



Egyre erősebb ellenszélben a várt felívelés

Makrogazdasági kitekintő

2025. június



Összefoglaló

Az első negyedévben jelentős romlás következett be az USA GDP-jében. A gazdaság az évesített negyedéves adatok szerint 0,2 százalékkal visszaesett. Az összkép meglehetősen sajátságos: az üzleti és a fogyasztói bizalmi indexek visszaestek, ugyanakkor a „kemény” indikátorokban - mint például a munkaerőpiac helyzete - egyelőre nem mutatkozik érdemi romlás.

A bizonytalan növekedési kilátások ellenére is a maginfláció várhatóan magas marad, emiatt a Fed óvatos és kívár a további monetáris enyhítéssel. Az amerikai jegybank az idén még nem csökkentett kamatot, s az első kamatvágás várt időpontja egyre későbbre tolódik.

Az Euróövezet első negyedéves teljesítménye pozitív meglepetést hozott, 0,3 százalékos negyedéves és 1,2 százalékos éves növekedéssel. Eközben az infláció a várakozások szerint rövid időn belül a jegybanki célon stabilizálódhat. Az EKB így várhatóan folytatja a kamatvágásokat, s az irányadó betéti ráta akár 1,5-1,75 százalékgig is csökkenhet.

Magyarország esetében az alapprobléma nem változott: a külső piacok gyengesége, illetve a részben ebből fakadó visszafogott üzleti bizalom negatívan hat az ipari export és a beruházások teljesítményére. Különösen a beruházások első negyedéves további csökkenése aggasztó. A növekedést továbbra is csak a háztartások helyreálló fogyasztása támogatja, ami azonban önmagában szemmel láthatóan nem elegendő a látványosabb fordulathoz.

A 2025-ös korábbi 2 - majd a vámháború kitörése után 1,7 - százalékos növekedési előrejelzésünket így 0,8 százalékra vettük vissza, s a kockázatok még így is lefelé mutatnak. 2026-ra azonban látunk esélyt a pozitív fordulatra, melynek fontos feltétele lenne a vámháború megnyugtató lezárása és a német gazdaság látványosabb élénkülése.

A magyar inflációs bizonytalanságok közül rövid távon az árrésstopok kivezetésének időzítése a legfontosabb bizonytalansági tényező. Az alacsonyabb olajár, a viszonylag stabil forint és a lassuló bérkiáramlás támogathatja a dezinfációt, az inflációs ráták jegybanki célon történő tartós stabilizálódásához viszont az inflációs várakozások mérséklődésére lenne szükség.

A monetáris politikában a külső és a belső bizonytalanságok miatt egyelőre fennmarad a stabilitásorientált megközelítés. A nemzetközi jegybankok kamatpolitikája később lehetőséget teremthet az óvatos kamatcsökkentésekre, az időzítés azonban rendkívül bizonytalan, miközben az inflációs kockázatok is tovább nehezítik a döntéshozók helyzetét.

Tartalom

Nemzetközi környezet

Hazai konjunktúra kilátások

Hazai inflációs kilátások

Monetáris politika

Egyensúlyi folyamatok

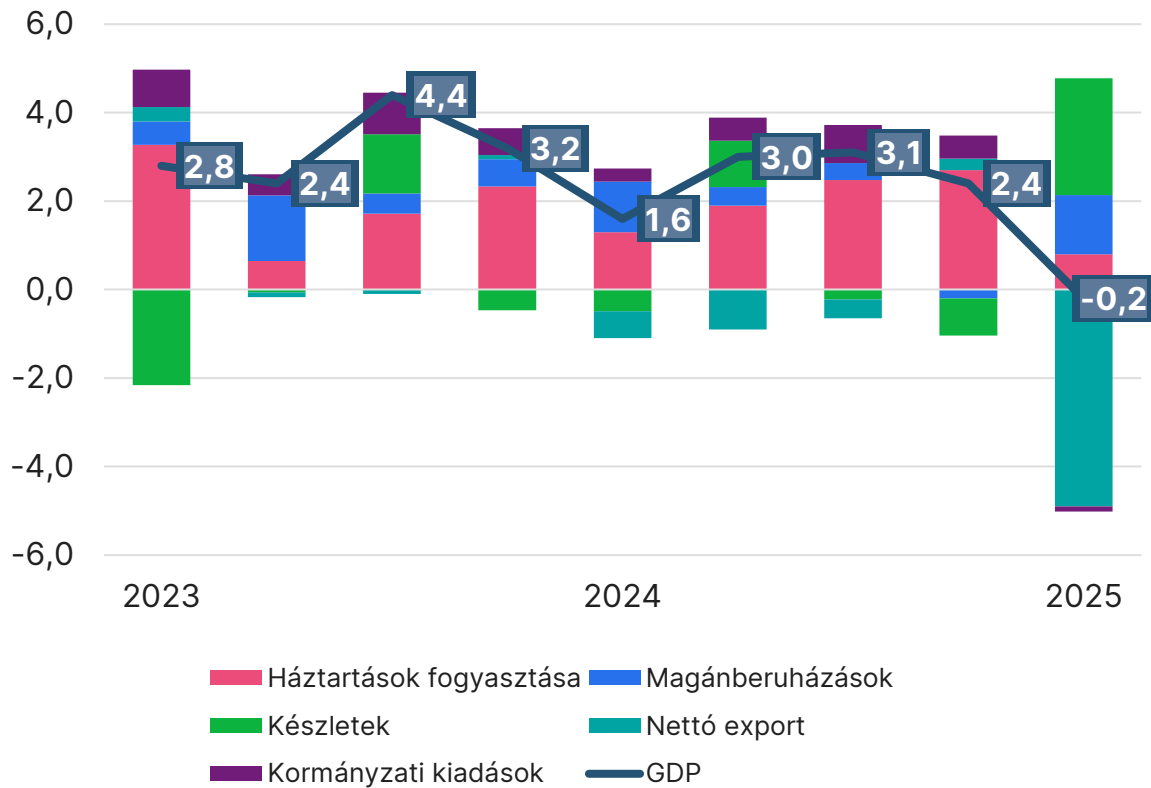
Árfolyam



Nemzetközi környezet

USA: nagyot fékezett a gazdaság az első negyedévben

USA GDP és növekedési hozzájárulásai (százalékpont)



Ahogy azt a bizalmi indikátorok romlása vagy a különböző „nowcasting” modellek már előrejelezték, az első negyedévben jelentős romlás következett be az USA GDP-jében. A gazdaság az évesített negyedéves adatok szerint 0,2 százalékkal visszaesett.

A háztartások fogyasztásának növekedéshez való hozzájárulása érdemben csökkent, miközben a nettó exporté mélyen negatív lett.

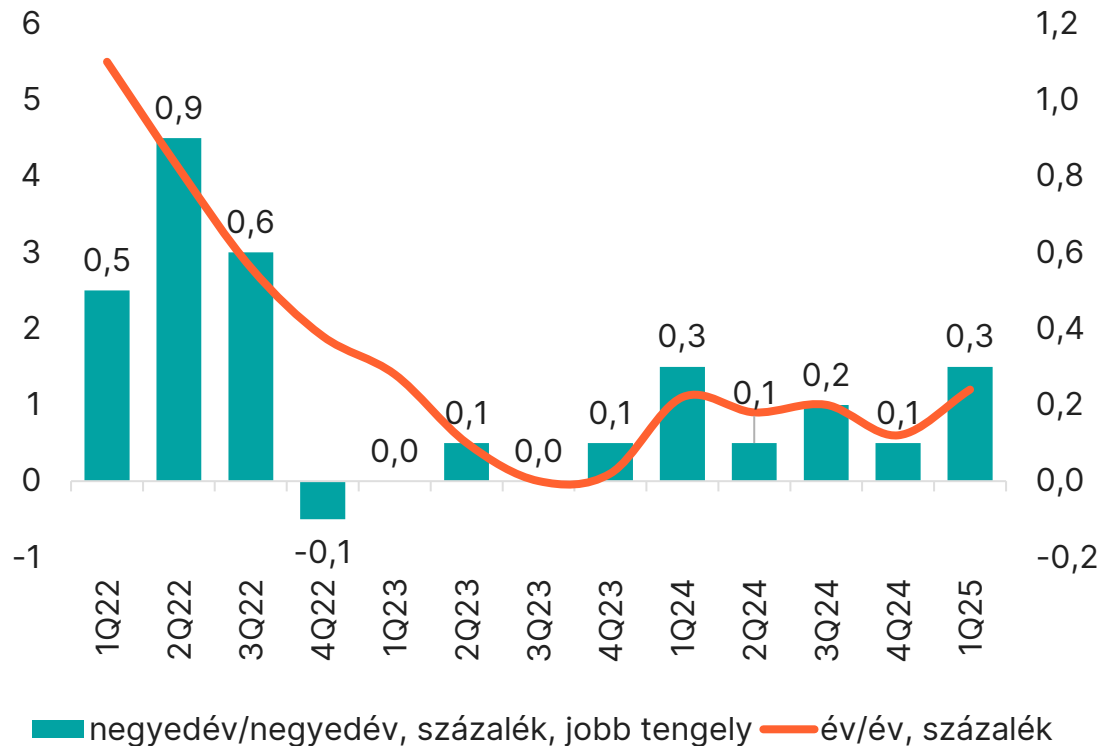
A nettó export negatívvá válásával párhuzamosan emelkedtek a készletek és valamelyest élénkültek a beruházások. A gazdaság igyekezett előzetesen felkészülni a vámok bevezetése okozta második negyedéves terhekre.

Az összkép meglehetősen sajátságos: az üzleti és a fogyasztói bizalmi indexek visszaestek, ugyanakkor a „kemény” indikátorokban - mint például a munkaerőpiac helyzete - egyelőre még nem mutatkozik érdemi romlás.

Összességében az USA gazdasága várhatóan 2 százalék alatt nő éves szinten mind 2025-ben, mind 2026-ban. A recessziós félelmek azonban az elmúlt hetekben sokat enyhültek.

Az USA növekedése lendületet veszített, ugyanakkor az Eurózóna jól teljesített az év elején

Az Eurózóna éves és negyedéves növekedésének alakulása



Az Euróövezet első negyedéves teljesítménye pozitív meglepetést hozott, 0,3 százalékos negyedéves és 1,2 százalékos éves növekedéssel.

A spanyol növekedés továbbra is erős, és Németországnak is sikerült visszatérnie a növekedéshez negyedéves szinten (0,4 százalék), bár az éves ráta továbbra is negatív (-0,2 százalék). A német pozitív meglepetés az ipari export oldaláról érkezett.

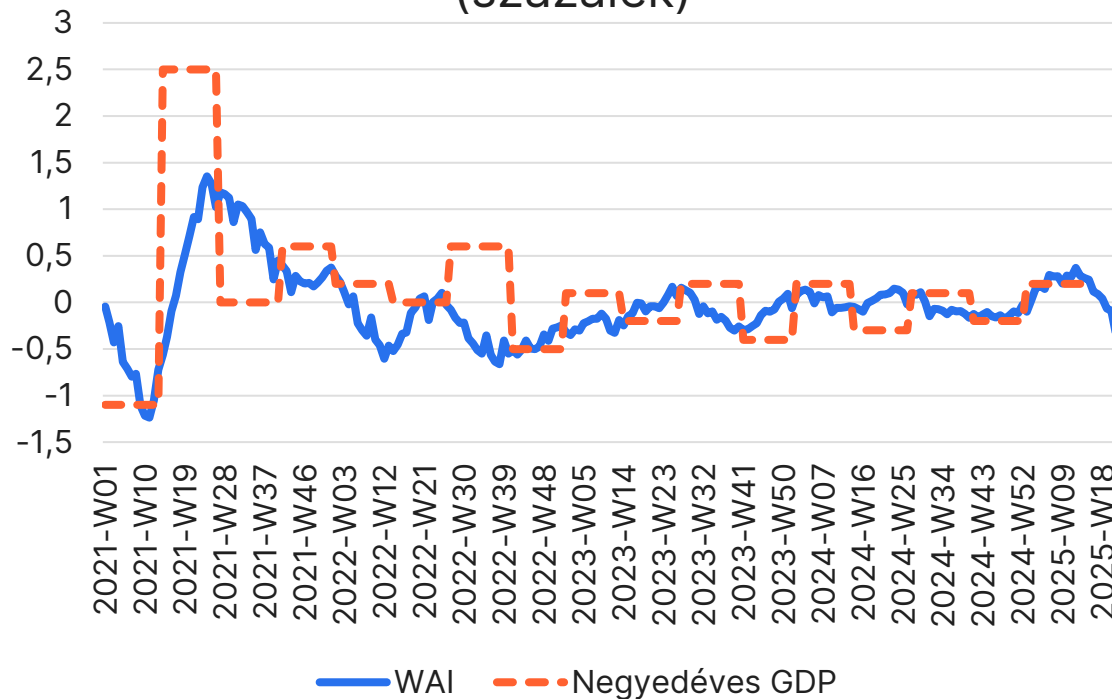
Az USA-ba irányuló előrehozott export tehát nagyban támogatta a növekedést, ami viszont azt sugallja, hogy az év hátralévő része inkább stagnálást hoz majd. A térség egésze így várhatóan ismét jóval 1 százalék alatt nő 2025-ben (Erste várakozás: 0,5 százalék).

A kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság fennmaradt, hiszen az EU-nak még nincs megállapodása a vámokról Trumpgal. Az előrejelzések általában azzal számolnak, hogy az EU-val szemben a 10 százalékos általános vámszint marad érvényben.

2026-ban a német fiskális élénkítési tervek húzhatják leginkább a növekedést, ami így 1 százalék közelébe gyorsulhat.

Rövid távon bizonytalanság, középtávon javuló növekedés jöhet Németországban

A Bundesbank Heti Aktivitás Indexe (WAI) és a német negyedéves GDP (százalék)

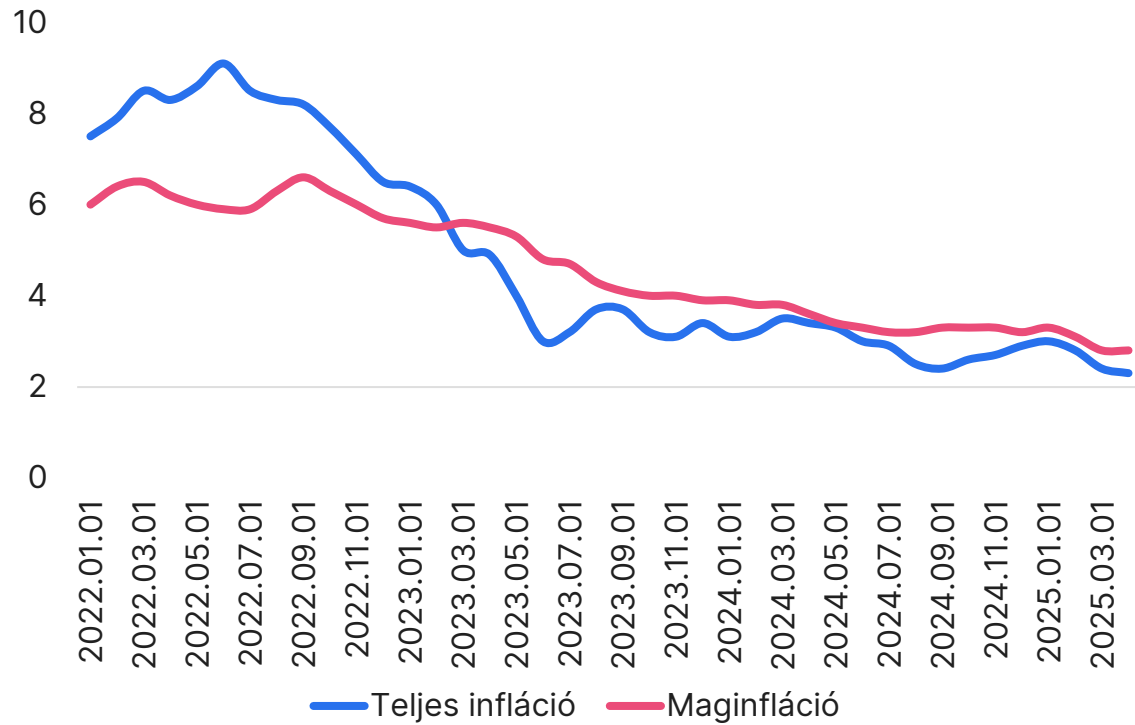


Európa legnagyobb gazdasága – az előzetes adatoknak megfelelően – jól kezdte az idei évet, amit részben ciklikus hatások, részben az előrehozott választások körüli optimizmus hajtott az első negyedévben. A kirobbanó kereskedelmi konfliktus azonban a legfrissebb adatok szerint letörni látszik a megalakuló, új kormánnyal kapcsolatos pozitív várakozásokat rövid távon.

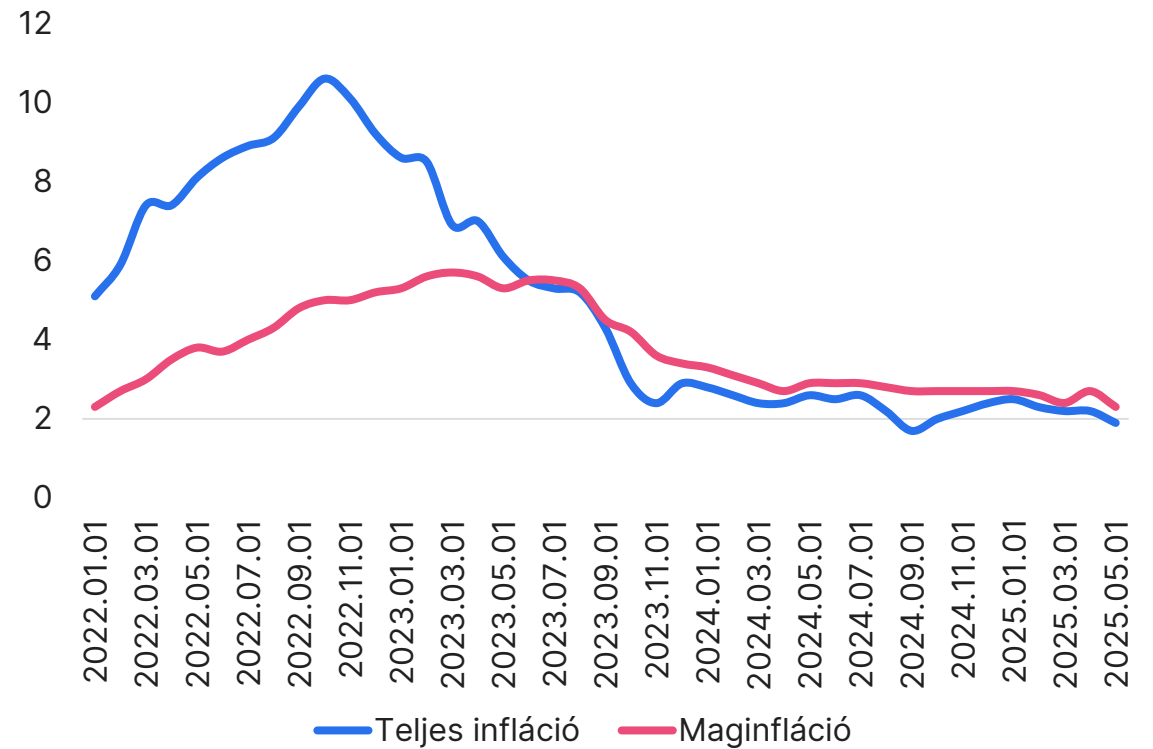
A márciusban felálló - ismét nagykoalíciós vezetés - masszív fiskális lazítást jelentett be, ami elsősorban infrastrukturális, másodsorban védelmi kiadásokat érint. Jelen állás szerint ezek lehetséges kihatása mind az európai, mind hazánk gazdaságára a jövő évtől kezdődően jelentkezhet.

Az USA-ban emelkedhet a maginfláció, míg az Eurózónában hamarosan a cél körül stabilizálódhat

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

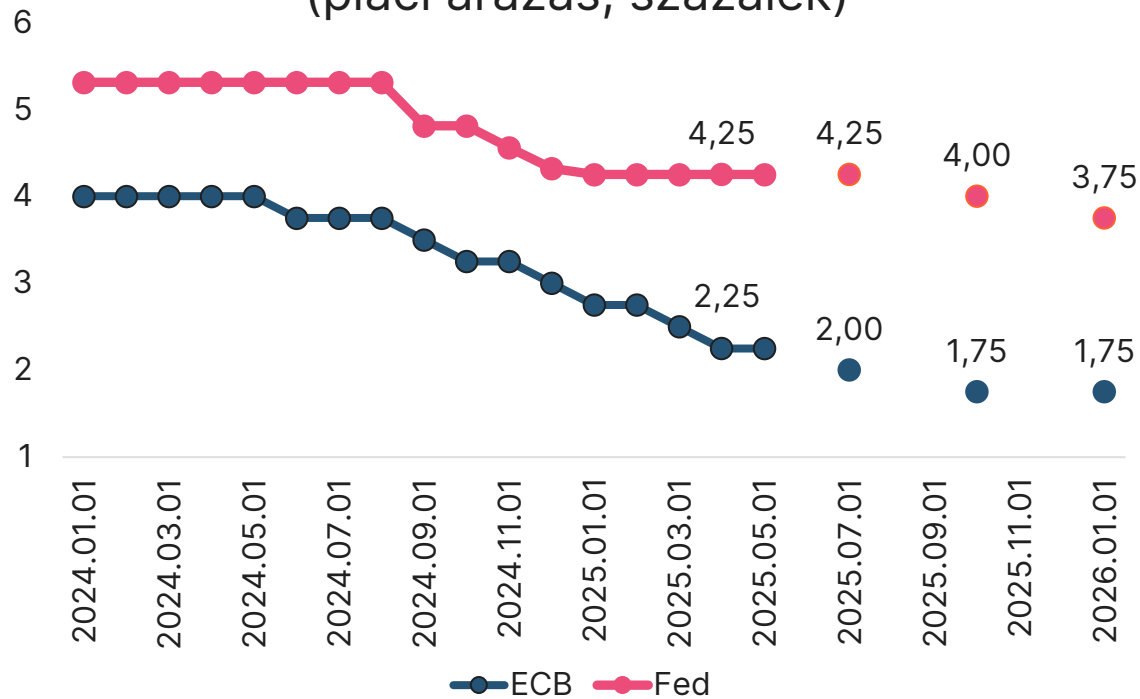


A fogyasztói infláció alakulása az Eurózónában (százalék, év/év)

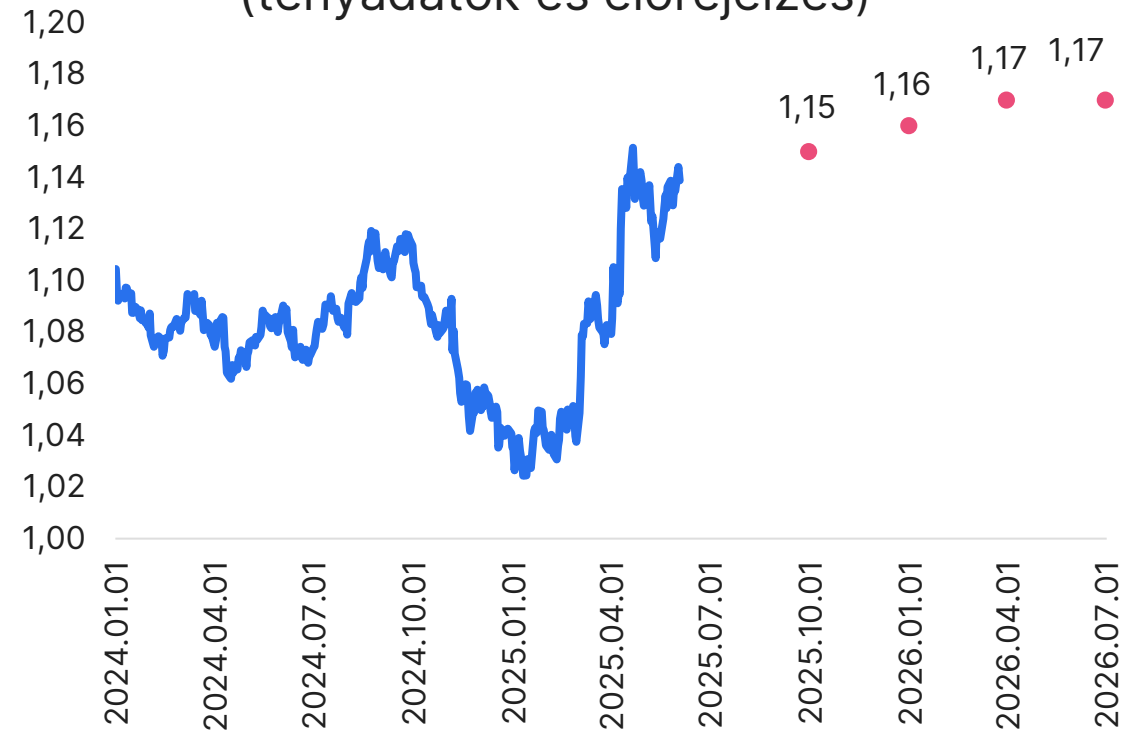


A Fed kamatvágási várakozások egyre tolódnak, míg az EKB ütemesen csökkentheti tovább az irányadó kamatát

A vezető jegybankok várható kamatpályája
(piaci árazás, százalék)

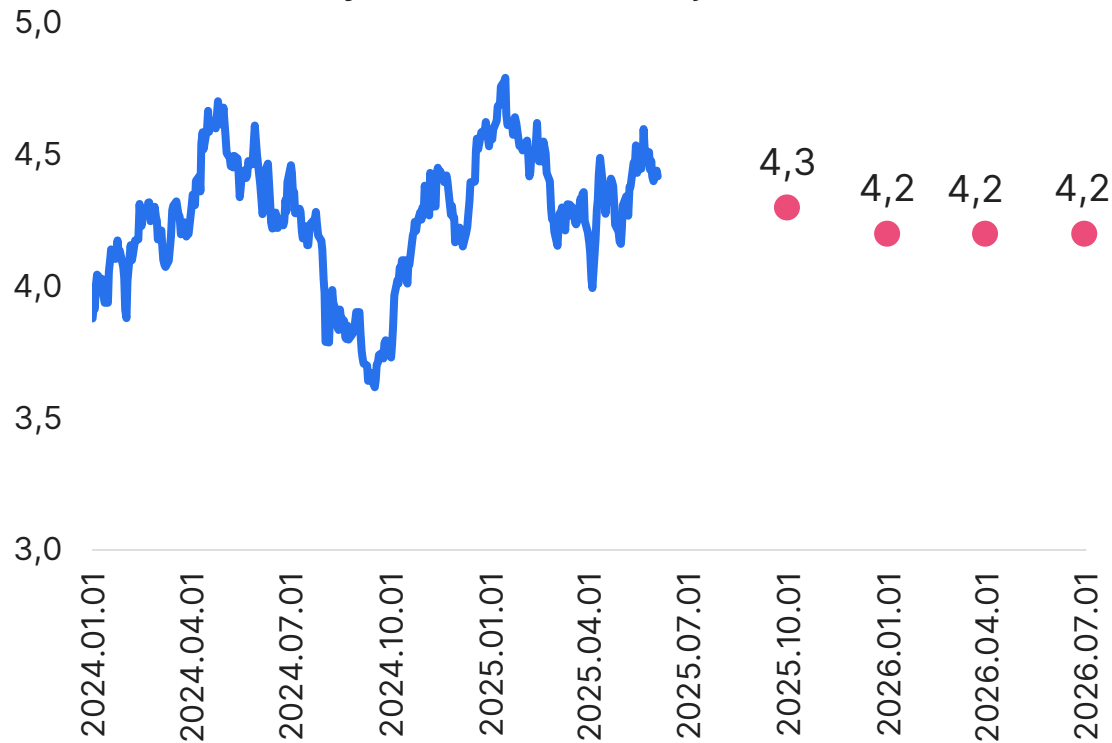


EURUSD árfolyam
(tényadatok és előrejelzés)



Alapforgatókönyv: a vámháború enyhülése és a visszafogott növekedés miatt némileg csökkenhetnek a hosszú hozamok

A 10 éves amerikai államkötvény hozama
(tényadatok és előrejelzés)



Az USA-beli hosszú hozamok emelkedése, illetve az utóbbi hetekben látott volatilis mozgásai továbbra is meghatározó tényezők a globális pénz-és tőkepiaci történéseknek, miután a „Felszabadulás Napja” után sokakban megkérdőjeleződött az „USA állampapír=kockázatmentes befektetés” narratíva.

Ráadásul május közepén az USA adósságbesorolása a Moody's-nál is elveszítette a három A-s státuszát. A hitelminősítő szerint a 2017-es Adócsökkentési és Munkahelyteremtési Törvény (TCJA) kiterjesztése ellentételező intézkedések nélkül további 4000 milliárd dolláros hiánynövekedést okoz a következő évtizedben.

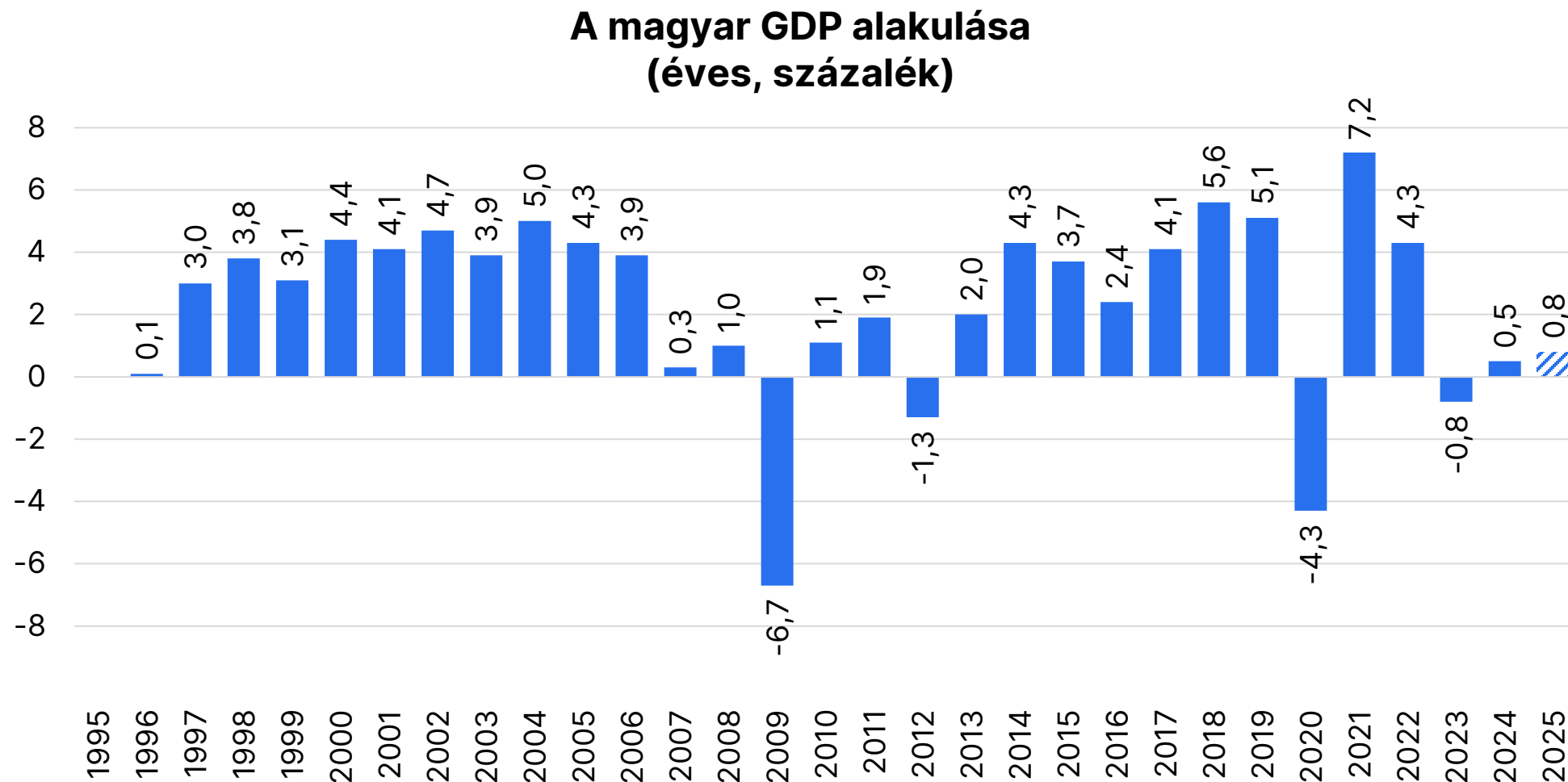
Ennek eredményeképpen az USA GDP-arányos államadóssága 134 százalékra emelkedhet 2035-re. Az adósságspirálba való kerülés kockázata pedig folyamatosan nyomasztja a piacot.

Az elkövetkező egy évre vonatkozóan így a hosszú hozamok mérsékelt csökkenését mutató várakozások leginkább a reálgazdaságtól várt viszonylag gyenge, várhatóan a potenciális alatti növekedésre reflektálnak.

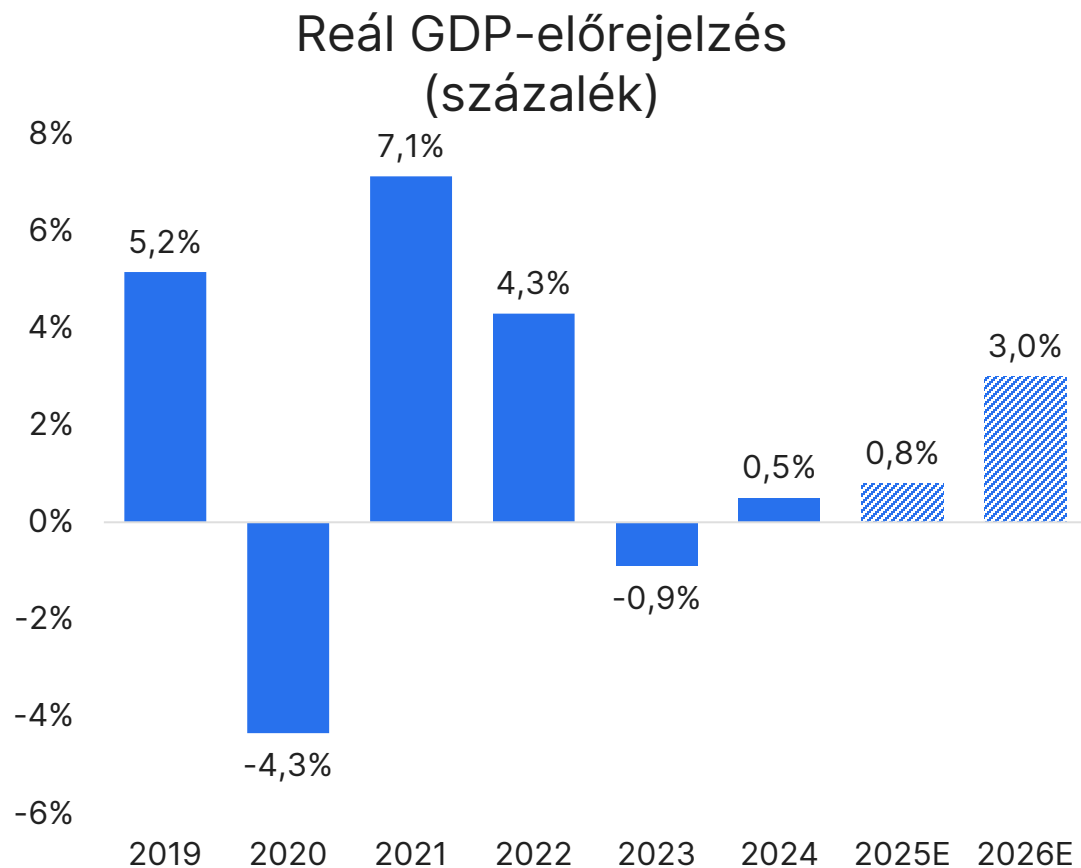


Növekedési kilátások

Az elmúlt évek növekedési teljesítménye tágabb kontextusban



A legjobb esetben is csak halovány lehet az élénkülés az idei év egészében



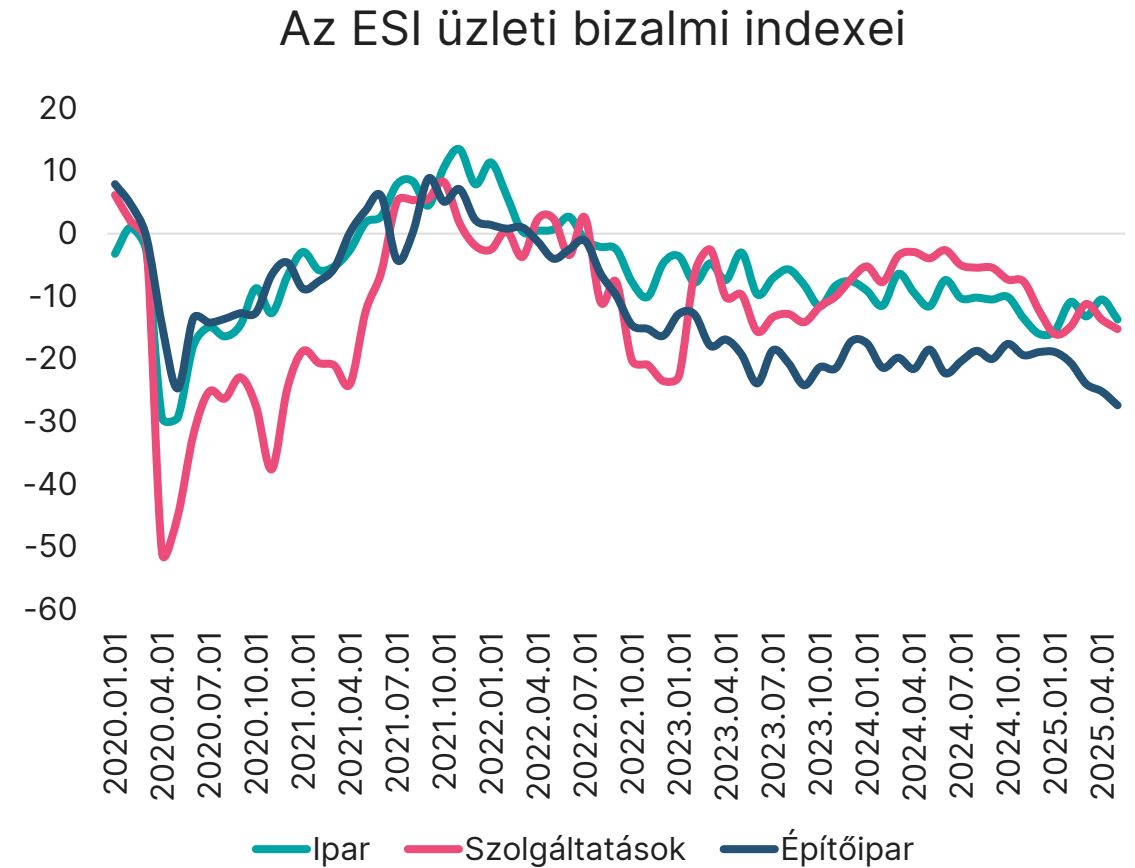
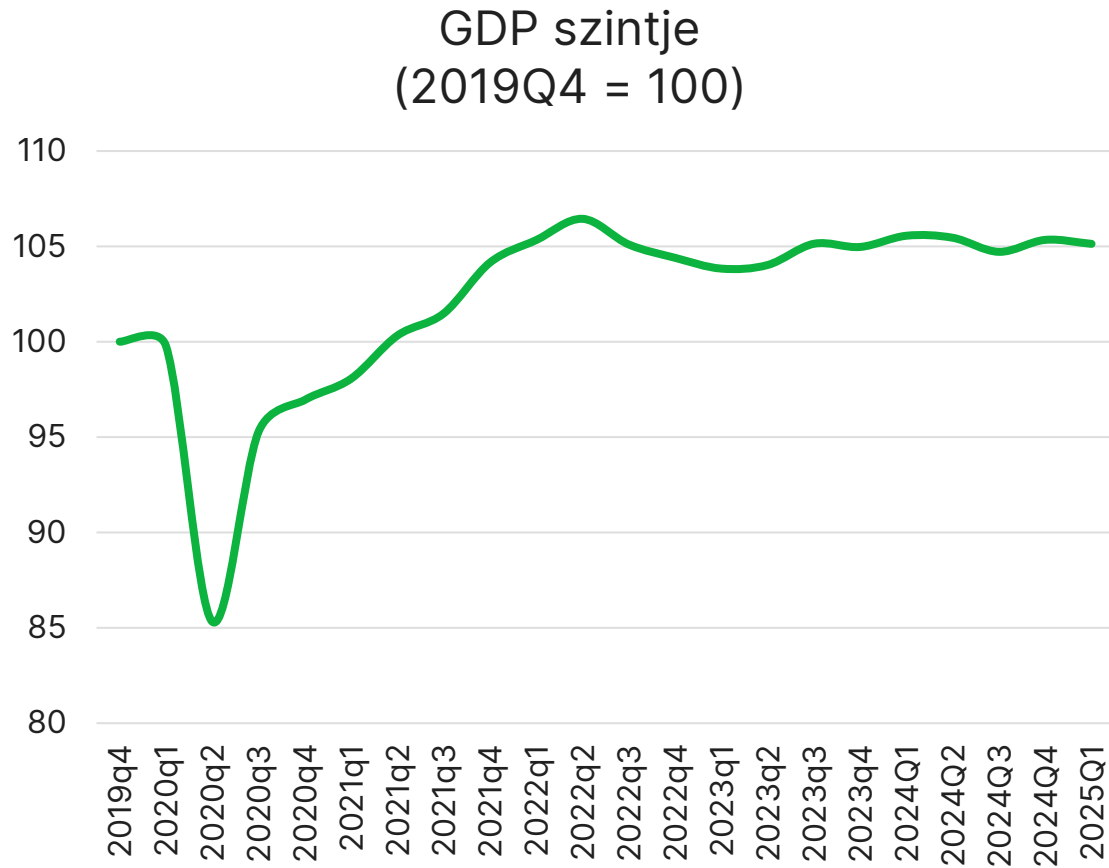
Csalódást keltően indult az év: a magyar gazdaság negyedéves összehasonlításban a várt minimális növekedéssel szemben 0,2 százalékkal ismét visszaesett. Éves összehasonlításban pedig - a nyers adatok szerint - stagnált.

A már 2022 óta tartó „cikkcakkos” teljesítmény - miszerint egy-egy negyedév emelkedését újabb visszaesés vagy visszaesések követik, és nem tud tartósan javuló pályára állni a gazdaság - az idei év elején tehát tovább folytatódott, ami gyenge alapfolyamatokról és strukturális problémákról tanúskodik.

Az év elején általunk várt 2 százalékos növekedési prognózist az első negyedéves teljesítmény, a vámháború okozta extra kockázat és a második negyedév eddig kirajzolódó képe alapján jelentősen lefelé, 0,8 százalékra korrigáltuk.

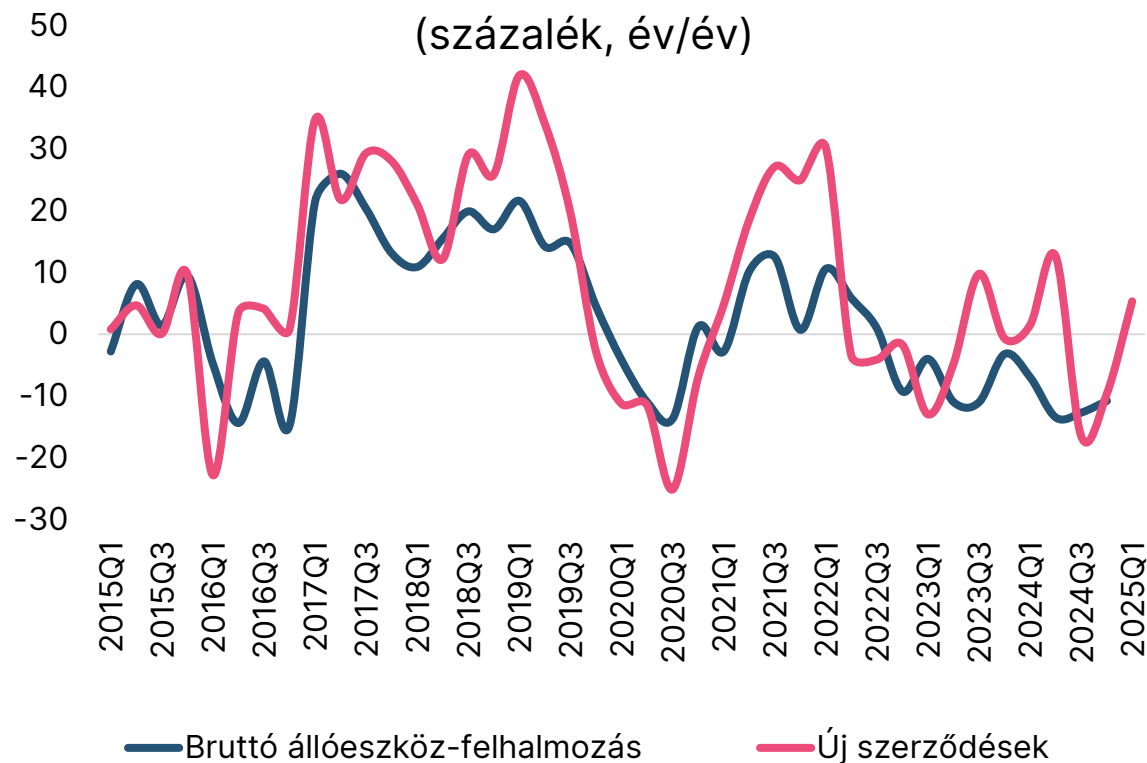
Fontos hozzátenni, hogy már ehhez a számhoz is érdemi bővülés szükséges az év második felében, azaz nem tűntek el a lefelé mutató kockázatok.

A bizalmi indexek alakulása tükrözi a gazdasági teljesítményt, és eddig a második negyedévben sem látunk érdemi elmozdulást

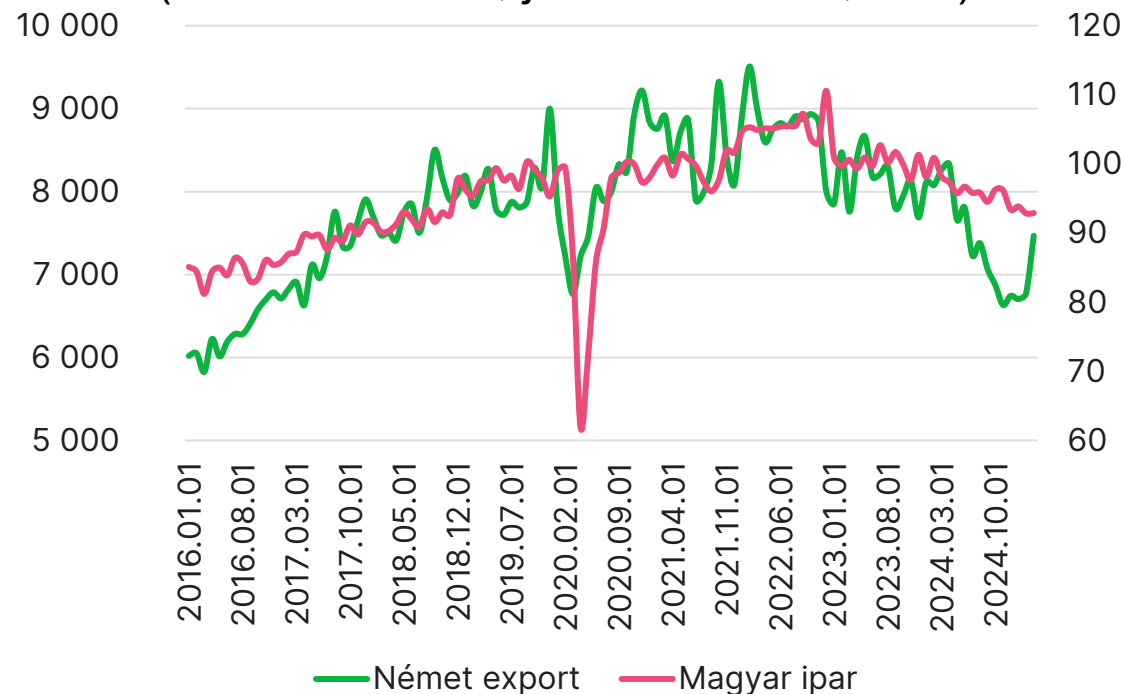


Akad egy-két pozitív jel a második negyedévre nézve, de tendenciózus javulásról még nem beszélhetünk

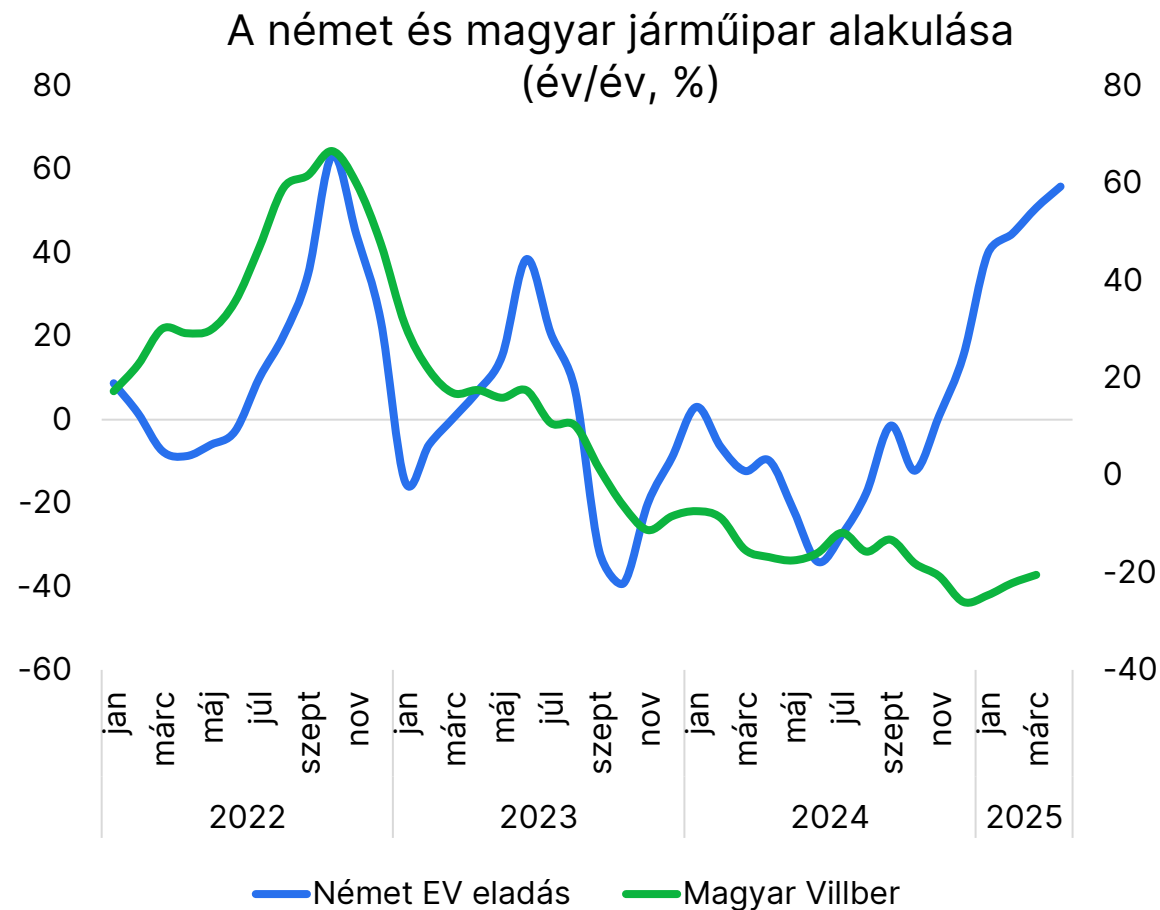
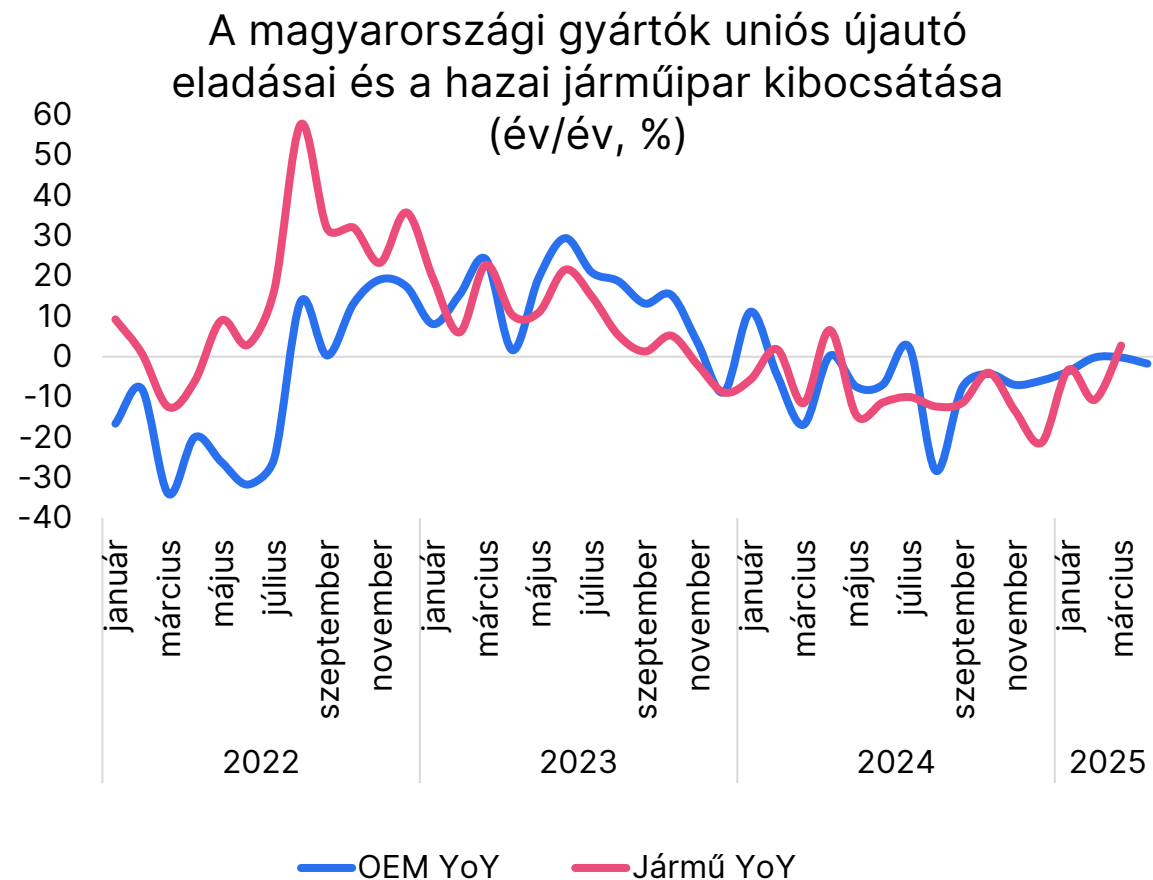
Beruházások és az új építőipari szerződések alakulása (százalék, év/év)



A Kínába irányuló német export és a magyar ipari kapcsolata (b.t.: millió euró ; j.t.: 2021 = 100, sca.)



A járműiparnál megmaradt az európai vezérvonal, de az akkumulátorgyártás jelentős divergenciát mutat

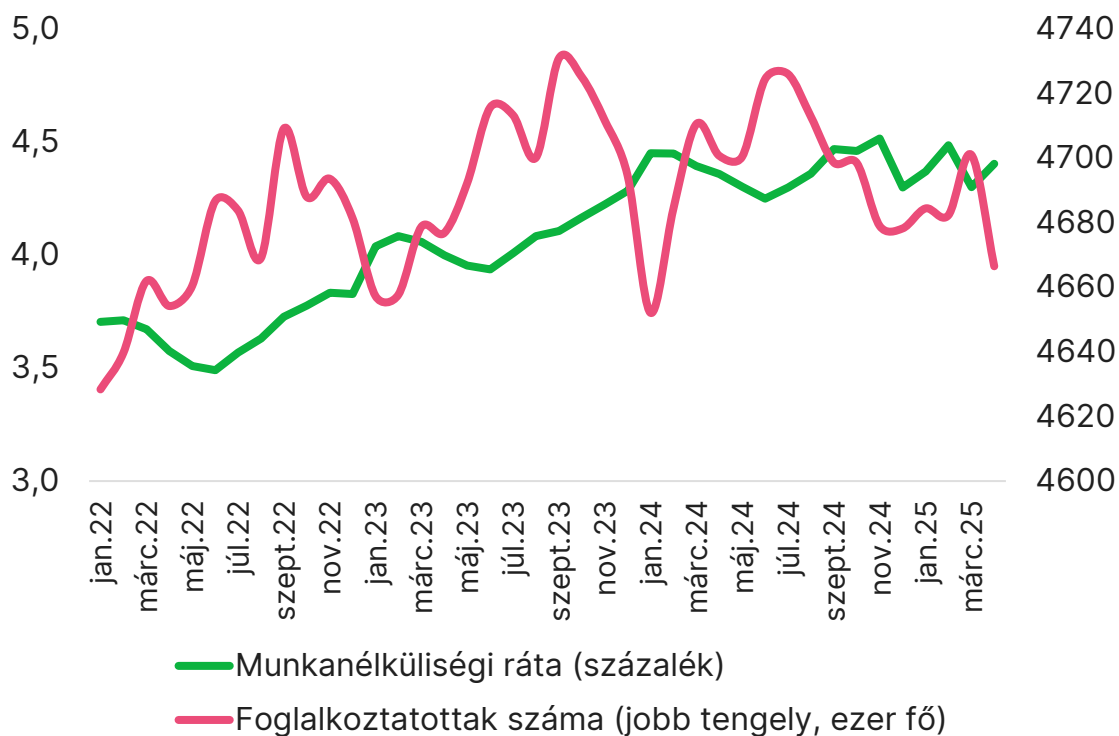


A legfrissebb sajtóinformációk szerint a projektek többsége csak jövőre fordulhat termőre

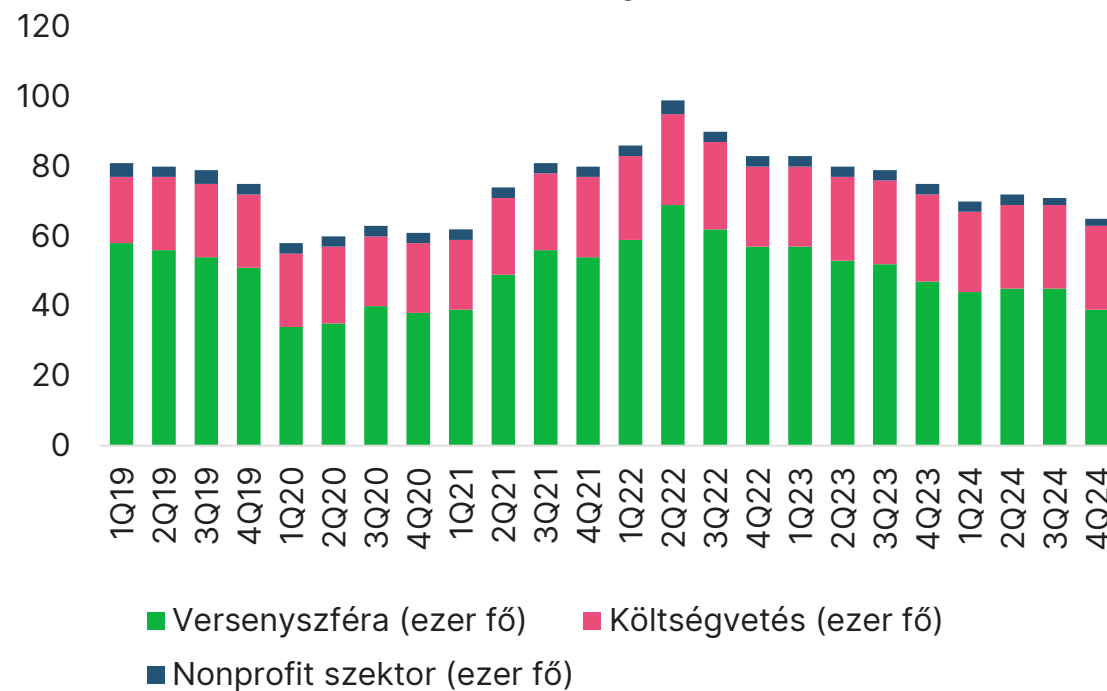


A munkapiac relatív stabil - a gazdasági nehézségek ellenére is - de az utóbbi hónapokban enyhült a feszessége

Viszonylag szűk sávban mozog a munkanélküliségi ráta



2024 IV. negyedévében folytatódott az üres álláshelyek számának csökkenése, ami főként a versenyszférát érintette

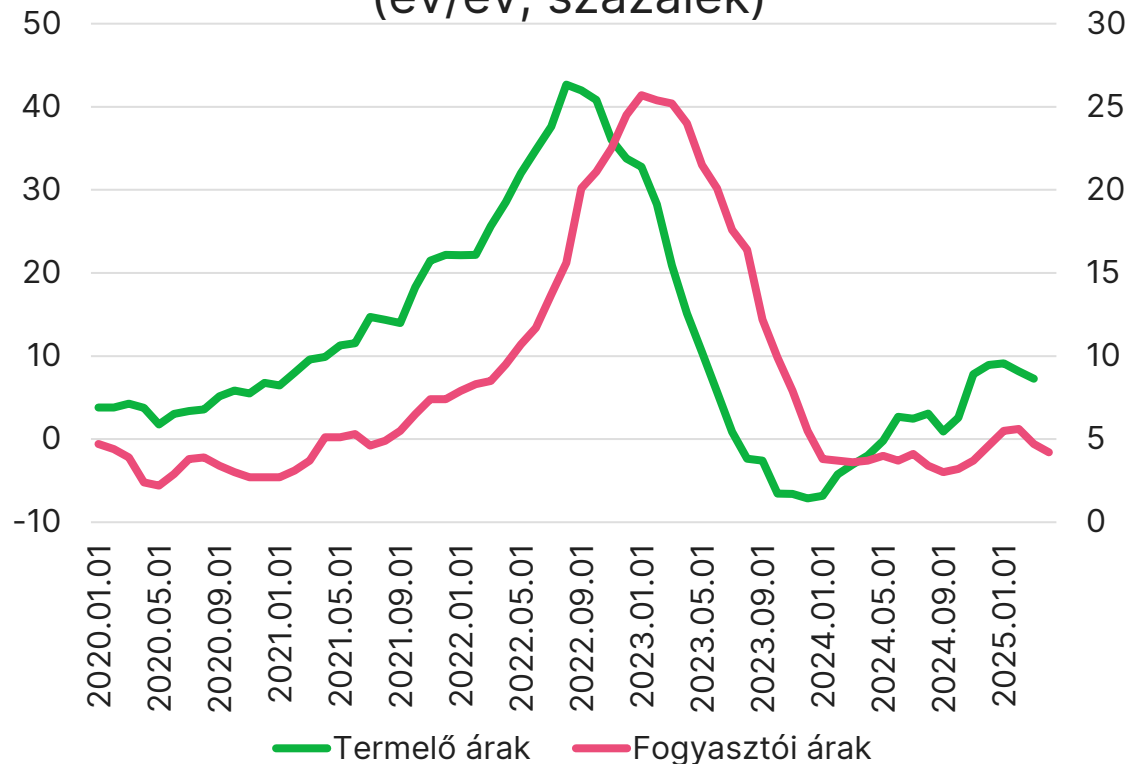




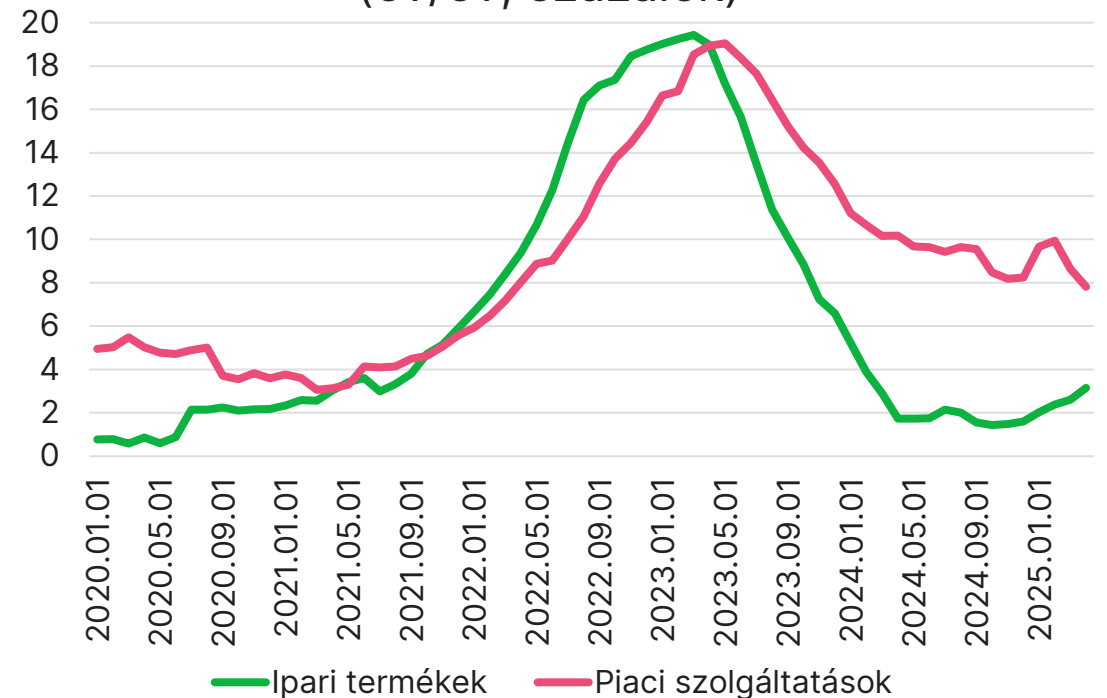
Infláció

Enyhülésnek indult a kínálati árnyomás, de a maginfláció miatt továbbra sem nyugodhatunk meg

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

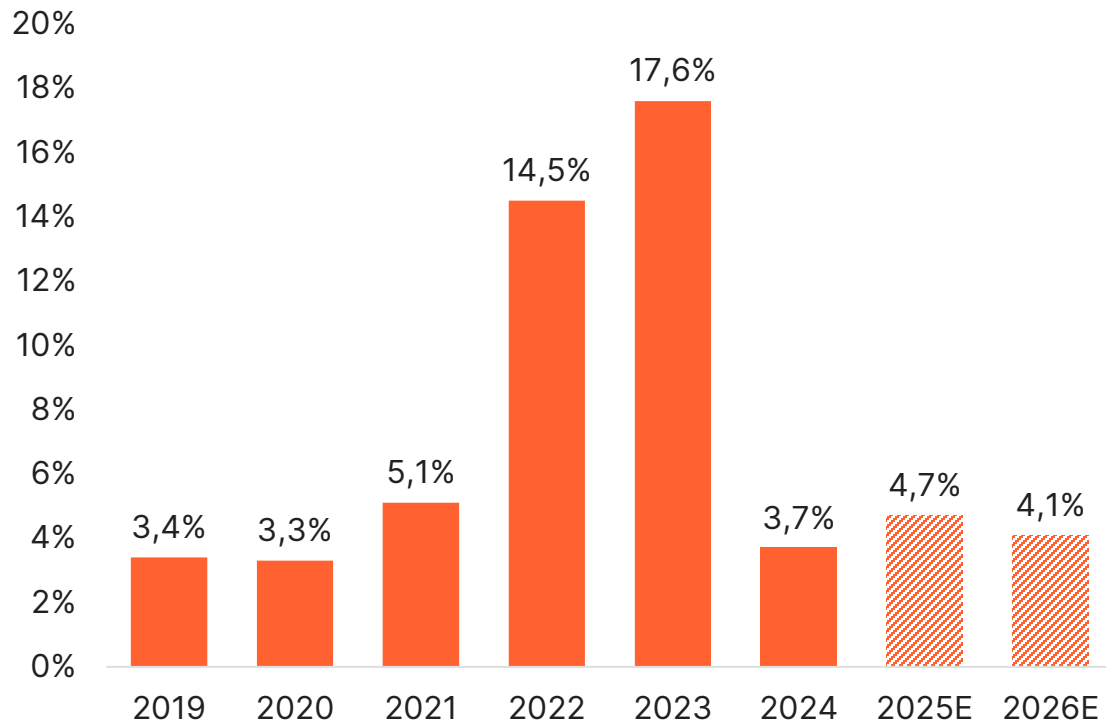


A kvázi külföldi és belföldi infláció
alakulása
(év/év, százalék)



Akár még 2026-ban is a cél felett maradhat az infláció

Éves átlagos inflációs előrejelzésünk
(százalék)



Áprilisban az éves inflációs mutató 4,2 százalékra lassult a márciusi 4,7 százalékról. A maginfláció 5 százalékon állt.

Az év eleji gyors emelkedések után tavasszal ismét csökkent az infláció, de az adminisztratív árkorlátozások önmagukban nem bizonyultak csodaszernek.

A következő hónapokban kedvezőtlen bázishatásokat örökölnék az árindexek, így nem feltétlenül várható további csökkenés a főindexben rövidtávon. Ráadásul az adminisztratív árkorlátozó intézkedéseknek későbbi - vélhetően jövő évi kivezetése - időzített árnyomást pakol a rendszerbe.

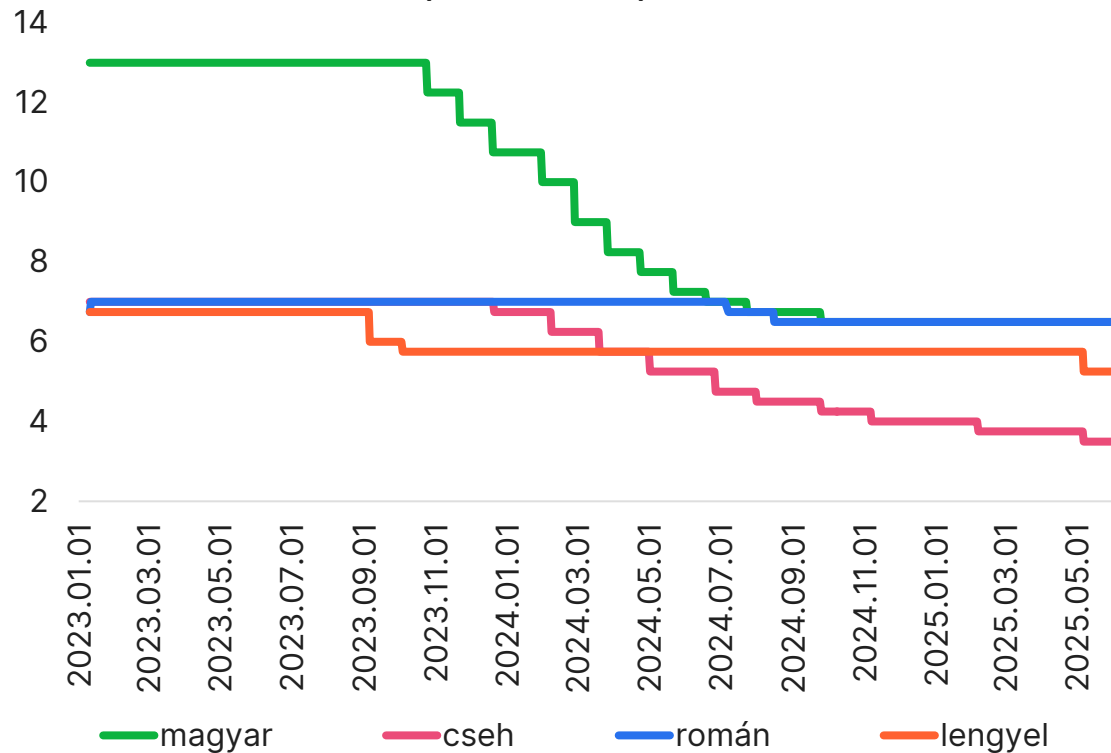
Mindemellett a világpiaci olajár mérsékelt dinamikája kedvezően hathat a hazai üzemanyagárak alakulására. Az éves átlagos inflációs előrejelzésünket így visszavettük 4,7 százalékra, ugyanakkor az inflációs cél jövő évi teljesülése kapcsán felfelé mutató kockázatokat látunk.



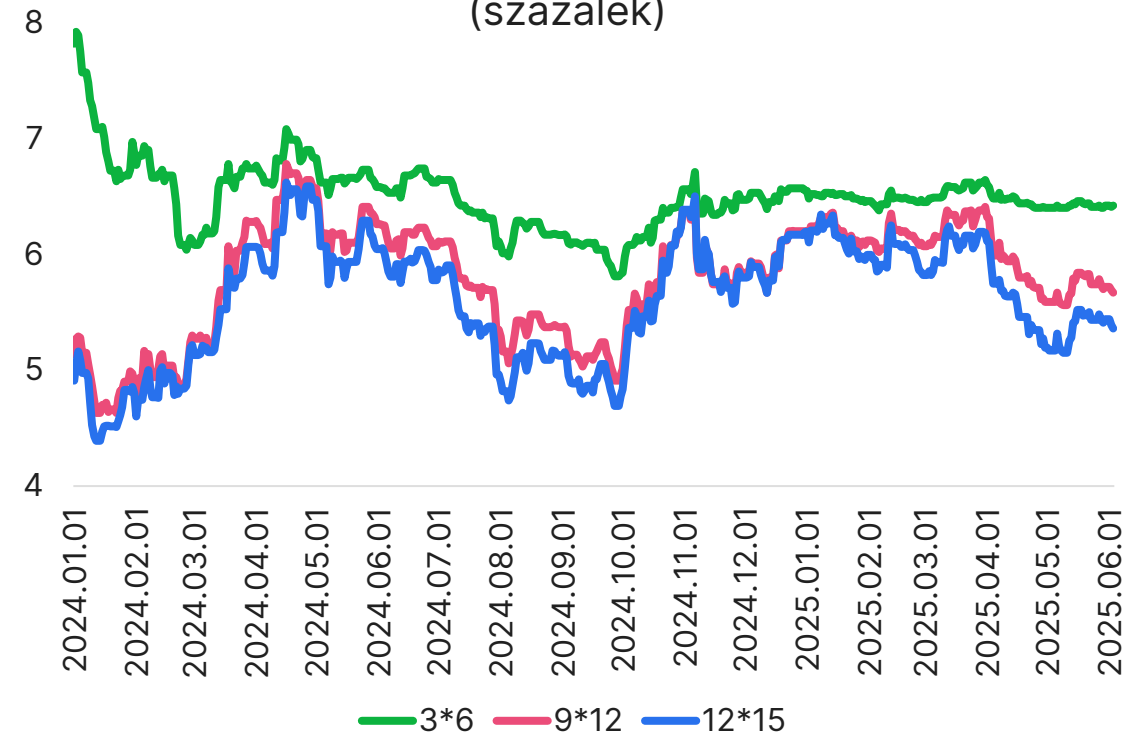
**Monetáris politika, kamatok,
hozamok**

A bizonytalanságok miatt egyelőre fennmarad a stabilitásorientált megközelítés a hazai monetáris politikában, a nemzetközi jegybankok kamatpolitikája később lehetőséget teremthet az óvatos kamatcsökkentésekre

Régiós jegybanki alapkamatok
(százalék)

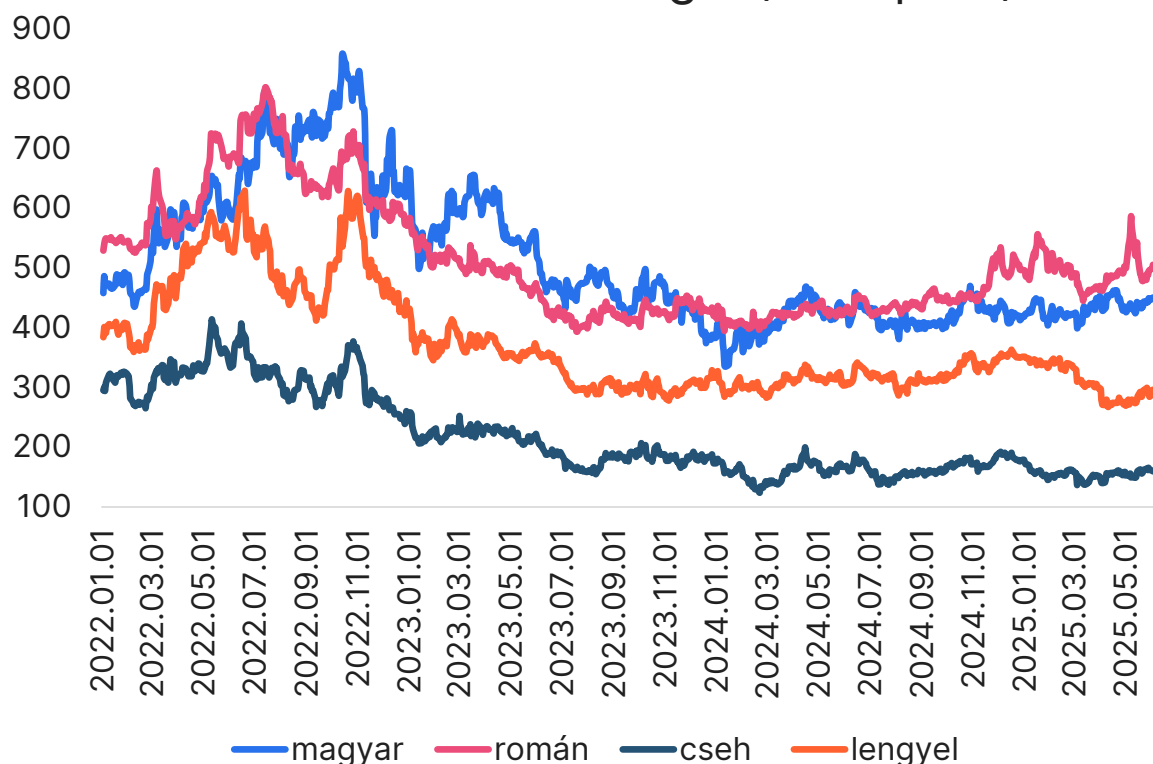


A piaci árazások által prognosztizált rövid
kamatszint különböző időtávokon a határidős
kamatláb-megállapodások (FRA) alapján
(százalék)



A hozamfelár tekintetében viszonylagos stabilitás mutatkozik bő egy éve

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



A tavalyi év elején a régiós hozamfelárok elérték a háború előtti szinteket. Úgy tűnik – egy éves stagnálást követően – hogy a közép-kelet-európai országok elérték egy alsó határpontot. (A román piac kicsit más: itt a politikai turbulenciák miatt került más pályára a hozamfelár, de már itt is lefelé korrekciót látunk egy ideje).

A magyar hozamfelár így jó ideje nem nagyon mozdul ki a 400-450 bázispontos sávból.

Az inflációs bizonytalanságok és ezzel párhuzamosan a rövidebb oldali kamatok várt mérséklődése a hosszabb magyar kötvényhozamok visszafogott ütemű csökkenését vetítik előre középtávon.

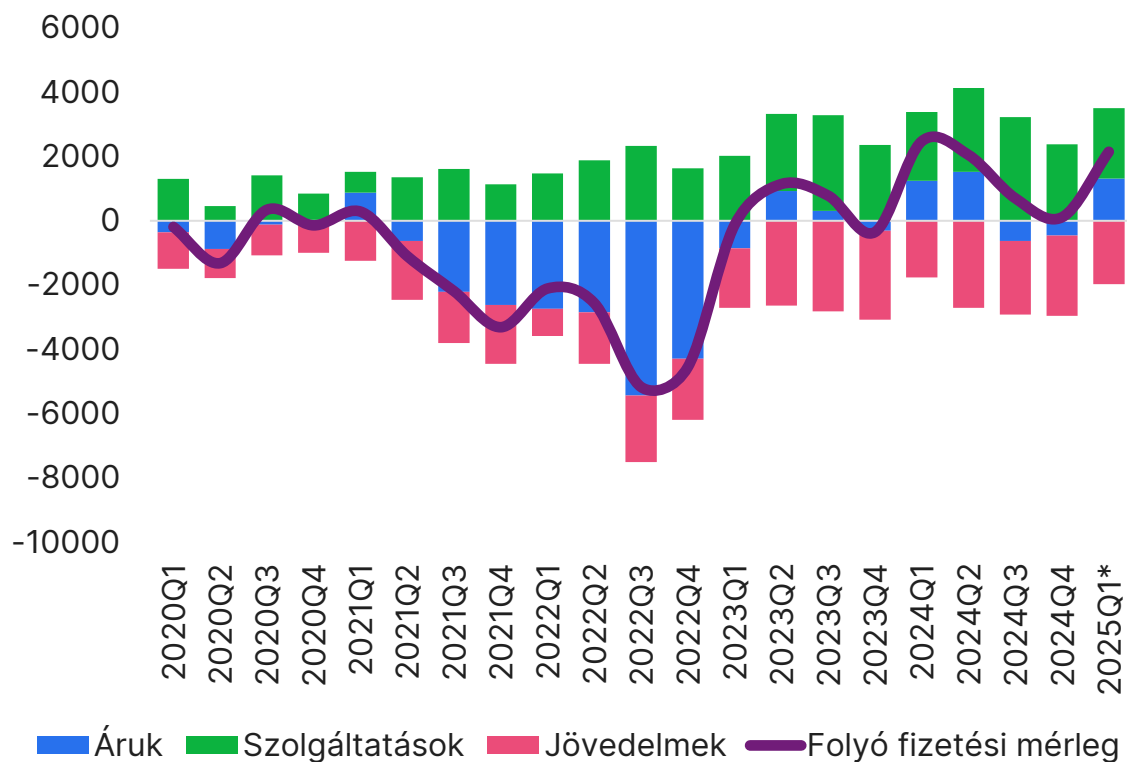
A pálya lefelé azonban nem biztos, hogy egyenletes lesz, hiszen az USA-beli hosszú hozamok nagyobb volatilitása, illetve a költségvetési hiány csökkentésével kapcsolatos kihívások törékenyebbé teheti a hazai kötvénypiacot is.



Egyensúlyi folyamatok

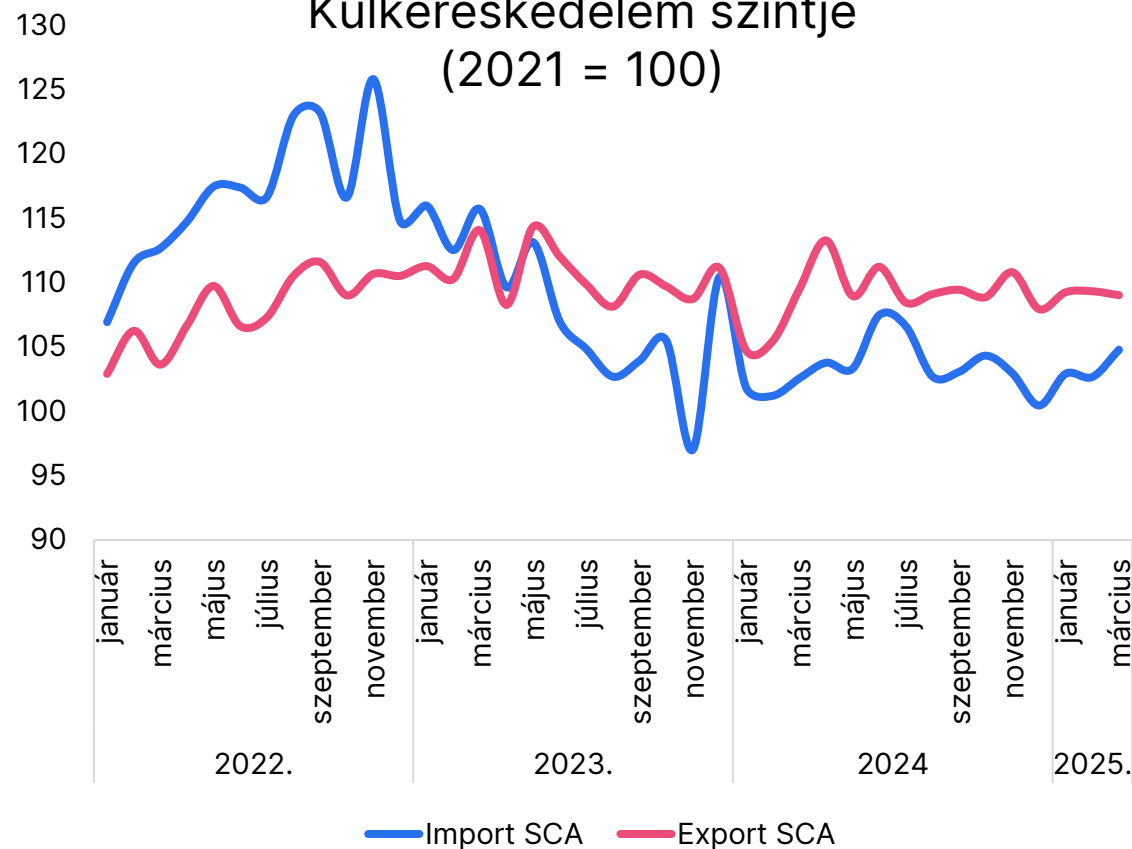
A nagy kép jól mutat a külső egyensúly tekintetében, de a háttérfolyamatok tekintetében nincs előremozdulás

A folyó fizetési mérleg komponensei
(millió euró)



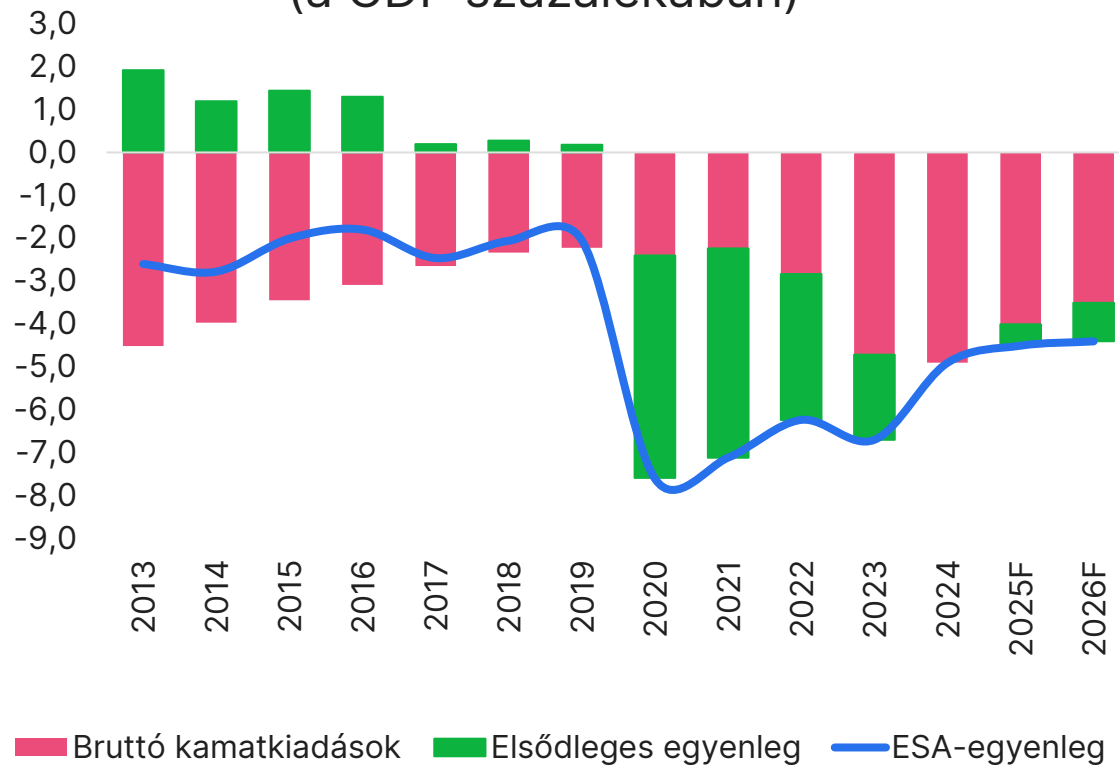
*2025Q1-es adat az előzetesen közölt havi egyenlegek összessége

Külkereskedelem szintje
(2021 = 100)

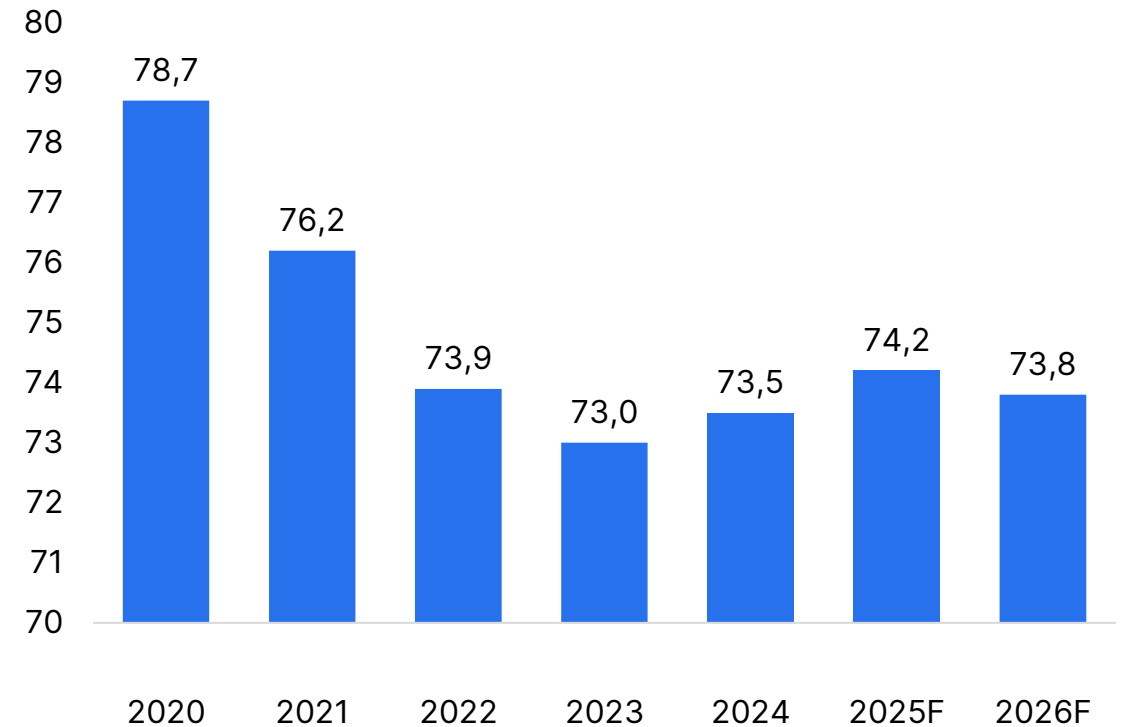


2024-ben az elsődleges egyenleg szintjén jelentős kiigazítás történt; 2025-ben és 2026-ban ismét nőhet az elsődleges hiány

Az államháztartás egyenlege
(a GDP százalékában)

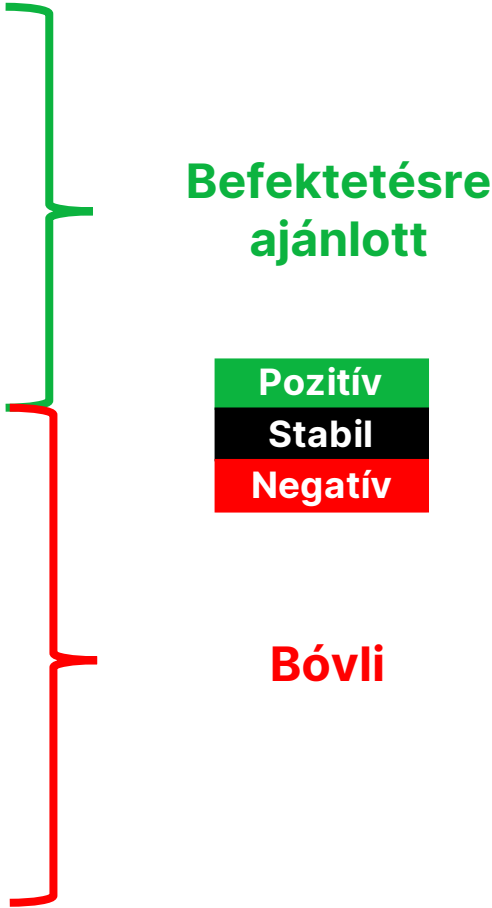


Az államadósság alakulása
(a GDP százalékában)



A S&P rontotta a kilátást áprilisban és hamarosan jön a többi hitelminősítő intézet döntése is

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



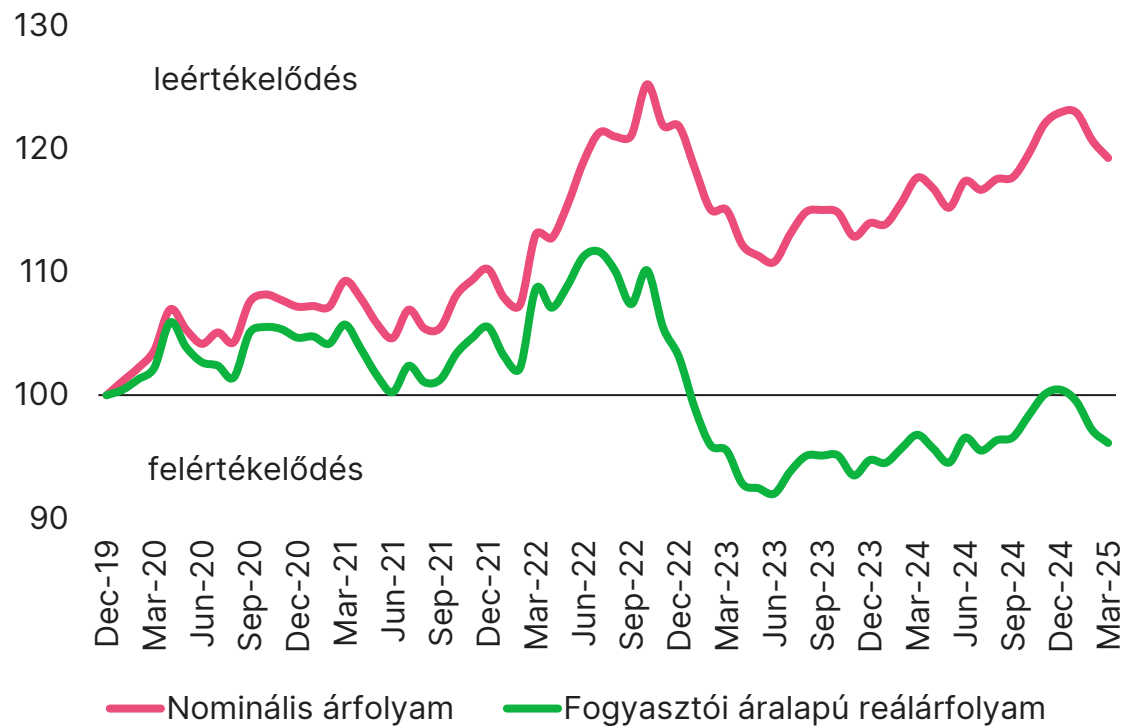
	1. felülvizsgálat	2. felülvizsgálat
Standard and Poor's	április 11.	október 10.
Moody's	május 30.	november 28.
Fitch	június 6.	december 5.

ERSTE 

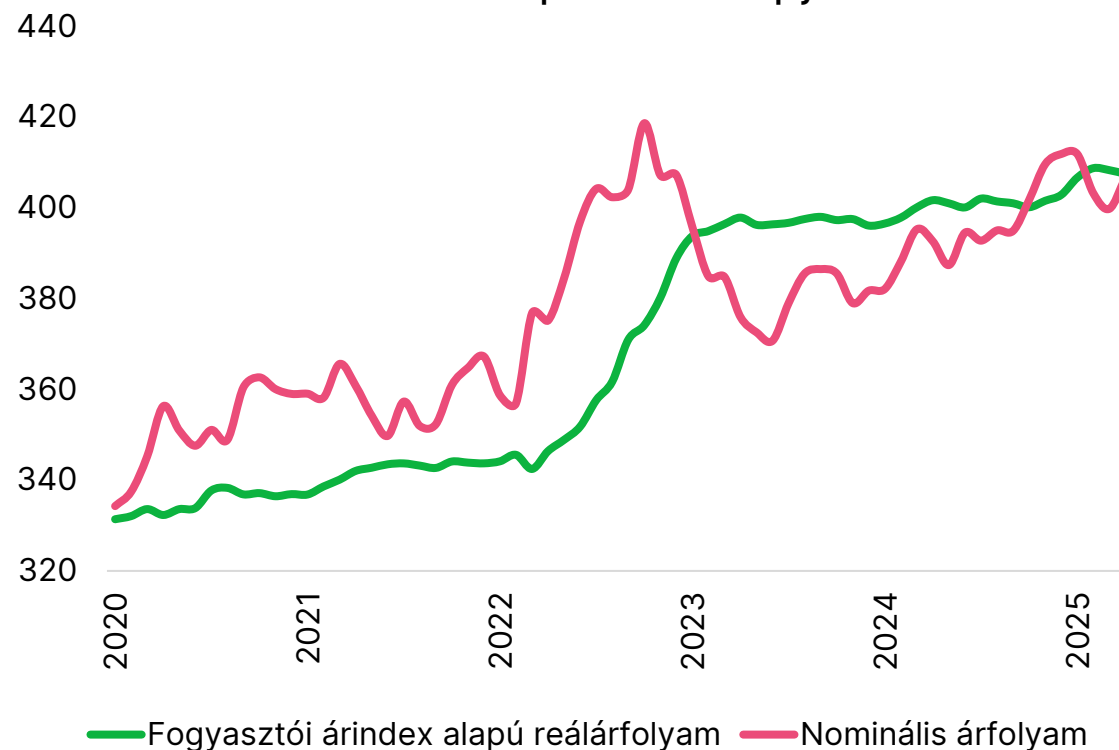
Árfolyam

A fogyasztói áralapú reálárfolyam szerint nagyjából „jól értékelt” a magyar deviza

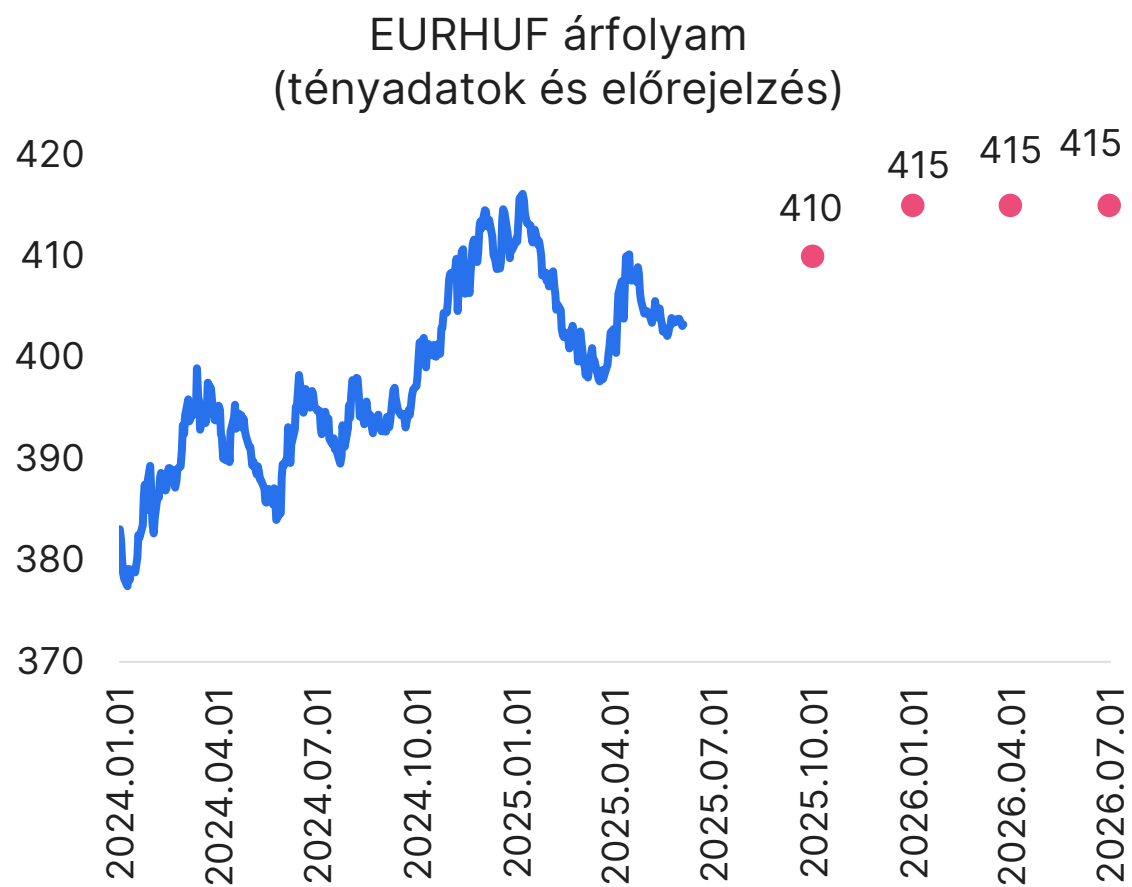
A nominális és a reálárfolyam alakulása 2019 végi bázison



A forint „egyensúlyi” árfolyama a relatív vásárlóerőparitás alapján



Előretekintve a forint folytathatja a leértékelődési trendet



A vámháborús feszültségek enyhülésével - az áprilisi eleji nagyobb gyengülés után - valamelyest korrigált a hazai fizetőeszköz árfolyama, és 400-405 között stabilizálódott a jegyzés.

A nemzetközi folyamatok tekintetében a kereskedelmi konfliktusok esetleges további csillapodása pozitív kockázatot jelenthet rövid távon. Fontos kockázat viszont, hogy az orosz-ukrán háború lezárása kapcsán továbbra sem látszanak gyors megoldások.

Fundamentális oldalról a folyó fizetési mérleg fennmaradó többlete támogathatja leginkább a magyar devizát. A lassú gyengülés irányába mutat viszont az inflációs különbség, ami folyamatosan leértékelődési nyomás alatt tartja a magyar devizát az euróval szemben középtávon.

Összességében az óvatos jegybanki kamatcsökkentésekkel párhuzamosan várjuk a forint lassú és fokozatos gyengülését.

Összefoglaló táblázat

Fontosabb előrejelzéseink:

	2022	2023	2024	2025E	2026E
GDP (év/év, százalék)	4,3	-0,9	0,5	0,8	3,0
Háztartások fogyasztása (év/év, százalék)	6,4	-0,7	4,3	3,7	4,1
Beruházások (év/év, százalék)	0,9	-7,8	-11,3	-5,5	2,5
Infláció (év/év, százalék)	14,5	17,6	3,7	4,7	4,1
Munkanélküliség (százalék)	3,6	4,1	4,4	4,2	4,0
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	6,6	6,2
Államháztartási egyenleg (GDP százaléka)	-6,2	-6,7	-4,9	-4,5	-4,4
Államadósság (GDP százaléka)	73,9	73,0	73,5	74,2	73,8
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP százaléka)	-8,5	0,3	2,2	2,2	1,7
EURHUF (év vége)	400,3	382,8	410,1	415,0	420,0



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

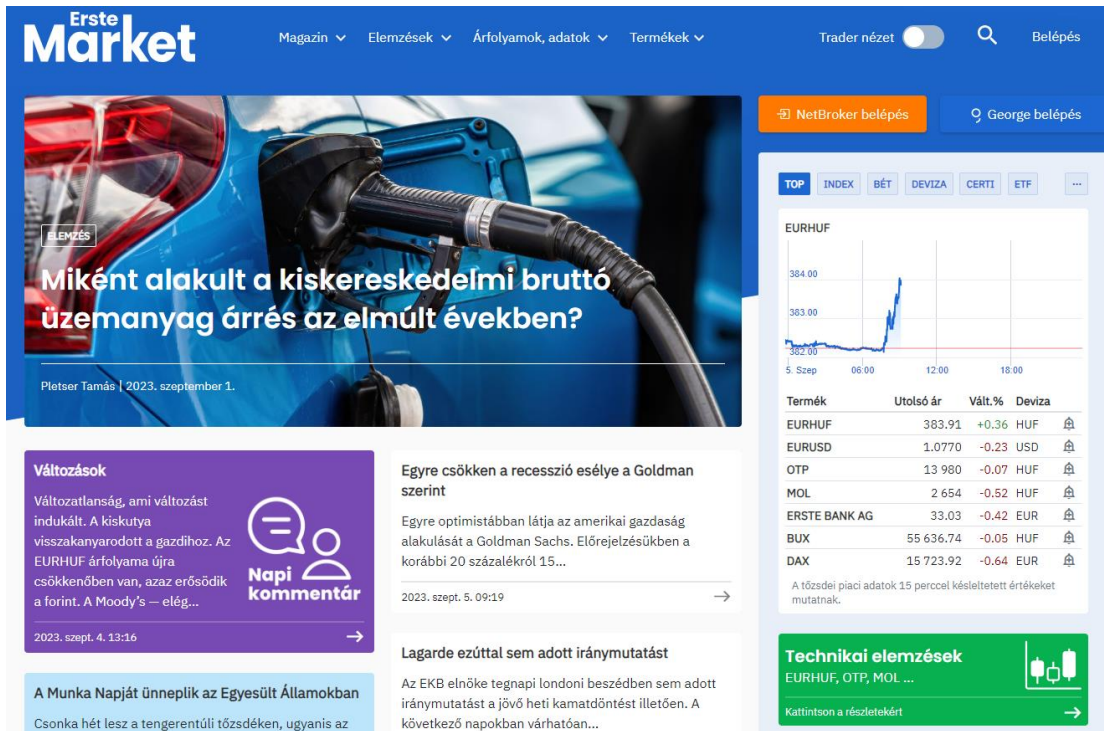


Nagy János
makrogazdasági elemző
janos.nagy@erstebank.hu



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

Böngészőn:



Mobil applikáción:



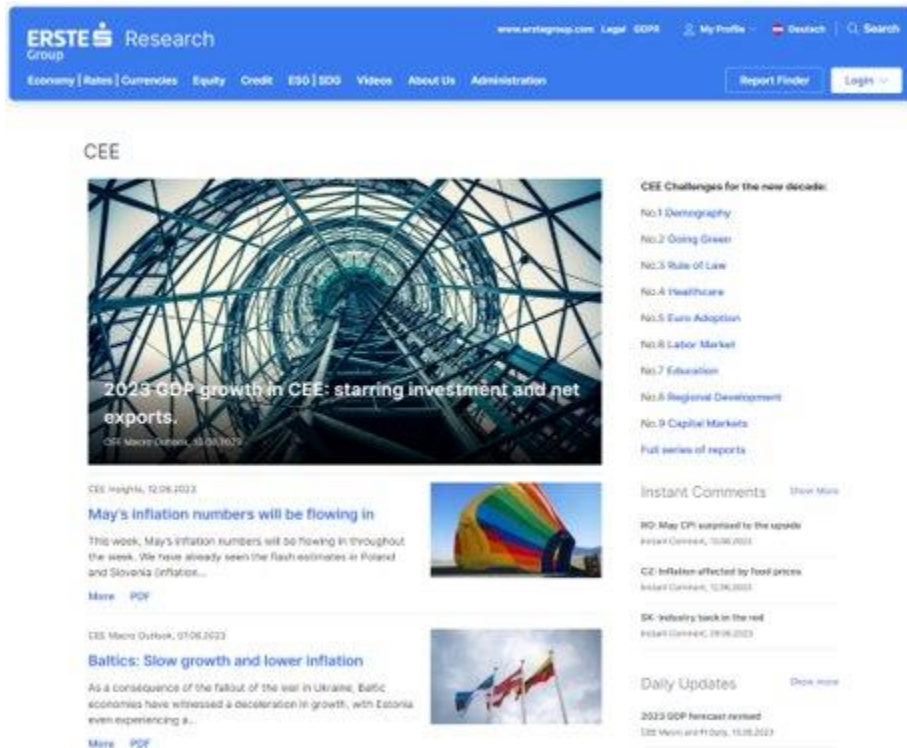
QR kód:



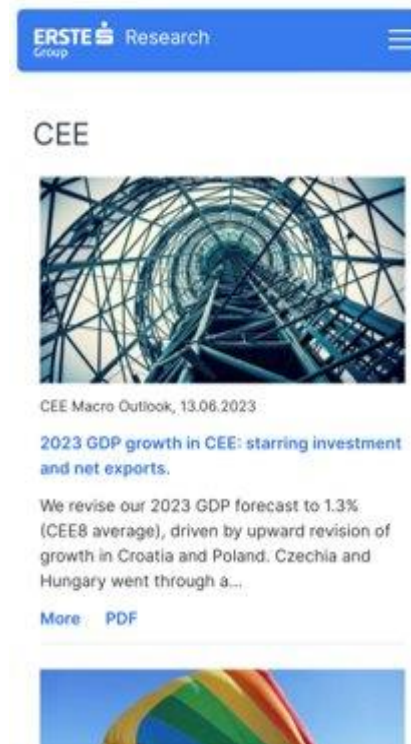
Keresse fel oldalunkat:
erstemarket.hu

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.”