

Makrogazdasági és pénzüpiaci kitekintés

MBH Elemzési Centrum

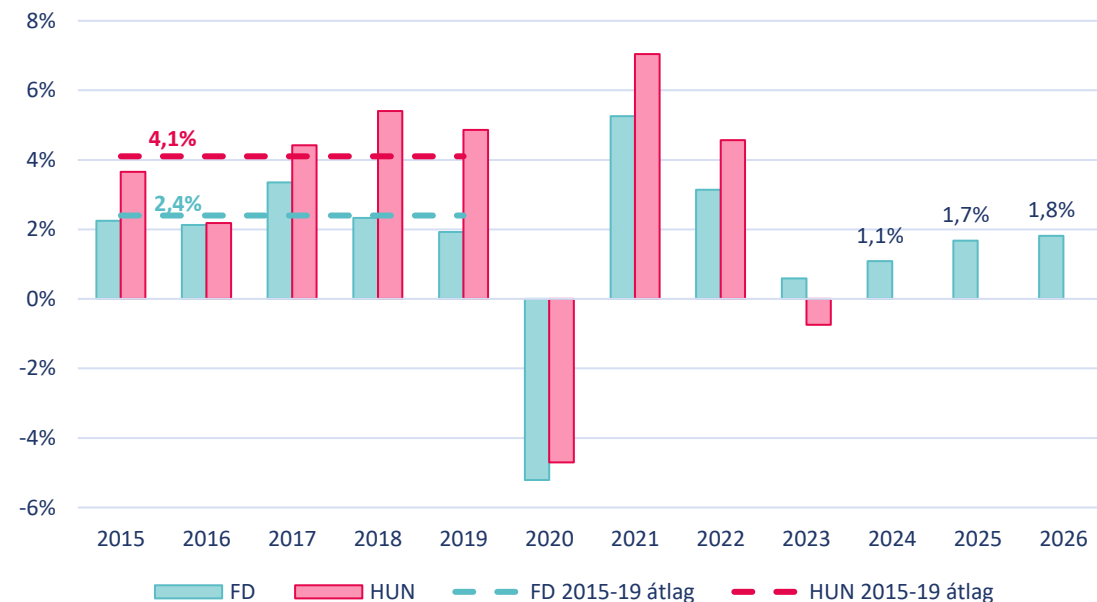
Árokszállási Zoltán, CFA
Igazgató

2024. szeptember 24.

Növekedési kilátások – külső kereslet vs. hazai növekedés

- 2015 és 2019 között a legnagyobb külkereskedelmi partnerek növekedése súlyozottan közel két és fél százalék volt – ebben az időszakban Magyarország átlagos növekedése meghaladta a 4%-ot.
- A COVID-válság és az orosz-ukrán háború okozta sokkok után a külkereskedelmi partnerek növekedése a korábbi szintet várhatóan nem fogja elérni.
- Az ország belső keresletét eközben a **magasabb kamatok** és az **mérsékeltebb EU forrás beáramlás** kevésbé támogatja, miközben az élénkítésre a **relatív magas infláció** és a **költségvetési hiány magas szintje** miatt kisebb tér mutatkozik.
- A beruházásokat a járműiparhoz köthető működőtőke-beáramlás segíti, ugyanakkor a **jelenleg nagyon gyenge járműipari és feldolgozóipari (németországi) kereslet** ellene hat az ebből származó növekedési hatásnak.

Külső kereslet* (FD) és magyar (HUN) reál GDP növekedés

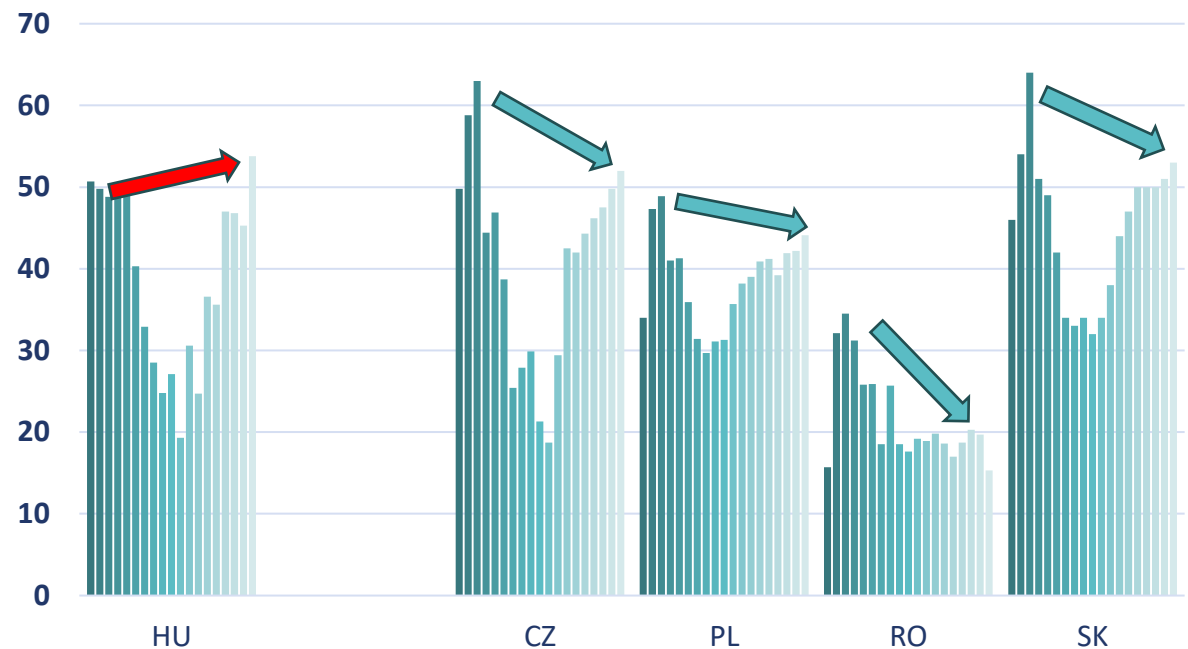


* Ausztria, Belgium, Csehország, Egyesült Államok, Egyesült Királyság, Franciaország, Hollandia, Lengyelország, Németország, Olaszország, Románia, Spanyolország és Szlovákia magyar exportban elfoglalt súlya és reál GDP növekedése, valamint a Bloomberg GDP előrejelzési konszenzusa alapján MBH számítás.

Az iparban a kereslethiányt már a COVID időszakához képest is rosszabbnak érzékelik a vállalatok idehaza

- A kereslethiányt a régióban mindenhol érzik, de a legakutabb a helyzet Magyarországon
- A magyar adatnál ráadásul a harmadik negyedévben egy jelentősebb ugrás látható, míg a régióban ennek a faktornak az említése egyenletesen nőtt az elmúlt negyedévekben
- Az ipari termelés hazai lába (pl. élelmiszeripar) jobban teljesít az exportra termelő ágazatoknál (járműgyártás, villamos berendezés gyártása), ugyanakkor ez azzal is összefüggésbe hozható, hogy a 2022-23-as években a hazai élelmiszeripar nagyon gyengén teljesített az olcsóvá váló import miatt, és most ezt (is) hozza be az ágazat

Kereslet, mint termelést korlátozó tényező alakulása az iparban (1Q2020-3Q2024)

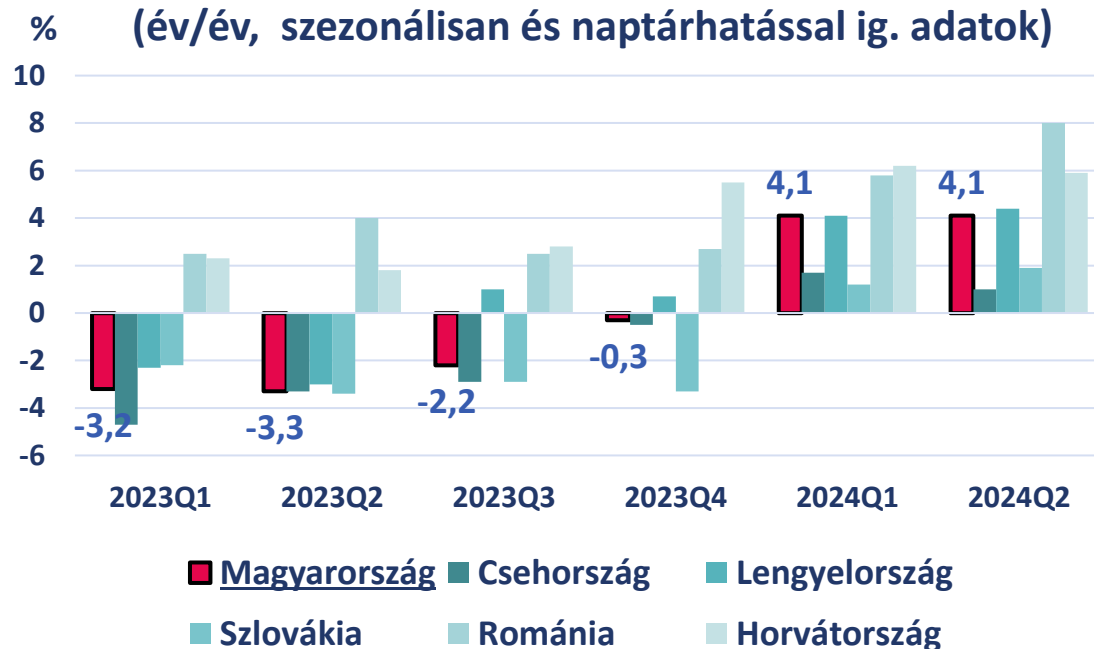


Forrás: Európai Bizottság, ESI negyedéves felmérés

Valójában a beruházások nem teljesítenek jól, nem a fogyasztás

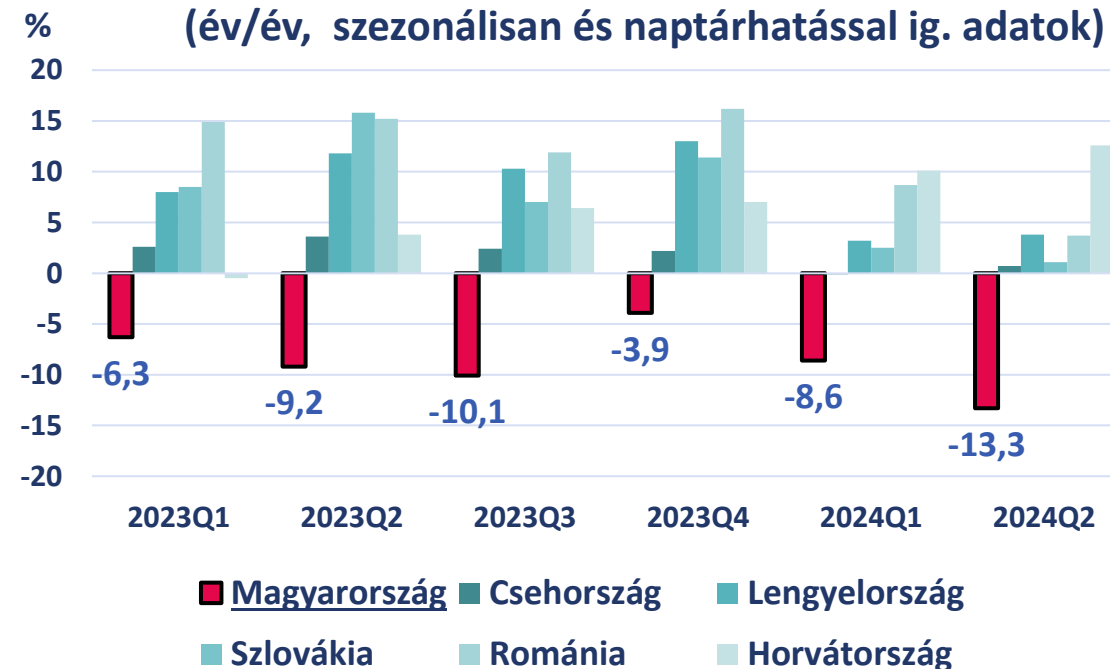
- A háztartások fogyasztási kiadásai a régióban Magyarországon és Lengyelországban 4% körüli volt a második negyedévben, a cseh, szlovák adat elmaradó valamelyest – azaz valójában nem a fogyasztás oldaláról látható leginkább negatív meglepetés.
- A bruttó állóeszköz-felhalmozás második negyedévben mért visszaesése az előző év azonos időszakához képest a régiós országok között is jelentősen elmarad, a jelentősen leromló dinamika a második negyedévben durván elvált a régiós adatokhoz képest.

Háztartások fogyasztási kiadása a régiós országokban
(év/év, szezonálisan és naptárhatással ig. adatok)



Forrás: Eurostat, KSH

Bruttó állóeszköz-felhalmozás a régiós országokban
(év/év, szezonálisan és naptárhatással ig. adatok)

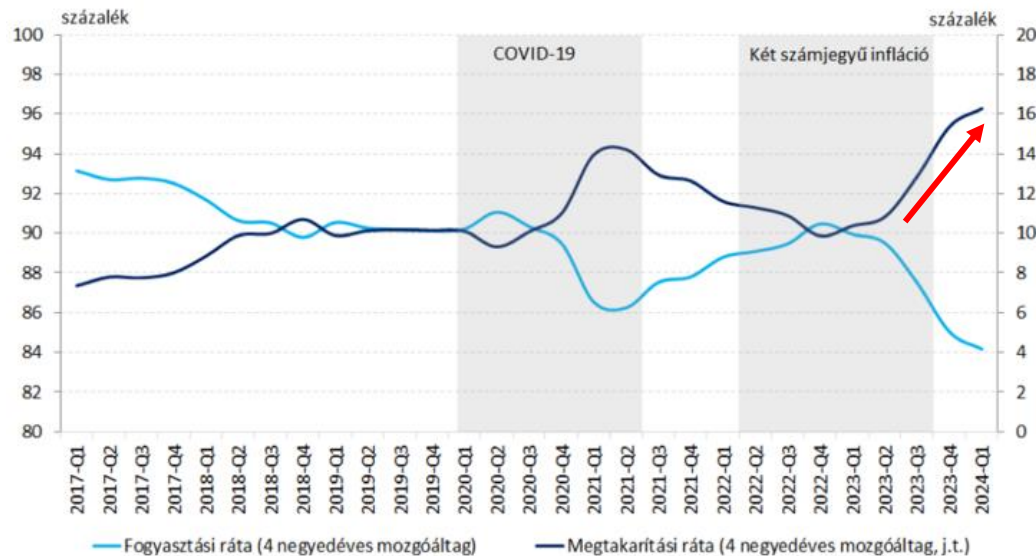


Forrás: Eurostat, KSH

Javuló külső egyensúly – de nem csak az alacsonyabb energiaárak miatt

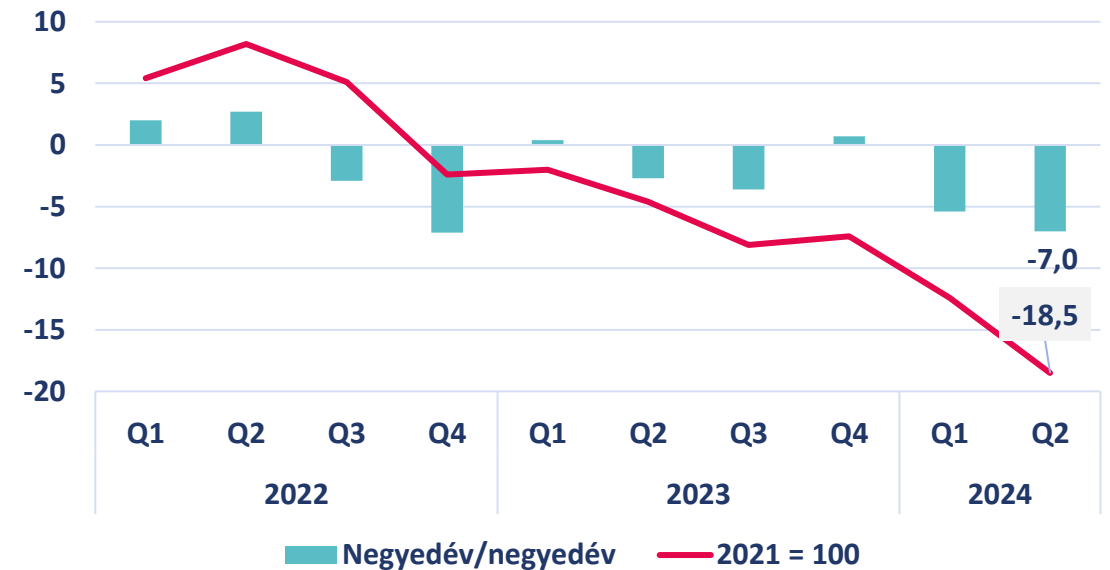
- Az import teljesen összeesett, ami a rossz exportkilátások mellett is jelentős külkereskedelmi többletet jelent
- Az import beesését a(z import) beruházási javak keresletének eltűnése is okozza
- Eközben a fogyasztás gyorsabb felpörgésének egyik gátló oka a megtakarítások megugrása
- Folyó fizetési mérleg = megtakarítások – beruházások ➡ **A FIZETÉSI MÉRLEGNEK JELENTŐSEN JAVULNIA KELL!**

A lakosság megtakarítási rátája historikus csúcs körül áll



Forrás: NGM (index.hu interjú: <https://index.hu/gazdasag/2024/08/21/nagy-marton-interju-makrogazdasag-kormany-inflacio-novekedes/>)

A beruházások zuhanásának mértéke a magas bázis (GDP arányos beruházás) ellenére is meglepetésként hatott

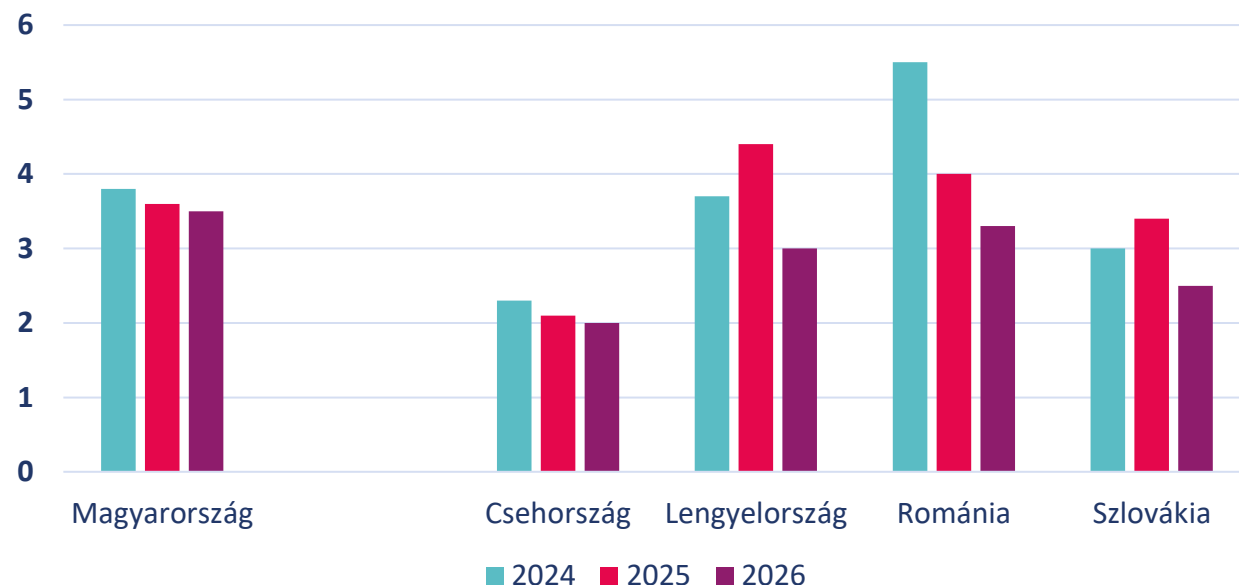


Forrás: KSH

2025-ben mi nem számolunk az infláció emelkedésével, de 2026-ban átlagban még 3% felett lehet az infláció idehaza

- Az infláció a régióban nem csak Magyarországon alakul **relatíve magasan**, ráadásul ez sokszor (pl. Lengyelországban) tartósan cél fölötti inflációt jelent
- A kilátásokban ugyanakkor a **szolgáltatások kockázatot** jelentenek, ahogy az inflációs várakozások is jóval **magasabban** alakulnak Magyarországon (kb. 8%) mint a régióban (2-3%), az MNB júniusi inflációs jelentése szerint
- A **béremelési dinamika** relatíve magas maradhat 2026-ig, ami ugyancsak nyomást helyezhet az inflációra
- A monetáris politika releváns időhorizontján az **inflációs célsáv felső széle** érhető el reálisan

Inflációs előrejelzések a régióban (százalék)

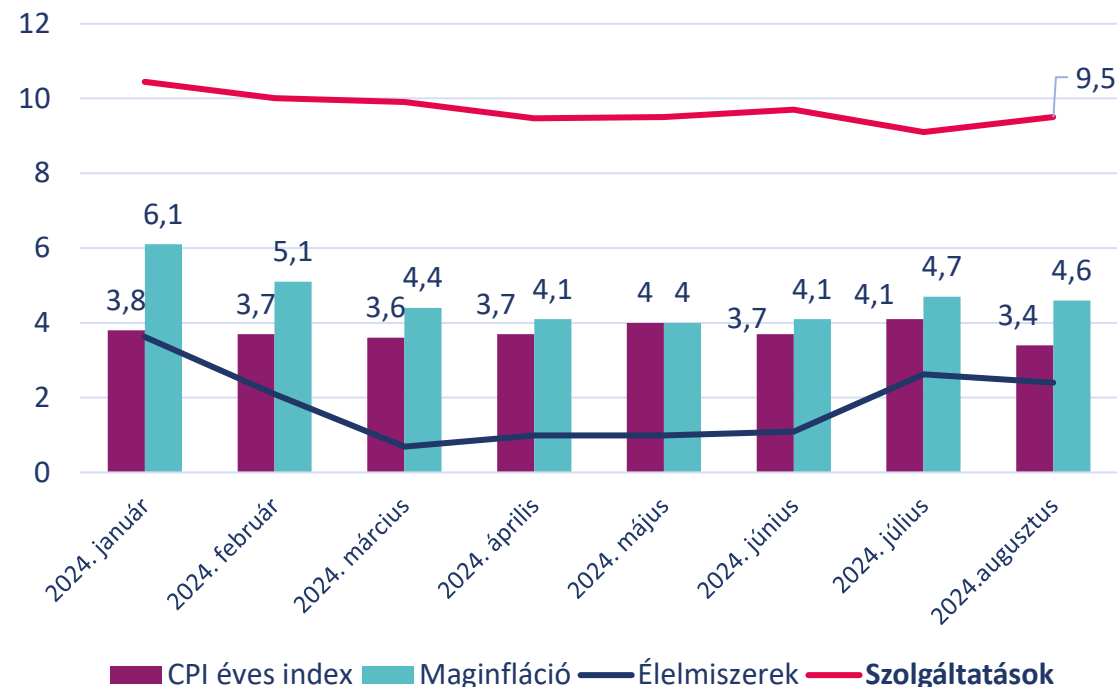


Forrás: MBH, Bloomberg konszenzus

Visszatért az infláció a jegybanki célsávba, de év végén ismét emelkedés várható

- Az infláció éves üteme 3,4%-ra mérséklődött augusztusban, a júliusi, 4,1%-os éves drágulást követően, ezzel **2021 eleje óta nem látott alacsony szintre került az infláció**. Az éves maginfláció 4,7%-ról 4,6%-ra jött le, ami szintén kismértékben kedvezőbb várakozásunknál, de továbbra is magas szintet jelent.
- Havi alapon összességében 0,4%-os volt a drágulás a szolgáltatási szegmensben, ami nagyjából megfelelt a várakozásunknak. Ugyanakkor **az, hogy a szolgáltatások továbbra is 9% feletti mértékben drágulnak éves alapon (augusztusban 9,5%-kal) egyelőre messze nincs összhangban az MNB inflációs céljával**.
- Szeptemberben a magas bázis miatt ismét bőven 4% alatti éves adatra lehet számítani. Év végére azonban ismét megemelkedhet az éves infláció, elsősorban a nagyon alacsony bázis miatt.

A szolgáltatások továbbra is felfelé húzzák az inflációt

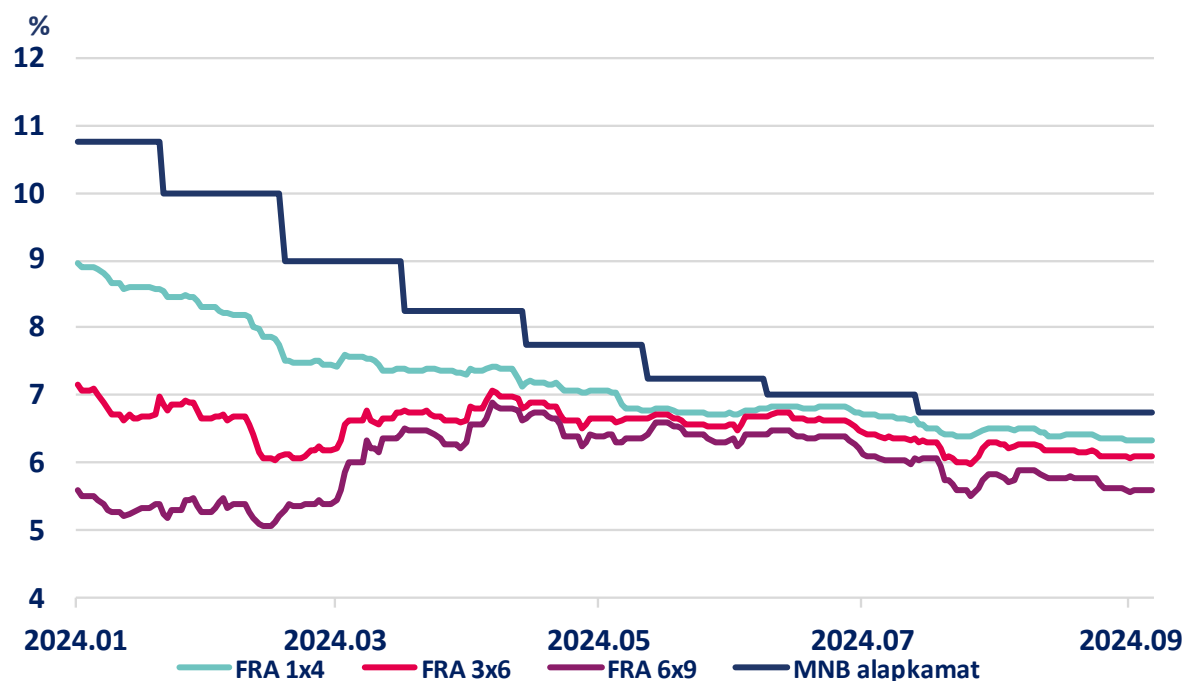


Forrás: KSH

Meddig vághat az MNB?

- A nemzetközi kamatkörnyezet **egyértelműen segíti, hogy tovább csökkentse az MNB az irányadó kamatot**. A vártnál erősebb Fed csökkentés a dollárt is gyengíti, ami segít a feltörekvő piaci devizáknak, így a forintnak is.
- A most szeptemberi ülésen gyakorlatilag **borítékolható a további, 25 bázispontos kamatvágás**, és ezt követően idén legalább még egy csökkentéssel lehet számolni, azaz arra számítunk, hogy év végéig legalább 6,25%-ig fogja tudni csökkenteni a kamatot az MNB.
- A kamatcsökkentés **jövőre is folytatódhat**.
- Az inflációban ugyan év végéig várhatóan növekedést látunk majd szeptembert követően, de decembertől követően jövőre némi dezinfláció prognosztizálható. Így, ameddig a forint nem gyengül határozottabban, addig nyugodtan folytatódhatnak a kamatcsökkentések idehaza.

A piac által várt kamatok és az MNB alapkamat közti különbség teret enged a további kamatcsökkentésre idén

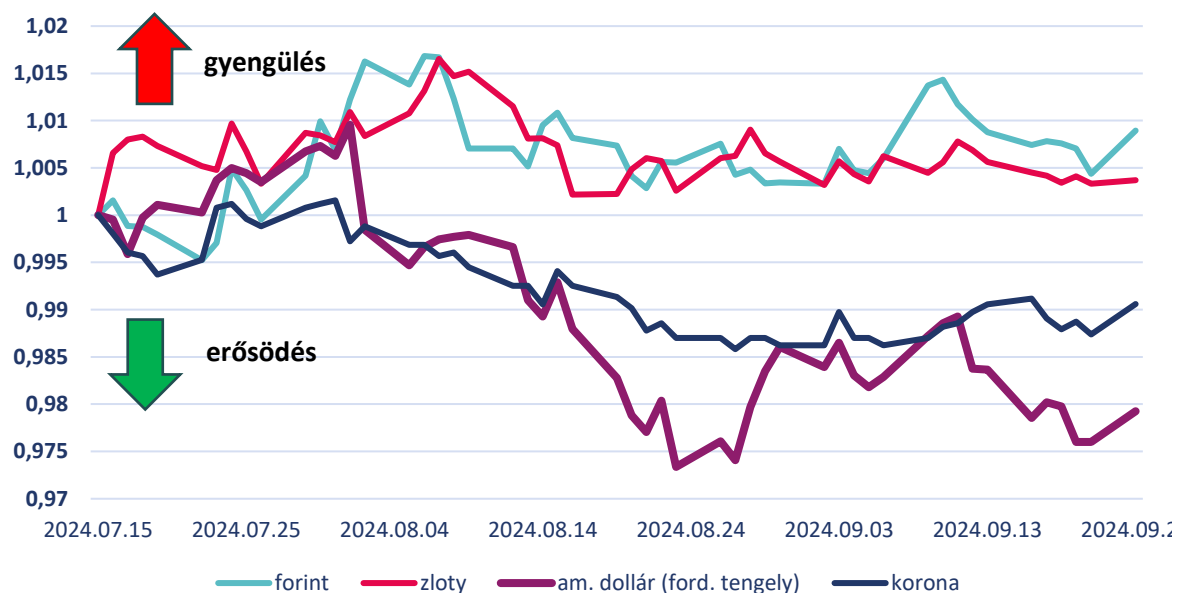


Forrás: Bloomberg

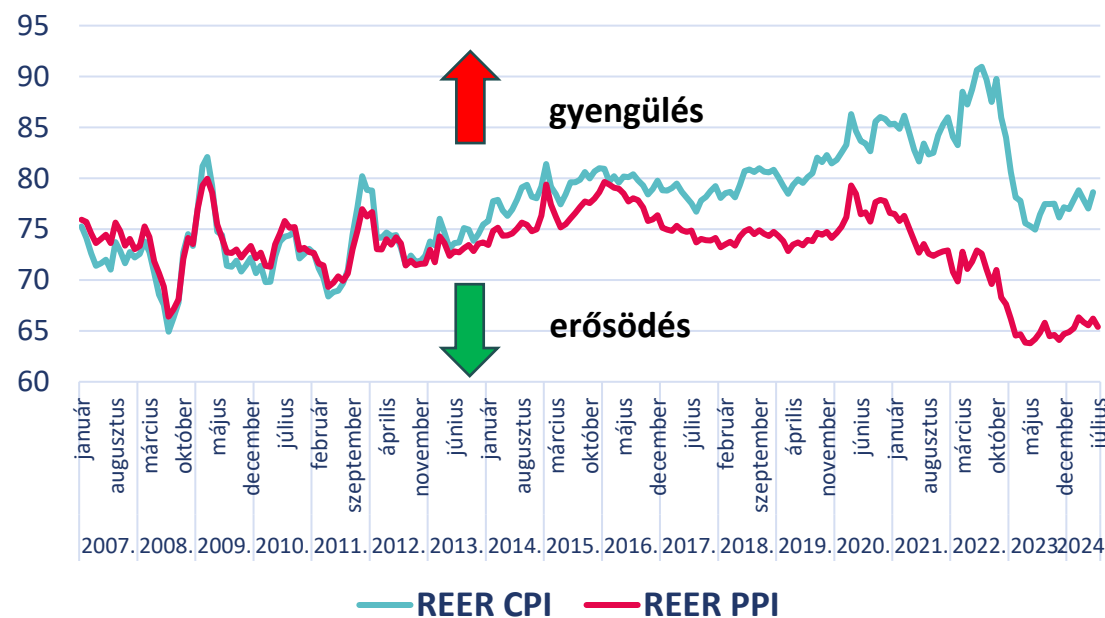
A forint a jelenlegi szinteken nem drámaian gyenge

- A dollárkamatok az 1-2 hónappal ezelőtt várthoz képest jobban csökkenhetnek
- Az MNB a régiós bankokhoz képest **többlet kamatszintet** fog tartani
- A folyó fizetési mérleg egyre táguló többlete is sokat **segít** a forintnak
- ...ugyanakkor a korábbi, nagy inflációs különbözet miatt a **reáleffektív árfolyam nem gyenge**, ez ellene hat a jelentős erősödésnek

Relatív teljesítmény az euróval szemben



Fogyasztói (CPI) és termelői (PPI) árindex-alapú reáleffektív árfolyamindexek (2000. évi átlag = 100)



Várható folyamatok 2025 végéig

	2024	2025
Reál GDP növekedés (éves átlag)	1,5-2,0%	3,0-3,5%
Infláció (éves átlag)	< 4%	> 3,5%
Devizaárfolyam (EURHUF)	390-395 (év végén)	390 (éves átlag)
Jegybanki alapkamat	6,00-6,25% (év végén)	5,00-5,25% (év végén)

Köszönöm a figyelmet!

MBH Elemzési Centrum

www.monitorblog.hu