



## CIB heti riport

### Tartalom

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

### A hét ábrája



A piaci figyelem középpontjában továbbra is a közel-keleti fejlemények állnak. Lényegi áttörés nem következett be, a piacokat a folyamatosan érkező -sokszor egymásnak ellentmondó- hírek rángatták. Az információk zűrzavarban pedig a lényeg nem változott: a Hormuzi-szoros továbbra is zárva. A Brent azonnali jegyzések 120 dollár közelében mozognak, a határidős jegyzések 100 dollár felett ragadtak.

## A hét dióhéjban

- **Itthon: Változatlan alapkamat, megugró munkanélküliség**
- **A geopolitikai fejlemények mozgatják a forintot**
- **Euró övezet: Romló bizalmi és hangulati indexek**
- **Globális piacok: A háborús hírek mozgatják a piacokat**

### **Itthon: Változatlan alapkamat, megugró munkanélküliség**

Az MNB Monetáris Tanácsa a várakozásokkal összhangban nem módosította irányadó kamatát. Bár a februári vártnál alacsonyabb inflációs adat önmagában érvet szolgáltathatott 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 volt ahhoz, hogy a kamatcsökkentés lehetősége komolyan fel se merüljön. Az ülés utáni közlemény is a fenti kockázatokat hangsúlyozta, alapvetően héja hangvétellű volt. Hangsúlyozták, hogy az MNB elkötelezett az inflációs cél mellett, ami eléréshez továbbra is szigorú monetáris kondíciók kellene.

Megismételték, hogy az inflációs és pénzpiaci kockázatok óvatos, türelmes monetáris politikát indokolnak.

Természetesen semmilyen jövőbeli kamatpálya mellett nem kötelezték el magukat, az előzetekintő iránymutatás szerint a „Tanács folyamatosan értékeli a beérkező makrogazdasági adatok és a pénzügyi piaci fejlemények inflációs kilátásokra gyakorolt hatásait, melyek alapján körültekintően és adatvezérelten dönt az alapkamat mértékéről.”

Az elmúlt hetekben a piaci kamatvárakozások is drasztikusan átalakultak. A háború kitörése előtt a határidős jegyzések az idei év további részére összesen 75 bázispontnyi lazítást áraztak, anyagunk írásakor az FRA jegyzések körülbelül 100 bázispontnyi kamatemelést áraznak. A piaci árazás és az elemzői előrejelzések eléggé eltávolodtak egymástól, ami azonban feszült piaci helyzetekben nem meglepő. Az elérhető elemzői előrejelzések is a nagyfokú bizonytalanságot tükrözik. A legpesszimistább prognózis szerint idén két kamatemelésre lesz szükség, de a többség idénre vagy változatlan kamatszintet, vagy további egy 25 bázispontnyi csökkentést vár.

(A Reuters e héten készült felmérései szerint a Fed esetében az elemzők medián várakozása továbbra is 50 bázispontnyi kamatcsökkentés,

miközben a piaci árazás változatlan/kissé emelkedő alappályát mutat. Az EKB esetében a határidős jegyzésekbe 3 kamatemelés árazódott be idénre, az elemzői előrejelzések mediánja viszont változatlan kamatszintet mutat. Igaz, a közös európai jegybank esetében a megkérdezett elemzők egyharmada arra számít, hogy 2026-ban sor kerül egy szigorító lépésre.)

A jegybankok kamatpályáira vonatkozó eltérő várakozások részben az eltérő kiinduló helyzeteket és az energiaár sokk gazdaságonként eltérő hatásait tükrözik. A háború kitörése előtt az EKB irányadó kamata már az egyensúlyi szinten állt (se nem laza, se nem szigorú), miközben az euró övezet gazdaságaiban az energiaár sokk inflációs hatása erősebb lehet, mint a tengerentúlon. Ezért, ha mozdul az alapkamat, a változás iránya várhatóan emelés lesz. Az elemzők szerint egyébként reális forgatókönyv, hogy akár már júniusban sor kerül egy kamatemelésre.

A Fed kamata a háború kitörése előtt enyhén restriktív tartományban volt (a semleges szint felett), miközben az energiaár sokk az USA gazdaságát kevésbé ütheti meg. Így a Fed rövid távon nem kényszerül a kamatok kiigazítására.

Itthon az MNB monetáris kondíciói a februári kamatcsökkentés után is restriktívek voltak, az egyidejű reálkamat masszívan pozitív tartományban állt, és még a magasabb inflációs pálya mellett is szigorúnak tekinthetőek a kamatkondíciók. Így megítélésünk szerint egyelőre kamatemelésre nincsen szükség a jegybank a következő hónapokban elsősorban az inflációs sokk potenciális másodkörös hatásaira fókuszálhat, kamatemelés akkor kerülhet szóba, ha erőteljes másodkörös hatások alakulnak ki, az inflációs várakozások érdemben emelkednek és/vagy a piacon súlyos feszültségek körvonalazódnak.

Frissített előrejelzésünk az idei év végére 6%-os alapkamatot tartalmaz, ami a jelenlegi sinthez képest még egy darab 25 bázispontos vágást jelent.

A Monetáris Tanács közleménye szerint az energiaárak megugrása, valamint a kockázatkerülés növekedése érdemben emeli a globális inflációs kockázatokat.

Itthon a jegybank továbbra is élénkülő, de a korábbiaknál lassabb konjunktúrára számít, miközben az infláció a decemberi prognózisnál jóval magasabban alakulhat. A stáb az idei évre vonatkozó GDP előrejelzését 2,4%-ról 1,7%-ra rontotta, míg az év átlagában a korábbi 3,2% helyett 3,8%-os inflációt vár.

„A kedvező év eleji átárzások, illetve az iráni konfliktus következtében megugró energiaárak ellentétes irányú hatást gyakorolnak az infláció alakulására. Az árréskorlátozások május végéig történő meghosszabbítása idén alacsonyabb, míg 2027-ben magasabb áremelkedési ütemet eredményez a decemberi előrejelzéshez képest. Az áremelkedés üteme márciustól a magasabb energiaárak begyűrűzése következtében emelkedni kezd, amit azonban átmenetileg tompít az üzemanyagokra bevezetett védett ár hatása. Az infláció 2026 harmadik negyedétől a toleranciasáv fölé emelkedik, majd 2027 második felében tér vissza fenntarthatóan a jegybanki célra”.

„A Monetáris Tanács kockázati értékelése alapján a márciusi előrejelzés alappályáját többségében felfelé mutató inflációs és lefelé mutató növekedési kockázatok övezik”.

A közlemény természetesen ismét kiemelte a pénzügyi stabilitás fontosságát.

„A jelenlegi gazdasági környezetben az inflációs várakozások horgonyzásához, és ezáltal az árstabilitási cél eléréséhez elengedhetetlen a hazai pénzügyi piacok, kiemelten a devizapiaci stabilitásának fenntartása.”

### **Bizonytalan hangulat a forint piacán**

A mögöttünk hagyott napokban is a globális fejlemények mozgatták a forint árfolyamát. Az MNB kamat-meghatározó ülése nem tudott tartós hatást gyakorolni a devizapiaci mozgásokra, az EUR/HUF jellemzően a külső kockázati hangulat ingadozásait követte. A külső hangulat továbbra is bizonytalan, így nem meglepő, hogy a régiós devizák és a forint sem tudott a héten érdemben erősödni. Igaz a gyengülés is megállt. Az aktuális hírek függvényében viszonylag nagy volt a rövid távú ingadozás, az EUR/HUF kurzus az elmúlt napokban 385-395 között ingadozott, anyagunk zárásakor 389 körül mozog, ami minimális erősödés a múlt pénteki 391 körüli szintekkel összevetve.

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, illetve feljebb tolták az állampapír hozamokat is, igaz a kilengések amplitúdója az elmúlt

napokban már alacsonyabb volt. Érdemi csökkenés azonban nyilvánvalan nem következett be, így a hazai görbe középső és hosszú vége is stabilan 7% felett ragadt. A tízéves referencia hozam tegnap 7,31% volt, a német tízéves papír feletti felár viszont a hétfői értékezh képest körülbelül 20 bázispontot szűkült.

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.

10 éves hozam (%)



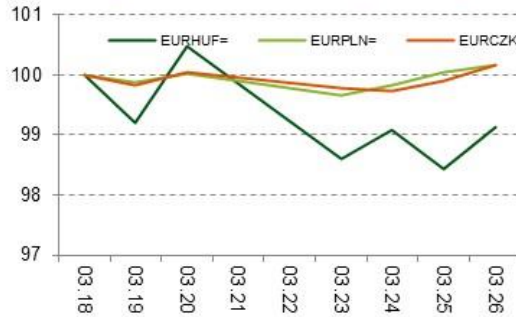
EUR/HUF



Régiós devizák relatív teljesítménye



Régiós devizák relatív teljesítménye



HU-DE 10Y spread, %



HU 9x12 FRA, %



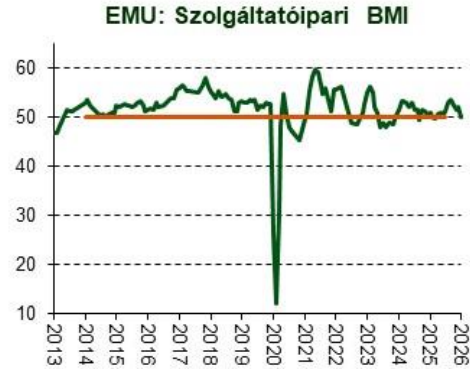
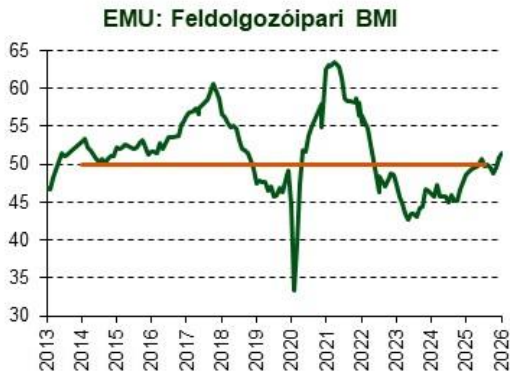
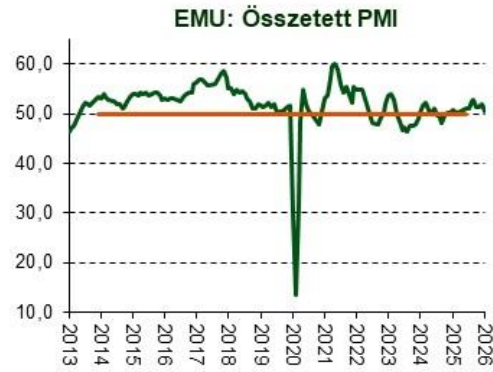
## Euró övezet: Mérsékelt romlás az Ifo indexben és a BMI mutatókban

A márciusi Ifo index és az előzetes beszerzési menedzserindexek már részben tükrözték az iráni háború hatásait, a negatív elmozdulások mértéke azonban -egyelőre- nem volt drasztikus, és össze sem hasonlítható az orosz-ukrán háború kitörését követő zuhanással.

Az Ifo üzleti bizalmi index értéke több mint egy éve nem látott szintre 88,4 pontról 86,4 pontra süllyedt. A jelenlegi helyzetet mérő alindex értéke stagnált, a kilátásokkal kapcsolatban lettek valamivel pesszimistábbak a felmérésben részt vevő vállalatok.

Hasonló mozgásokat láttunk a beszerzési menedzserindexeknél is. Előzetes adatok alapján az összetett BMI értéke 51,9 pontról 50,5 pontra süllyedt, ami lényegében stagnáló gazdasági aktivitásnak felel meg. A romlásért kizárólag a szolgáltató szektor tehető felelőssé, a tercier BMI értéke 51,9 pontról 50,1 pontra esett. Első látásra kissé meglepő lehet, hogy mindeközben a feldolgozóipar teljesítményét mérő alindex emelkedni tudott (50,8 pontról 51,4 pontra). A részletekben azonban kiderül, hogy a javulást a szállítási időket mérő komponens emelkedése okozta. Normál körülmények között ez a kereslet erősödésére utalhat, jelenleg azonban ez akár a beszállítói láncok kialakul feszültségeit, vagy a feszültségekre számítva az átmenetileg felfuttatott aktivitást is tükrözheti.

A különböző bizalmi és hangulati indexek romlása nem meglepő, és megerősíti, hogy a közel-keleti konfliktus rontja a növekedési kilátásokat az euró övezetben. A korábbi sokkokkal összevetve azonban egyelőre a mutatók esése mérsékelt, ami alátámasztani látszik azon várakozásunkat, mely szerint a GDP-növekedési ütemében nem összeomlás, csak mérsékelt romlás várható. Frissített előrejelzésünk szerint az idei évben az euró övezet GDP-je 0,9%-kal bővíthet. (A háború előtt mérsékelt gyorsulásra számított a piac és mi is) Ez a prognózis azonban azon a feltételezésen alapul, hogy az iráni konfliktus nem eszkalálódik tovább és a második félévtől fokozatos helyreállást látunk a kritikus szállítási útvonalakon ezzel párhuzamosan pedig az energia árakban is.



### Globális piacok: Az iráni fejlemények mozgatták a piacokat

Ideges maradt a hangulat a globális piacokon, a figyelem középpontjában természetesen továbbra is a közel-keleti fejlemények állnak. Lényegi áttörés nem következett be, a piacokat a folyamatosan érkező -sokszor egymásnak ellentmondó- hírek rángatták. Bár amerikai oldalról a héten több biztató kommentár is érkezett, ezeket iráni oldalról rendre cáfolták, az információk zűrzavarban pedig a lényeg nem változott: a Hormuzi-szoros továbbra is zárva. Ennek megfelelően a Brent azonnali jegyzések ma reggel is 120 dollár közelében mozogtak, míg a határidős jegyzések stabilan 100 dollár felett ragadtak.

A részvénypiacok is leginkább a közel-keleti híreket, illetve az energia hordozó árak változásait követték, egyértelmű trend nem alakult ki. A fejlett kötvénypiacokon magasan ragadtak, kissé tovább emelkedtek a hozamok a romló inflációs kilátásokkal és a változó jegybanki kamatvárakozásokkal párhuzamosan. Az amerikai tízéves hozam 4,45%-ig, a német hasonló futamidejű papír hozama 3,1%-ig kapaszkodott. Utóbbi ennél magasabban csak 2011-ben járt.

Az EUR/USD keresztárfolyam egy viszonylag szűk sávban, 1,1485-1,1640 között ingadozott, anyagunk zárásakor 1,1520 körül mozgott.

Az arany esetében a biztonságos menedék státusz erősítő szerepét

teljesen ellensúlyozták az inflációs/kamatemelési félelmek, az emelkedő kötvényhozamok. Ez pozíció zárásokat indukált a nemesfém piacán, a múlt pénteki kissé 4700 dollár alatti szintről az unciánkénti jegyzésár 4400 közelébe csúszott.



## Amire a jövő héten figyelünk

### Januári bér és külkereskedelmi adatok itthon

A jövő héten a KSH a friss bér és külkereskedelmi statisztikákat publikálja. A januári béradatok iránymutatást adhatnak az egész év pályájával kapcsolatban. A lazább munkaerőpiaci helyzet miatt a magánszektorban visszafogottabb növekedési ütem várható (8,5% körül), a fegyverpénz hatása azonban a nemzetgazdasági szintű teljes éves növekedési ütemet 10% fölé tolhatja.

### Gazdasági hangulat index, végleges BMI mutatók és előzetes inflációs számok az euró övezetben

Az euró övezetben a gazdasági hangulat index a többi előrejelző indikátorhoz hasonlóan romló hangulatot jelezhet. A márciusi inflációban már megjelenik az olajár sokk hatása, a konszenzus szerint a valuta unió éves pénzromlási üteme 1,9%-ról 2,7%-ra ugrik. A maginflációban azonban még nem vár változást a piac (2,4%-on stagnálhatott a mag index). Az EKB-nak a következő időszakban a fő feladata az lesz, hogy enyhítse az energia ár sokk tovagyrűző hatásait.

### ISM indexek és munkaerőpiaci statisztikák a tengerentúlon

A tengerentúlon az ISM indexek mellett a márciusi munkaerőpiaci adatok állnak majd a figyelem középpontjában. A konszenzus szerint a februári gyenge adatot követően (92 ezer fős csökkenés), márciusban közel 50 ezer fővel bővült a mezőgazdaságon kívüli szektorokban a foglalkoztatottak száma.

## Kapcsolatfelvétel

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

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. munkatársai, 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.