

CIB Bank: A korrigált makropálya is túl derűlátó

TRIPPON MARIANN*

A magyar gazdaság külső környezetét 2025-ben a megszokottnál jóval nagyobb bizonytalanság jellemzi. Donald Trump amerikai elnök hivatalba lépése óta az új adminisztráció várható lépéseivel, azok időzítésével, makrogazdasági és piaci hatásaival kapcsolatos várakozásainkat szinte naponta korrigálni kell.

A magyarországi kilátásokat legközvetlenebbül a kereskedelempolitikai döntések érintik. Az új amerikai adminisztráció hivatalba lépése előtt és közvetlenül a beiktatás utáni időszakban alapforgatókönyvünkben fokozatos, differenciált vámelemelésekkel kalkuláltunk. Azzal a feltételezéssel éltünk, hogy az Egyesült Államokba Kinából érkező importtal szemben alkalmazott vámok erőteljesen emelkednek, míg az európai importra kivetett vámok visszafogottabb mértékben nőnek. Kanada és Mexikó esetében nem számítottunk a vámtéher érdemi emelkedésére. Ezek a prognózisok azon a (mára hibásnak bizonyult) feltételezésen alapultak, hogy a vámok kivetését meghatározó mértékben gazdasági megfontolások motiválják. Ennek jegyében Kína elszigetelése stratégiai prioritás marad, miközben az USA hagyományos történelmi szövetségeseivel és gazdasági partnereivel a jó kapcsolatok fenntartására törekszik. Esetükben a vámfenyegetések tárgyalási taktikaként értelmezhetők, a „belengetett” vámokat tárgyalásos úton elfogadható szintre lehet majd mérsékelni. Európa esetében így azzal a feltételezéssel éltünk, hogy a vámtételek minimálisan nőnek, cserébe azonban az Európai Unió vállalja a védelmi kiadások növelését és azt, hogy nagyobb mennyiségű fosszilis energiahordozót vásárol az Egyesült Államoktól.

2025. április 2. után azonban a mérsékelt, gazdaságilag racionális forgatókönyvekkel szemben a legpesszimistább várakozásunknál is agresszívabb forgatókönyv bontakozott ki a szemünk előtt. A globális gazdaság generációk óta nem látott protekcionista hullámmal szembesül. Ha az április 2-án bejelentett vámtételek érvényben maradnak, az Egyesült Államok effektív vámtarifája 25 százalék közelébe, az elmúlt évszázad legmagasabb értékére emelkedne. Ez alapjaiban rajzolhatja át a globális

* Trippon Mariann, a CIB Bank vezető elemzője. E-mail: trippon.mariann@cib.hu

A kézirat 2025. április 8-án érkezett a *Külgazdaság* szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2025.69.3-4.5>

kereskedelmet, a beszállítói láncokat, komoly gazdasági károkat okozva nem csak a vámokkal sújtott gazdaságokban, de az Egyesült Államokban is.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E00, E24, E31, E62.

Kulcsszavak: makrogazdasági előrejelzés, kereskedelempolitika, növekedés, infláció.

Abstract

CIB Bank:

The adjusted macro trajectory is too optimistic

MARIANN TRIPPON

The external environment of the Hungarian economy in 2025 is characterized by much more uncertainty than usual. Since the inauguration of US President Donald Trump, our expectations about the expected actions of the new administration, their timing, macroeconomic and market effects have to be adjusted almost daily.

The outlook for Hungary is most directly affected by US trade policy decisions. Before the new US administration took office and in the immediate post-inauguration period, our baseline scenario assumed gradual, differentiated tariff rate increases. We assumed that tariff rates on imports into the US from China would increase sharply, while those on European imports would grow at a more moderate pace. For Canada and Mexico, we did not expect a substantial increase in the tariff burden. These projections were based on the assumption (now proven wrong) that the imposition of tariffs was motivated to a significant extent by economic considerations. In this spirit, isolating China remains a strategic priority, while the US seeks to maintain good relations with its traditional historical allies and economic partners. In their case, tariff threats can be interpreted as a negotiating tactic, and the envisaged tariffs can be reduced to an acceptable level through negotiation. In the case of Europe, we have therefore assumed that tariffs will increase minimally, but in return the EU will commit to increasing defence spending and buying more fossil fuels from the US.

However, after 2 April 2025, a more aggressive scenario than our most pessimistic expectations emerged against the moderate, economically rational scenarios. The global economy is facing a wave of protectionism not seen for generations. If the tariff rates announced on 2 April remain in place, the US effective tariff would rise to near 25 per cent, the highest in a century. This could fundamentally redraw global trade and supply chains, causing serious economic damage not only to the economies hit by tariffs, but also to the United States.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: E00, E24, E31, E62.

Keywords: macroeconomic projection, trade policy, growth, inflation.

Átértékelési kényszer

Márciusi alapforgatókönyvünk a magasabb amerikai vámok hatását már részben tartalmazta, az április 2-ai bejelentések azonban további korrekciót indokolnak az előrejelzésekben. Az bizonyos, hogy a globális kereskedelmet ért sokk stagflációs hatású: mind a növekedési, mind pedig az inflációs kilátásokat rontja az Egyesült Államokban és a többi érintett gazdaságban is. A globális recesszió esélye emelkedett, de továbbra sem ez a legvalószínűbb forgatókönyvünk.

A pontos hatások modellezése jelen anyag zárásakor (2025. április 4.) még nem lehetséges. Az amerikai elnök bejelentéseiben ugyanis csak az egyes országokra kivetendő átlagos vámok szerepeltek, miközben Trump jelezte, hogy ezek ágazatonként, termékcsoportonként változhatnak. Azt sem tudjuk, hogy a vámokkal sújtott országok hogyan kalibrálják válaszlépéseiket. Nem világos, hogy a következő időszakban tárgyalásos úton módosulhatnak-e a meghirdetett tarifák. Modelljeink az extrém kereskedelempolitikai bizonytalanság pszichológiai hatásait sem képesek teljes egészében megragadni.

Továbbra is élnek halovány remények – részben a negatív piaci reakciókat látva –, hogy a bejelentett vámok érdemben csökkenhetnek, az elmúlt hetek eseményei azonban így is tartós negatív következményekkel járhatnak a globális kereskedelemre. Középtávon a legnagyobb veszélynek a tervezhetőség hiányát érezzük: egy konzisztens, megalapozott és véglegesnek tekinthető vámcsomagnak is lennének inflációs és növekedési hatásai, de ehhez a gazdasági élet szereplői képesek lennének alkalmazkodni. A kiszámíthatatlanság azonban lehetetlenné teszi a tervezést, a vállalatoknak nincsenek kapaszkodói, amelyek nélkül lehetetlen megalapozott üzleti döntéseket hozni – akár beruházásokról, akár beszállítói láncok átalakításáról, akár árazásról.

Az euróövezet növekedésére vonatkozó szimulációink alapján a 20 százalékos vámtarifa a monetáris unió GDP-jét 0,4 százalékkal mérsékelné az idei évben. A német költségvetési fordulat középtávon javítja a növekedési kilátásokat, a két hatás azonban időben elcsúszva jelentkezik. Rövid távon a fiskális lazítás még biztosan nem jár akkora növekedési többlettel, amely képes lenne a kereskedelempolitikai lépések negatív hatását ellensúlyozni. Számításaink szerint az euróövezet GDP-je idén 0,7 százalékkal nőhet, majd 2026-ban 1 százalék közelébe gyorsulhat. A 2026-os előrejelzés azonban azon a feltételezésen alapul, hogy az április 2-án bejelentett vámtételek 12–18 hónapon belül tárgyalásos úton mérsékelhetők.

A német költségvetési fordulat, az adósságfékszabályok átalakítása (a GDP 1 százaléka feletti védelmi kiadásokat kivonják az adósságszabály alól, az infrastrukturális kiadásokra 500 milliárd eurós, 12 évre szóló speciális alapot hoznak létre, megszüntetik a szövetségi államokra vonatkozó egyensúlyi költségvetési követelményt) a következő tíz évben számításaink szerint éves átlagban a GDP valamivel több mint 2 százalékat kitevő fiskális impulzust jelent. A 2026–2027-es két-éves időszakra vonatkozóan így a GDP 0,5 és 1 százaléka közötti bruttó növekedési hatást becsülünk.

A kiszámíthatatlan, csapongó, potenciálisan számottevő makrogazdasági hatással járó intézkedések a jegybankok dolgát is megnehezítik. A jegybanki prognózisok változásának iránya viszonylag egyértelmű: alacsonyabb növekedés és magasabb inflációs pálya körvonalazódik. A mértéket és időzítést tekintve azonban minden bizonnyal a monetáris politikai irányítói is a sötétben tapogatóznak. Ilyen helyzetben a számunkra két legfontosabb központi bank, az Európai Központi Bank és az amerikai Fed nyíltpiaci bizottsága is kiváráó álláspontra helyezkedhet.

A vámbejelentéseket követő piaci turbulenciában a Fed és az EKB kamatpályájára vonatkozó várakozások jelentősen elmozdultak. A Fed esetében a határidős jegyzések a korábbi egy-két kamatcsökkentés helyett az év végéig már négy, összesen 100 bázispontnyi lazítást áraznak. Saját előrejelzésünk az év végéig 50 bázispontnyi kamatcsökkentést tartalmazott már a vámbejelentés előtt is, ezt egyelőre nem módosítjuk. Az EKB-ra vonatkozó kamatpályánkat sem korrigáljuk egyelőre. Várakozásunk szerint az EKB folytatja normalizálási ciklusát. Az év közepére 2 százalékra süllyed az irányadó kamat, majd ezen a szinten stabilizálódik.

Magyar gazdaság: lanyha növekedés, inflációs kockázatok, költségvetési feszültségek

Lanyha növekedés, magas szinten beragadó infláció jellemezheti a magyar gazdaság idei évét. A munkaerőpiaci feszességek tovább oldódhatnak, a bérek két számjegyű ütemben nőhetnek. A külső egyensúlyi pozíciónk erős marad, a költségvetési hiánycél teljesülését viszont kockázatok övezik. A Magyar Nemzeti Bank alapkapmata kismértékben csökkenhet, az euró-forint keresztárfolyam jellemzően 400 felett mozoghat az idei évben.

Bár 2024 utolsó negyedében a magyar gazdaság kilábal a technikai recesszióból, a növekedés továbbra is lanyha és nem megfelelően kiterjedt. 2024-

ben éves szinten szezonálisan és munkanaphatással kiigazítva 0,6 százalékkal nőtt a GDP. Márciusi alapforgatókönyvünk 2025-re 2 százalékos reálbővüléssel kalkulált, az előrejelzés körüli kockázatokat azonban már egy hónapja is lefelé éreztük erősebbnek. A kereskedelmi háború április elején új szakaszába lépett, emiatt korábbi növekedési prognózisunkat lefelé kényszerültünk módosítani. A külső keresleti környezet romlásának negatív hatását a német fiskális fordulat potenciális pozitív hatása az idén még nem fogja ellensúlyozni, az utóbbi faktor csak 2026-tól és időben elnyújtva érződik majd. Ebben az esztendőben az egyre gyengébb külső keresleti kilátások miatt az idei év végétől és 2026-tól belépő új feldolgozóipari termelőkapacitások növekedési hozzájárulása is visszafogott lehet. A 2025. márciusi kétszázalékos reálnövekedési előrejelzésünket így 1,5 százalékra korrigáltuk. A negatív revízió mögött termelési oldalon az ipar lényegesen rosszabb teljesítménye áll, míg felhasználási oldalon a beruházásoktól várunk gyengébb teljesítményt. A nettó export hozzájárulása is alacsonyabb lehet, mint korábban gondoltuk. A háztartások fogyasztására vonatkozó prognózisunkat egyelőre nem revideáltuk, de a vártnál magasabb infláció, a borúsabb munkaerőpiaci kilátások, valamint a bizalom potenciális gyengülése lefele mutató kockázatot jelent.

A növekedés szerkezetében érdemi változásra tehát nem számítunk a tavalyi évhez képest, a teljes növekedéshez felhasználási oldalon 2025-ben is a háztartások fogyasztása járulhat hozzá a legnagyobb mértékben. Tavaly a háztartási fogyasztás reálértékben 5,1 százalékkal bővült, a teljes GDP-növekedéshez 2 százalékponttal járult hozzá. A fogyasztást a kevésbé feszes, de stabil munkaerőpiac, a tovább emelkedő nominális és reálkeresetek, a szektor magas megtakarításállománya, a háztartások erős mérlegpozíciója és egyes költségvetési intézkedések is támogatják. A fogyasztói bizalomra azonban a vártnál magasabb infláció és az emelkedő inflációs várakozások negatívan hatnak. Prognózisunk szerint 2025-ben a háztartások fogyasztása 3,7 százalékkal emelkedik.

Az elmúlt negyedévekben mélyrepülésben lévő beruházások esetében a fordulatot a 2025-ös év sem hozza el; a viszonylag stabil fogyasztási képpel szemben a beruházások alakulásával kapcsolatban pesszimisták vagyunk. Az éves beruházási volumen 2025-ben újabb 1,7 százalékkal eshet vissza. A nemzetgazdasági beruházások gyakorlatilag 2022 közepe óta folyamatosan zsugorodnak, reálértéken a 2022 második negyedévi szinttől a tavalyi év végéig már 25 százalékkal zuhantak. Az állami beruházások esetében a költségvetési kiigazítás, az EU-források hiánya, a vállalati beruházásoknál a bizonytalan keresleti kilátások, a korábbi költségsokkok hatása, valamint a kiszámíthatatlan jogi, adózási és szabályozási környezet fogta

vissza az aktivitást. Az amerikai adminisztráció protekcionista lépései súlyosbítják a bizonytalanságot, ez pedig további, egyébként tervezett beruházások elhalasztását, törlését, felfüggesztését eredményezheti.

A beruházások élénkülését segíthetné az EU-források intenzívebb beáramlása, alapforгатókönyvünk szerint azonban a zárt források feloldására a 2026-os választásokig nem kerül sor. Az állami támogatással meghirdetett különböző hitelprogramok valamennyire segíthetik a vállalkozói szektort, a tovább romló keresleti kilátások és az extrém bizonytalanság azonban ezt teljes egészében ellensúlyozza. A vállalati beruházások élénkülésének elengedhetetlen előfeltétele lenne a keresleti környezet érdemi javulása és a nagy fokú bizonytalanság enyhülése.

A GDP termelési oldalán az ipar kilátásai egyre borúsabbá válnak. Az ágazat kibocsátása 2023-ban és 2024-ben 5,5, illetve 4 százalékkal esett vissza, ezt idén újabb 1,5 százalékos zsugorodás követheti. Vagyis előrejelzésünk szerint 2025-ben már harmadik egymást követő évben csökkenhet az ipari termelés volumene. A legjobban a külpiacon termelő szektorok szenvednek. 2024-ben a feldolgozóiparban nagy súlyt képviselő villamos berendezések gyártásának volumene 13,6 százalékkal, a járműgyártás kibocsátása 9 százalékkal múlta alul az egy évvel korábbi szintet. Az akkumulátorgyártás éves szinten körülbelül a felére esett vissza.

Érdemi fordulatot 2025 elején sem láttunk, már az áprilisi vámbejelentések előtt is gyenge képet mutatott a szektor. Az év első két hónapjában 6,4 százalékkal zsugorodott az ipari termelés. A KSH előzetes jelentése szerint gyakorlatilag minden alágazatban csökkent a termelés, a legnagyobb mértékben a járműiparban és a villamos berendezések gyártásában.

A feldolgozóipar értékesítésének 73 százaléka 2024-ben exportpiacainkon talált vevőre. Legfontosabb exportpiacunk az EU, azon belül is kiemelten Németország, így a hazai ipar kilátásait alapvetően az európai konjunktúra határozza meg. Bár a magyar iparnak közvetlenül az Egyesült Államokba irányuló kivitele viszonylag alacsony (4 százalék alatt van), az EU teljes kivitelének körülbelül egyötödét az USA-ba exportálják, így az eszkalálódó vámháború közvetett módon komoly ütést mér az európai beszállítói láncokba mélyen integrált magyar iparra is.

Az export teljesítményére a gyenge külső kereslet már az elmúlt években is rányomta bélyegét. A KSH adatai szerint a külkereskedelmi termékforgalom exportoldalán 2024-ben a volumen 2,1 százalékkal, az euróban számolt kiviteli értéke 3,7 százalékkal mérséklődött. A külkereskedelmi termékforgalomban azonban így is masszív többlet keletkezett: a mérsékelt csökkenő kivitel ugyanis ennél nagyobb mértékben visszaeső importtal párosult. A behozatal alacsonyabb szintje a gyenge

belföldi (részben fogyasztási, de még inkább beruházási célú) keresletet és a javuló energiamérleget tükrözte. 2024-ben a termékforgalmi mérleg többlete rekordmagasra, 11,6 milliárd euró fölé emelkedett – ami a lanyha belső felhasználás leképeződése. A külkereskedelmi mérleg kiviteli oldalán idén sem számítunk élénkülésre, és az import dinamikája is visszafogott marad. A külkereskedelmi mérleg többlete az idén 10 milliárd euró körül alakulhat.

A munkaerőpiac feszessége a tavalyi évben fokozatosan enyhült, komoly törés azonban a gyenge aktivitás ellenére sem materializálódott. Bár a gyenge kereslet által leginkább sújtott ágazatokban megjelentek a szelektív elbocsátások, arra a vállalatok többsége a tavalyi évben még nem a munkaerő-állomány leépítésével reagált. A munkanélküliségi ráta 2023 második negyedévében rövid időre 4 százalék alá süllyedt, ezt követően azonban fokozatosan feljebb kúszott, és jellemzően a 4,5 százalékos szint körül ingadozik. A lefelé korrigált GDP-vel együtt a munkanélküliségi rátára vonatkozó előrejelzésünket is megemeltük. A vámok negatív hatásainak leginkább kitett feldolgozóipari ágazatokban intenzívebbé válhatnak az elbocsátások, ami a munkanélküliségi rátát átmenetileg megemeli. 2025-ben éves átlagban 4,5 százalékos munkanélküliségi rátát várunk. A gazdasági kilábalás 2026-ban gyorsulhat, de mivel a vállalati szektorban a munkaerő esetében is jócskán vannak szabad kapacitások, a kereslet javulása első körben nem a munkanélküliségi ráta mérséklődésében fog megmutatkozni.

Továbbra is úgy látjuk azonban, hogy középtávon a magyar gazdaság állandó jellemzője marad a feszes munkaerőpiac. Azt ugyanis továbbra is kettősség jellemzi. A kereslet hiányától leginkább szenvedő ágazatokban elbocsátásokat látunk (ez a folyamat az előttünk álló hónapokban intenzívebbé válhat), míg a gazdaság más szegmenseiben a munkáltatókat folyamatos kihívás elé állítja a szakképzett munkaerő hiánya. A lazuló munkaerőpiac ellenére a foglalkoztatási és aktivitási ráta történelmi csúcsok körül ingadozik. A KSH továbbra is 300 ezer fő körüli munkaerő-tartalékot mutat ki, ám földrajzi és képzettségbeli/készségbeli sűrűlódások miatt ennek csak kisebb része vonható be a foglalkoztatottságba. Kijelenthetjük, hogy a hazai munkaerőpiaci tartalékok gyakorlatilag kimerültek.

A demográfiai folyamatok is egyre erőteljesebb korlátozó tényezőt jelentenek. A munkaképes korú lakosság előrejelzésünk szerint a következő esztendőekben évi 0,5 százalékkal mérséklődhet, amit a gazdasági bevándorlás nem tud teljes egészében ellensúlyozni. A mennyiségi bővülés időszaka lezárult, miközben a meglévő munkaerő-állomány minőségének emelését tartós és rövid távon nem orvosolható

strukturális problémák nehezítik, mint például az oktatás és az egészségügy elhanyagolt helyzete.

A feszes munkaerőpiaci kondíciók folyamatos nyomást helyeznek a bérekre. 2024-ben a nemzetgazdasági átlagkeresetek 13,2 százalékkal nőttek, a vállalati szektorban 12,1, az állami szférában 16,8 százalék volt az éves bővülési ütem. A 2025. januári béradatok várakozásunknál kissé magasabb dinamikát mutattak, a nemzetgazdasági átlagot jelentő 10,4 százalékos éves bővülés mögött a költségvetési szektor kereseteinek 11,8 százalékos, a vállalati szektorénak 9,9 százalékos emelkedése állt. A tavaly év végén és a 2025 elején készült munkaerőpiaci felmérések szerint a vállalatok a januári tényszámnál érdemben kisebb béremelést terveztek. A két számjegyű, az év eleji minimálbér- és garantált bérminimum-emelést (9, illetve 7 százalék) meghaladó dinamika azonban megerősíti, hogy a gazdaságban a munkaerőpiaci feszesség enyhülése ellenére továbbra is erős a bérnyomás.

A képzett munkaerő hiánya és a vállalatok törekvése, hogy még az átmenetileg gyengébb keresleti környezetben is megőrizték munkaerő-állományukat, láthatóan erősen tartja a munkavállalók alkupozícióját. A januári adat után az idei évre vonatkozó prognózisunkat kismértékben feljebb korrigáltuk: az év egészében 9,5 százalékos nominális és közel 5 százalékos reálkereset-bővülést várunk. A reálkeresetek folyamatos emelkedése a fogyasztás kilátásait értelemszerűen támogatja ugyan, de a munkatermelékenység bővülési ütemét meghaladó bérdinamika egyértelműen a felfelé mutató inflációs kockázatokat erősíti. A reálkeresetek és a munkatermelékenység Magyarországon a 2010-es évek közepétől egyre inkább elszakadnak egymástól. Prognózisunk szerint 2024 és 2026 között a reálkeresetek éves átlagban 6,5 százalékkal nőhetnek, ugyanakkor a munkatermelékenység éves átlagban csupán 1,5–1,8 százalék közötti mértékben javul.

A 2023. januári 25,7 százalékos inflációs csúcsot követően a pénzromlási ütem intenzíven lassult, majd 2024 szeptemberében átmenetileg elérte a jegybank 3 százalékos inflációs célját. A defláció ezen a szinten azonban nem csak megtorpant, vissza is fordult. Az éves átlagos infláció azonban 2024-ben így is 3,7 százalékra szelődött az előző évi 17,6 százalékról.

2025 első két hónapját a pénzromlási ütem további emelkedése jellemezte. 2025 februárjában már újra 5,6 százalékos éves inflációt mért a KSH, ez az ütem azonban márciusra 4,7 százalékra lassult. Az infláció január–februári gyorsulásában külső, az MNB hatókörén kívül álló tényezők is szerepet játszottak, de a volatilis tételektől, adóváltozásoktól megtisztított magindexek alakulása azt mutatja, hogy az árnyomás az alapfolyamatok szintjén továbbra is erős maradt. A KSH maginflációs mutató-

ja februárban 6,2 százalékon állt, az MNB indirekt adóváltozásoktól szűrt indexe 6 százalékgig emelkedett. Márciusban e két mutató 5,7 százalékra, illetve 5,4 százalékra korrigált. A lassulás pozitív fejlemény, de a mutatók szintje továbbra is jócskán meghaladja az MNB 3 százalékos célja körüli toleranciasáv 4 százalékos felső szélét.

A pénzromlási ütem 2024-es meredek csökkenése mögött a korábbi inflációs sokkok kifutása, a magas bázis, a világpiaci élelmiszerek és energiahordozók árának normalizálódása, a forint stabilabb, erősebb árfolyama, a fogyasztás szerkezetében a koronavírus-járvány után megfigyelhető eltolódás a szolgáltatások irányába és a beszállítói láncok helyreállításának pozitív hatása azonosítható. Ezek a hatások azonban az időben előre haladva fokozatosan gyengültek, majd részben megfordultak. Az elmúlt hónapokat a globális nyersanyag- és élelmiszerárak ismételt emelkedése, a forint árfolyamának volatilitása, majd gyengülése jellemezte, ami negatívan hatott a hazai inflációs folyamatokra is. Az év eleji adóváltozások és intenzív átárazások szintén emelték a pénzromlási ütemet, az áruk inflációjának a kiterjedélyesedő vámháború adhat újabb lökést.

A legpesszimistább elemzői várakozásokat is felülmúló év eleji adatok érdemben feljebb tolták a 2025-ös év inflációs pályáját. A már bejelentett intézkedések közül az élelmiszerek árréssapkája átmenetileg mérsékelheti a pénzromlási ütemet, miközben a Nemzetgazdasági Minisztérium a bankokkal és a távközlési cégekkel is egyeztetéseket folytat árazási kérdésekről. Az árréssapka inflációra gyakorolt tényleges és teljes hatását az áprilisi inflációs statisztika mutatja majd meg, számításaink szerint annak bevezetése az éves átlagos inflációt 0,3 százalékponttal mérsékelheti. Ugyanakkor a korábbi évek tapasztalatai alapján kijelenthető, hogy az árakat célzó különböző kormányzati intézkedések tartósan nem képesek mérsékelni az inflációt. Bár rövid távon a kimutatott árindexeket csökkentik, középtávon a piaci folyamatokba való beavatkozás több csatornán keresztül is emeli az inflációt.

Az eszkalálódó vámháború hazai inflációra gyakorolt hatását nehéz számszerűsíteni, a vámbejelentések utáni gyorsbecslésünk azonban az inflációs prognózis esetében kisebb változást mutat, mint a GDP esetében. Az inflációra gyakorolt hatás ugyanis több ellentétes irányú folyamat eredője lesz. A gyengébb kereslet dezinflációs hatású lehet, az EU potenciális válaszlépései ellenben emelhetik az inflációs rátát; viszont amennyiben az USA piacáról kiszoruló export egy része esetleg Európába irányul át, a megnövekedett kínálat szintén árleszorító hatással járhat. A forint gyenge/gyengülő árfolyama felfele mutató kockázatot, a globális lassulás miatt az energiahordozók potenciálisan alacsonyabb világpiaci ára lefele mutató kockázatot jelent. A sok eltérő előjelű hatás eredménye az, hogy egyelőre nem nyúltunk bele

drasztikusan az inflációs előrejelzésbe. 2025 átlagában 4,8 százalékos pénzromlási ütemet várunk, az év hátralévő hónapjaiban az év/év árindexek egy viszonylag széles sávban, 4,4–5,0 százalék között ingadozhatnak. Az inflációs cél elérése időben kitolódott, számításaink szerint legkorábban 2026-ban sülyedhet újra az infláció a jegybank 2–4 százalék közötti toleranciatartományába. A 3 százalékos jegybanki cél fenntartható módon való elérése azonban még tovább késhet. Az áruk dezinflációja, a külső sokkok és a volatilis, várakozásaink szerint fokozatosan gyengülő árfolyam sem támogatja már a belföldi infláció mérséklődését. Így ahhoz, hogy az infláció újból megközelítse az árstabilitással konzisztens szintet, a szolgáltatások inflációjának kellene lassulnia. A magas nominális bérdinamika, a hatékonysági problémák, az alacsony munkatermelékenység és a viszonylag erős, 2026–2027-ben prognózisunk szerint tovább élénkülő fogyasztás együttesen azt eredményezi, hogy a cégeknek megfelelő mozgásterük lesz arra, hogy költségeik növekedését legalább részben áthárítsák.

2024 szeptemberéig folytatódott a monetáris politika lassú, fokozatos normalizálása, amelyet a sülyedő infláció és a külső környezet is segített. Az MNB Monetáris Tanácsa legutóbb tavaly szeptemberben mérsékelte 25 bázisponttal az irányadó rátát, amely 2024 októbere óta 6,5 százalékon áll. A romló hazai inflációs kilátások, a forintban denominált eszközök sérülékenysége és a változó külső környezet drasztikusan beszűkítette a jegybank mozgásterét. A 2025. évi kilátásokat jellemző historikusan is magas bizonytalanság, a romló hazai inflációs kilátások, az inflációs cél elérésének időbeli kitolódása, a gyengén horgonyzott és emelkedő inflációs várakozások rövid távon nem teszik lehetővé az irányadó kamat mérséklését. Emellett az új jegybanki vezetés számára – különösen az első időszakban – kiemelten fontos feladat a hitelesség felépítése, ami erős pótlólagos indok a rendkívül prudens monetáris politika fenntartásához.

A Monetáris Tanács márciusi kamatmeghatározó ülése után kiadott közlemény és a Varga Mihály új elnök által tartott sajtótájékoztató hangneme ennek megfelelően szigorú maradt, az előretekintő iránymutatás pedig megerősítette, hogy az alapkamat huzamosabb ideig a jelenlegi 6,5 százalékos szinten maradhat. Mindez összhangban állt saját várakozásunkkal és a piaci prognózisokkal is. A kommunikáció szerint a jegybank a jövőben is óvatos, pénzügyi piaci és inflációs szempontból is türelmes, stabilitásorientált monetáris politikát kíván vinni. A jövőbeli kamatpályával kapcsolatban a jegybank mozgásterét az inflációs kilátások alakulása (amelyet a várakozások, a globális nyersanyagárak alakulása, a kereskedelempolitikai lépések és a forint árfolyama is befolyásolhat), a globális piaci hangulat, a nagy jegybankok

lépései és az ország kockázati megítélése határozzák meg, de a döntéshozók szerint az inflációs cél eléréséhez a pozitív reálkamat fenntartására szükség van.

Az április 2-ai amerikai vámbejelentéseket követő piaci turbulencia közepette a hazai alapkamatra vonatkozó piaci várakozások is átalakultak, a határidős jegyzések újra monetáris lazítást kezdtek árazni. Mi viszont azt gondoljuk, hogy az MNB mozgástere egyelőre nem tágult érdemben.

A vámháború és a még inkább megnövekedett bizonytalanság, a törékeny piaci hangulat és az a tény, hogy a piaci percepció szerint a régióban a magyar gazdaság az egyik leginkább kitett a vámháború negatív hatásainak, semmiképpen sem nyitja meg az utat a folytatódó normalizálás előtt. Előrejelzésünk szerint a következő két negyedévben az MNB irányadó kamata nem változik, mert a jegybanknak nagyon óvatosan kell lavíroznia a romló növekedési kilátások, inflációs kockázatok és pénzügyi stabilitási megfontolások útvesztőjében. Optimista forgatókönyvünk az év végéig két kamatcsökkentést tartalmazott (az év utolsó negyedévére időzítve), egyelőre ezen nem módosítunk. A forint április eleje óta mutatott intenzív gyengülését követően felmerülhet viszont az a kérdés, vajon szükség lehet-e kamatemelésre. Megítélésünk szerint a monetáris szigorításhoz továbbra is nagyon magasan van a léc, szerintünk csak a 2022. őszihez hasonló extrém piaci feszültségek esetén kerülhetne erre sor. Az alapforgatókönyvünkben szereplő 50 bázispontos lazításnál nagyobb mértékű kamatcsökkentésekre pedig csak abban az esetben lehet reális esély, ha a globális növekedési kilátások esetleges gyors romlására a fejlett jegybankok is látványos lazítással reagálnak.

2024-ben folytatódott az államháztartás egyenlegének javulása, bár az eredményszemléletű GDP-arányos deficit a GDP 4,9 százalékán állapodott meg, jelentősen meghaladva az eredeti hiánycélt. Az uniós elszámolású (ESA) egyenleg a 2020-ban mért mínusz 7,5 százalékot követően négy év alatt 2,6 százalékponttal javult. Ugyanezen időszak alatt a GDP-arányos kamatkidadások a magas adósságállomány és az emelkedő finanszírozási költségek együttes hatására 2,3 százalékról a GDP 5 százaléka közelébe ugrottak. Mindez annyit tesz, hogy a mérséklődő költségvetési hiány mögött az elsődleges egyenlegben négy év alatt bekövetkezett 5,3 százalékpontos kiigazítás áll. Ez drasztikus költségvetési keresletszűkítést jelent, aminek negatív növekedési hatásai a beruházásokban és a GDP alakulásában is visszaköszönnek. A mérséklődő deficit ellenére az államadósság GDP-hez viszonyított aránya a 2023 végén mért 73 százalékról 2024. december végére 73,6 százalékra emelkedett.

A kormány 2025-re 3,7 százalékos hiányt tervez, annak ellenére, hogy márciusban jelentősen ártírták a 2025. évi makrogazdasági pályát. A márciusi hivatalos előrejelzés a korábbi 3,4 százalékkal szemben 2,5 százalékos GDP-bővüléssel kalkulál 2025-re. A negatív revízió mögött elsősorban a gyengébb keresleti környezet, a visszafogottabb export és a lanya beruházási aktivitás áll, a háztartások fogyasztására vonatkozó prognózisát csak minimális mértékben, 4,4 százalékról 4,1 százalékra korrigálta a kormány. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében azonban a decemberi prognózisban megjelölt 5,1 százalékos bővüléssel szemben már csak 2,3 százalékos várnak. A lefelé módosított GDP-növekedés mellett az inflációs prognózist felfelé korrigálta a kormány, új előrejelzése szerint 2025 átlagában 3,2 százalék helyett 4,5 százalék lehet a pénzromlás éves üteme. A publikálás időpontjában a frissített makrogazdasági pálya a decemberinél jóval realisabb volt, a fő változókra vonatkozó várakozások nagyságrendileg nem tértek el a piaci előrejelzésektől. Az azóta bekövetkezett globális események alapján azonban a növekedést tekintve már a korrigált pálya is túlzottan derűlátónak tűnik.

A 3,7 százalékos deficitcél nem tartjuk elérhetőnek, számításaink szerint idén az eredményszemléletű hiány a GDP 4,3 százalékára rúghat. Az általunk felvázolt költségvetési pálya mellett az adósságráta csökkenését is kérdőjelek övezik. Az eltérés meghatározó része a kormány és saját makrogazdasági pályánk közötti eltérésből adódik. A 2026. évi országgyűlési választás elé időzített, a háztartásokat támogató költségvetési intézkedések idén még csak mérsékelten érintik a költségvetés egyenlegét. A háromgyermekes anyák az évnek csak az utolsó három hónapjában élveznek majd személyijövedelemadó-mentességet. Ez az intézkedés a nyugdíjasok áfavisszatérítésével együtt az idén 80–90 milliárd forint kiadást jelenthet, ami a GDP valamivel több mint 0,1 százaléka. 2026-tól azonban az szja-mentesség kiterjesztésének költségvetési terhe fokozatosan emelkedik, 2027-ben már megközelítheti a GDP 1 százalékát.

A kamategyenleg idén közel 1 százalékponttal javulhat, ezt követően azonban nem várunk komoly változást. Számításaink szerint a következő három év átlagában az államadósság finanszírozási költsége a GDP 3,5–4 százaléka között stabilizálódik, vagyis ahhoz, hogy a 2025 utáni hiánycélok teljesüljenek, vagy ne legyen túl nagy a túllépés, az elsődleges egyenleg szintjén kiegyensúlyozott költségvetés fenntartása szükséges. Az államnak a költségvetési egyensúly fenntartása mellett és az európai uniós források hiányát is figyelembe véve nagyon kis mozgástere van és lesz költségvetési élénkítésre.

Az általunk felvázolt költségvetési pálya mellett nem tartjuk kizártnak, hogy 2025-ben az államadósság/GDP arány kis mértékben tovább emelkedik. Az adósság finanszírozásával kapcsolatban azonban komoly kockázatokat nem érzékelünk. Ugyanakkor a régiós összehasonlításban is magas államadósság-állomány és részben az ezzel összefüggésben kialakult, részben az országspecifikus kockázatokat tükröző, régiós átlag feletti kockázati felár tartósan terheli az államháztartást. A magyar kamatkiadások GDP-hez viszonyított aránya tavaly megközelítette az 5 százalékot, miközben Csehország a GDP kevesebb mint 1 százalékát, Szlovákia valamivel több mint 1 százalékát, de még Lengyelország is csak 2,5 százalékát költötte adósságfinanszírozásra.

Amíg a költségvetési egyensúlyt illetően érdemi kockázatokat látunk, addig az ország külső egyensúlyi pozíciója a következő években is erős maradhat. A külső egyensúly terén 2023–2024-ben 180 fokos fordulat következett be. A 2022. évi 14,4 milliárd eurós hiányt követően 2023-ban a folyó fizetési mérleg egyenlege pozitívba fordult, 2024-ben már 4,6 milliárd eurót közelítő, a GDP 2,2 százalékát kitevő többletet mutatott. A javulás meghatározó része a külkereskedelmi mérleghez, azon belül is az áru egyenleghez köthető; 2022 és 2024 között 16,7 milliárd euróval javult a szaldó. A képet árnyalja, hogy 2023 és 2024 között a folyó fizetési mérlegben ki-mutatott áruexport és áruimport egyaránt csökkent, a behozatal azonban nagyobb mértékben. Ez az élénkülő fogyasztás melletti visszaeső beruházási célú importot és az alacsonyabb energiaszámlát tükrözte, így a folyó fizetési mérleg áru egyenlege kismértékben meghaladta a GDP 5,5 százalékát. A szolgáltatások többlete magas szinten maradt. A jövedelemmérleg hiánya 2024-ben 1,6 milliárd euróval mérséklődött, tovább javítva a folyó fizetési mérleg pozícióját.

A folyó fizetési mérleg GDP-arányos többlete 2025-ben a GDP 1,8 százalékára mérséklődhet. A romló pozíció mögött elsősorban a külkereskedelmi egyenleg pozitív szaldójának csökkenése áll. A gyenge külső kereslet miatt az áruexport növekedési üteme idén nem éri el a behozatal bővülési ütemét, az energiaegyenlegben azonban folytatódó, bár a tavalyinál kisebb mértékű javulást várunk. A szolgáltatások egyenlege a tavalyi szint körül alakulhat. A jövedelemegyenleg drasztikus változásra nem számítunk.

2025 eddig eltelt időszakában az euró-forint keresztárfolyam meglehetősen széles, 397 és 416 közötti sávban ingadozott. Az év első heteit jellemző gyengülés átmenetileg 416 fölé tolta a kurzust, ahonnan márciusban rövid időre 400 alá, 397 közelébe süllyedt. A 400 alatti szinteken azonban elfogyott a lendület. A devizapár egy ideig a 400-as szint körül ingadozott, majd a durvuló kereskedelmi feszültségek

nyomán drasztikusan megugró kockázatkerülés 410 közelébe tolta azt. A CIB Bank alapforgatókönyve szerint az idei év meghatározó részét a 400–420 közötti csatornában tölti az euró-forint keresztárfolyam, ebből a sávból tartósan és nagymértékben egyik irányba sem fog kimozdulni a kurzus.

Fizetőeszközünk első negyedéves erősödése mögött több külső és belső tényező is azonosítható. Az általánosságban inkább támogató globális befektetői hangulat, a dollár gyengülése, az ukrán háború lezárásával kapcsolatos erősödő optimizmus és a szigorú hazai monetáris politika egyaránt hozzájárult az átmeneti felértékelődéshez. A 2024 végén felépült rövid (a forint gyengülésére nyitott) pozíciókat lezárták, sőt több piaci szereplő átállt a másik oldalra (a forint erősödésére nyitott pozíciót), ami megmagyarázza a viszonylag gyors süllyedést az euró-forint keresztárfolyamban. A váltakozó, általánosan optimista, majd globálisan pesszimista piaci hangulatban az országspecifikus tényezők háttérbe szorultak, miként az év elején, úgy április első napjaiban is szoros korreláció volt megfigyelhető a régiós devizák között. Leértékelődésük a globális kockázati étvágy erőteljes gyengülése közepette szinkronban zajlott.

A piaci pánik elültével a forint árfolyama is stabilizálódhat, érdemi és tartós erősödéssre azonban nem számítunk. Bár a piaci hangulatot jelenleg a vámháború potenciális hatásaival kapcsolatos félelmek alakítják, ahogy haladunk előre az időben (és közeledünk a 2026-os választások időpontjához), az EU-val kapcsolatos feszültségek, az EU-források sorsa, a költségvetési folyamatok és a belpolitikai fejlemények – amelyek közül egyik sem kifejezetten forintot erősítő tényező – ismét fókuszba kerülhetnek, megemelve a piaci volatilitást.

Középtávon a fokozatos nominális leértékelődési trend folytatódásával kalkulálunk. Ez az immár több mint egy évtizedes trend 2023-ban átmenetileg megtört, ehhez azonban egy igen masszív pozitív kamatkülönbözet kellett (annak minden negatív mellékhatásával egyetemben). Ez a kamatkülönbözet mára érdemben csökkent, leolvadása pedig fokozatosan húzta ki a támaszt a forint alól. Rövid távon az euróval szemben kissé nőhet, a dollárral és a zlotyval szemben szinten maradhat a szpred, egy-két évre előretekintve pedig inkább szűkülhet, mint tágulhat a kamatdifferencia. A szélsőséges forgatókönyvektől eltekintve tehát önmagában a hazai kamatszint nem indokolja a jelentős erősödést, a szigorú monetáris politika csak az árfolyam viszonylagos stabilizálására elegendő.

Léteznek ugyanakkor olyan forgatókönyvek, amelyek tartósan pozitív irányba módosítanák a forinteszközök megítélését. Ilyen scenárió lehet az EU-val való viták megnyugtató rendeződése, a zárolt EU-források kiszabadítása vagy az orosz–ukrán

háború tartós rendezése, amely az energiahordozó-árak mérséklődésén keresztül egyrészt javítaná fundamentumainkat, másrészt a még meglévő „háborús prémium” kiárazódásán keresztül erősíthetné a forintot. Az EU-val való békekötésre a 2026. évi választások előtt minimális esélyt látunk, az ukrajnai háború idei lezárásának valamivel nagyobb a valószínűsége, de ha létrejön is a béke a szomszédunkban, ez inkább az év második felében vagy 2026-ban következhet be.

Az infláció kordában tartásában és az inflációs cél elérésében természetesen segíthetne a felértékelődő árfolyam, a nagymértékű nominális (és egyben reál) felértékelődés azonban az ország költség-versenyképessége szempontjából valószínűleg nem kívánatos a gazdaságpolitika irányítói számára. Számukra a forint stabil, de folyamatos, fokozatos nominális leértékelődése lenne optimális. Ha a minimumcél a reálárfolyam szinten tartása, és évi 1,5–2 százaléknyi inflációs többlettel számolunk, akkor legalább ilyen mértékű évi átlagos nominális forintgyengülést feltételezhetünk. Ebből következik, hogy ha mégis nagyon erősödni „szeretne” a forint, az MNB ki fogja használni a lehetőséget, és tovább faragja az irányadó rátát – ami a kamatkülönbözet szűkülésén keresztül mérsékelheti a forintra nehezedő felértékelődési nyomást.