kockázatkerülés tehát továbbra is erős maradt, így a forint ezen a héten sem tudott érdemben korrigálni.

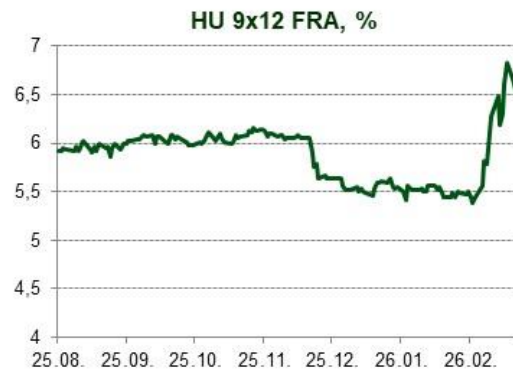
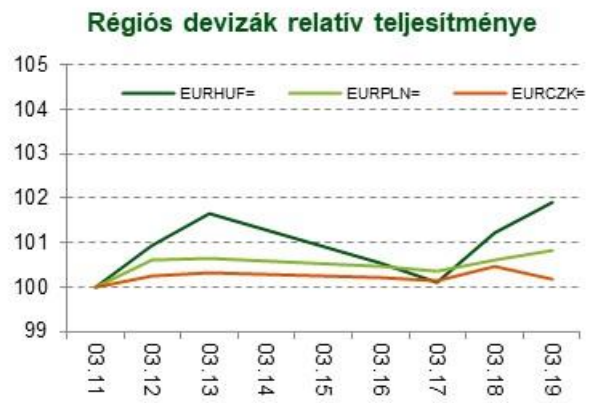
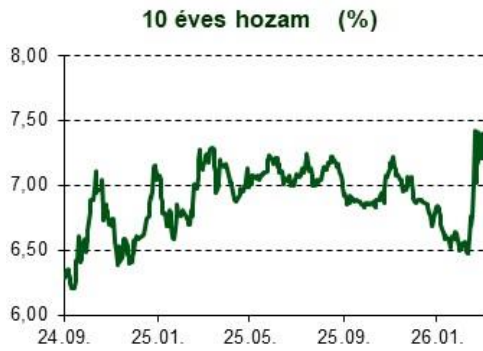
Az aktuális hírek függvényében viszonylag nagy volt a rövid távú ingadozás, az EUR/HUF kurzus az elmúlt napokban 387-395 között ingadozott, de tartósan nem tudott a 390-es szint alatt megkapaszkodni. Anyagunk zárásakor a keresztárfolyam 391 felett állt, nagyjából ugyanott, ahol egy héttel korábban.

Devizánk az elmúlt öt kereskedési napban nagyjából együtt mozgott a régiós versenytársakkal, komoly alul-, vagy felülteljesítést nem láttunk. A következő napokban is az iráni és globális energiapiaci fejlemények mozgathatják a piacokat, a magas volatilitás minden bizonnyal velünk marad. Az EUR/HUF keresztárfolyam a hírek függvényében 385-400 között ingadozhat.

A romló inflációs kilátások globálisan átrajzolták a jegybankok kamatpályájával kapcsolatos várakozásokat, a Fed esetében teljesen kiárazódtak a kamatcsökkentési várakozások, az EKB esetében pedig több kamatemelést áraztak be a határidős jegyzések. Ezt a hazai várakozások is lekövezték, az FRA-k kilenc hónapon belül összesen 75 bázispontos MNB kamatemelést áraznak. Az állampapírok másodlagos piacán a görbe középső és hosszú része 7% fölé került. A 3 éves referencia hozam február vége óta 100 bázispontot ugrott, a tízéves papír hozama tegnap 7,32%-on állt, ami több mint 90 bázisponttal magasabb, mint a február végi szint.

A következő napokban is a külső kockázati hangulat alakulása határozhatja meg a forint eszközök teljesítményét. Érdemi pozitív

korrekcióra csak akkor számíthatnánk, ha a Közel-Keleten de-eszkaláció következik be, és ezzel párhuzamosan az energia árakban egy érdemi korrekció bontakozna ki.



Euró övezet: Nem módosította kamatát az EKB

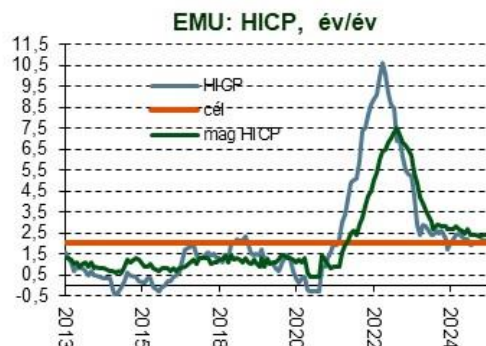
A várakozásokkal összhangban az EKB nem módosította irányadó kamatát csütörtöki ülésén. A döntés nem okozott meglepetést, a piac így leginkább arra volt kíváncsi, hogy az iráni háború reálgazdasági, inflációs és monetáris politikai következményeit hogyan ítéli meg a bank. Természetesen a többi központi bankhoz hasonlóan közleményében az EKB is a megnövekedett bizonytalanságot hangsúlyozta, aláhúzva, hogy elkötelezettek az inflációs cél elérése mellett és mindent megtesznek annak érdekében, hogy az energia ár sokk inflációs hatásait megfékezzék. Konkrét lépésekről nem esett szó, az EKB az adatfüggőséget hangsúlyozva kijelentette, hogy ülésről-ülésre a beérkező adatok, információk alapján döntenek az esetleges lépésekről.

Az energiaárak drágulása rövid távon okoz egy ugrást az inflációban, a középtávú hatások azonban annak a függvényében alakulnak, hogy a konfliktus időben és intenzitásban milyen mértékben terebélyesedik ki.

A stáb frissített alap előrejelzésében az idei évre vonatkozó GDP előrejelzést kissé lefele rontotta (0,9%, amit 2027-2028-ban 1,3%-os, illetve 1,4%-os bővülés követhet), az idei év átlagában 2,6%-os, míg a következő két évben 2%-os, illetve 2,1%-os átlagos pénzromlási ütemet vár.

A közös európai jegybank az alap forgatókönyv mellett egy negatív scenáriót is publikált, ebben az infláció az idei évben 3,5%-ig ugrik, a GDP növekedés pedig 0,6%-ra lassul.

A háború kitörése előtti előrejelzésünk az idei évben változatlan, 2%-os alapkamattal kalkulált. Azt gondoljuk, hogy a következő egy-két hónap még mindenképpen a kivárás jegyében telik, amennyiben azonban a konfliktus nem enyhül, az inflációs sokk másodkörös hatásainak a kockázata erősödik, és a fenti negatív forgatókönyv megvalósulásának az esélye nő, az év második felében nő az esélye annak, hogy az EKB irányadó kamata felfele mozdul.



USA: Változatlan alapkamat, idén még jöhet kamatcsökkentés

Az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed nyíltpiaci bizottsága (FOMC) nem változtatott irányadó kamatán. A döntés nem okozott meglepetést, a figyelem középpontjában így nem is maga a verdikt, hanem sokkal inkább a közlemény, a frissített makrogazdasági prognózisok és „dot plot”, valamint a sajtótájékoztatón elhangzottak álltak.

A közlemény tartalma alig változott az előző ülés óta, de természetesen az iráni háborúra reagálva megjelent benne, hogy a kilátásokat növekvő bizonytalanság övezi.

A friss prognózis az idei évre vonatkozóan kissé alacsonyabb GDP növekedést és magasabb inflációt mutat, ami nyilvánvalóan a háború hatását tükrözi. (A pontos hatásokat jelenleg nehéz becsülni, ezért ezek a várakozások a következő időszakban akár jelentősebb mértékben is módosulhatnak).

A kamatprognózisok mediánja változatlan maradt: ugyanannyi FOMC-tag számol idén kamatcsökkentéssel, mint a decemberi ülésen, bár a döntéshozók közül a decemberi négy fővel szemben márciusban már heten gondolták úgy, hogy egy kamatcsökkentés „fér bele” 2026-ban.

A többi jegybankhoz hasonlóan a Fed rövid távon a kivárást választja, de folyamatosan monitorozza majd a makrogazdasági helyzetet, kiemelt figyelmet fordítva az energia ár sokk esetleges másodkörös hatásai mellett a munkaerőpiacra is. A munkaerőpiac az elmúlt időszakban stabilizálódott, de a lefele mutató kockázatok kissé erősebbnek tűnnek. Az európai és ázsiai gazdaságokhoz viszonyítva megítélésünk szerint az USA -bár teljesen természetesen nem tudja függetleníteni magát - kevésbé kitett az iráni háború negatív hatásainak, így amennyiben a hosszabb távú inflációs várakozások megfelelően horgonyozottak maradnak, a Fed esetében (ellentétben az EKB-val) nem zárjuk ki annak a lehetőségét, hogy az év során még sor kerül kamatcsökkentésre.

Globális piacok: Az iráni fejlemények mozgatták a piacokat

Ideges maradt a globális piaci hangulat, miután az elmúlt napokban a közel-keleti helyzet eszkalálódott. A kritikus szállítási útvonalakon továbbra is lényegében áll a forgalom, miközben már a kitermelési infrastruktúrát is támadások érték az Öböl-menti országokban. A piac megítélése szerint minden egyes nappal közelebb kerül a világ ahhoz, hogy a szállítási problémák tényleges kínálati problémává váljanak, ami felfele tolta a kőolaj és földgáz jegyzéseket, miközben a folyamatosan frissülő makrogazdasági foratókönyvekben gyakorlatilag napról-napra egyre hosszabb ideig és egyre magasabb energiahordozó árakkal

kalkulálnak az elemzők.

A Brent azonnali jegyzések csütörtökön már a 130 dolláros hordónkénti árat közelítették (innen péntek reggelre 120 dollár alá csúszott vissza a jegyzés), de a határidős kontraktusok is 100 dollár felett forogtak. A TTF gázár csütörtökön 75 euró közelében járt.

Az energia árak intenzív emelkedése rövid távon minden érintett gazdaságban egy érdemi ugrást okoz az inflációban, és az elhúzódó konfliktus a közép távú inflációs képet is rontja. Ennek megfelelően a jegybanki lépésekre vonatkozó várakozások is 180 fokot fordultak. A kamatemelések kiárazódtak, több jegybank esetében pedig egyértelmű monetáris szigorítást áraznak a határidős jegyzések. Ezzel párhuzamosan a kötvénypiacon a görbe hosszú vége a múlt pénteki magas szinten ragadt, miközben az inflációra és jegybanki kamatpályára leginkább érzékeny szegmensekben (2-5 év) további hozamemelkedést láttunk. A német kétéves hozam ezen a héten 15 bázispontot, február vége óta pedig már 55 bázispontot, a hasonló futamidejű amerikai papír hozama pedig a héten 10 bázispontot, február vége óta pedig körülbelül 45 bázispontot ugrott.

A dollár viszont nem tudott profitálni a hét fejleményeiből. A nagy jegybankok kamatpályára vonatkozó várakozások átalakulása nem támogatta a zöldhasút, hiszen a jelenlegi árazások szerint a dollár kamatelőnye előretekintve szűkülhet (a Fed esetében nem vár szigorítást a piac). Így a dollár index a múlt pénteki háromhónapos csúcsról 1%-ot gyengült. Az EUR/USD kurzus mindeközben a hétfő hajnali 1,14 közeli szintekről tegnap átmenetileg 1,16 közelébe pattant, majd anyagunk zárásakor 1,1550 körül ingadozott.

Az arany esetében a biztonságos menedék státusz erősítő szerepét teljesen ellensúlyozták az inflációs/kamatemelési félelmek, az emelkedő kötvényhozamok. Ez pozíció zárásokat indukált a nemesfém piacon, a múlt pénteki 5000 dollár körüli szintről az unciánkénti jegyzésár 4700 dollár alá csúszott.

Az USD nominál effektív árfolyama



EUR/USD



Német 10 éves hozam, %



USA 10 éves hozam, %



Brent hordónkénti ára (USD)



Arany unciánkénti ára, USD



Amire a jövő héten figyelünk

MNB ülés és munkanélküliségi adat itthon

A jövő hét legfontosabb hazai vonatkozású eseménye az MNB kamat- meghatározó ülés lesz, de pénteken a KSH a friss munkanélküliségi adatokat is közzé teszi. A kamatcsökkentés teljesen biztosan lekerült a napirendről, az MNB biztosra vehetően nem módosítja irányadó kamatát. A közlemény hangneme azonban kifejezetten szigorú lesz, az MNB minden bizonnyal hangsúlyozni fogja, hogy elkötelezett az inflációs cél elérése mellett és megteszi a szükséges lépéseket, amennyiben a helyzet megkívánja.

Ifo index és BMI mutatók az euró övezetben

Az euró övezetben a márciusi beszerzési menedzserindexek és a német Ifo index már tükrözheti az iráni háború első, bizalomra és hangulatra gyakorolt hatását -az előző néhány hónap pozitív trendje megtört. A piaci konszenzus szerint az összetett BMI értéke 51,9 pontról 51,1 pontra esik, míg az Ifo index 88,6 pontról 86,3 pontra korrigál. Ez a romlás azonban még nem teljesen mutatja az energiár-sokk makrogazdasági hatásait, a következő időszakban további esésre számíthatunk a mutatókban -ami jelzi, hogy a makrogazdasági kilátások bizonytalanabbá, és borúsabbá váltak.

Kevés adatközlés a tengerentúlon

A tengerentúlon kevés adatközlésre számíthatunk a jövő héten, a heti munkanélküliségi adatok mellett a végleges márciusi fogyasztói bizalmi index és a friss importár index található a naptárban.

Kapcsolatfelvétel

Elemzés	Értékesítés – Értékpapírok	Értékesítés – FX
<ul style="list-style-type: none"> • Trippon Mariann Vezető elemző 423-2420 • Bukovszki András Elemző 423-2904 	<ul style="list-style-type: none"> • Fenyvesi Sándor Üzletkötő-Kötvény 489-8352 • Verzár Zoltán Üzletkötő-Kötvény 489-8353 	<ul style="list-style-type: none"> • Juhász Mária Treasury értékesítés vezető 489-8313 <hr/> <ul style="list-style-type: none"> • Nagy Marianna FX üzletkötő 489-8303 • Kelemen Péter FX üzletkötő 489-8304 • Horváth Gábor FX üzletkötő 489-8327

Jelen elemzés nyilvánosan hozzáférhető információk alapján készült. A CIB Bank Zrt. az elemzés készítése során az elvárható szakmai gondosság mellett törekedett arra, hogy az elemzésben kizárólag pontos és hiteles információk kerülhessenek felhasználásra. Ennek ellenére, a forrásként használt adatok és információk pontosságáért és hitelességéért, valamint az ebből levont következtetésekért – ide értve különösen a pénzügyi eszköz várható, jövőbeli árfolyamát – a CIB Bank Zrt. felelősséget nem vállal. Ezen információk frissítése, vagy a jelen dokumentumban tárgyaltak alapján történő tanácsadás nem tartozik a CIB Bank Zrt. feladatai közé. Az elemzésben foglalt vélemény bármikor megváltozhat anélkül, hogy azt a CIB Banknak nyilvánosságra kellene hoznia. Az elemzésnek, vagy tartalmának felhasználásából, illetve azzal összefüggésben bármely más módon keletkező esetleges veszteségeikért a CIB Bank Zrt. felelősséget nem vállal. A CIB Bank Zrt. a befektetési ajánlás tartalmáról a kibocsátót előzetesen nem tájékoztatta. A CIB Bank Zrt. mupkatársai, valamint a szerzők a hatályos jogszabályok szerinti korlátozásokat figyelembe véve jogosultak az ajánlás tárgyát képező pénzügyi eszközökben pozíciókat szerezni, saját számlás vagy megbízásos alapon ügyleteket kötni. Jelen ajánlás nem tekinthető sem vételi, sem eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsnak, sem pedig szerződéskötésre, vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek az ajánlás tárgyát képező pénzügyi eszközök vonatkozásában, kizárólag az Ön tájékoztatására szolgál és az sem egészében, sem részleteiben nem másolható, illetve terjeszthető. A CIB Bank Zrt. a befektetési ajánlás készítésében közreműködő alkalmazottai tekintetében alkalmazza a befektetési vállalkozásokról, az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény 77. § és 110. §-ában foglalt rendelkezéseket. Az ajánlást készítő alkalmazottak a befektetési szolgáltatási tevékenységet végző szervezeti egységektől elkülönítve végzik tevékenységüket, juttatásuk nem függ a CIB Bank Zrt, illetve kapcsolt vállalkozásaik által végzett saját számlás ügyletek eredményétől. A CIB Bank Zrt. a Magyar Nemzeti Bank felügyelete alá tartozik. A befektetési ajánlás a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll és a CIB Bank Zrt. valamennyi ebből eredő jogát fenntartja. A befektetési ajánlás készítésében közreműködő személyek: Trippon szenior elemző.