

Makrogazdasági és pénzüpiaci kitekintés

MBH Elemzési Centrum

Árokszállási Zoltán

Elemzési Centrum igazgató

2025. május 16.

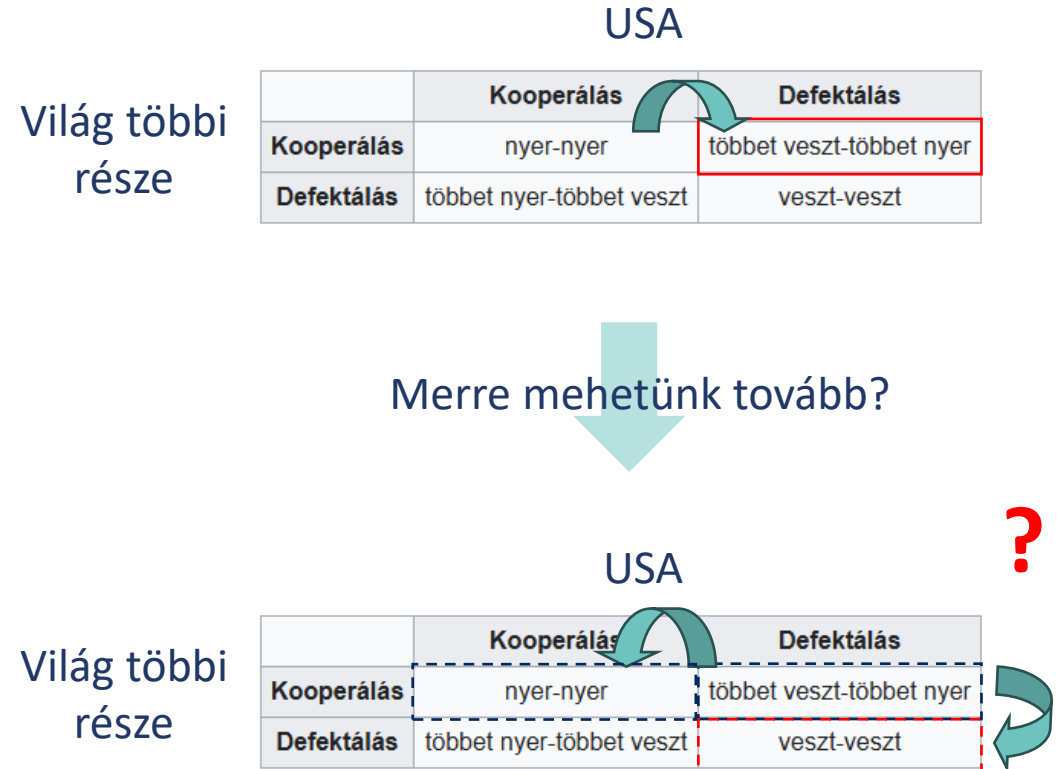
1. Egy nagy gazdaságnak – amelyik befolyásolni tudja a világpiaci árakat – érdemes valamekkora vámot bevezetni, amennyiben a többi ország nem hoz megtorló lépéseket
2. Azonban a világ többi részének ilyenkor érdemes visszavágni, hogy a saját gazdaságában a károkat mérsékeljék (visszatereljék a károkat arra az országra, ami a vámokat kivetette)
3. Ugyanakkor a teljes világgazdaság szempontjából az önérdékkövetés miatt előálló **új egyensúlyi pont rosszabb lesz (alacsonyabb GDP, magasabb árszínvonal), mint a kiinduló állapot**



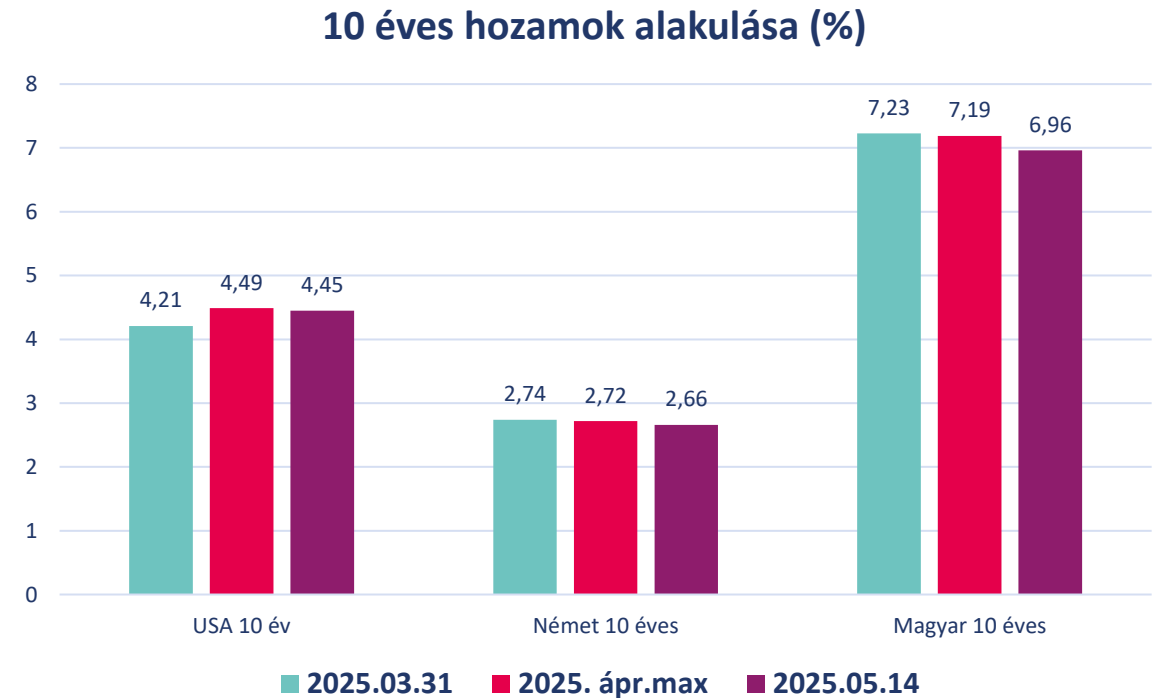
Két kimenetel lehetséges:

- **Deeskaláció:** tárgyalások során a felek belátják, hogy a kiinduló állapot irányába érdemes mindenkinek visszatérnie
- **Eszkaláció:** a tárgyalások nem vezetnek eredményre. Kimenetel: sokat romló GDP kilátások, emelkedő infláció (**stagfláció**).

Fogolydilemma

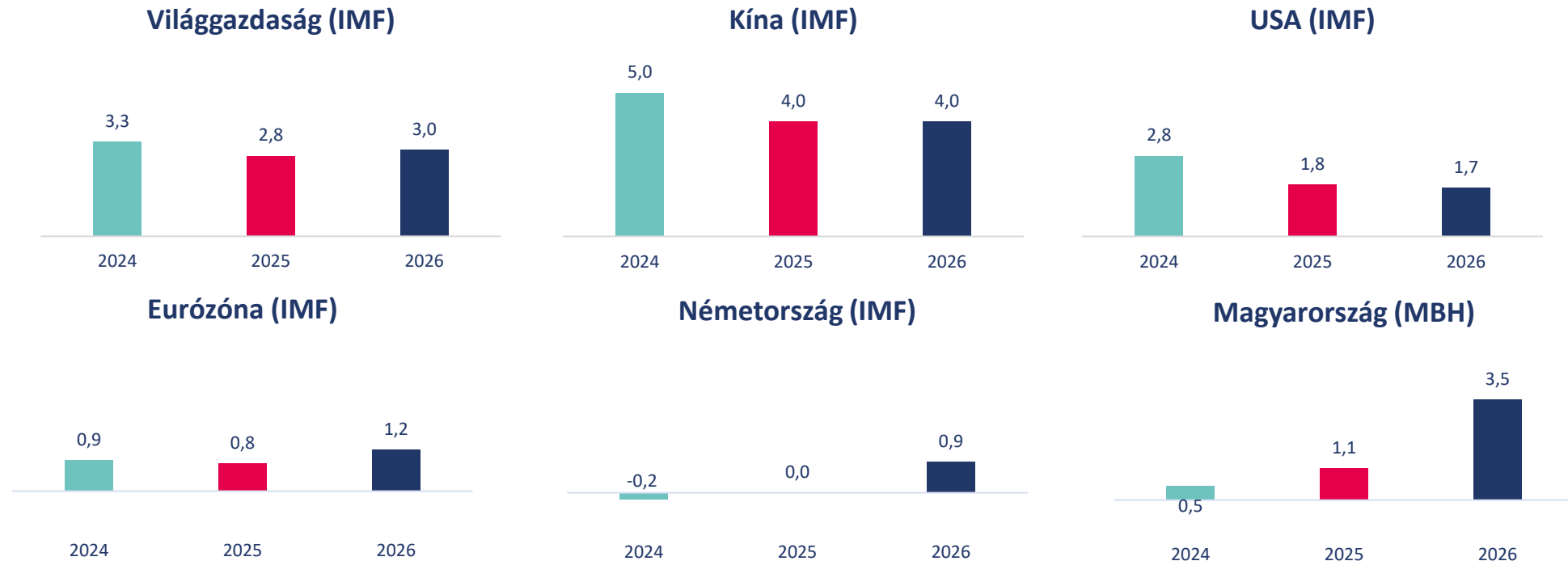


- Donald Trump április 2-i vámbejelentései után az amerikai hozamok emelkedni kezdtek, a részvénytőzsdék pedig óriási zuhanást szenvedtek.
- Április végére a hozamok csökkenni kezdtek az USA-ban, miközben a német és a magyar hozamok a március végi szint alá kerültek.
- Trump április 9-én 90 napos halasztást jelentett be, ezalatt csak 10%-os vámok lesznek érvényben azokra az országokra, akik nem hoztak eddig megtorló lépéseket (így például Kínára maradt a 145%!).
- Javította a hangulatot, hogy a hétvégén az USA és Kína megállapodott, hogy május 14-től 90 napig felfüggesztik a korábban kivetett vámokat. Ezen idő alatt az amerikai vámok 145%-ról 30%-ra, a kínaiak 125%-ról 10%-ra csökkennek.



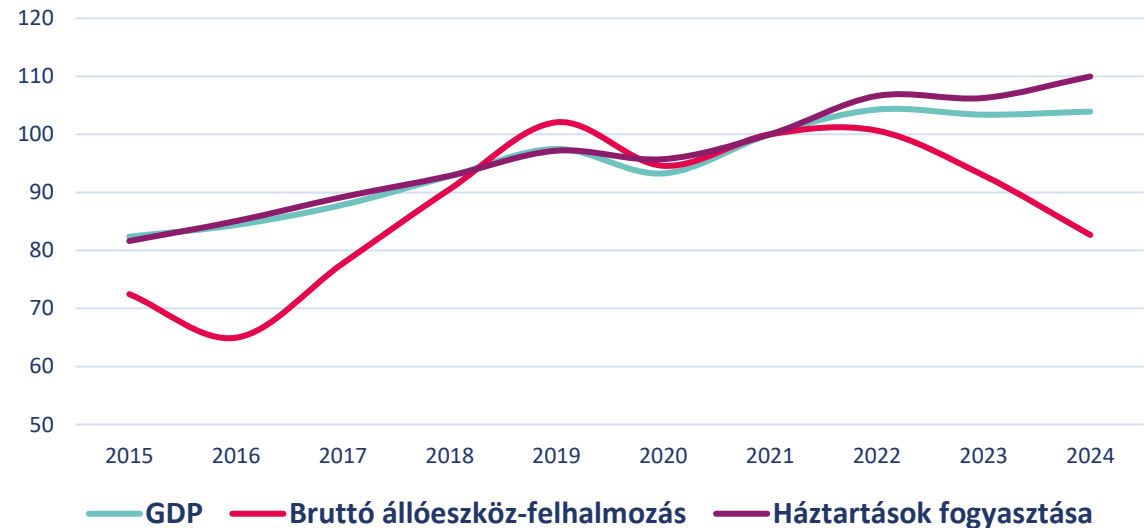
Forrás: Bloomberg

- Az IMF 2025. áprilisban 0,5 százalékponttal visszavágta a globális növekedési várakozását, elsősorban a vámintézkedések hatására. Az USA esetében 0,9, Kína tekintetében 0,6 százalékponttal, míg Németország esetében 0,3 százalékponttal alacsonyabb GDP-növekedést jelez, mint januárban.
- Az IMF Magyarország esetében is gyengébb GDP növekedést (1,4%) vár. **2025-re jelenleg az MBH előrejelzése 1,1%.**
- **2025 második felétől a magyar gazdaság fokozatosabb fellendülhet,** a fogyasztás élénkülésének és a beruházások stabilizálódásának, valamint a kormány gazdaságösztönző intézkedéseinek révén. Ezt 2026-tól az ipari termelés is támogathatja.



- A fogyasztás dinamikája jelenleg meghaladja a GDP növekedési ütemét.
- A beruházások viszont egyre gyengébben teljesítenek, ami a növekedést is erőteljesen visszafogja.
- Jövőre már a beruházások is pozitívan járulhatnak hozzá a növekedéshez, erőteljesebb fellendülésre számítunk a GDP ezen komponensében.
- A külső kereslet idén még nem fog igazán fellendülni, de jövőre már (az európai élénkítés és a vámháború várható enyhülése miatt) segítheti az ipart.
- Az elkészülő autóiipari beruházások is termőre fordulhatnak 2025-2026 fordulójára.
- 2025-re 1,1%-os, 2026-ra pedig 3,5%-os növekedést várunk a magyar gazdaságtól.

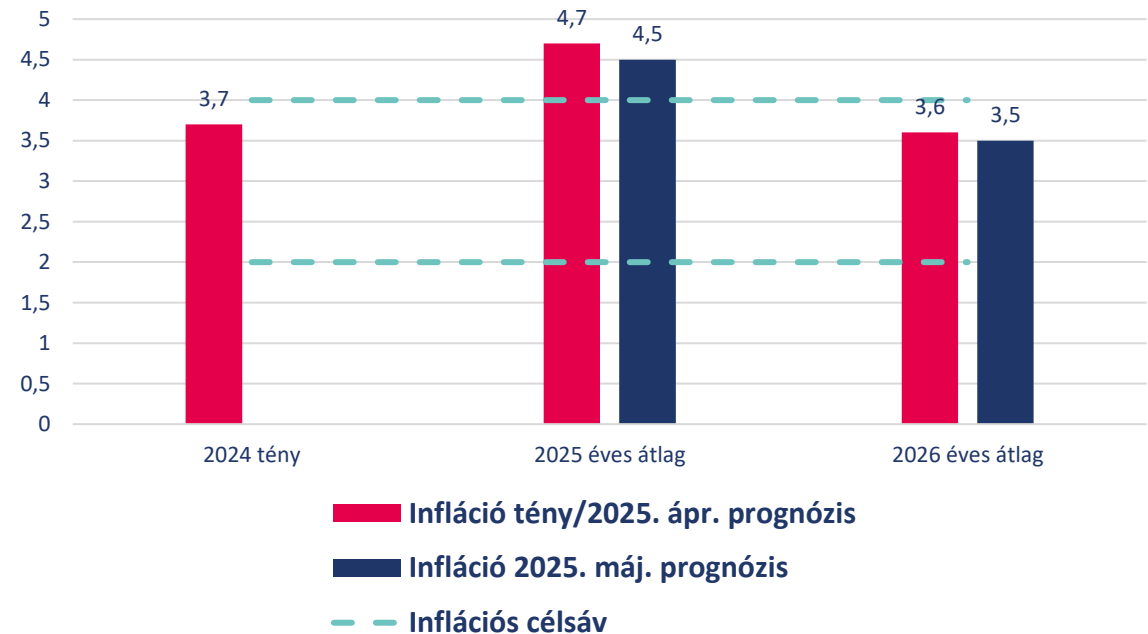
A magyar GDP, háztartási fogyasztás és bruttó állóeszköz-felhalmozás változatlan árakon, 2021=100%



Forrás: KSH, MBH Bank, Bloomberg

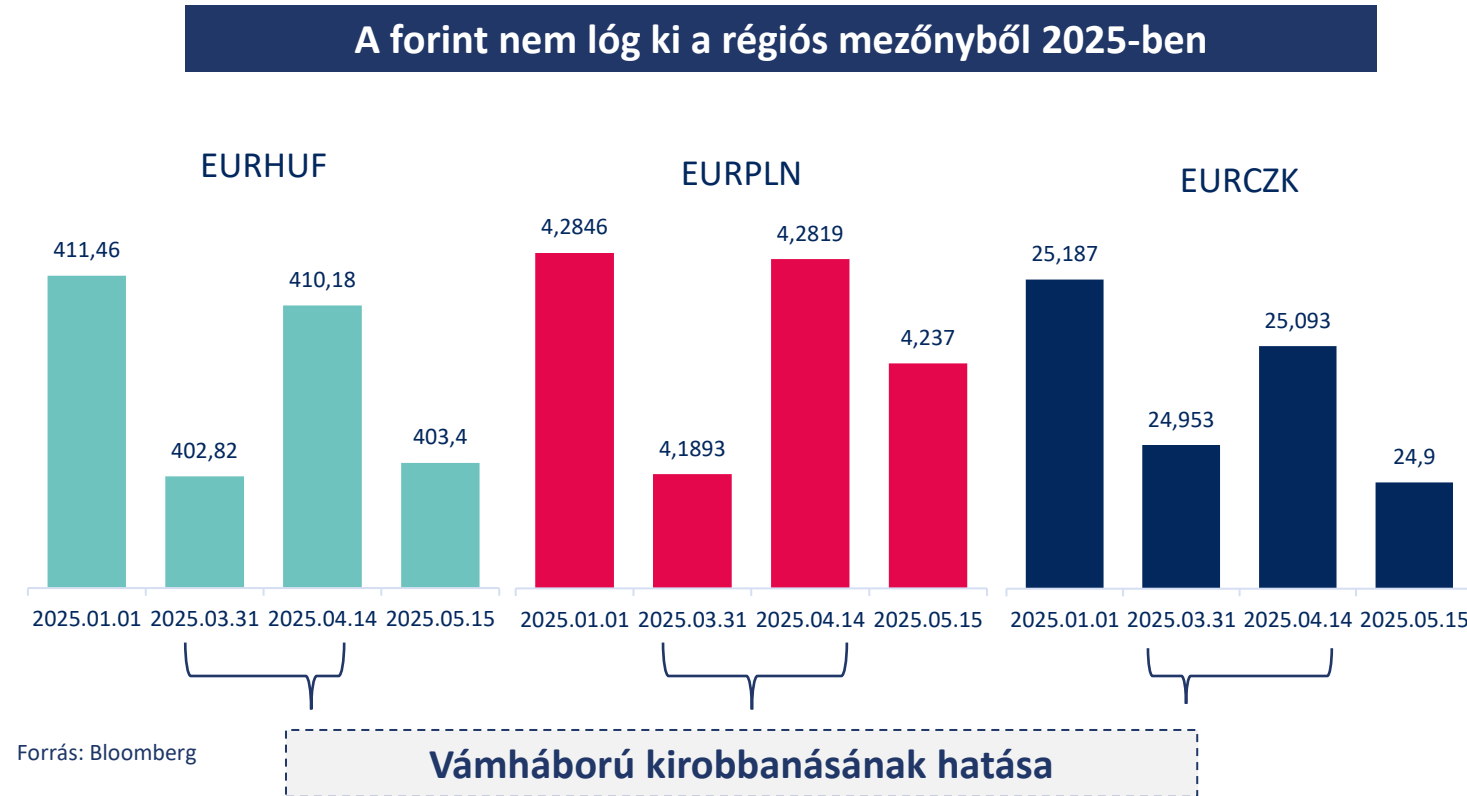
- **Áprilisban** folytatódott az **infláció mérséklődése**, de a mérséklődés **a vártnál lassabb volt**, 4,2%-kal emelkedtek a fogyasztói árak éves szinten.
- Az árrés stop termékkörének kiszélesítése, a csökkenő olaj- és energiaárak, a gyenge növekedési adatok is a dezinflációnak kedveznek...
- ...de ezzel is **tartósan a jegybanki célsávon (2-4%) kívül** maradhat az infláció.
- **Idei évre 4,5%-os, jövőre 3,5%-os éves átlagos inflációt várunk** (vs. 4,7%, 3,6% áprilisi várakozásunk).
- **A vámháborúnak összességében inkább dezinflációs hatása van.** A kockázatok az előrejelzésben nem kiegyensúlyoznak, inkább lefelé mutatnak.

Inflációs előrejelzéseink változása (év/év, százalék)

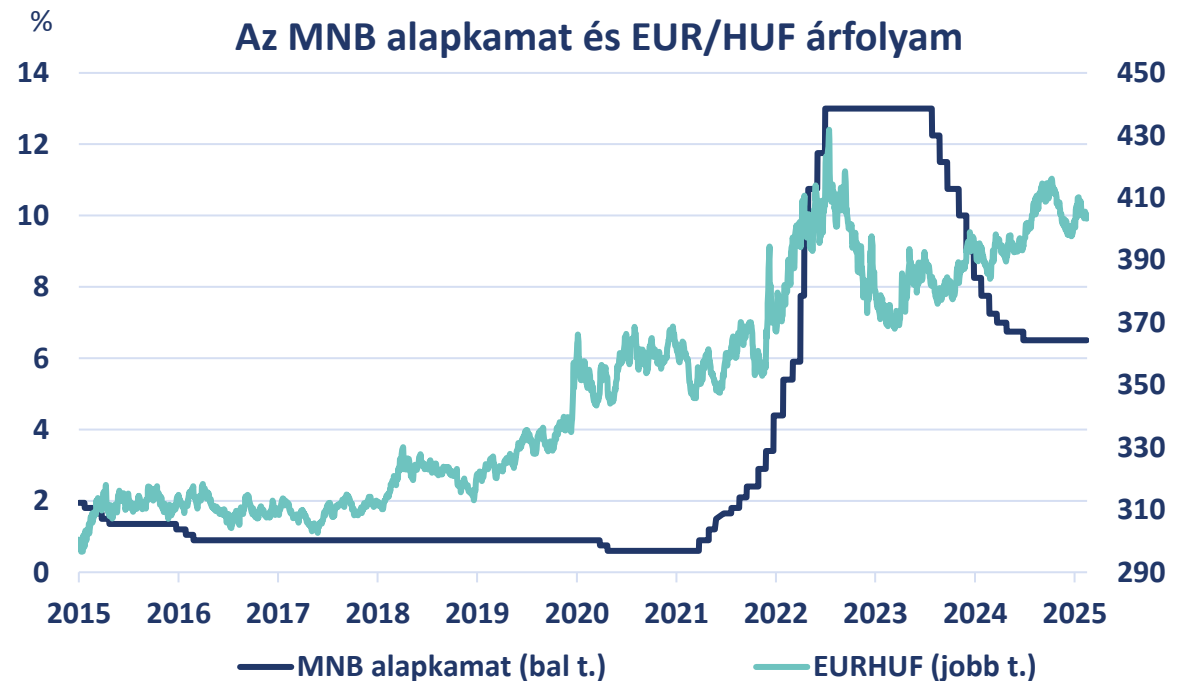
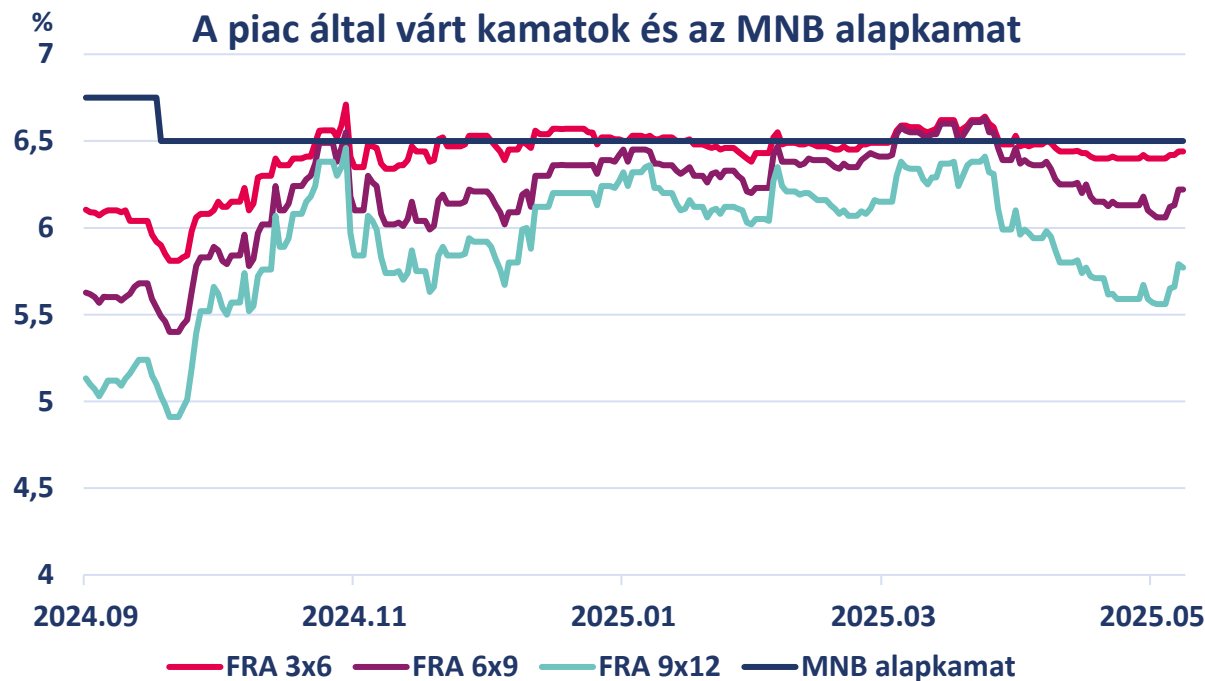


Forrás: KSH, MBH Bank

- A bejelentett vámok hatására a forint némileg gyengült, és **további esetleges vámbejelentések miatt volatilis maradhat.**
- A pozitívabb kereskedelmi háborús hírek hatására a régiós devizák ismét erősödni tudtak.
- A jelenlegi előrejelzésünk az, hogy **a forint év végén 405 körül lehet az euróval szemben. Ugyanakkor ezt a vámháború kimenetele nagyban befolyásolhatja.**
- Az MNB **nem fogja engedni, hogy drasztikusan elszálljon a forint árfolyama**, mivel ez a megemelkedett inflációs pályát tovább rontaná.



- A **piacok alacsonyabb kamatokat** kezdtek el árazni, de a hazai **inflációs** nyomás és a **forint** árfolyamának bizonytalansága egy ideig még biztosan **nem enged meg túl laza monetáris politikát** idehaza.
- A **forintban a közelmúltbeli folyamatok inkább a gyengülés irányába mutattak**. Az MNB azonban várhatóan nem fogja engedni, hogy drasztikusan gyengüljön a forint a következő hónapokban.
- A várakozásunk továbbra is az, hogy **idén decemberben jöhet egy 25 bázispontos kamatcsökkentés**.



Forrás: Bloomberg

- Az S&P április 11-én a magyar adóskockázati besoroláshoz tartozó kilátást semlegesről negatívra rontotta, az indoklásban a külső és költségvetési stabilitás növekvő kockázata volt a leghangsúlyosabb. Az S&P esetleges leminősítése már a bővli kategóriát jelentené.
- A Moody's is negatív kilátáson tartja a magyar besorolást, a Fitch azonban tavaly stabilra javította a kilátást.
- **Pozitív tényezők:** Stabil külső egyensúlyi pozíció, közelmúltban érdemben csökkenő költségvetési hiány.
- **Kockázatok:** Újra növekvő infláció, lassú gazdasági növekedés, ill. a költségvetési hiánycsökkentési törekvések a választások közeledtével megfordulhatnak.
- **Következő hitelminősítői döntések:**
 - Moody's: május 30.
 - Fitch: június 6.

Régiós hitelminősítői besorolások

	Moody's	Fitch	S&P
	Aa3	AA-	AA-
	A2	A-	A-
	A3	A-	A+
	Baa2	BBB	BBB-
	Baa3	BBB-	BBB-

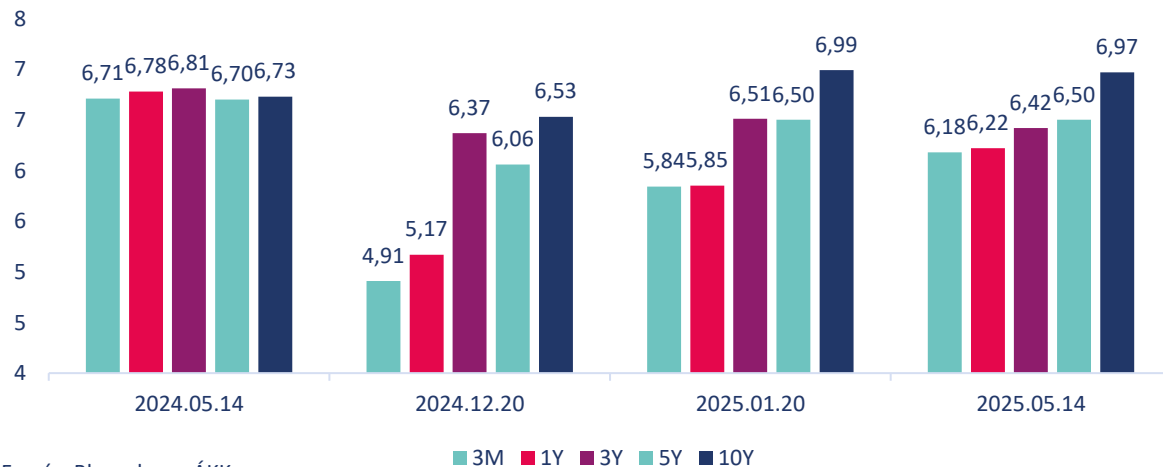
Forrás: Moody's, Fitch, S&P, MBH gyűjtés

Költségvetési hatások		
2-3 gyermekes nők adókedvezménye, 30 év alatti anyák kiterjesztett SZJA mentessége	 	Négy lépésben évente 0,2-0,3 százalékponttal rontja a GDP arányos hiányt A fogyasztás miatt az ÁFA bevételek valamennyit visszahozhatnak ebből
Nyugdíjas fogyasztók ÁFA visszatérítése	 	2025-ban nagyságrendileg a GDP 0,1 százaléka, jövőre ennél jelentősebb lehet az egyenlegrontó hatás Arányaiban magasabb lehet a fogyasztásélénkítő hatása, mint az SZJA-csökkentés lépésnek
Fegyverpénz	 	2026-os költségvetésre hat (ha a 2022-eshez lesz hasonló, akkor a GDP 0,1-0,2%-ával növelheti a hiányt) Fogyasztásélénkítő hatása lehet

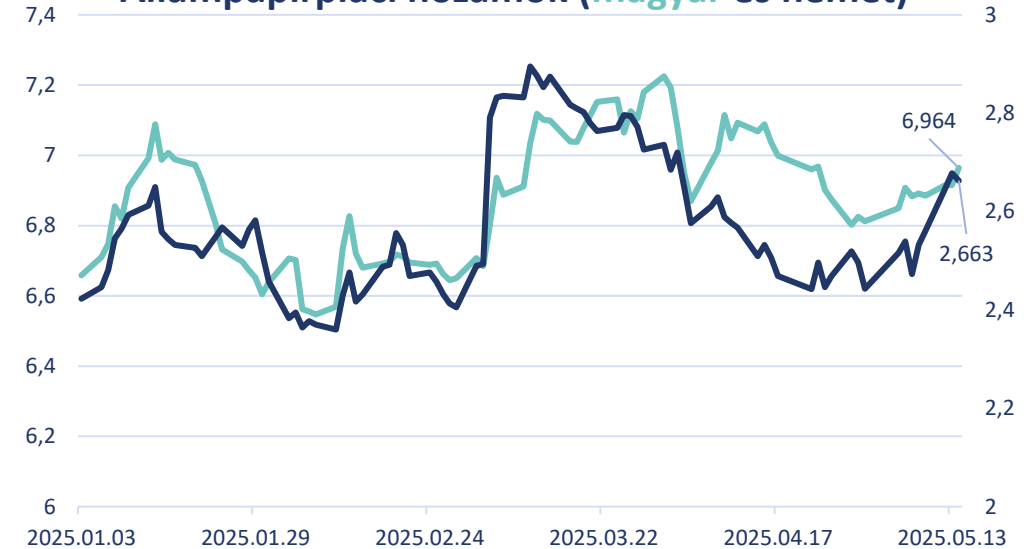
Idén és jövőre is legfeljebb néhány tizeddel lehet alacsonyabb a GDP arányos hiány, mint a tavalyi 4,9%.
Idén 4,3%-os, jövőre 4,2%-os hiányt várunk a GDP arányában.

- Az állampapírpiaci hozamok március első fele után **érdemi emelkedésnek indultak**
- A **magyar hozamfelár jelentősen nőtt** a február végi szintekről, és ugyan némileg szűkült április végén, de az elmúlt hónapok átlagához képest még mindig magas.
- Az idei év végére a mostani 10 éves hozamszint **csak mérsékelt ütemben csökkenhet**.

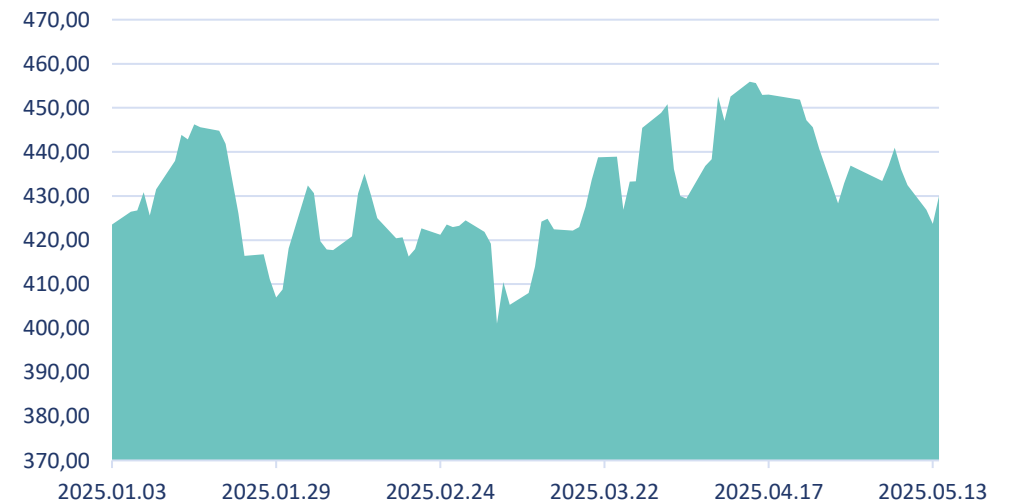
Állampapírpiaci hozamok az elmúlt egy évben (%
forint)



Állampapírpiaci hozamok (magyar és német)

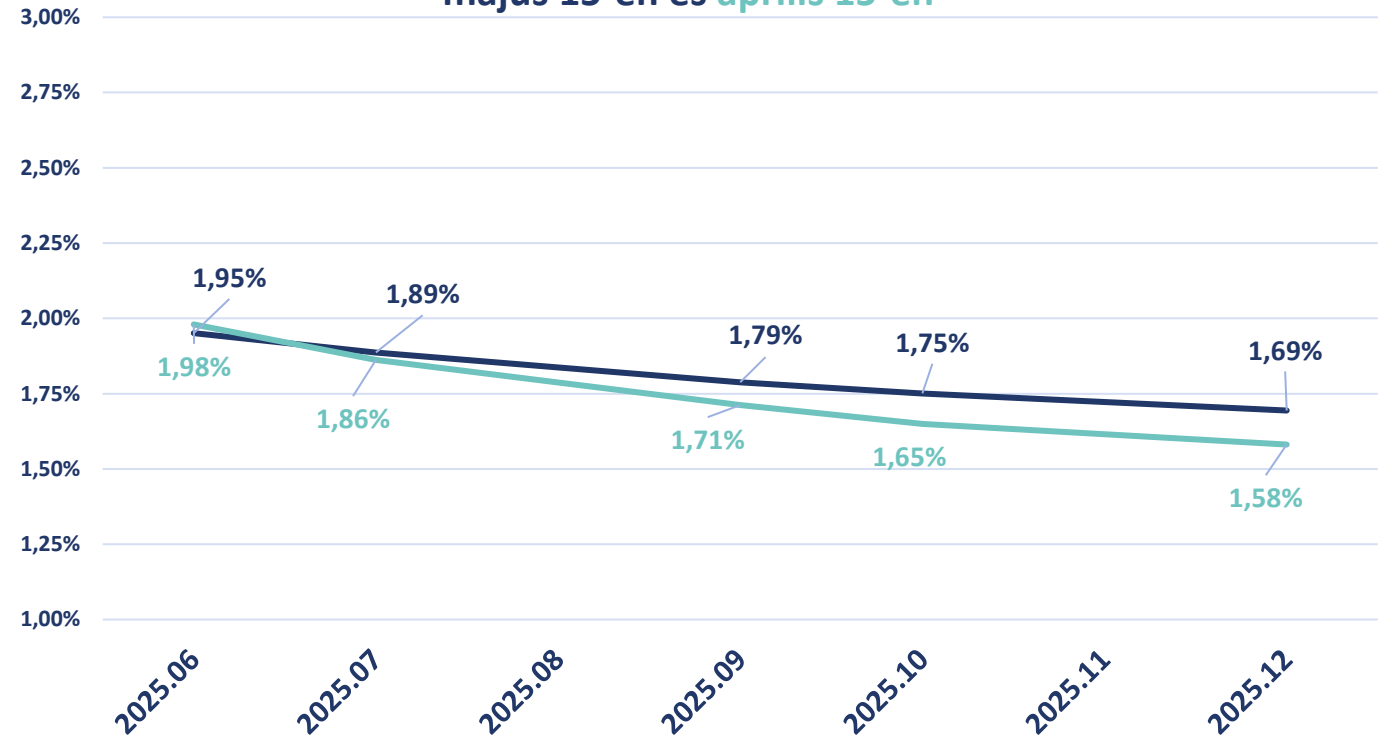


Hozamfelár (bázispont)



- Az EKB áprilisban 25 bp-tal 2,25%-ra csökkentette a betéti rátát.
- Az EKB szerint a lefelé mutató növekedési kockázatok erősödtek, az infláció viszont közelítheti a 2%-os célértéket.
- A piaci várakozások legalább még két-három kamatvágást jeleznek év végéig...
- ...ugyanakkor a legutóbbi közleményből kikerült, hogy a jelenlegi kamatszint restriktív, ami arra utal, hogy az EKB szerint a mostani kamat már közel kerülhetett a neutrális szinthez.
- Összességében az valószínűsíthető, hogy év végéig 2% alá viheti az EKB a betéti rátát.

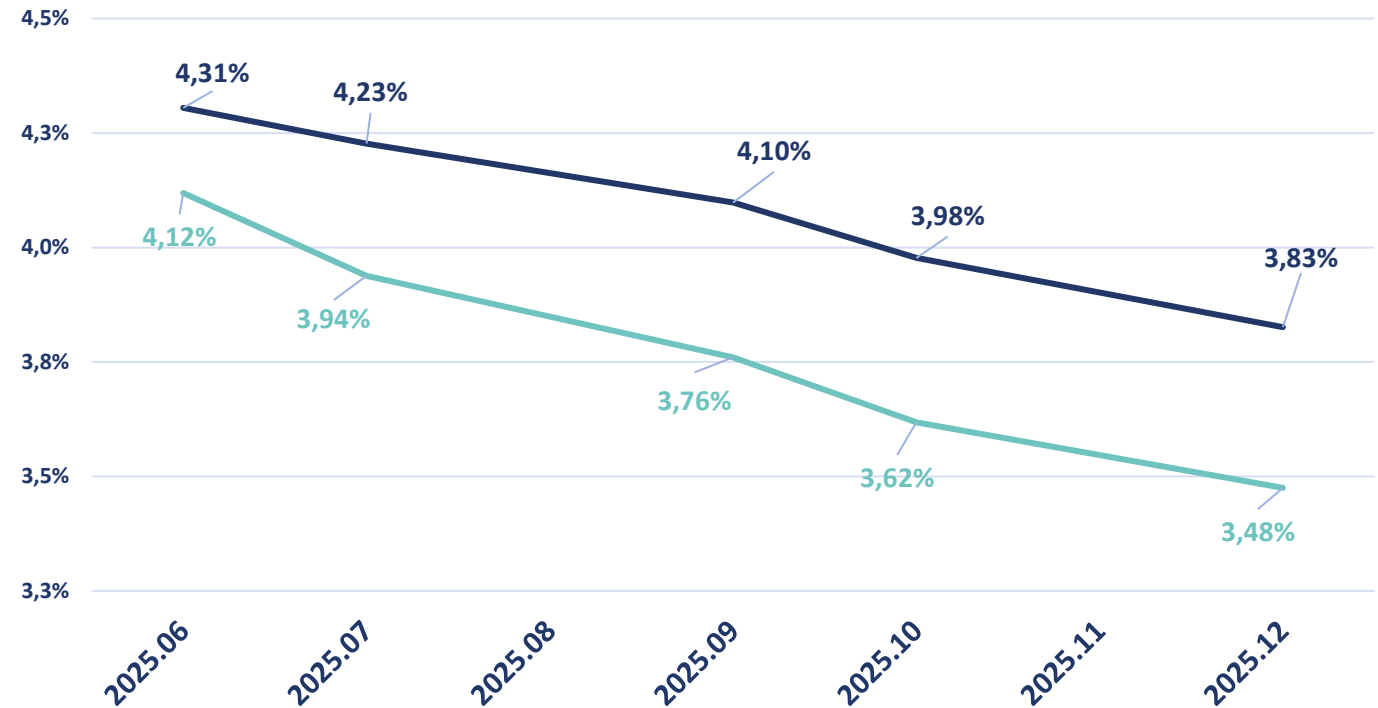
Az EKB betéti rátájának várható alakulása a piaci árazások alapján
május 15-én és április 15-én



Forrás: Bloomberg

- A Fed májusban is tartotta a kamatszintet (4,25-4,50%).
- A Fed-elnök aláhúzta, a jelenlegi nehéz környezetben **a magasabb munkanélküliség és a magasabb infláció kockázata megnőtt.**
- A bizonytalanság **lassíthatja a fogyasztást és a beruházási kedvet**, ennek vannak már jelei.
- A **piacok szeptemberre árazzák az első kamatvágást** a Fedtől, ahogyan mi is.
- Az általunk eddig várt ideig 50 bp helyett **75 bp kamatvágást várunk év végéig, 3,50-3,75%-ig**, ami a jelenlegi piaci várakozásoknál kissé alacsonyabb.

Az amerikai alapkamat várható alakulása a piaci árazások alapján május 15-én és **április 15-én**



Forrás: Bloomberg

EURUSD, havi bontás (2005-2025)



EURHUF, havi bontás (2012-2025)



Forrás: Bloomberg

Köszönöm a figyelmet!

MBH Elemzési Centrum

www.monitorblog.hu