

Pénz- és Tőkepiacok

Makrogazdasági kitekintő

2025. március

FRAGILE

Törékeny felívelés előtt

Összefoglaló

Az USA-ban a növekedés stabil hajtóereje továbbra is a lakossági fogyasztás, azonban a munkaerőpiac feszességének várt enyhülésével párhuzamosan középtávon már lassulhat a gazdaság. A protekcionizmus tervezett erősítése az új elnökség alatt kétséges, hogy segíteni tudja a növekedést.

Az idei első negyedéves növekedés kapcsán már mutatkoznak is a kedvezőtlen jelek, egyelőre a romló fogyasztói és üzleti bizalom képében. Eközben az infláció viszonylag magas maradt. Bár a növekedés lassulása gyorsíthatná az infláció csökkenését, ezt a forgatókönyvet átírhatják az új vámpolitika inflációs hatásai, nehezítve a monetáris politika helyzetét. A Fed kapcsolatos narratívák gyors változása az idei évben is jellemző maradhat.

Európában nagyot fordulhat a világ. A német adósságfékszabályok tervezett lazítása a hadiipari költségek kapcsán, valamint a tervezett 500 milliárd eurós infrastrukturális csomag gyorsabb növekedést és magasabb kamatokat sugall az övezetben. Eközben a magyar gazdaság kilátásai szempontjából is kulcsfontosságú, hogy az új német kormány milyen energia- és klímapolitikai terveket valósít meg.

Magyarországnak továbbra is egy bizonytalan, rendkívül gyorsan változó és geopolitikai feszültségekkel terhes környezetben kell navigálnia. Bár a belső fogyasztás helyreállt tavaly, exportpiacaink gyengesége és a beruházások további esése miatt csak 0,5 százalékkal nőtt a GDP éves szinten. Az idei évre 2 százalékos GDP növekedés az előrejelzésünk, jelen pillanatban kiegyensúlyozott kockázatok mellett.

A konjunktúra kisebb élénkülésével párhuzamosan az infláció is feltámadt az év elején. A teljes első negyedév folyamatainak megismerése után tisztulhat a kép, mindenesetre úgy tűnik, hogy az éves átlagos infláció az idén jóval 5 százalék fölé emelkedhet a tavalyi 3,7 százalék után. Stabilizálódó forintárfolyam és a rendkívül magas szinten lévő inflációs várakozások mérséklődése sokat segítené a dezinfláció újraindulásában, miközben a költségsokkok kapcsán továbbra is sok a bizonytalanság. A változékony külső környezet mellett az emelkedő inflációs kockázatok kevés teret nyújtanak a monetáris enyhítésekre. Egyelőre így nem várunk kamatcsökkenést az új jegybanki vezetéstől.

Az EURUSD árfolyamban bekövetkező fordulat erősítette a forintot az év eddig eltelt részében, s a devizapár elérte a 400-at. A mostani környezetben még nehezebben prognosztizálhatóvá vált az árfolyam, alapelőrejelzésünkben továbbra a forint lassú gyengülésére számítunk középtávon.

Tartalom

Nemzetközi környezet

Hazai konjunktúra kilátások

Hazai inflációs kilátások

Monetáris politika

Egyensúlyi folyamatok

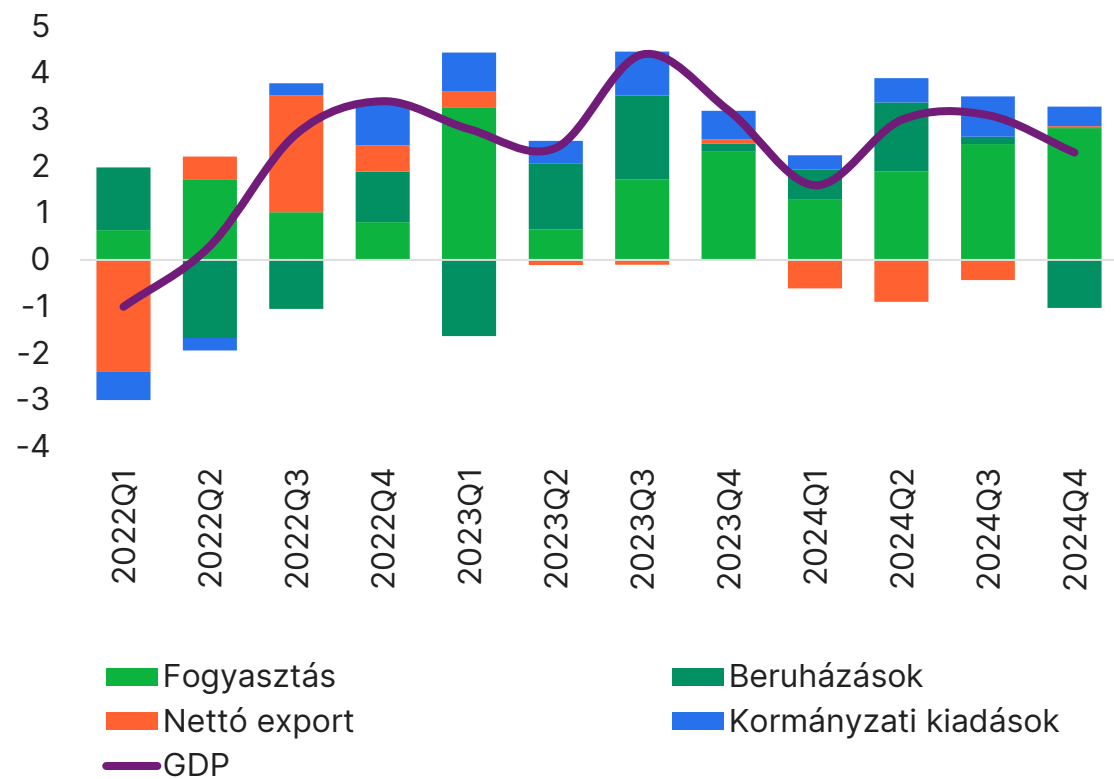
Árfolyam



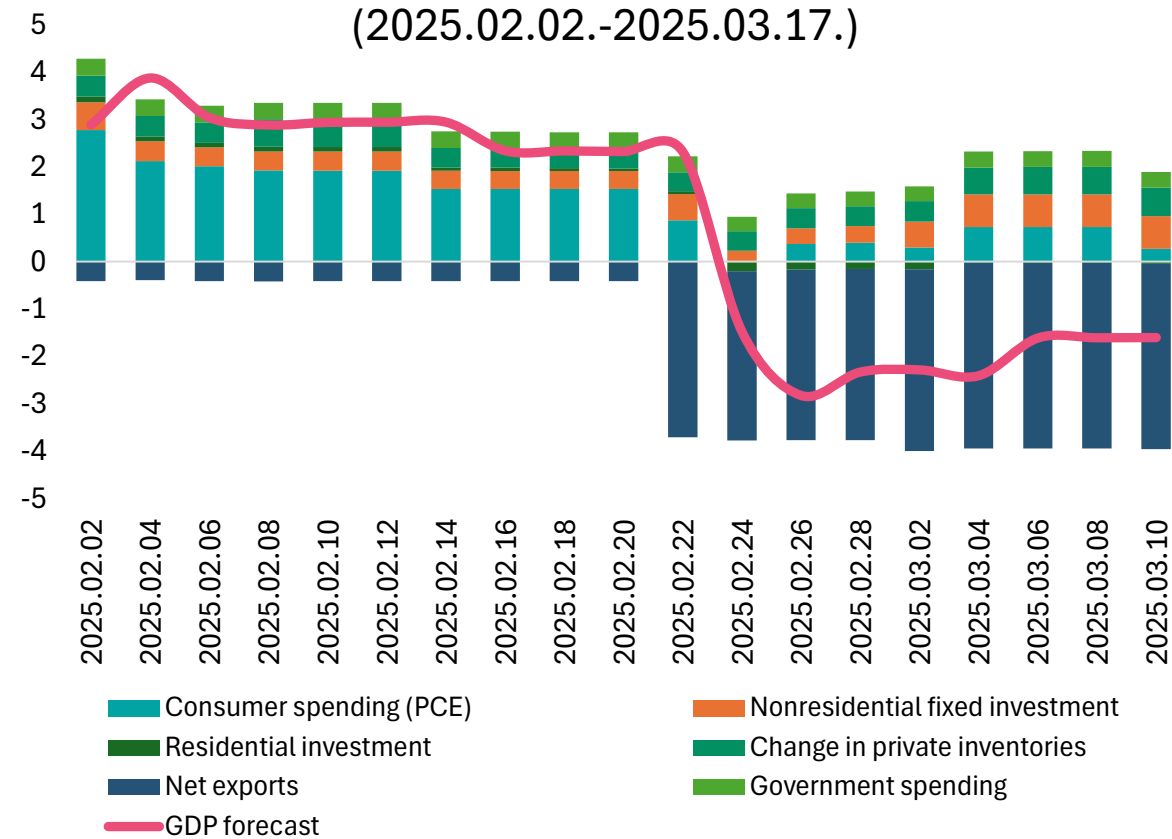
Nemzetközi környezet

Az év végén látott enyhe lassulás előretekintve ütemesebb lehet az USA-ban

Az USA GDP-jének felbontása
(százalékpont)

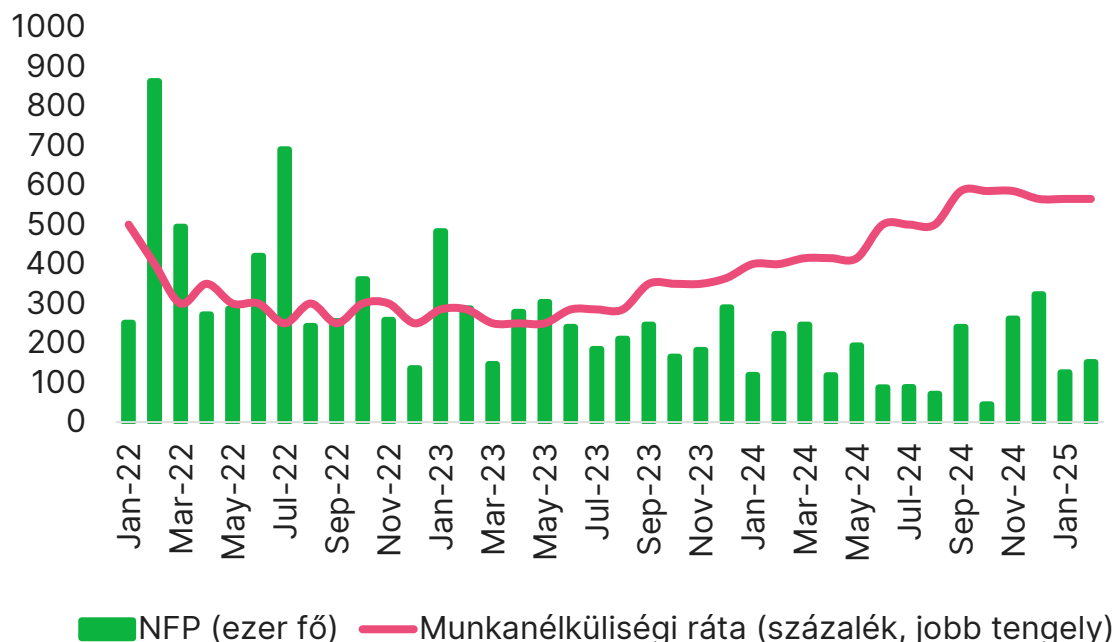


Atlanta Fed GDP nowcast
(2025.02.02.-2025.03.17.)



Egyelőre stabil a kép a tengerentúli munkapiacra

A nem-mezőgazdasági foglalkoztatottak (NFP) számának havi változása és a munkanélküliségi ráta



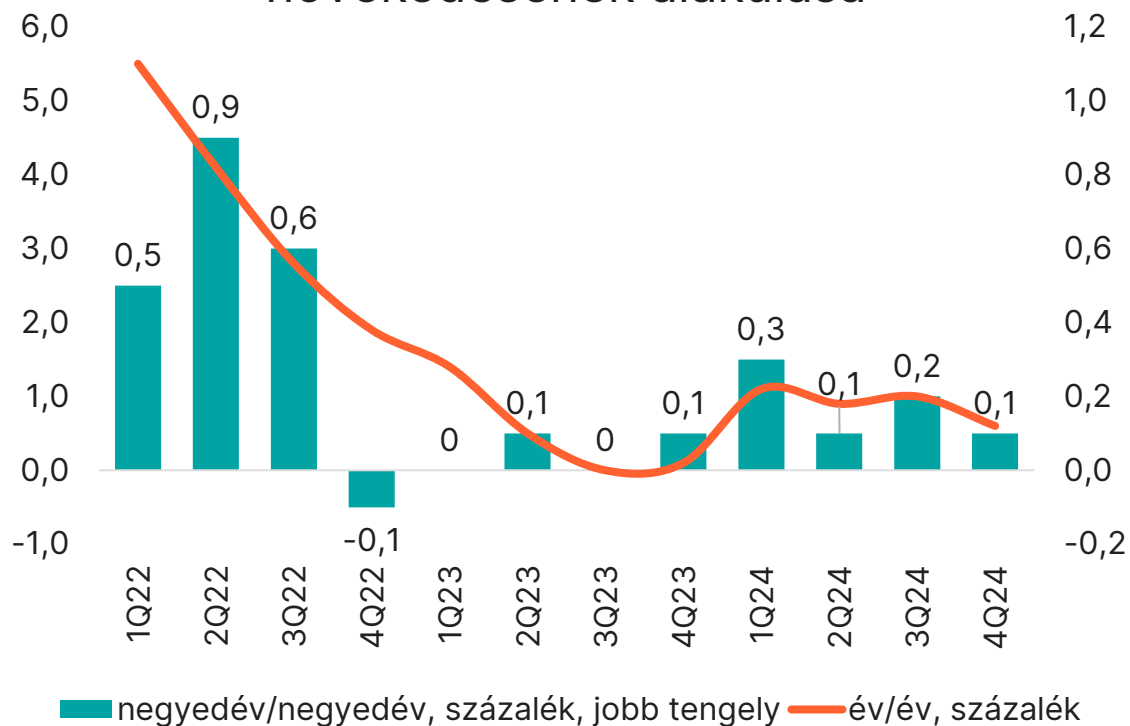
A tavaly nyáron még kedvezőtlen számokat produkáló amerikai munkapiac helyzete stabilizálódott az őszi hónapokban és az idei év eleji értékek is elégedettségre adnak okot: a nem-mezőgazdasági foglalkoztatottak száma januárban 125 ezerrel, februárban 151 ezerrel nőtt.

A munkanélküliségi ráta hosszú hónapok óta stagnál 4 százalék körül és a béremelkedés üteme továbbra is 4 százalékos magasságban mozog.

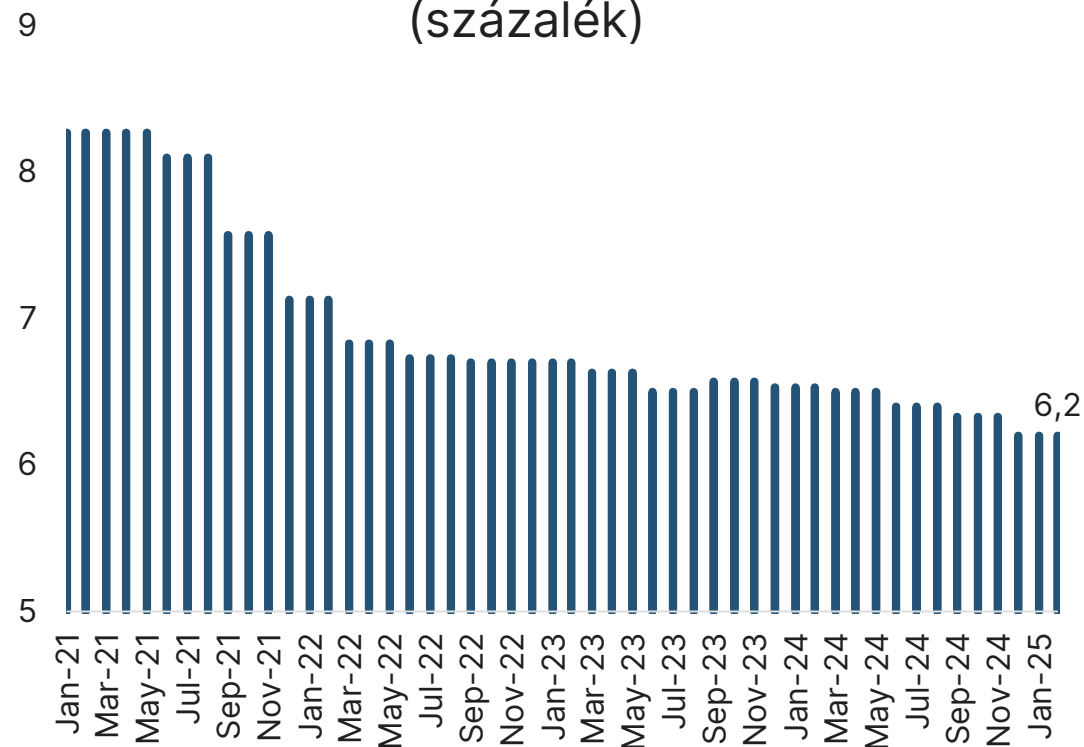
A bővülés szerkezete alapvetően három szektorra épül: az oktatás-egészségügy, a kormányzat, valamint a szabadidő és vendéglátás csoportok adják a növekedés több mint öthatodát. E tekintetben izgalmas lesz az következő időszak: a trumpi gazdaságpolitika okozta bizonytalanság miatt romló fogyasztói bizalom és a DOGE megkezdődött elbocsátásai kérdőjelessé teszik a további javulást.

Európa: historikusan alacsony munkanélküliség párosul a visszafogott konjunktúrával

Az Eurózóna éves és negyedéves növekedésének alakulása

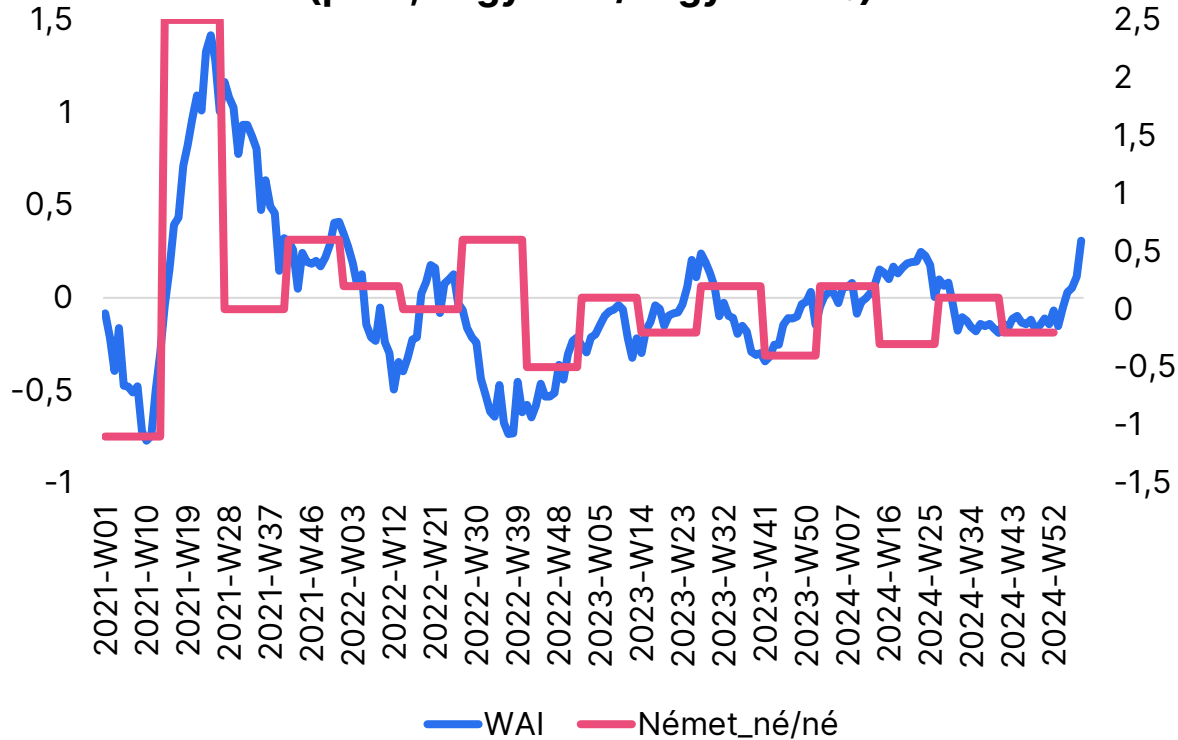


Az uniós munkanélküliségi ráta (százalék)

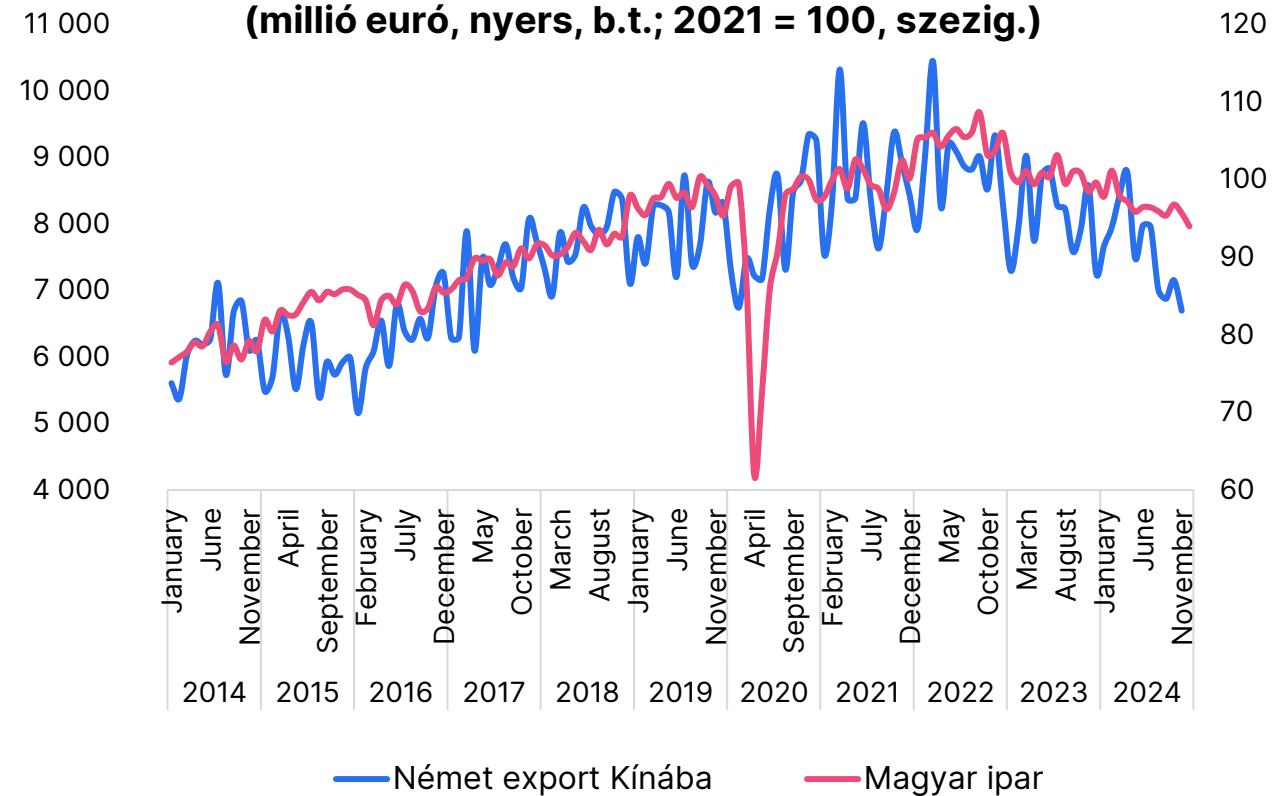


A fogyasztás háttára vette a gazdaságot az év elején, de a strukturális kihívásokra kell választ adnia az új német kormánynak

Heti aktivitás index (WAI) és a német GDP alakulása
(pont, negyedév/negyedév %)

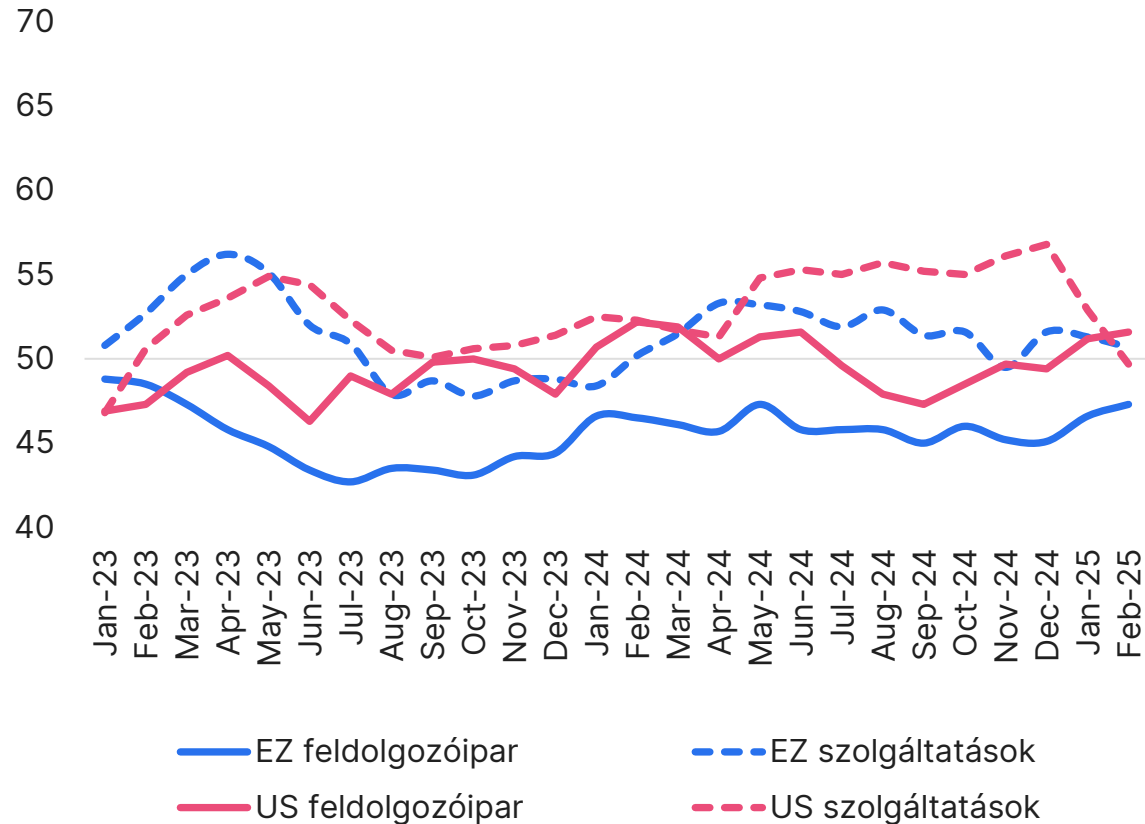


A Kínába irányuló német export és a magyar ipar kapcsolata
(millió euró, nyers, b.t.; 2021 = 100, szezign.)



Irányváltás: a feldolgozóipar javulásnak indult, miközben az eddig stabil szolgáltató-szektor teljesítménye romlott

Konjunktúra-indexek alakulása



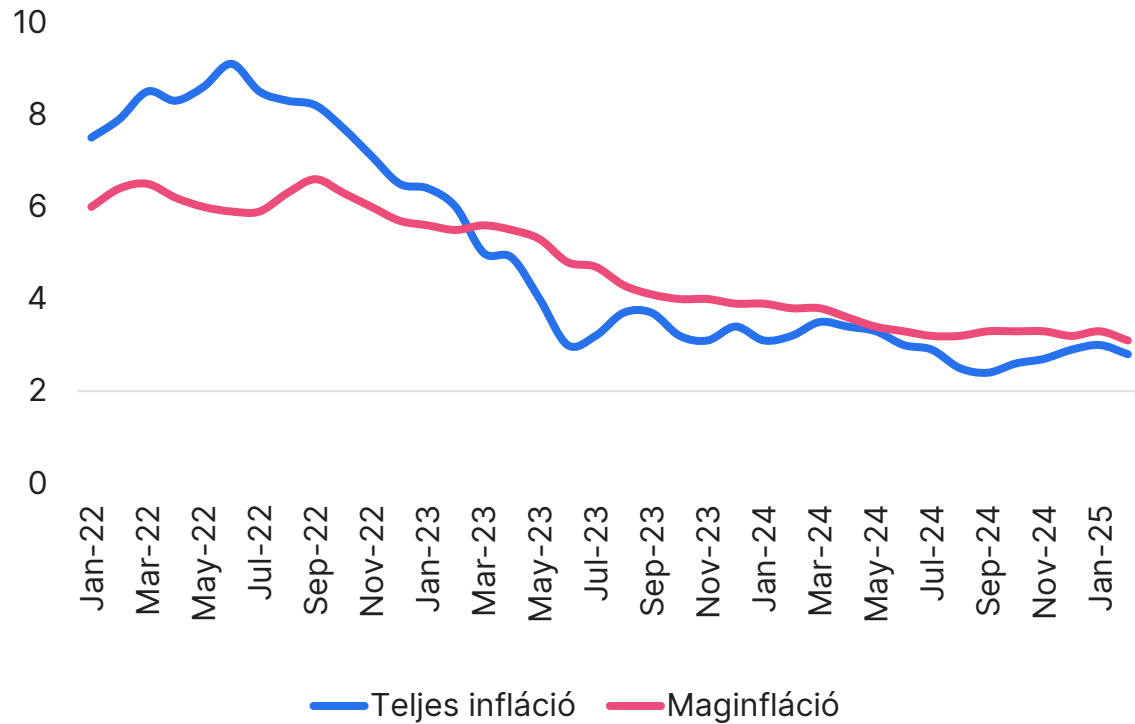
Kétarcúság jellemezte a főbb fejlett piacok növekedési szerkezetét tavaly: általánosan a termelő ágazatok fogták vissza, a szolgáltató szektor pedig támogatta a konjunktúrát (hasonló folyamat zajlott le hazánkban is).

2024 utolsó és 2025 első hónapjai ezzel együtt változást jeleznek ezen a téren. A feldolgozóipari beszerzési menedzserindexek (BMI) lassú, egyértelműen felfelé mutató irányt vettek, míg az eddig stabil szolgáltatások aktivitása a mutatók szerint lefelé fordult és a neutrális, 50-es szint körül alakult februárban (a skála 50 pont felett jelzi a pozitív, bővülést jelző tartományt, alatta pedig a negatív, visszaesésre utalót).

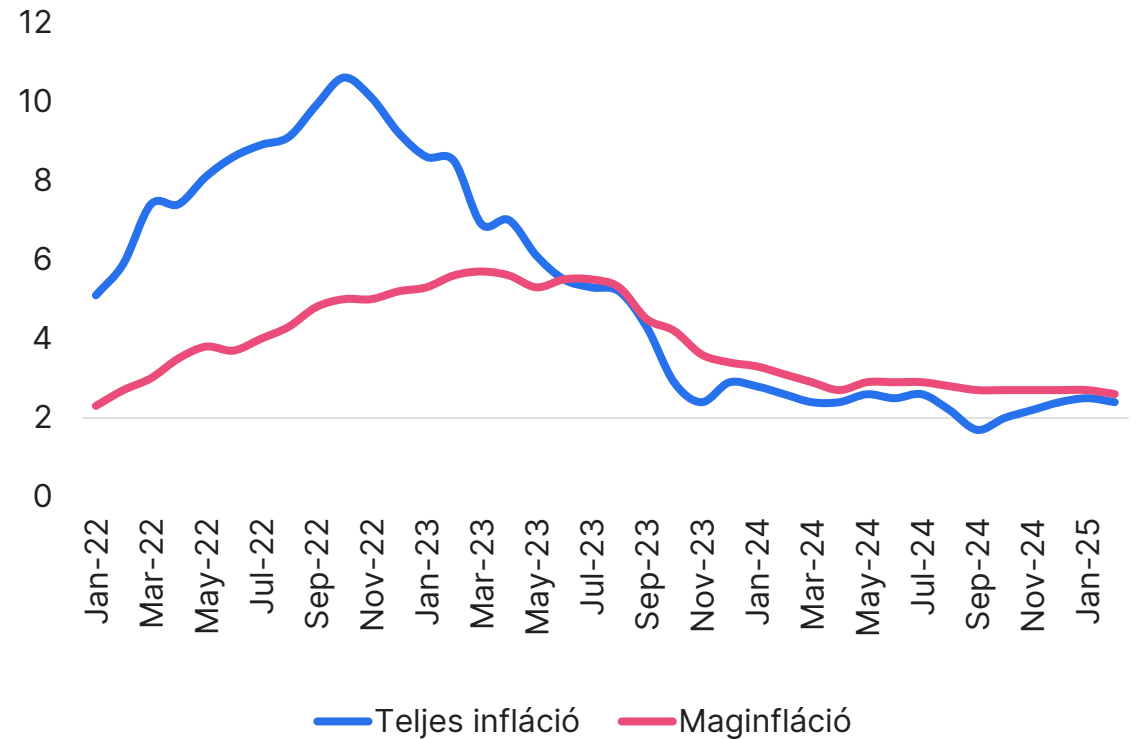
A vámok szerepe különösen kényes ebben a helyzetben, hiszen közvetlenül a termékeket előállító ipari termelésre hathatnak negatívan, ugyanakkor a termelő tevékenységekhez kapcsolódó szolgáltatások is az intézkedések áldozatául eshetnek.

Az elmúlt évek dezinflációs folyamata megfeneklett a fejlett piacokon: valamivel a cél felett stabilizálódtak a ráták

A fogyasztói árindex alakulása az USA-ban (százalék, év/év)

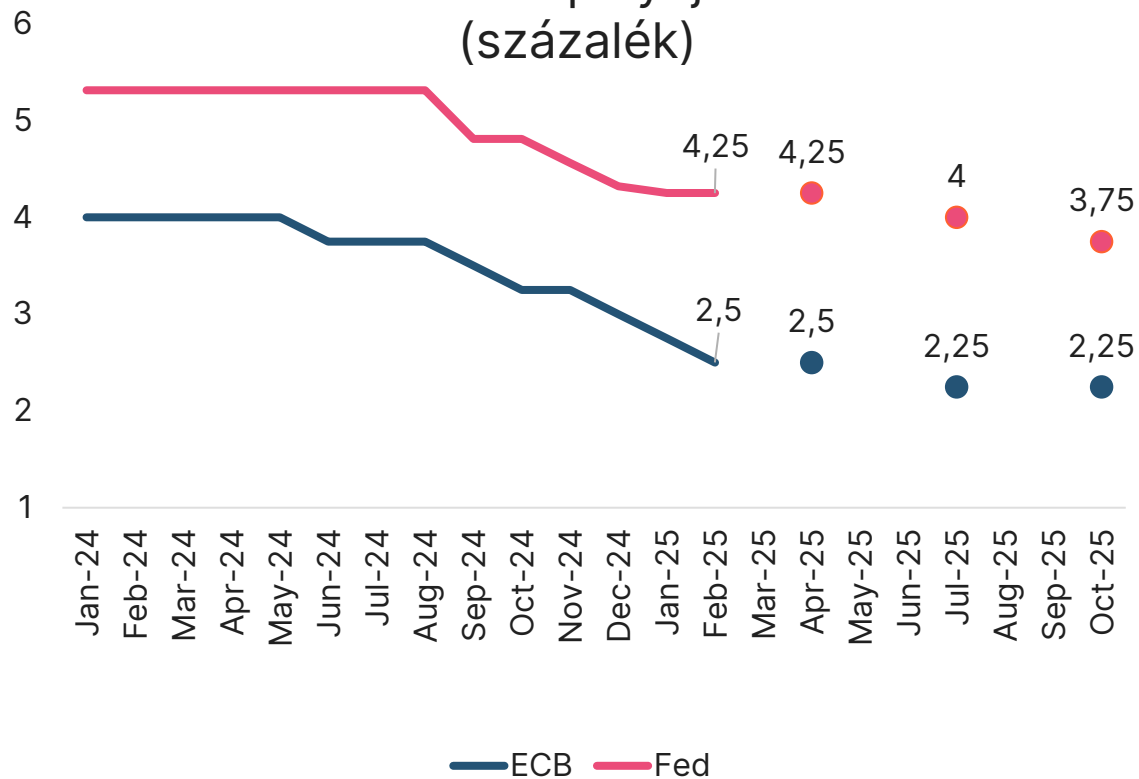


Az infláció alakulása az Eurózónában, százalék, év/év

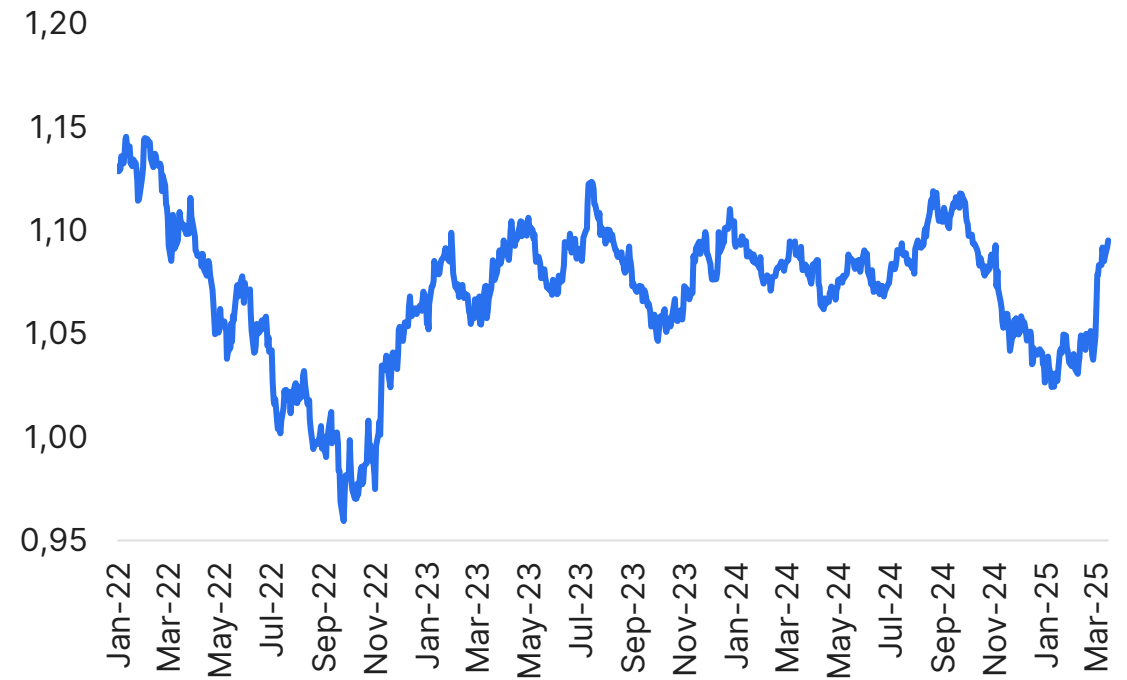


Újabb fordulat a főbb jegybankok kamatpályáira vonatkozó várakozásokban: mégis csak a Fed fog többet csökkenteni?

A vezető jegybankok várható kamatpályája (százalék)

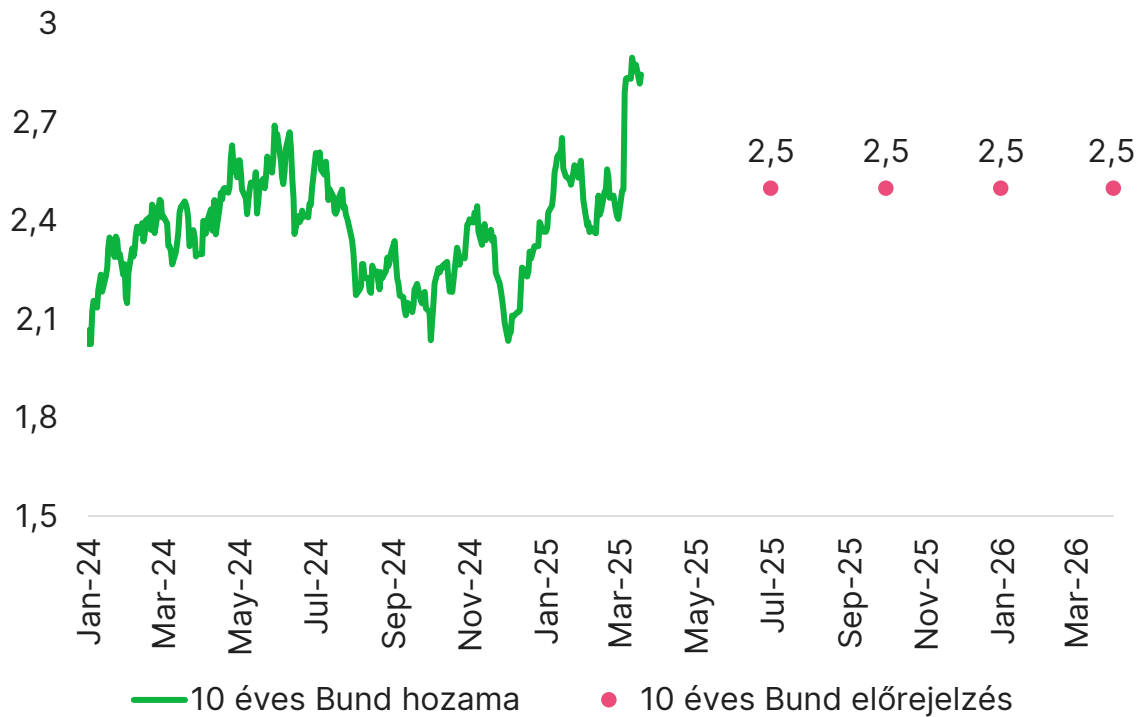


Az EURUSD árfolyamának alakulása

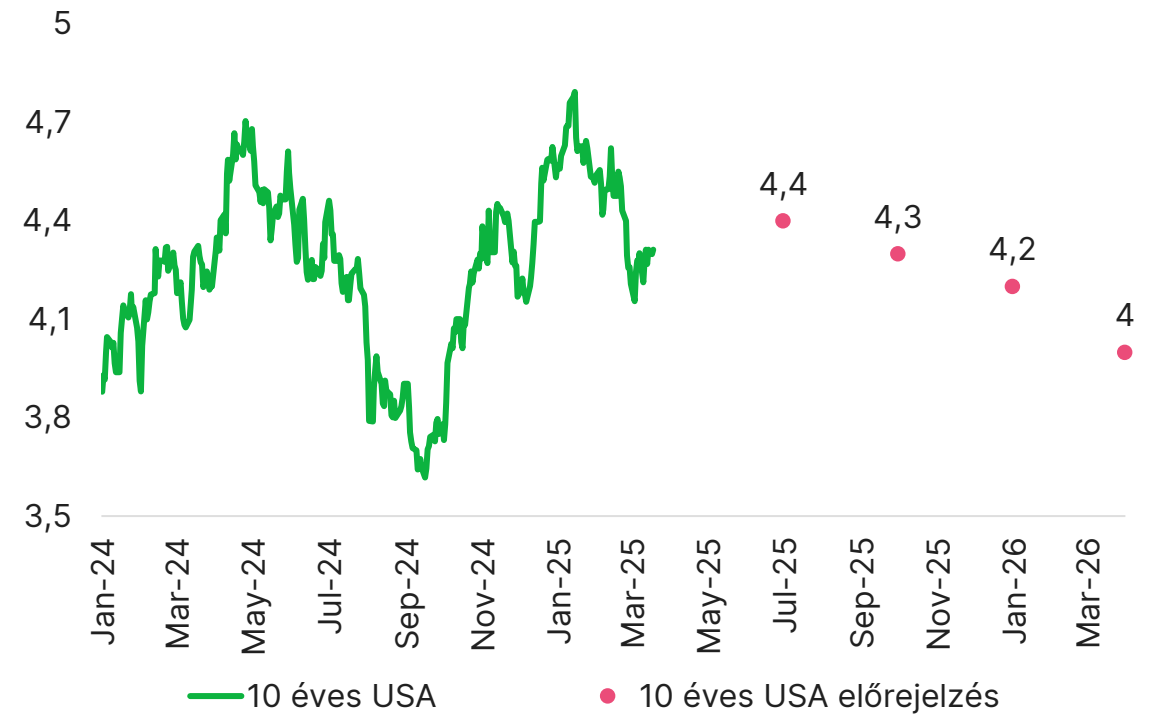


Szokatlan divergencia mutatkozott az USA-beli és német hosszú hozamok esetében az európai élénkítési tervek nyomán

A 10 éves német Bund hozama (százalék)



A 10 éves USA kötvényhozam (százalék)

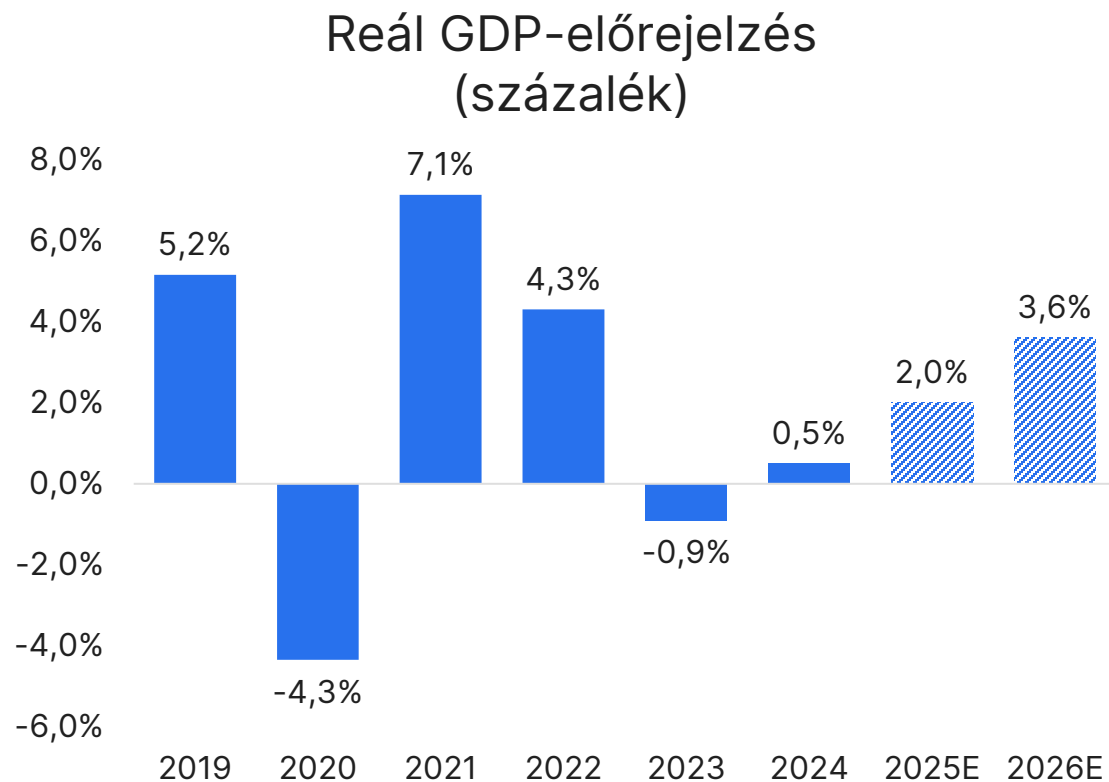


Forrás: Bloomberg, Erste Group Research



Növekedési kilátások

Két év stagnálást követően élénkülhet a hazai konjunktúra idén



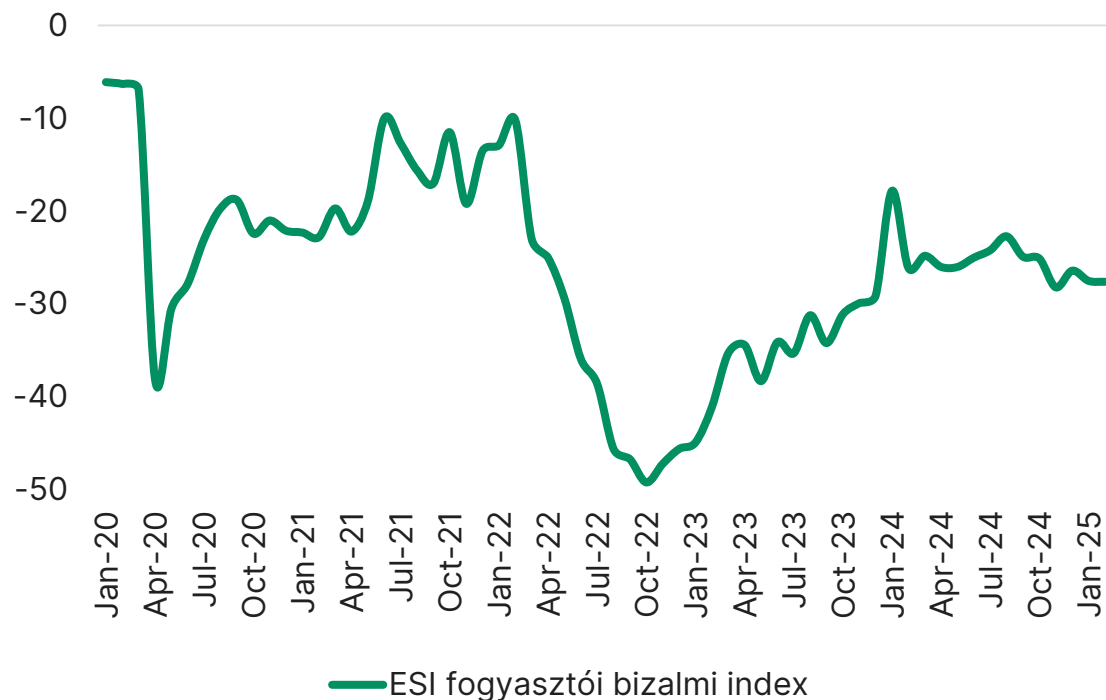
2024-ben a gazdaság teljesítménye a nyers adatok szerint 0,5 százalékkal meghaladta az előző évit. Az év eleji 2-3 százalék körüli várakozásokhoz képest ez érdemi csalódás, ugyanakkor az év vége kedvezően alakult.

Gyakorlatilag áthúzódó hatás nélkül futottunk neki az idei évnek, ami technikai értelemben fontos korlátját képezi a javulásnak. A növekedés motorja elsősorban a fogyasztás lehet, illetve az év második felében termelésbe lépő kapacitások fejthetnek ki szabad szemmel is látható pozitív hatást. A kibocsátásuk felfutása azonban nagy mértékben az eddig meglehetősen gyenge külső konjunktúra függvénye.

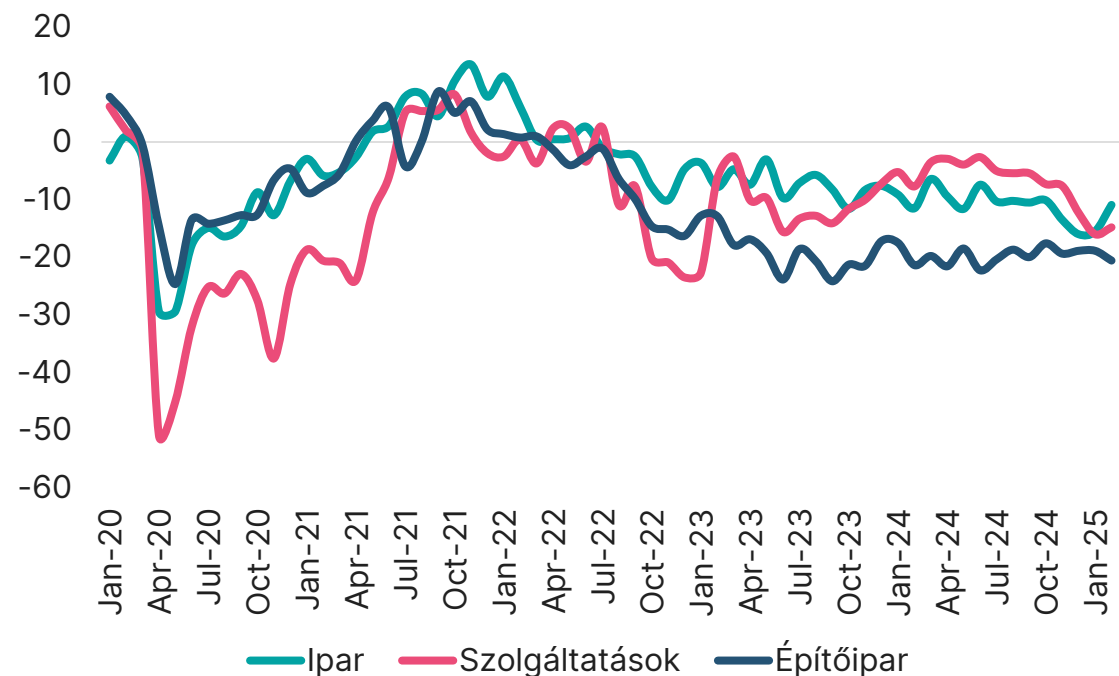
Ütemesebb negyedéves növekedési dinamikkal is 2,0 százalék körüli bővülést jelzünk előre, jelen pillanatban kiegyensúlyozott kockázatok mellett. Ennél jelentősebb konjunktúrára legkorábban 2026-ban számíthatunk.

A legnagyobb gond az általános bizalomhiány; az élénkülésnek fontos feltétele lenne, hogy végre javulást lássunk a bizalmi indexekben

A fogyasztói bizalom alakulása



Az ESI üzleti bizalmi indexei

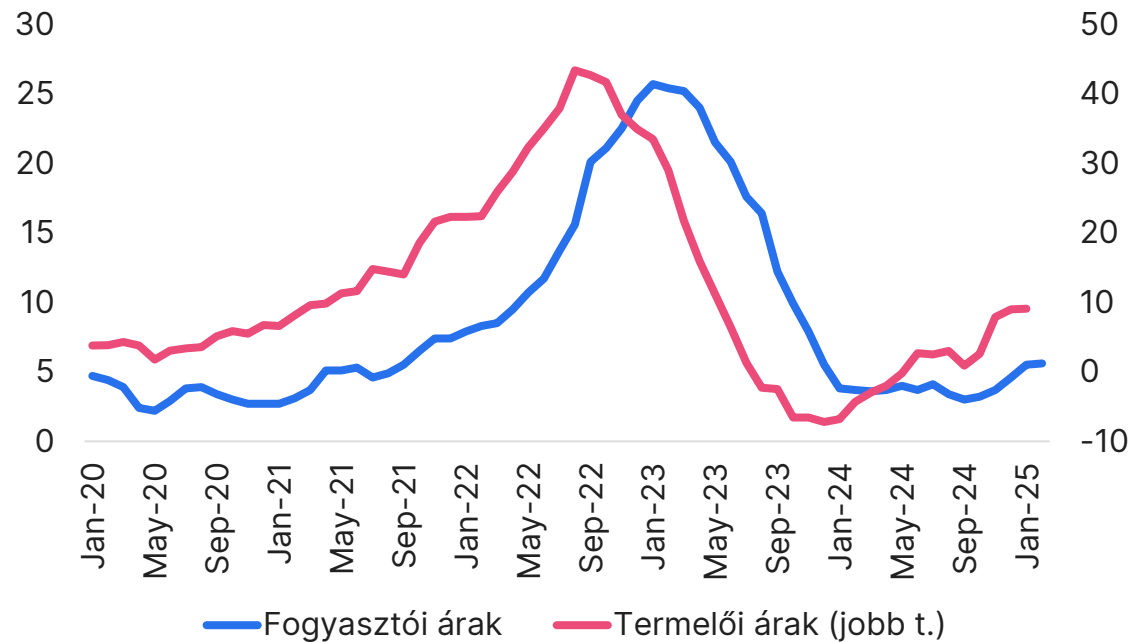




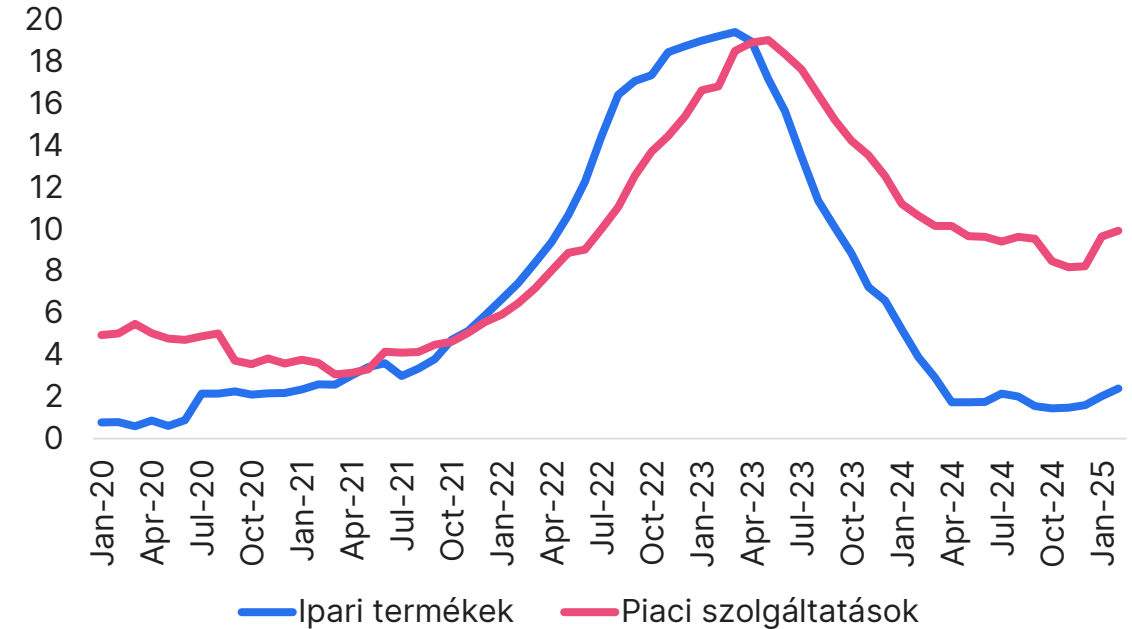
Infláció

Egyelőre kínálati és keresleti tényezők is fellelhetők az inflációs nyomás mögött, előbbi esetében talán mutatkoznak az enyhülés jelei

A fogyasztói és a termelői árak alakulása (év/év, százalék)

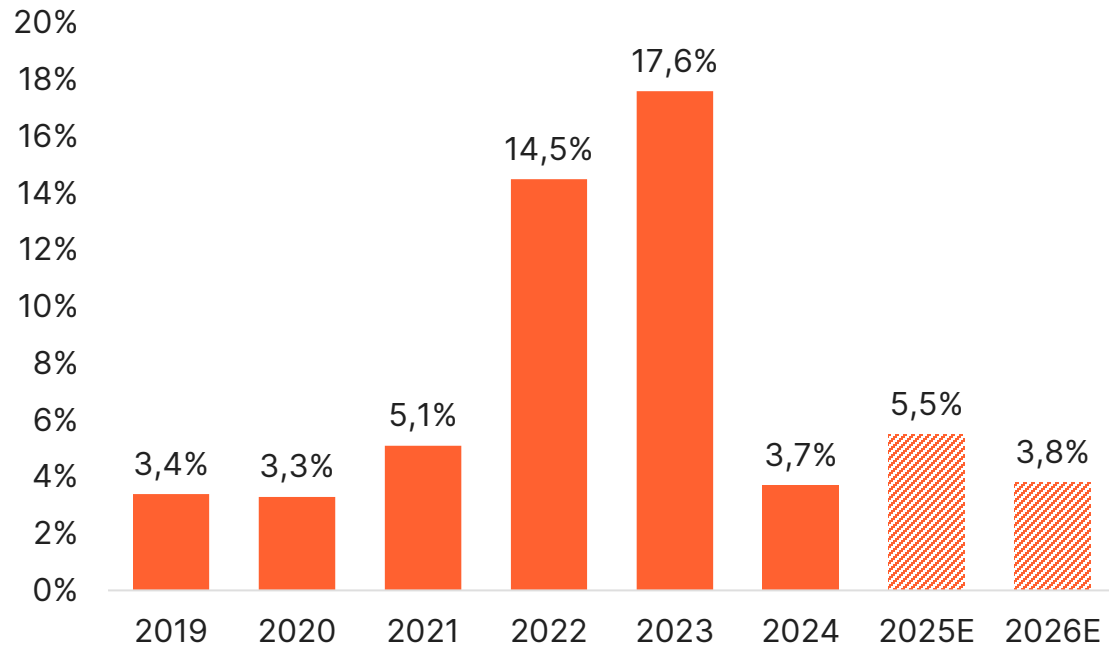


A kvázi belföldi és importált infláció (százalék, év/év)



2024 végén elhagytuk az inflációs célsávot és legkorábban jövőre láthatjuk viszont

Éves átlagos inflációs előrejelzés
(százalék)



Tavaly az év nagy részében jegybanki 2-4 százalékos célsávban mozgott az infláció, az év végére azonban 4,6 százalékra gyorsult. Éves átlagban 3,7 százalékkal nőttek a fogyasztói árak 2024-ben.

A 2025-ös év kellemetlen meglepetésekkel indult. Januárban és februárban tovább gyorsult az éves infláció, rendre 5,5 és 5,6 százalékra. Különösen kedvezőtlen optikájú, hogy a maginfláció februárban elérte a 6,2 százalékot, ami a tartósabb inflációs tendenciákat illetően is erősödő árnyomást mutat a magyar gazdaságban.

Az élelmiszerek látványosabb drágulása mellett intenzív átárazások mutatkoztak a piaci szolgáltatások esetében, tükrözve a béremelkedés hatásait, a helyreálló fogyasztói keresletet és az általánosan magas szinten lévő inflációs várakozásokat.

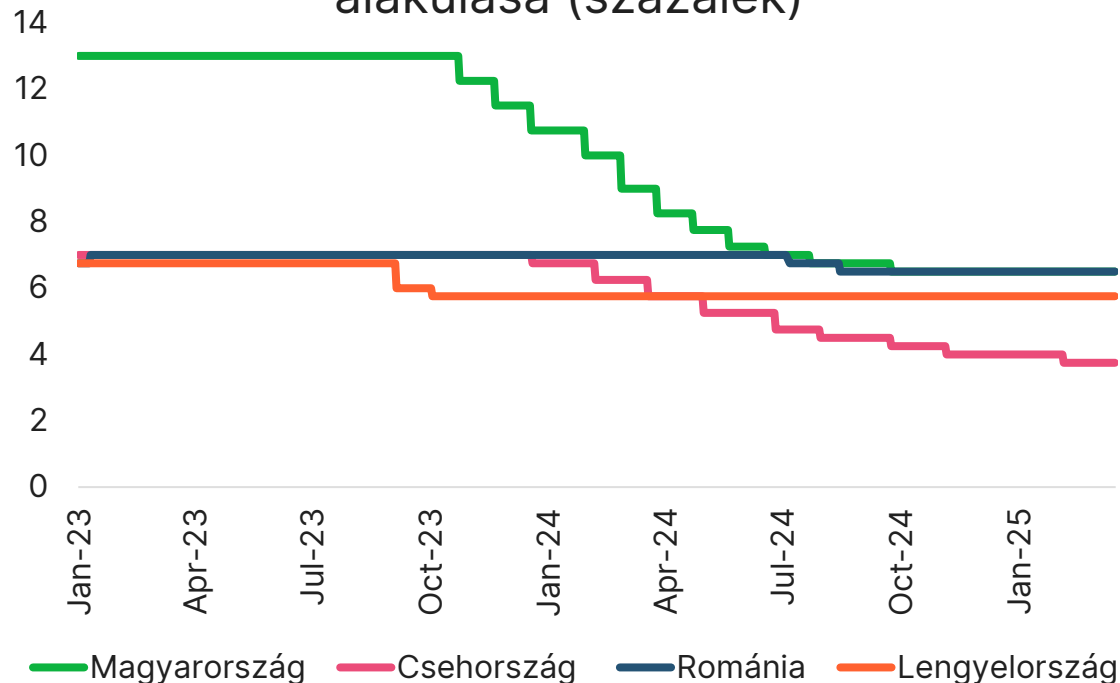
Az éves átlagos inflációra vonatkozó előrejelzésünk így további emelésre szorult, 5,5 százalék a jelenlegi várakozásunk.



Monetáris politika, hozamok

Az inflációs kilátások alapján nincs tér lazításra, ugyanakkor a nemzetközi helyzet teremthet lehetőséget az új jegybanki vezetésnek

A régiós jegybanki kamatszintek alakulása (százalék)



A jegybanki alapkamat tavaly szeptember óta 6,50 százalékon áll.

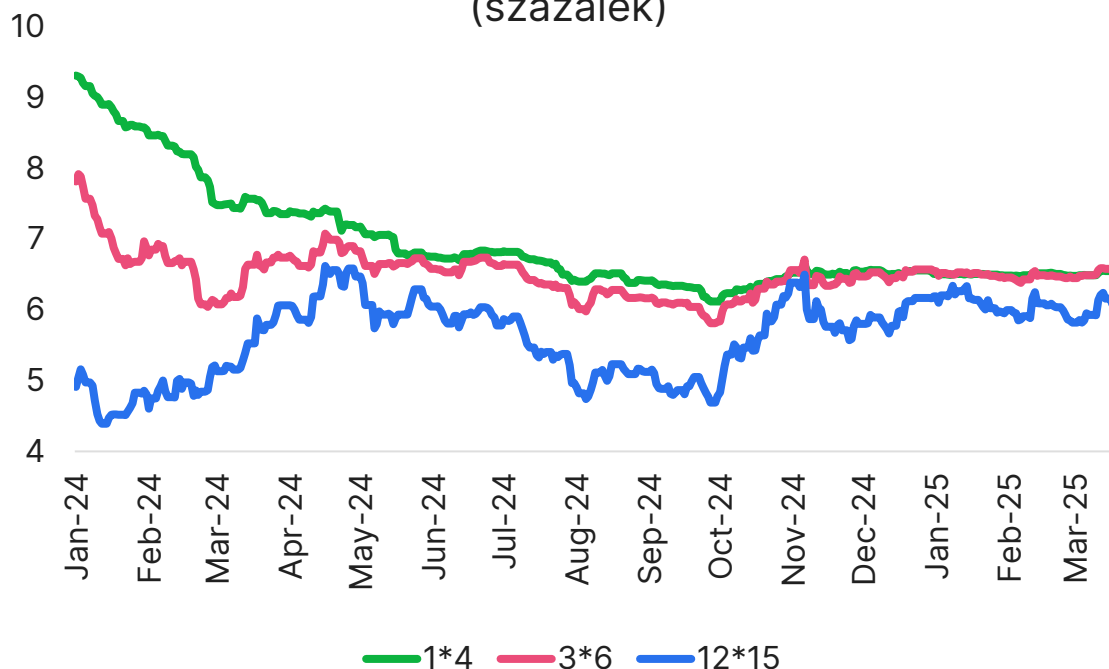
A globális kockázatérzékelés változásai, a bizonytalan geopolitikai helyzet és a forint megemelkedett volatilitása miatt először csak a kamatcsökkentések szüneteltetéséről, a hirtelen gyorsan romló inflációs kilátások nyomán viszont jelenleg már a tartósan szigorú monetáris politika fenntartásának szükségességéről kommunikál az MNB.

A gyorsan változó és nehezen előrejelezhető közeg az óvatos megközelítést indokolja, az új jegybanki vezetés ebben valószínűleg nem hoz változást.

Egyelőre mi sem várjuk a kamatcsökkentési ciklus újraindítását az elkövetkező hónapokban. Az év második felében, de lehet, hogy csak a vége felé nyílhat esetleg tér nagyon óvatos enyhítő lépésekre, amennyiben a nemzetközi helyzet, illetve a vezető és a régiós jegybankok kamatpolitikája erre lehetőséget terem.

A piaci árazások magasabbra tették egy éves időtávon a kamatokat

A piaci árazások által prognosztizált rövid kamatszint különböző távokon a határidős kamatláb-megállapodások (FRA) alapján (százalék)



Az elmúlt időszakban megszokhattuk, hogy nem csak nemzetközi téren, hanem itthon is gyorsan tudnak változni a rövid kamatszintre vonatkozó prognózisok.

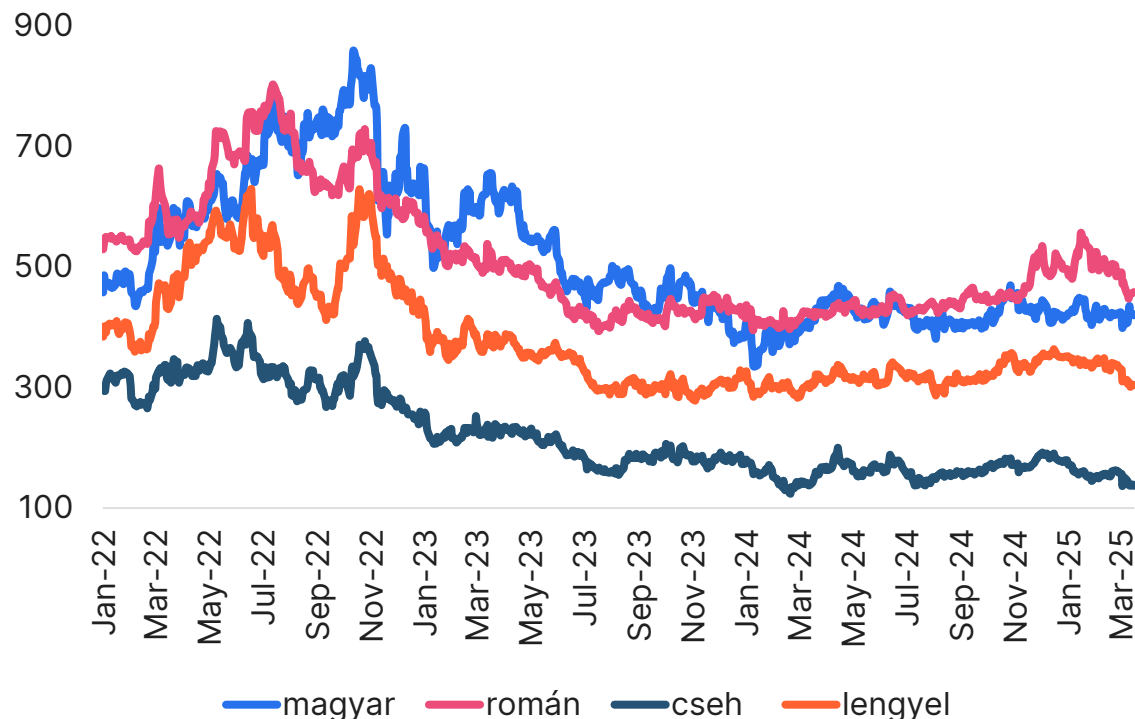
Nálunk az átárazódásokat nemcsak a fejlett piaci kamatvárákozások esetleges változásai és a hazai fundamentumok (leginkább az infláció) befolyásolják, hanem a forint árfolyamának erősödési és gyengülési hullámai is.

Jól látható, hogy az éves időtávra vonatkozó kamatvárákozások markáns emelkedése a forint tavalyi negyedik negyedévben induló gyengülésével kezdődött. Majd a forint erősödésével a kamatvárákozások is némileg lefelé korrigáltak. A mostani negatív inflációs meglepetések pedig valószínűleg addig nem fognak kamatemelési várákozásokat indukálni, amíg a forint árfolyama viszonylag erős.

Bár az elemzői kamatelőrejelzések és a piaci árazások által indukált jövőbeli kamatok sokszor eltérnek egymásról, jelenleg „mindkét fél” ugyanazt gondolja: hosszú hónapokig stabilan marad majd a kamatszint.

A háború kitörése előtti szinteken a hazai hozamfelár, kérdés, hogy van-e még érdemben lejjebb

A régiós országok és a 10 éves német Bund hozamkülönbségei (bázispont)



A globális piaci hangulat változásai továbbra is meghatározó tényezők a magyar kötvénypiacon. Elsősorban a Fed kamatpályájával kapcsolatos narratívák változásai és az amerikai 10 éves hozam alakulása befolyásolta a hosszú lejáratú kötvényhozamokat.

Az elmúlt időszakban a német Bund feletti 10 éves hozamfelár 400-450 bázispont között mozgott, nem mutatva egyértelmű trendet. A magyar és a lengyel hozamfelár közötti különbség az utóbbi időszakban kissé szűkült, de összességében nem mutatott számottevő változást.

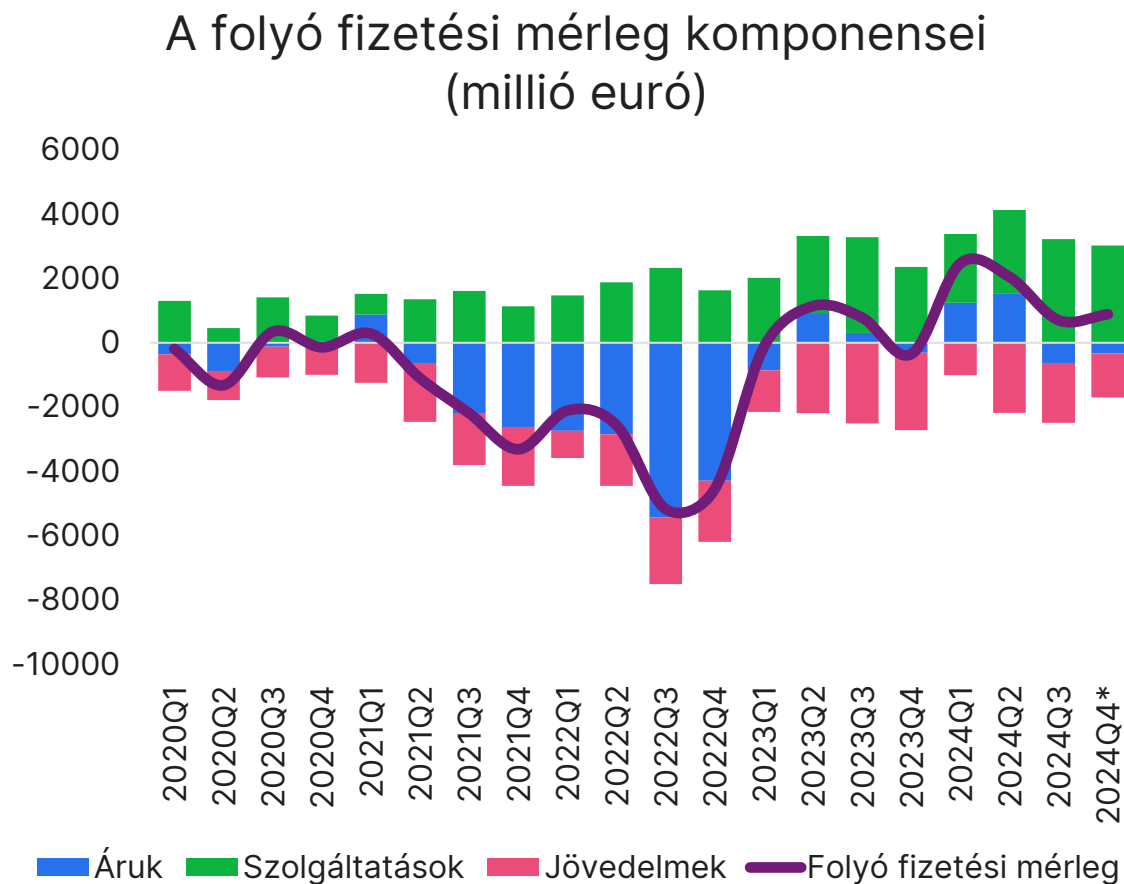
A hazai kötvénypiac alapvetően jól értékeltnek tűnik a jelenlegi szinteken. Fontos kérdés, hogy a német kötvényhozamok hol stabilizálódnak, miután a nagyszabású európai tervek tartósan magasabb hozamkörnyezetet is hozhatnak, itt azonban még sok a bizonytalanság.

A belső tényezők közül az inflációs és a fiskális konszolidációs kihívások jelentik a legfontosabb felfelé mutató kockázatot a hozamok alakulására nézve.



Egyensúlyi folyamatok

A magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciójával továbbra sem lehetünk elégedetlenek



*2024Q4-es adat az előzetesen közzétett havi egyenlegek összessége

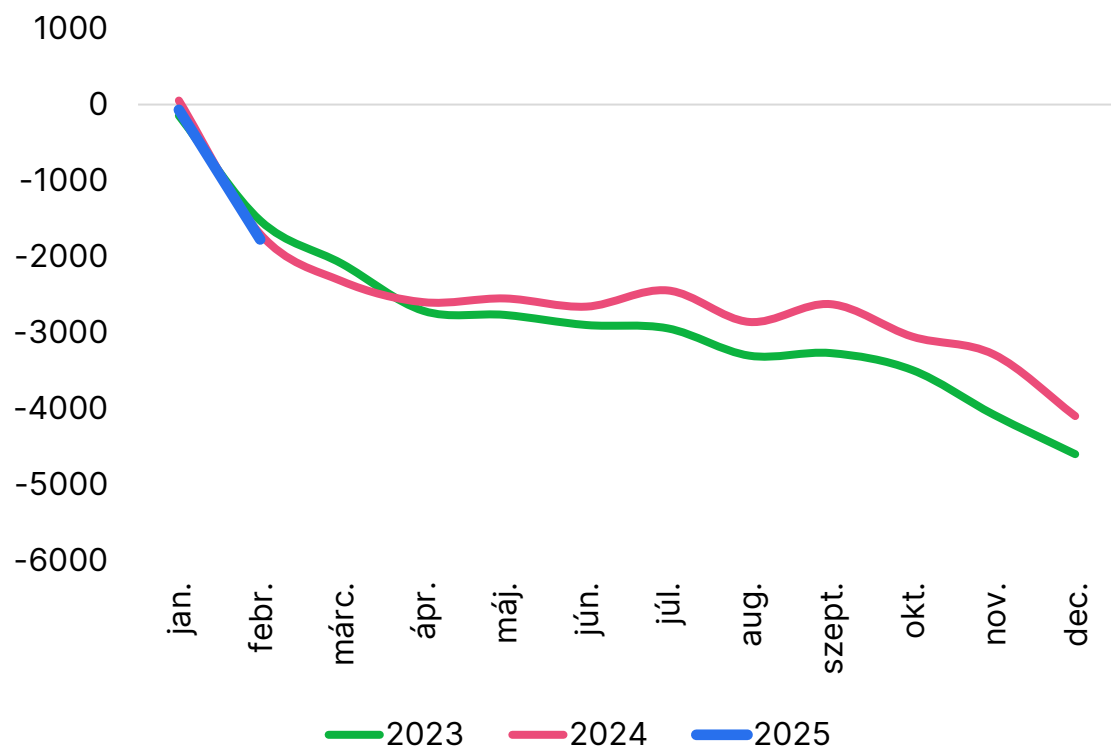
A külső egyensúlyi pozíció még mindig a hazai gazdaság azon paramétereit közé tartozik, ahova pipát tehetünk 2024-et látva. Fontos azonban megjegyezni, hogy a háttérben GDP növekedési szempontból kedvezőtlen folyamatok is állnak: egy-két hónap kivételével az importnak az exportot meghaladó mértékű visszaesése okozta az év egészében rekordmagas áruforgalmi többletet.

A gyenge kontinentális konjunktúra ugyanis visszafogta a hazai exportot, ám a mérsékelt hazai kereslet – főleg beruházási oldalon vett - alacsony importvonzata ellensúlyozta ezt a kedvezőtlen hatást. Eközben a szolgáltatások aktívuma stabil támasza a fizetési mérlegnek.

Várakozásunk szerint a folyó fizetési mérleg többlete középtávon is fennmaradhat, idén a GDP 2 százaléka körül alakulhat a tavalyi 3 százalék után.

A pénzforgalmi hiány alakulása szempontjából egyelőre az elmúlt két év dinamikáját követjük idén is

Az évkezdettől mért államháztartási hiány
(pénzforgalmi szemlélet, Mrd Ft)



A január-februári kumulált pénzforgalmi szemléletű költségvetési hiány 1772,8 milliárd forintot tett ki, ami meghaladja a tavalyi első két hónap deficitjét, és összességében rekordmagas érték. Az éves 4122 milliárd forintos hiányterv 41,8%-a teljesült két hónap alatt, ami meglehetősen rosszul hangzik, ugyanakkor ez kedvezőbb teljesülési szám, mint a korábbi éveké.

A 2025-ös ESA-alapú, a GDP 3,7 százalékának megfelelő államháztartási hiánycél meglehetősen ambiciózusnak tűnik, hiszen az idei évi GDP növekedés várhatóan alacsonyabb lesz, mint a költségvetési törvényben lévő 3,4 százalék.

A makrogazdasági kockázatoktól eltekintve az elsődleges mérleg tervezett egyensúlyban tartása nagy kihívást jelenthet majd a választási évre ráfordulva.

Az eddig bejelentett tervek jórészt az SZJA oldaláról befolyásolják majd a bevételi oldalt a markánsabb hatások inkább a jövő évtől, illetve középtávon jelentkeznek majd. Valószínűleg ezzel összefüggésben emelte a kormány a 2026-os hiánycélt a GDP 2,9 százalékáról 3,5 százalékra.

A S&P figyelmeztetést küldött a jóléti intézkedések bejelentését követően és hamarosan érkezik a felülvizsgálatra

Moody's	S&P	Fitch
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
A2	A	A
A3	A-	A-
Baa1	BBB+	BBB+
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-
Caa1	CCC+	CCC
Caa2	CCC	CC
Caa3	CCC-	C
Ca	CC	DDD
C	C	DD
-	D	D

Befektetésre ajánlott

Bóvli

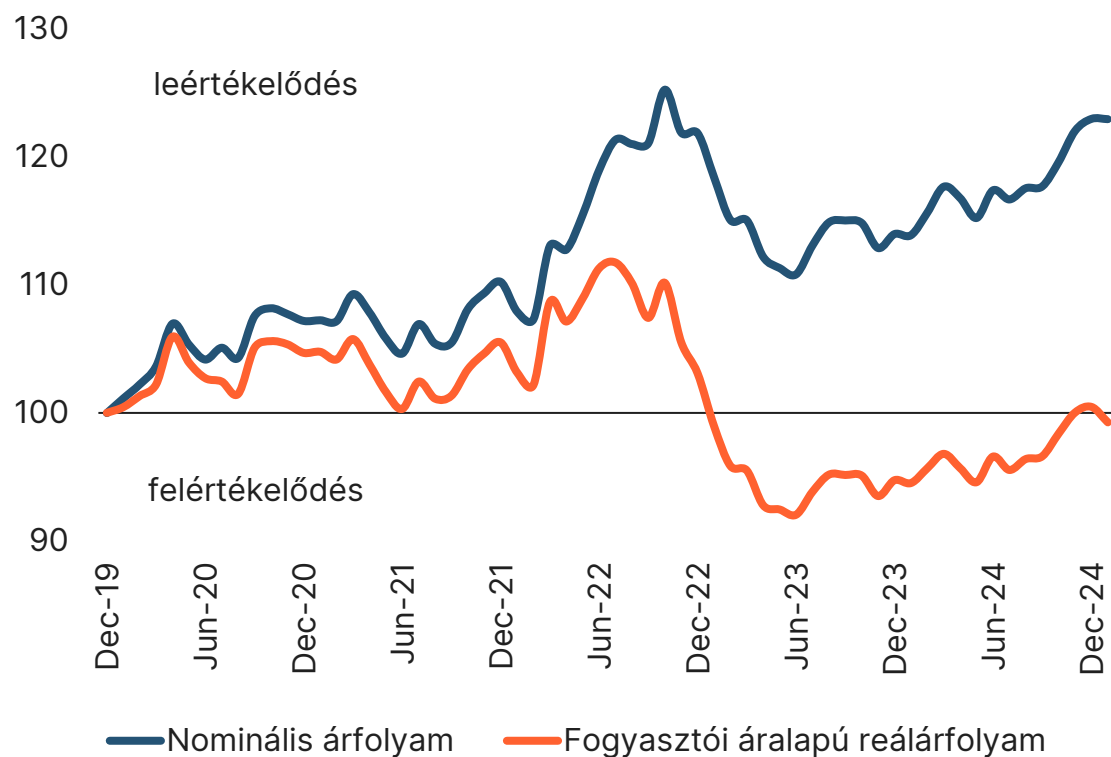
	1. felülvizsgálat	2. felülvizsgálat
Standard and Poor's	április 11.	október 10.
Moody's	május 30.	november 28.
Fitch	június 6.	december 5.

ERSTE 

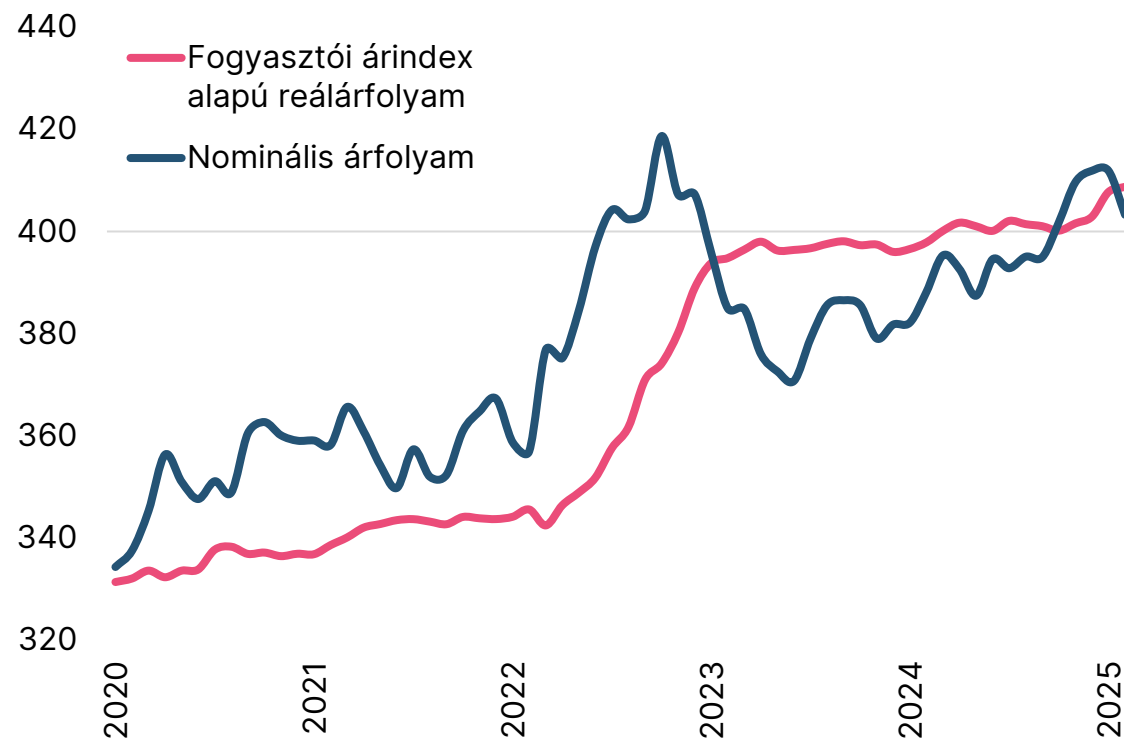
Árfolyam

A fogyasztói áralapú reálárfolyam szerint enyhén felülértékelt a magyar deviza

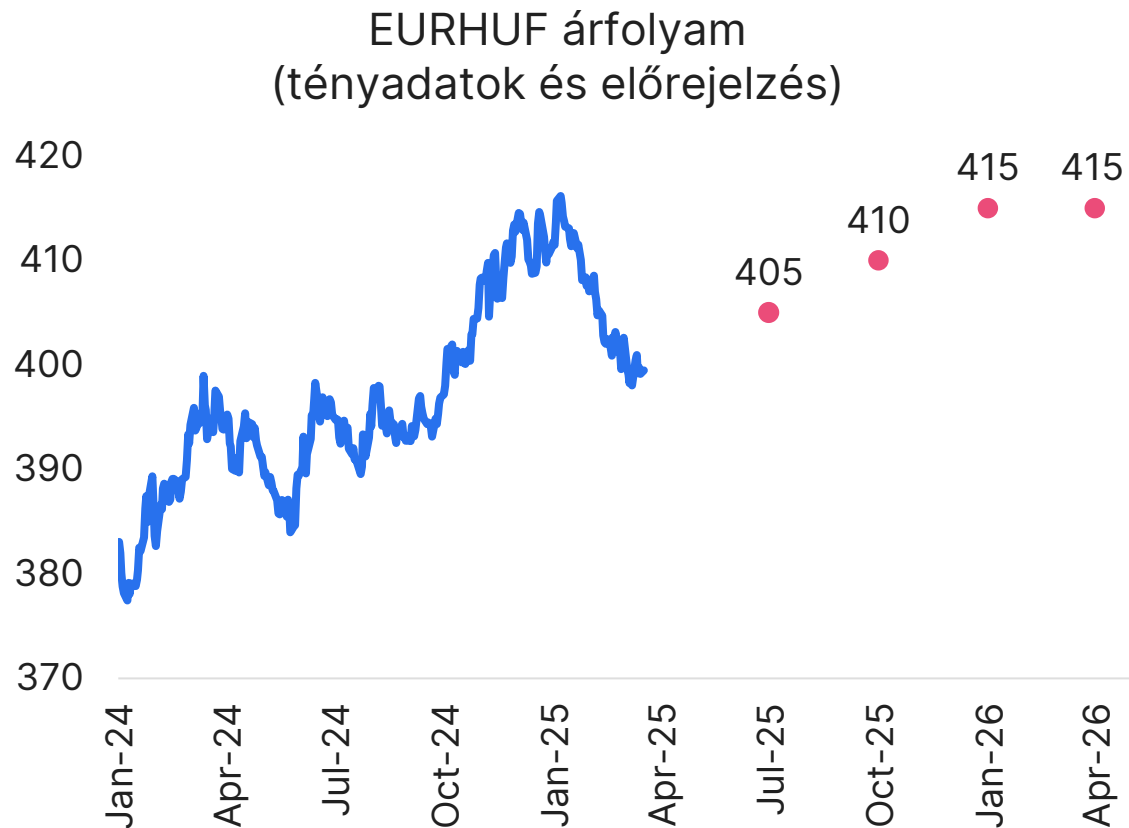
A nominális és a reálárfolyam alakulása
2019 végi bázison



Forint egyensúlyi árfolyama relatív
vásárlóerőpíritás alapján



Előretekintve a magyar deviza lassú ütemű leértékelődését várjuk



A tűzszünet, illetve az orosz-ukrán békekötéssel kapcsolatos pozitív várakozások javították a globális kockázati étvágyat, s ezzel összefüggésben a dollár gyengébb irányba történő korrekciója támogatta a feltörekvő piaci devizákat. Ennek következtében az év eleje óta a forint felértékelődött az euróval szemben, s az EURHUF árfolyama elérte a 400-at.

Hazai oldalról nézve pedig a forint stabilizálódásához a szigorúbbá váló jegybanki kommunikáció és a jövőbeli kamatcsökkentések kiárazódása járult hozzá. Paradox módon rövid távon a vártnál magasabb inflációs számok támogatták a forintot, miközben a globális folyamatokra való érzékenység is megmaradt.

Az esetleges békekötéssel kapcsolatos bizonytalanságok azonban egyelőre nem sokat enyhültek. Emellett a vámok okozta bizonytalanságok, a növekedési és a fiskális konszolidációs kockázatok is nehezíthetik a forint helyzetét.

A jelenlegi meglehetősen volatilis környezetben a fennmaradó pozitív kamatkülönbözet és a külső egyenleg várhatóan tartós többlete maradhat a forint legfontosabb fundamentális támasza.

Összefoglaló táblázat

Fontosabb előrejelzéseink:

	2022	2023	2024	2025E	2026E
GDP (év/év, százalék)	4,3	-0,9	0,5	2,0	3,6
Háztartások fogyasztása (év/év, százalék)	6,4	-0,7	4,3	3,7	3,8
Beruházások (év/év, százalék)	0,9	-7,8	-11,3	2,8	4,8
Infláció (év/év, százalék)	14,5	17,6	3,7	5,5	3,8
Munkanélküliség (százalék)	3,6	4,1	4,4	4,3	3,9
3 hónapos BUBOR kamat (százalék, év vége)	16,2	10,0	6,5	6,1	5,1
10 éves államkötvény hozam (százalék, év vége)	9,0	5,9	6,6	6,4	6,0
Államháztartási egyenleg (GDP százaléka)	-6,2	-6,7	-4,8	-4,4	-3,9
Államadósság (GDP százaléka)	73,8	73,4	73,6	73,3	72,6
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP százaléka)	-8,5	0,7	3,0	2,0	1,9
USDHUF (év vége)	375,7	346,4	393,6	380,7	381,8
EURHUF (év vége)	400,3	382,8	410,1	415,0	420,0



Nyeste Orsolya
vezető makrogazdasági elemző
orsolya.nyeste@erstebank.hu

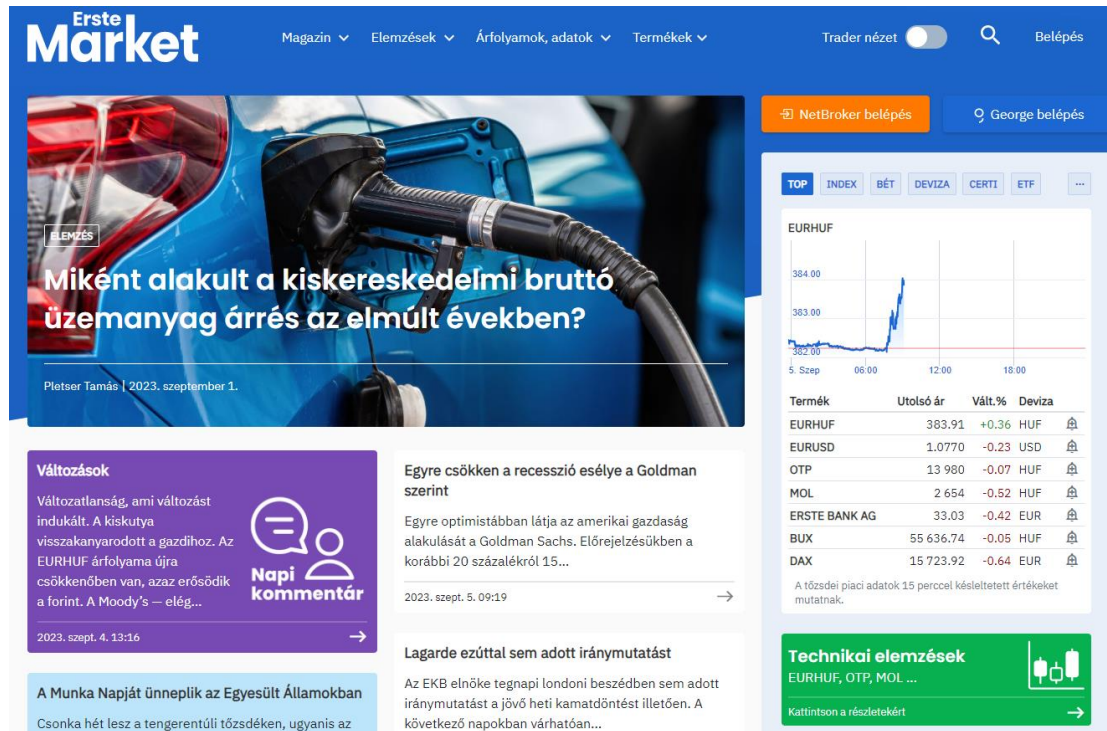


Nagy János
makrogazdasági elemző
janos.nagy@erstebank.hu



Magyar nyelvű makrogazdasági és részvénytőrségi elemzések az erstemarket.hu-n olvashatóak

Böngészőn:



Mobil applikáción:



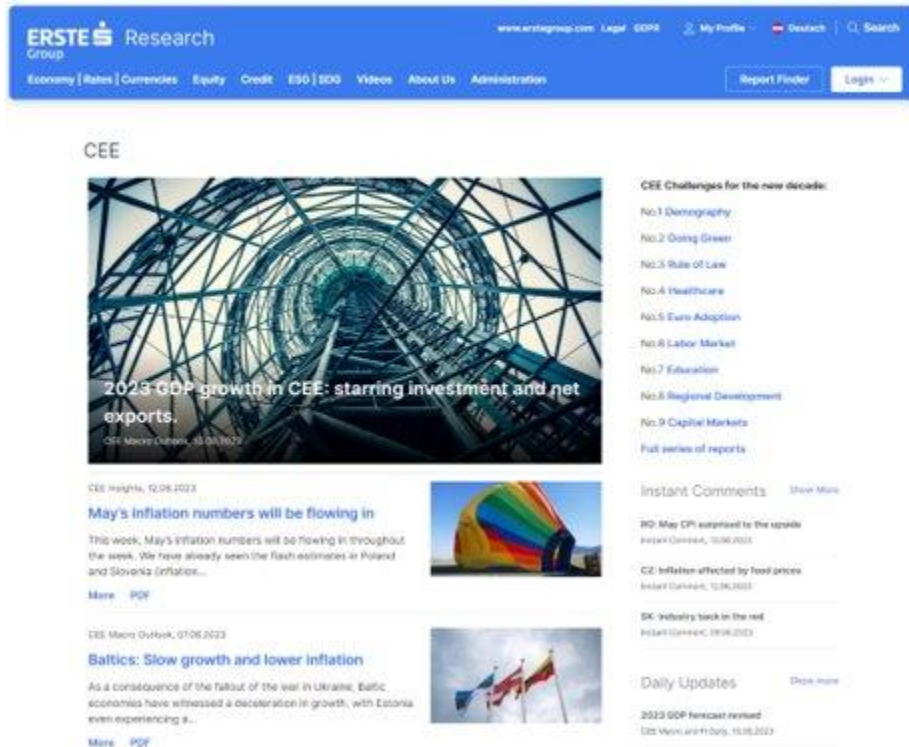
QR kód:



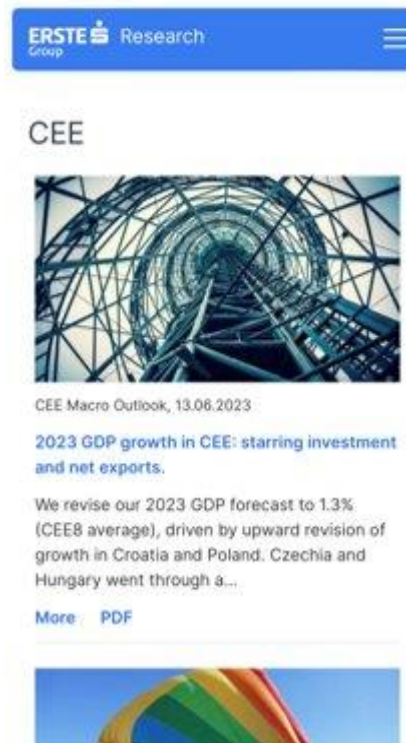
Keresse fel oldalunkat:
erstemarket.hu

Az Erste makrogazdasági elemzései és előrejelzései elérhetőek az Erste Group honlapján és mobil applikációban

Böngészőn:



Mobilon:



QR kód:



Keresse fel Research oldalunkat:
erstegroup.com/en/research

Disclaimer

„A kiadványban foglalt információk az Erste Bank Hungary Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: I-2061/2004 (továbbiakban: Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.erstebank.hu, Treasury szolgáltatások, Hirdetményekben. A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.”