

A close-up photograph of a hand holding a fishing reel. The reel is metallic and has a green spool. The background is a soft-focus sunset over a body of water with trees in the distance. The text is overlaid on the top right of the image.

Pénz- és Tőkepiacok

Egy újabb évet csúszik a fellendülés

Makrogazdasági kitekintő

2025. szeptember

Nemzetközi környezet

A második negyedévben az USA gazdasága a pozitív irányba korrigált. A gazdaság az évesített negyedéves adatok szerint 3,3 százalékkal nőtt az első negyedév 0,5 százalékos visszaesése után. A kora nyári NFP adatok (a mezőgazdaságon kívül foglalkoztatottak számának havi változása) jelentős lefelé korrekciója azonban rávilágított arra, hogy a vámok okozta bizonytalanabbá váló gazdasági környezet - a korábban gondolttal ellentétben - nem hagyta érintetlenül az amerikai munkaerőpiacot.

Az augusztusi Jackson Hole-i konferencia után így teljesen egyértelművé vált, hogy a Fed döntéshozók fókusza is eltolódott a munkapiaci kockázatok irányába. A szeptember 17-i Fed kamatvágást így gyakorlatilag biztosra veszik a befektetők, miközben a politikai nyomás is egyre erősebb a monetáris döntéshozókon. Decemberben, illetve 2026-ban várhatóan folytatódnak a Fed kamatcsökkentések, s a piaci várakozások szerint az irányadó kamatrata a jövő év végére 3 százalékra csökkenhet.

Az euróövezet második negyedéves teljesítménye kisebb pozitív meglepetést hozott, 0,1 százalékos negyedéves és 1,4 százalékos éves növekedéssel. Az infláció az elmúlt hónapokban stabilizálódott a 2 százalékos jegybanki célon. Az EKB meglehetősen hosszúra nyúlt kamatcsökkentési ciklusa júniusban a 2 százalékos irányadó betéti kamatlábszint elérésével egyelőre befejeződött. A jegybank továbbra is „adatvezérelt üzemmódban” működik, ami nem teljesen kizárt, hogy a közeljövőben hoz még egy kamatvágást.

Magyar gazdaság

Magyarország esetében a második negyedévben a gazdaság teljesítménye negyedéves szinten valamelyest javult, de még nincs itt a látványosabb fordulat. A növekedés szerkezetében sem történt változás.

A beruházások visszaesése folytatódott, bár a visszaesés mértéke enyhült. A nettó export meglepően nagy mértékben húzta le a növekedést. A háztartások fogyasztásának növekedést támogató szerepe április-júniusban is megmaradt, és ez elkövetkező negyedévekben – zömmel a kormányzati intézkedések nyomán – várhatóan erősödik.

Kisebb mértékben tovább korrigáltuk lefelé a 2025-ös növekedési előrejelzésünket – a korábbi 0,8 százalékról 0,5 százalékra – miután az ipar rövid távú kilátásai továbbra sem igazán javulnak, és részben emiatt nőnek a bizonytalanságok a munkaerőpiacon is. 2026-ban azonban továbbra is látunk esélyt a pozitív fordulatra. Az EU és az USA között megszülető vámmegállapodás hatására a vámháború okozta bizonytalansági faktor valamelyest enyhült. Ez párosulva a német gazdaság várt élénkülésével ismét növelheti a magyar exporttermékek iránti külső keresletet, ami a várva várt beruházási fordulatot is elhozhatja.

Rövid távon az inflációs kockázatok némileg kiegyensúlyozottabbá váltak, hiszen a forint viszonylag erős szinten bekövetkezett mostani stabilitása és a kínálat oldali árnyomás csökkenése dezinflációs hatású lehet. A magas szinten beragadt inflációs várakozások azonban a felfelé mutató inflációs kockázatokat erősítik.

A monetáris politika vitelét illetően minden maradt változatlan. A jegybank az inflációs kockázatokra és a globális piaci környezet alakulására fókuszál. A várt nemzetközi kamatpálya nyomán nem vetjük el teljesen az idei egy jegybanki kamatcsökkentés lehetőségét, bár a fentebb említett magas inflációs várakozások joggal aggasztják az MNB-t.

Tartalom

Nemzetközi környezet

Hazai konjunktúra kilátások

Hazai inflációs kilátások

Monetáris politika

Egyensúlyi folyamatok

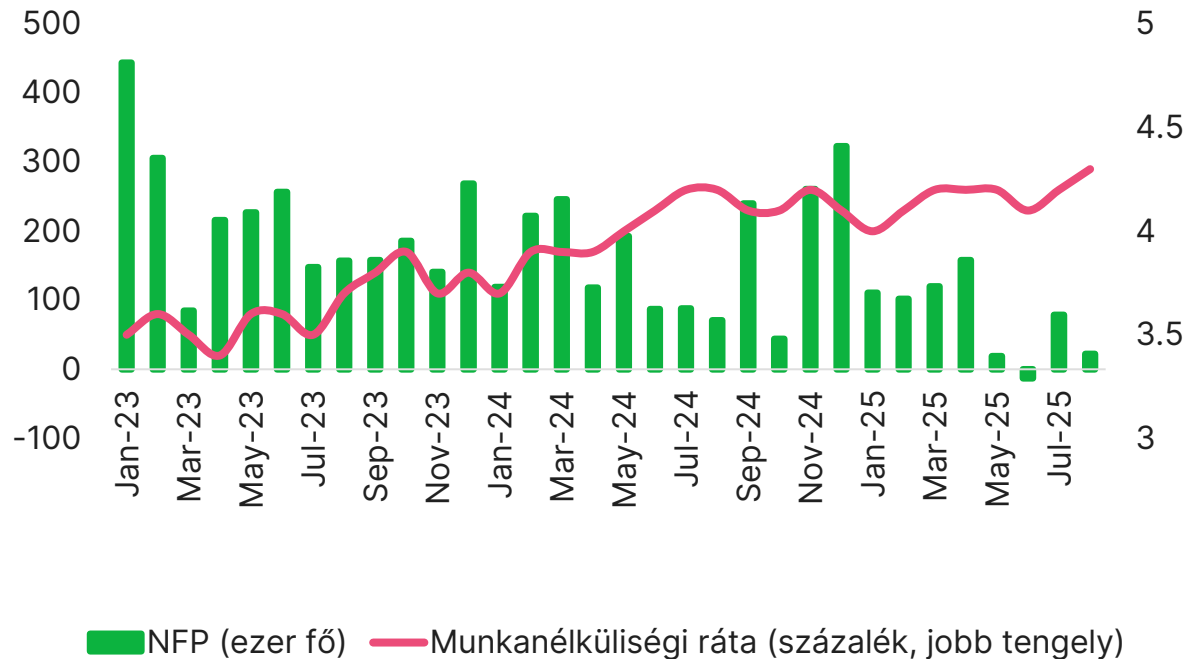
Árfolyam



Nemzetközi környezet

A legfrissebb adatok igazolják az amerikai munkapiaccal kapcsolatos aggodalmakat

A nem-mezőgazdasági foglalkoztatottak (NFP) számának havi változása és a munkanélküliségi ráta alakulása az USA-ban



Augusztusban mindössze 22 ezer fővel nőtt a nem-mezőgazdasági foglalkoztatottak száma az Egyesült Államokban, ami jelentősen elmarad a Bloomberg konszenzus által várt 75 ezer fős bővüléstől.

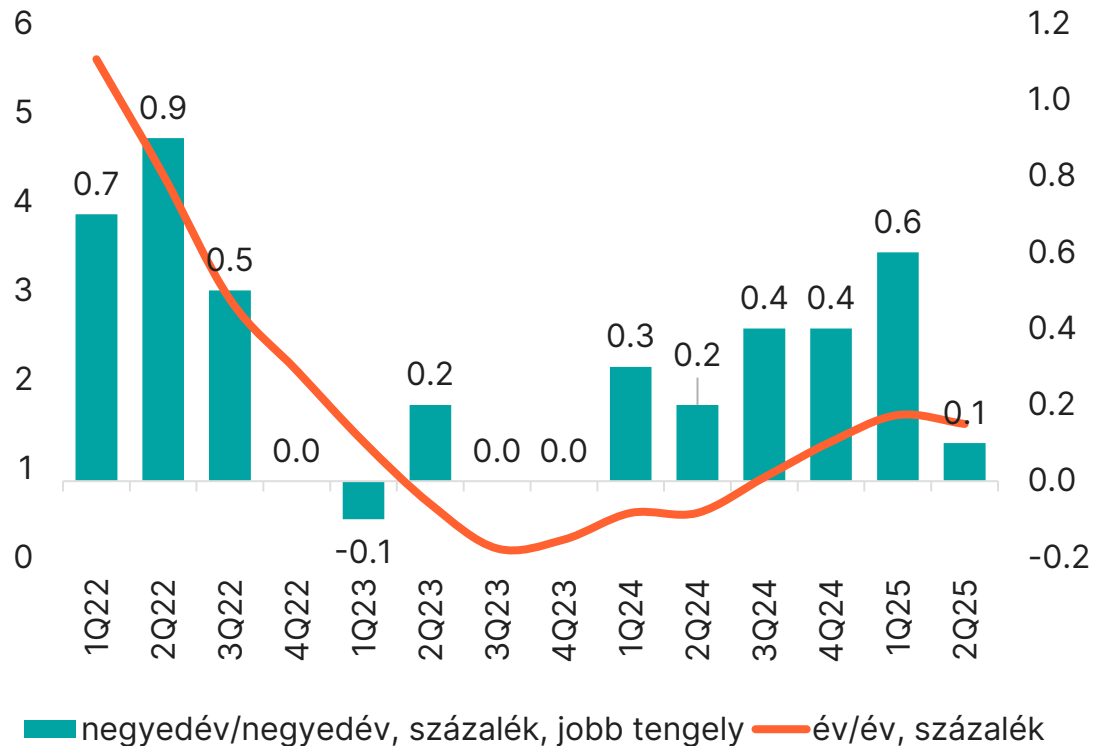
A munkanélküliségi ráta hosszú hónapokig stagnált 4 százalék körül, de az elmúlt hónapokban már enyhe emelkedés volt tapasztalható. Augusztusban a munkanélküliségi ráta 4,3 százalékon állt.

Ez a gyenge adat – párhuzamosan az előző hónapokkal szintén visszafogott teljesítményével – a munkaerőpiac lassulására utal.

A Fed kommunikációjában egyre nagyobb hangsúlyt kap a munkaerőpiac, és a gyengébb adatok támogatják a monetáris lazítás irányába tett lépéseket.

A második negyedévben visszafogott bővülést mutatott az eurózóna, érdemi gyorsulás csak jövőre várható

Az Eurózóna éves és negyedéves növekedésének alakulása



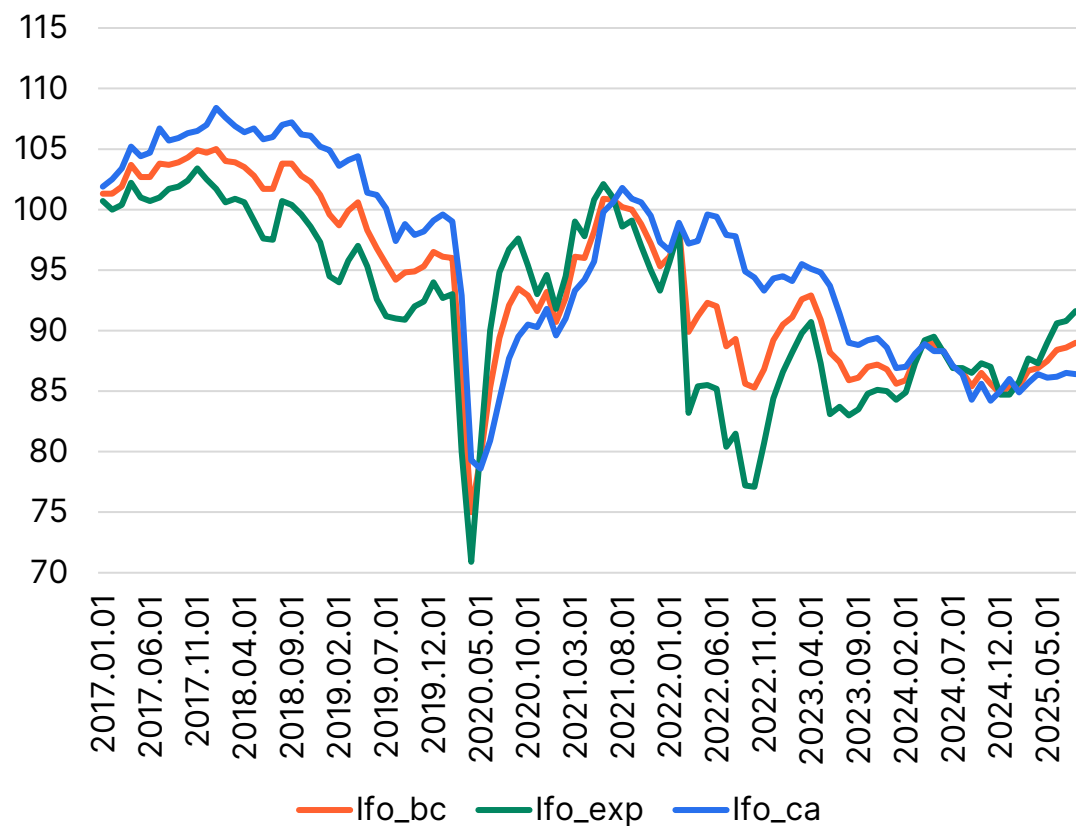
2025 második negyedévében az eurózóna gazdasági növekedése jelentősen lelassult: negyedéves alapon mindössze 0,1 százalékkal bővült, míg az EU egészében 0,2 százalékos volt a növekedés. Éves összevetésben az eurózóna GDP-je 1,5 százalékkal nőtt, ami enyhe lassulást jelent az előző negyedévhez képest.

Az eurózóna gazdasági növekedési kilátásai 2025-ben továbbra is visszafogottak, bár némi stabilizáció jelei mutatkoznak.

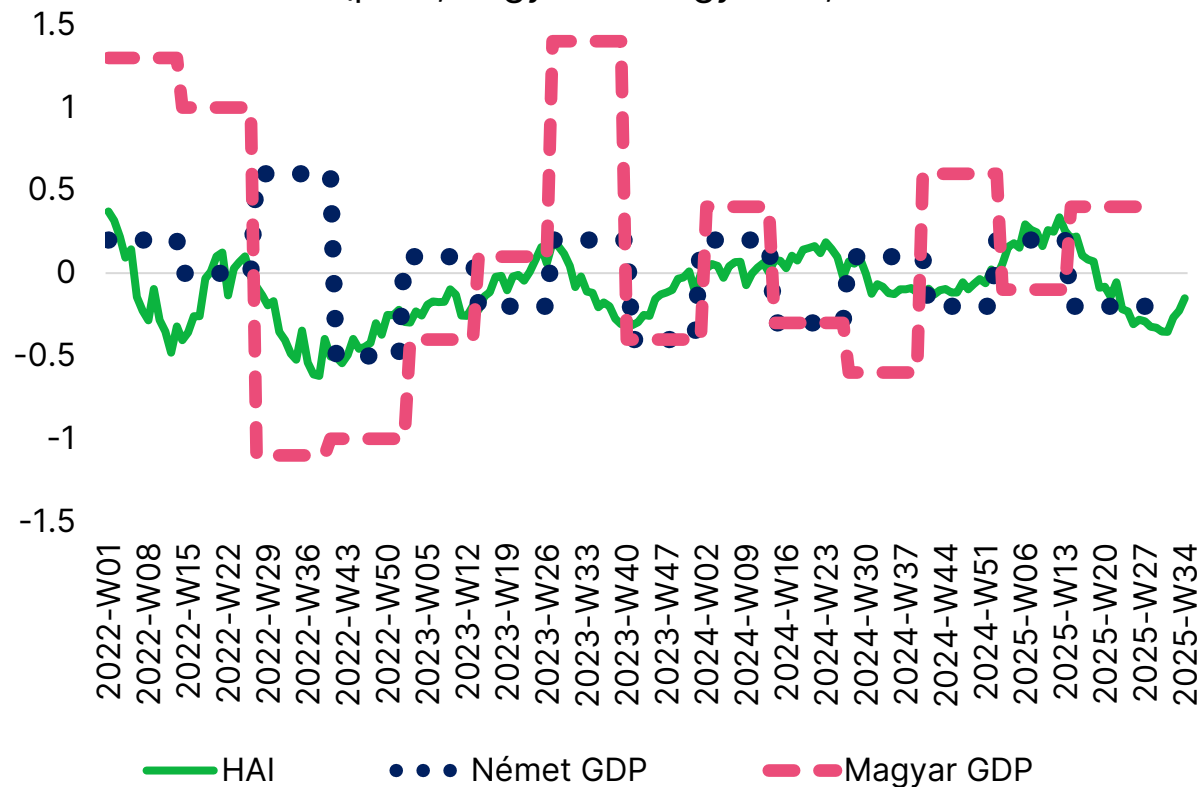
Az Európai Központi Bank előrejelzése szerint a reál GDP 2025-ben mindössze 0,9 százalékkal nő, amit a kereskedelmi feszültségek és a globális bizonytalanságok fékeznek. Ugyanakkor a háztartások növekvő jövedelme és a védelmi, infrastrukturális kiadások középtávon élénkíthetik a gazdaságot.

Felemás félév után javulóban a hangulat Németországban a vámmegállapodás bejelentése óta

A müncheni Ifo index alakulása

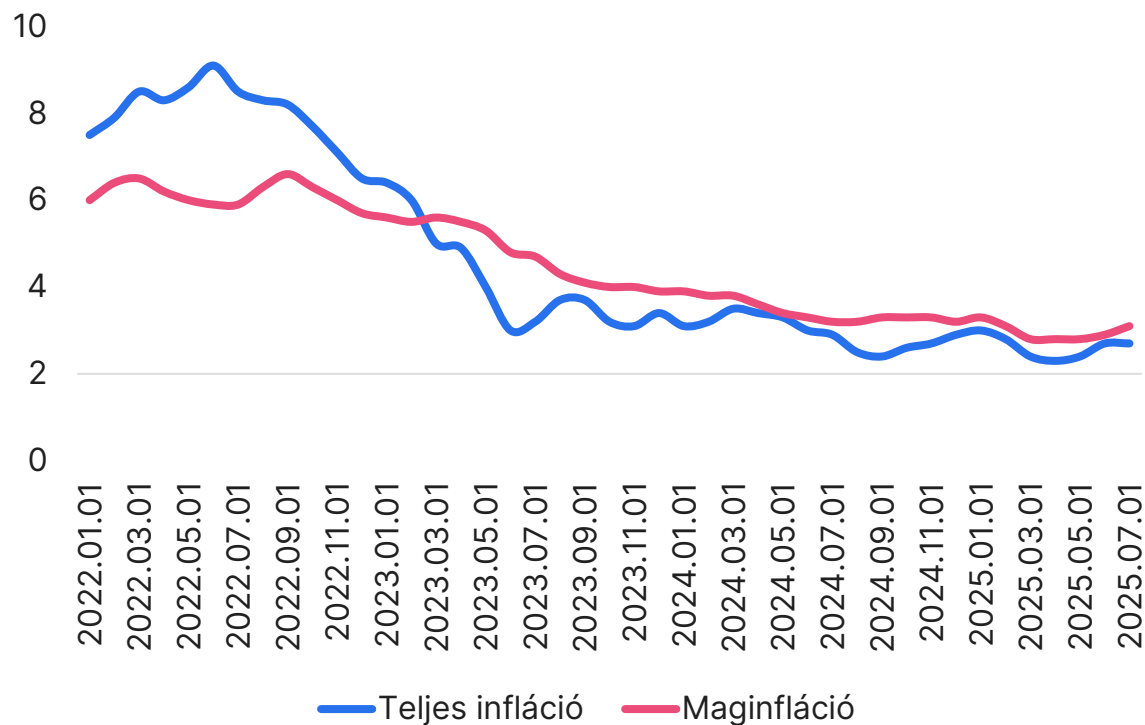


Heti aktivitás index (HAI) és a német GDP alakulása
(pont; negyedév/negyedév, %)

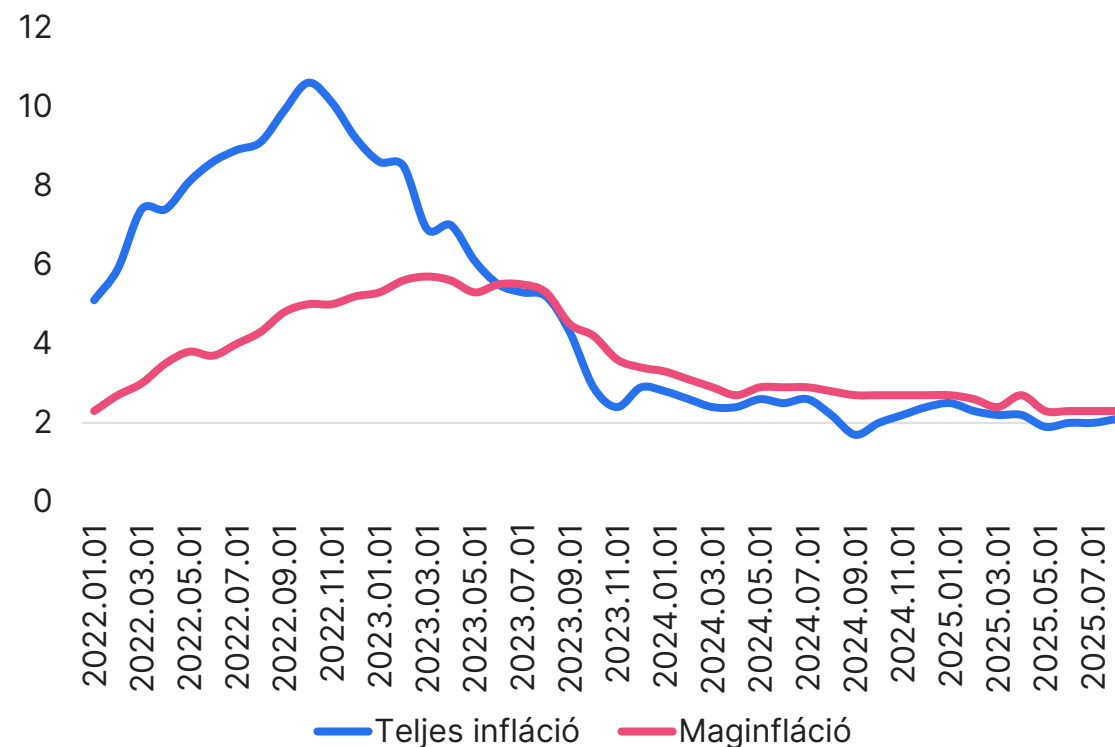


Az USA-ban a cél felett, míg az Eurózónában a cél körül látszik stabilizálódni az infláció

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

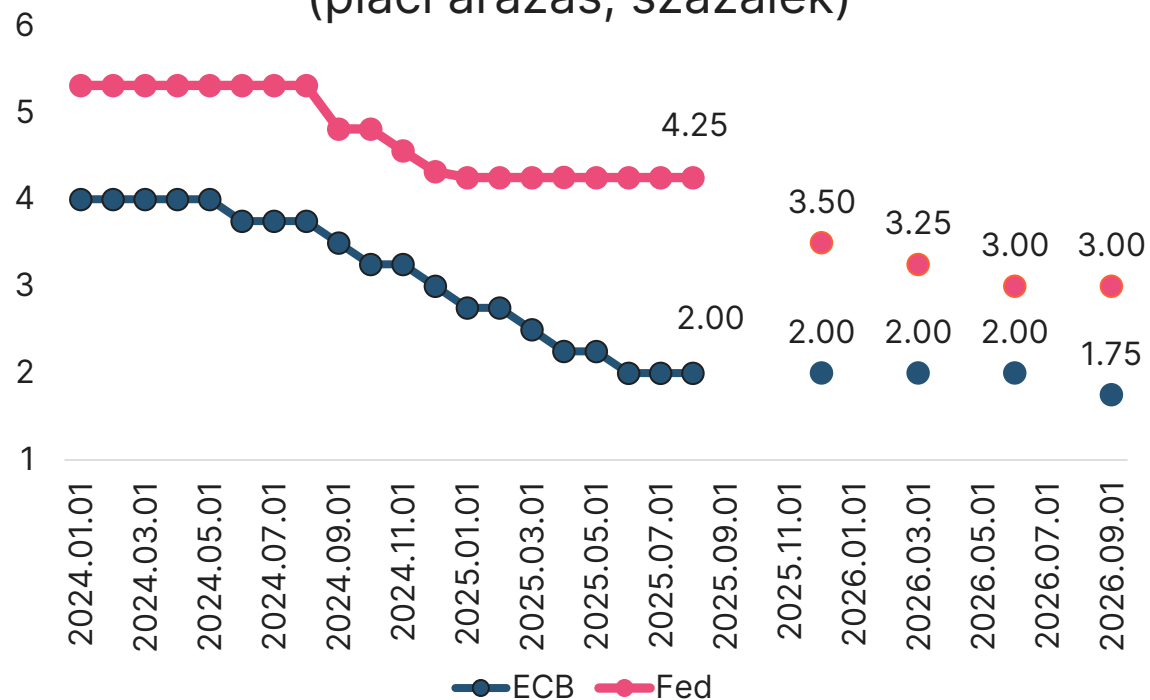


A fogyasztói infláció alakulása az Eurózónában (százalék, év/év)



A jelenlegi asszimmetrikus kamatvárakozások jelentősen hozzájárulhatnak a dollár további gyengüléséhez

A vezető jegybankok várható kamatpályája
(piaci árazás, százalék)

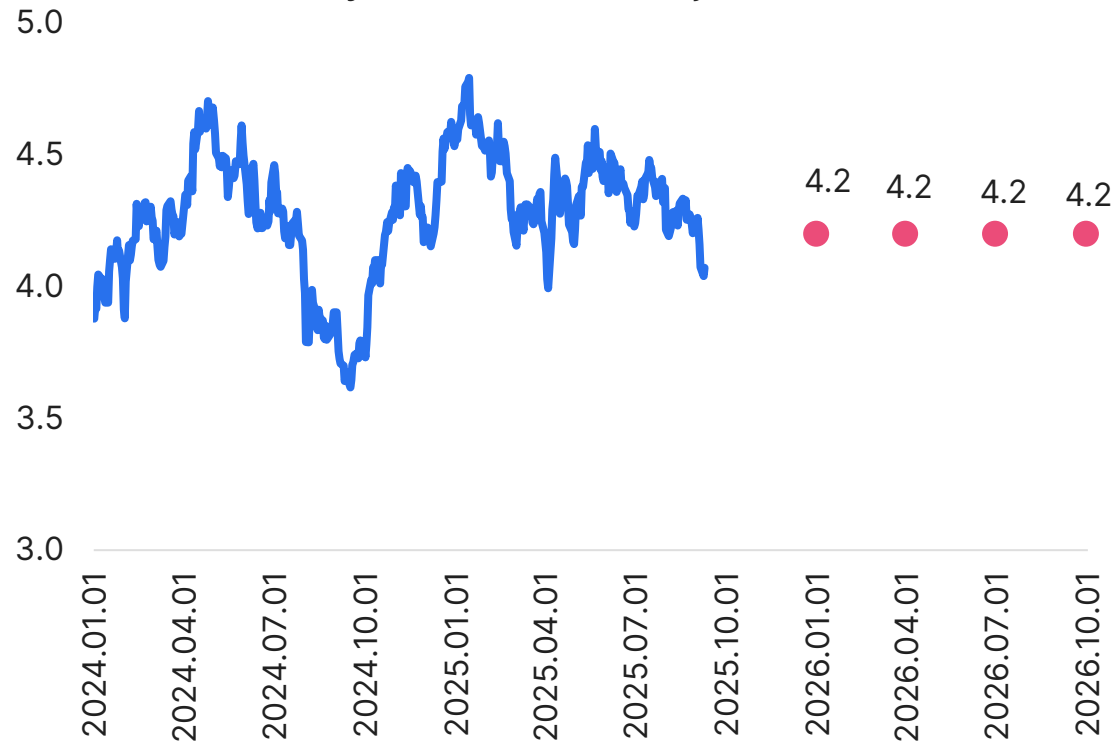


EURUSD árfolyam
(tényadatok és előrejelzés)



Szignifikáns volatilitás után magasabb szinten stabilizálódhatnak a tengerentúli hosszú hozamok

A 10 éves amerikai államkötvény hozama
(tényadatok és előrejelzés)



Az USA-beli hosszú hozamok, különösen a 10 éves államkötvények hozamai az elmúlt hónapokban jelentős ingadozást mutattak.

Ahogy a vámokkal kapcsolatos konfliktus július végén enyhült, a hozamok valamelyest csökkentek.

Nem zárható ki egy elhúzódó bizalmi válság az USA-ban, amely az összes amerikai befektetést, beleértve az amerikai államkötvényeket is érinti, de nem ez az alapforgatókönyvünk.

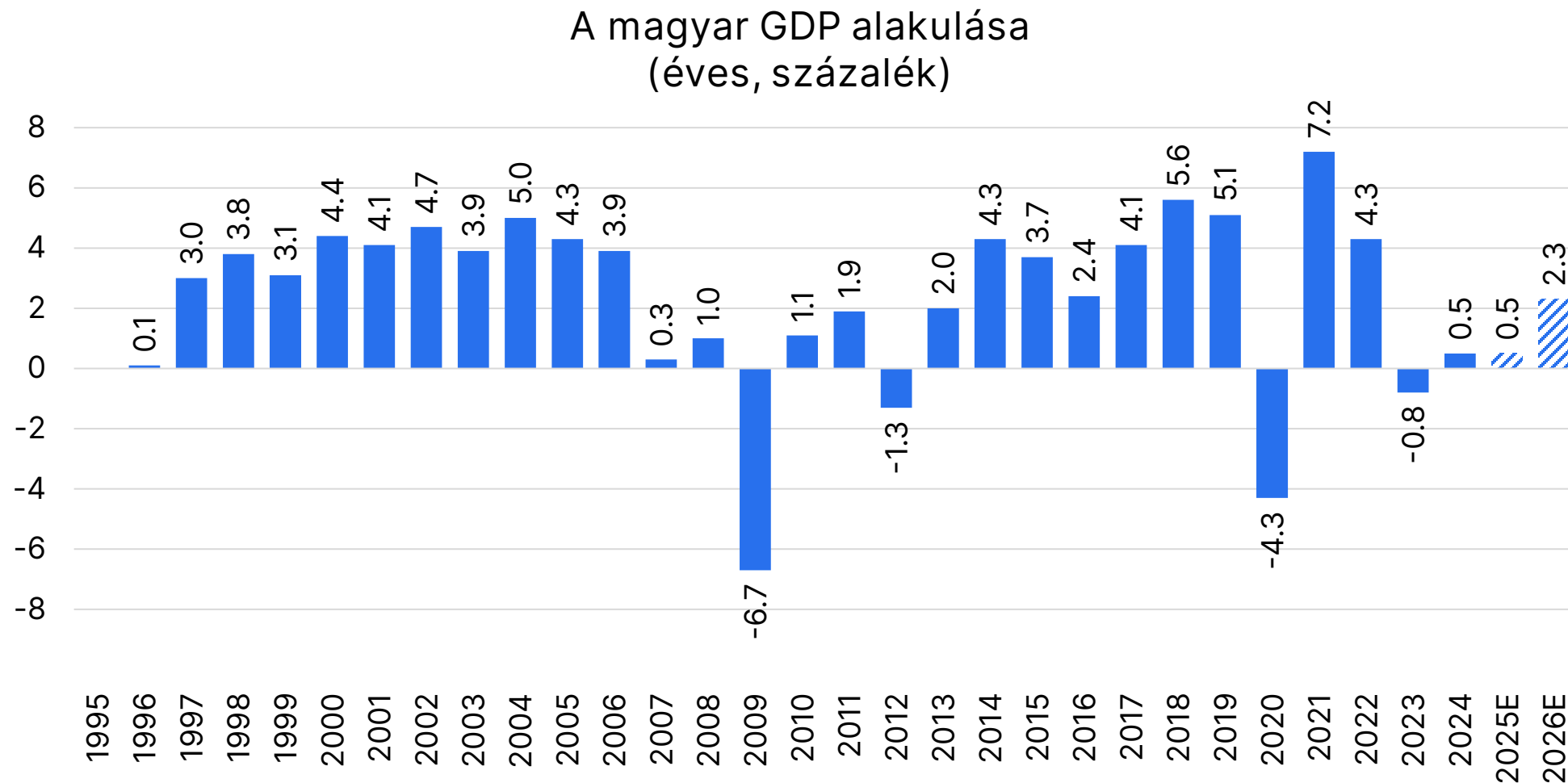
A gazdaság még néhány negyedévig várhatóan gyenge marad, így a Fed szeptemberben és decemberben 25 bázisponttal csökkenti az irányadó kamatlábakat, de a jelenlegi árazások alapján az októberi kamatvágás sem zárható ki.

Az intenzív Fed monetáris enyhítések pedig segíthetik a kötvénypiacot, még a várhatóan tovább emelkedő amerikai államadósság és refinanszírozási igény közepette is.

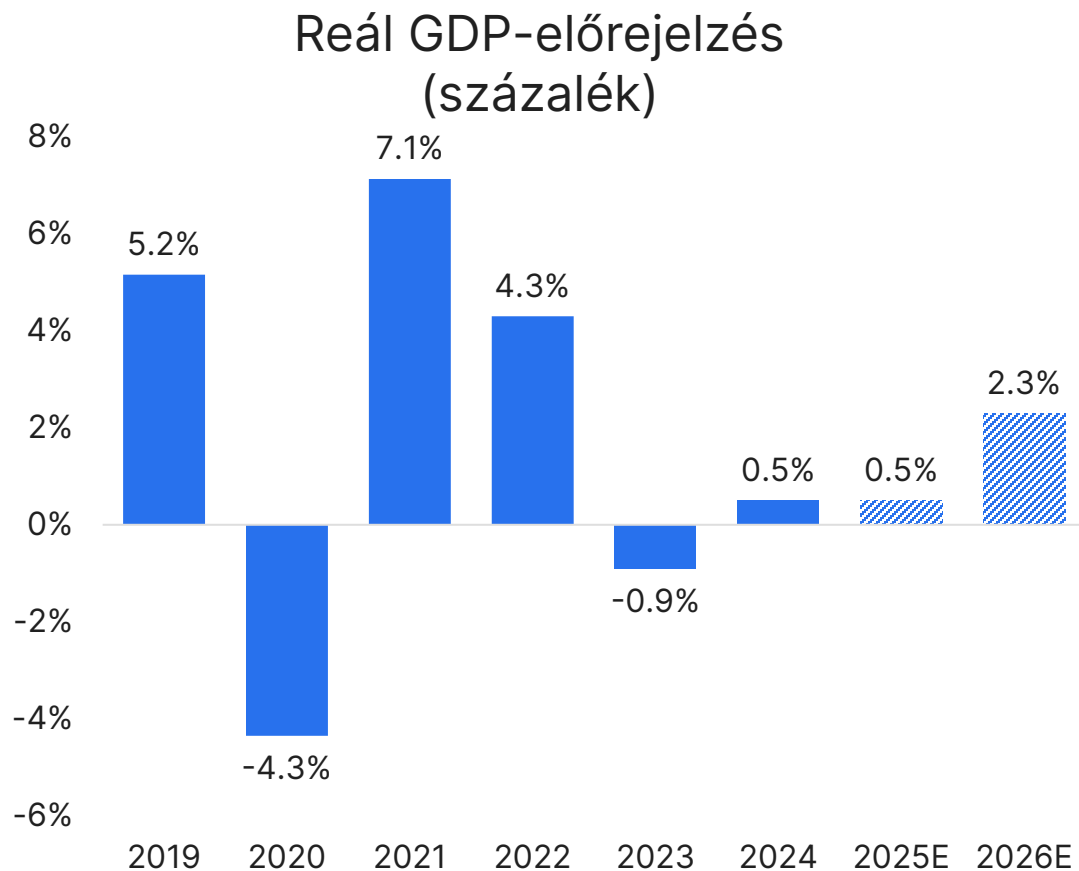


Növekedési kilátások

Az elmúlt évek növekedési teljesítménye tágabb kontextusban



Halvány növekedés javuló negyedéves dinamika mellett



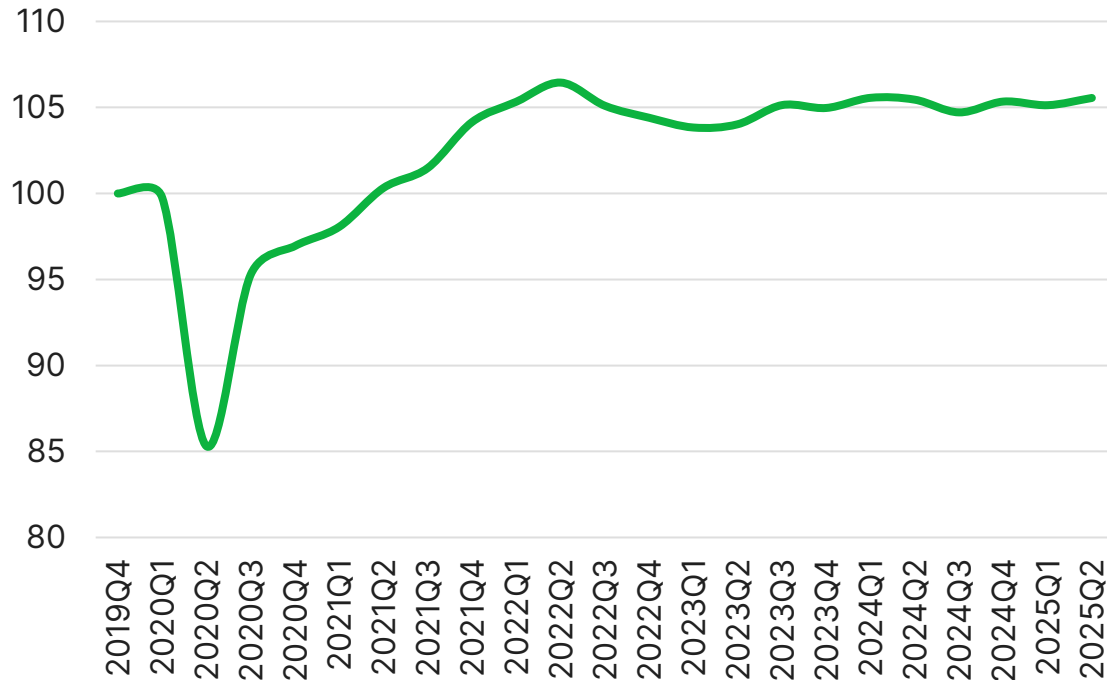
A második negyedévi teljesítmény kedvezőbben alakult, mint arra előzetesen számítani lehetett, ezzel együtt 2025 első felében mutatott dinamika erősen behatárolja, hogy mi jöhet ki az idei esztendőből.

Így kisebb mértékben tovább korrigáltuk lefelé a 2025-ös növekedési előrejelzésünket - a korábbi 0,8 százalékról 0,5 százalékra. Óvatosságra intő egyelőre, hogy az ipar rövid távú kilátásai továbbra sem igazán javulnak, és a nagy beruházások termőre fordulásának időszaka tovább késik. Részből emiatt nőnek a bizonytalanságok a munkaerőpiacon is. Ennek ellenére a háztartások fogyasztásának növekedést támogató szerepe megmaradhat.

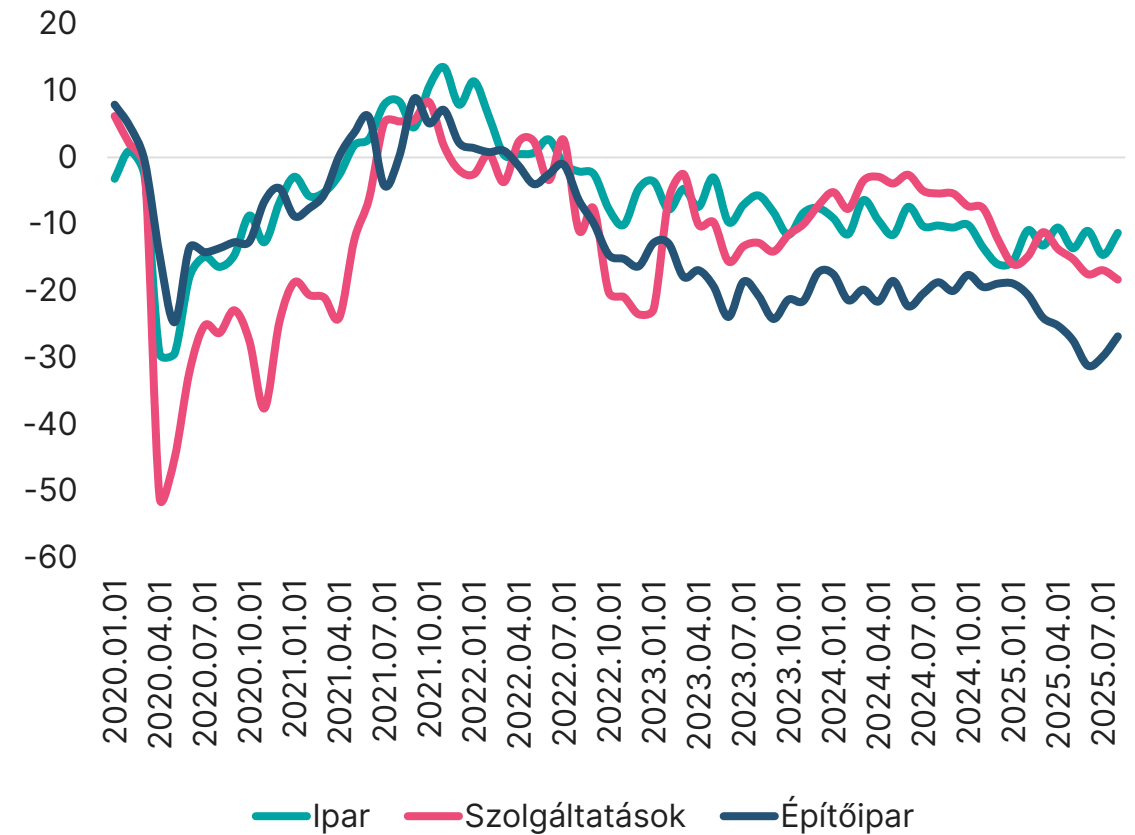
2026-ban az EU és az USA között megszülető vámmegállapodás hatására a vámháború okozta bizonytalansági faktor valamelyest enyhült. Ez párosulva a német gazdaság várt élénkülésével ismét növelheti a magyar exporttermékek iránti külső keresletet, ami lassan a várva várt beruházási fordulatot is elhozhatja.

Az augusztusi javulás a bizalmi indexekben reményt keltő lehet előretekintve

GDP szintje
(2019Q4 = 100)

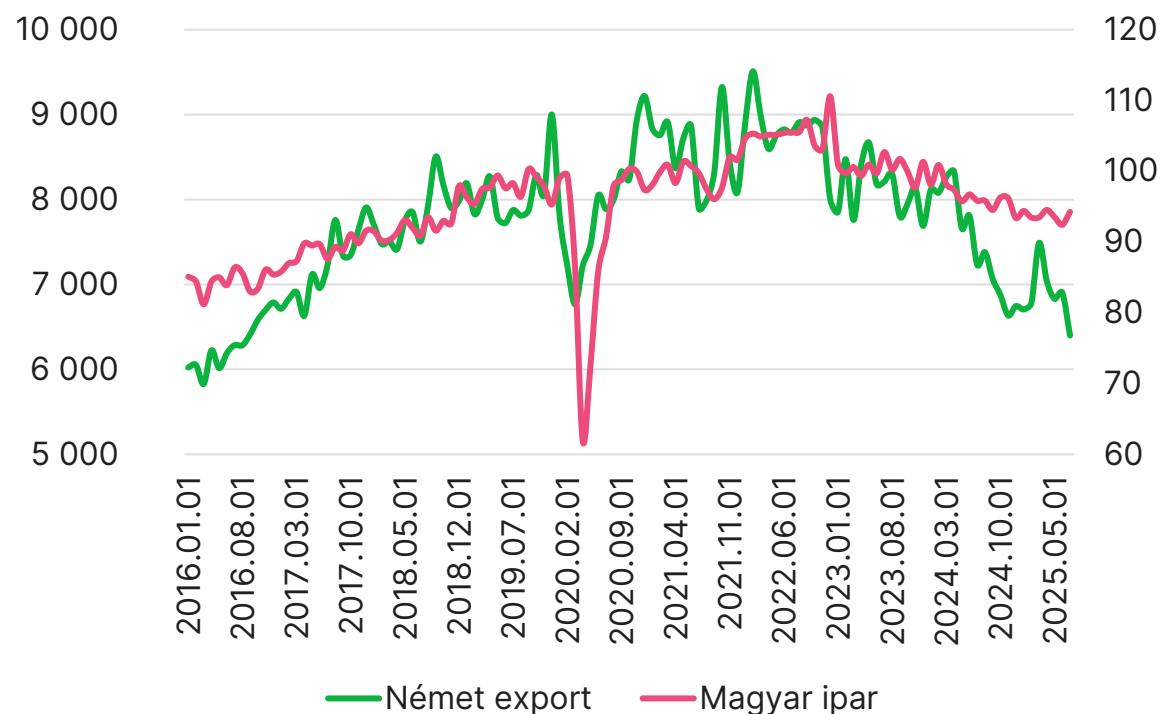


Az ESI üzleti bizalmi indexei

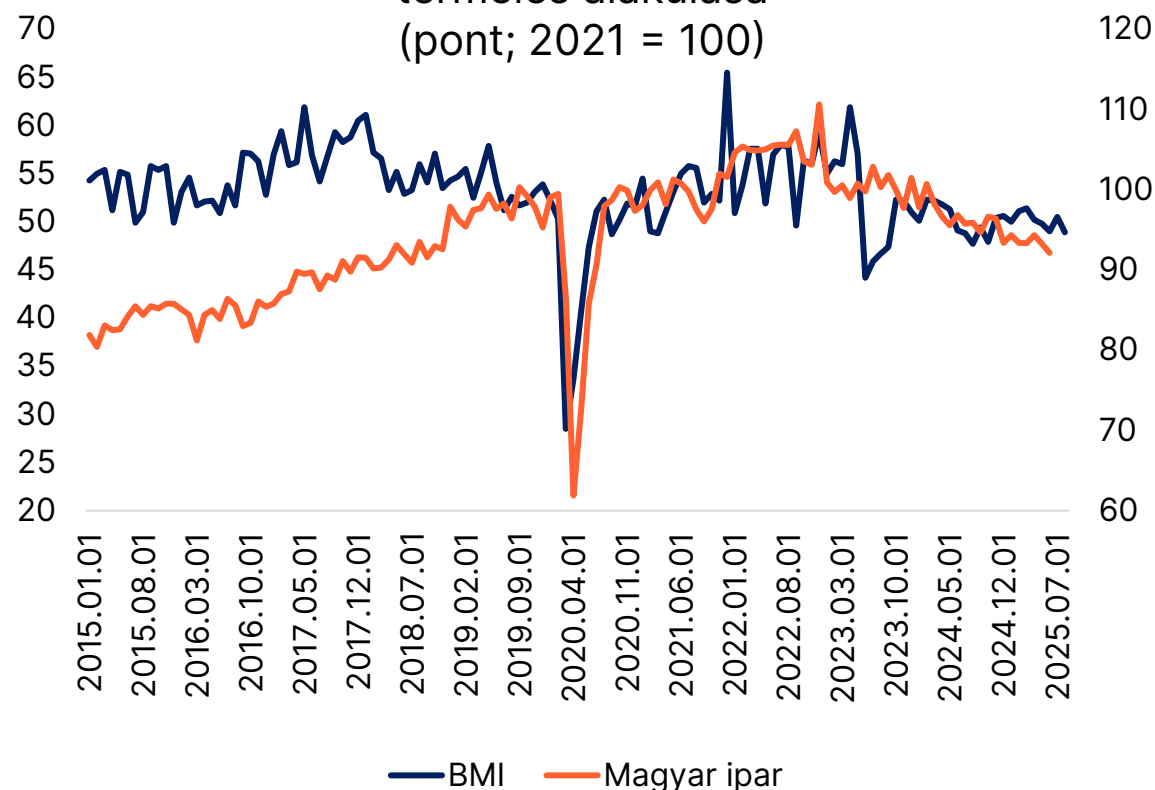


Az iparban továbbra is nagyítóval kell keresni a pozitívumokat, a német exportcikkék keresik a célállomást

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

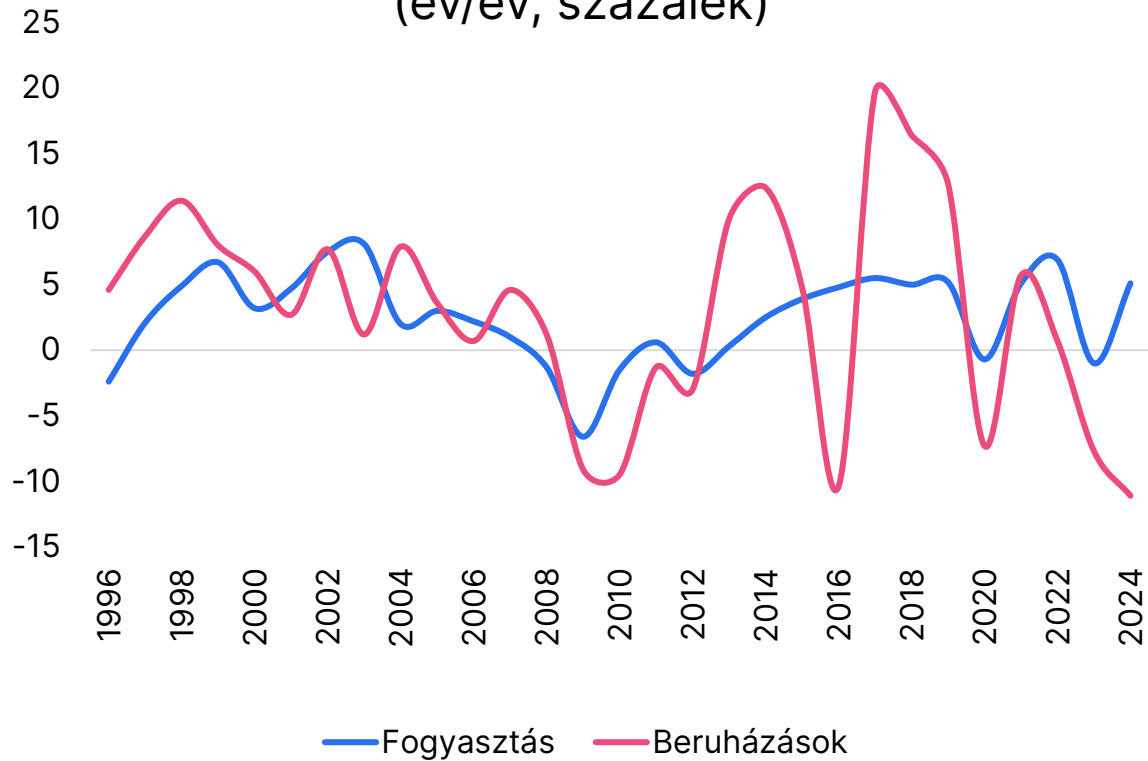


A feldolgozóipari BMI és a hazai ipari termelés alakulása
(pont; 2021 = 100)

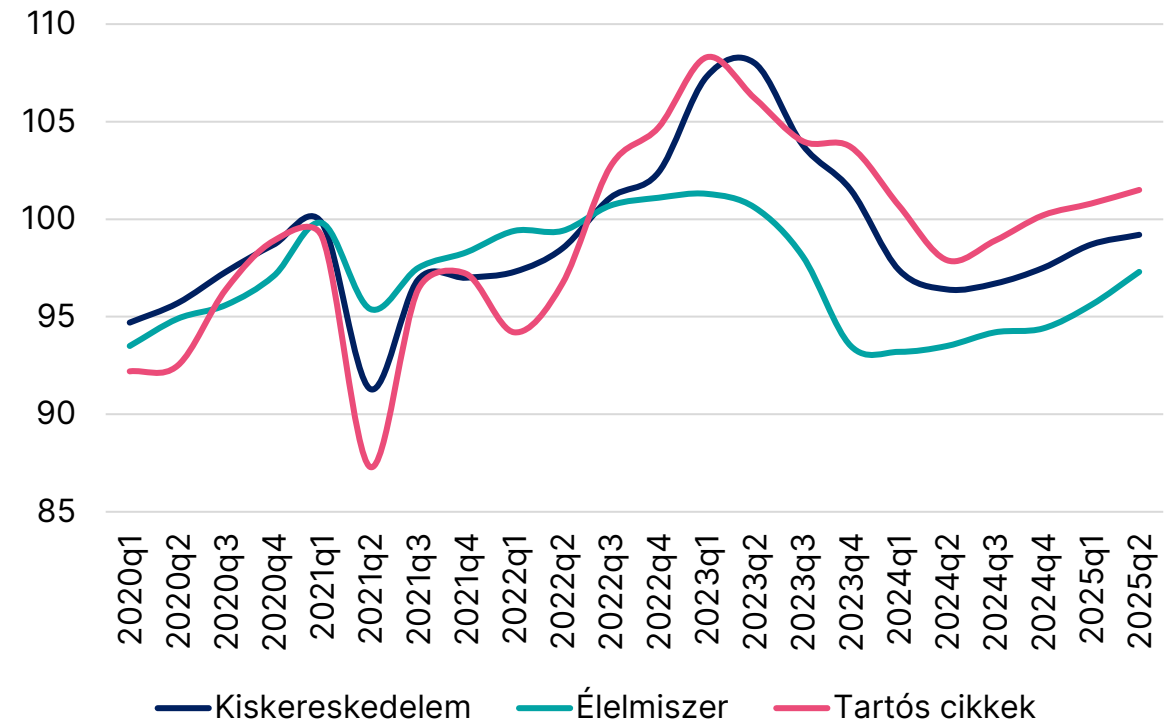


A fogyasztás erős ciklikus pozícióban várja, hogy a beruházások elérjék a padlót

A belső kereslet két fő elemének alakulása
(év/év, százalék)

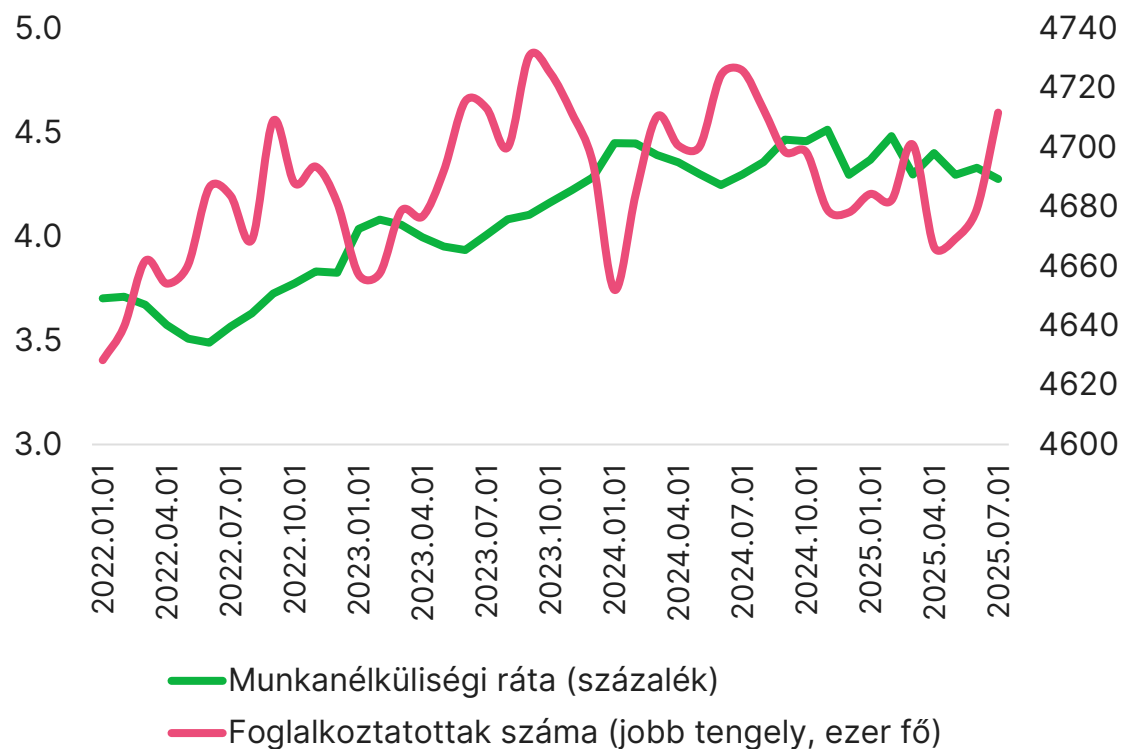


A kiskereskedelmi forgalom főbb csoportjainak dinamikája
(2021 = 100, sca.)

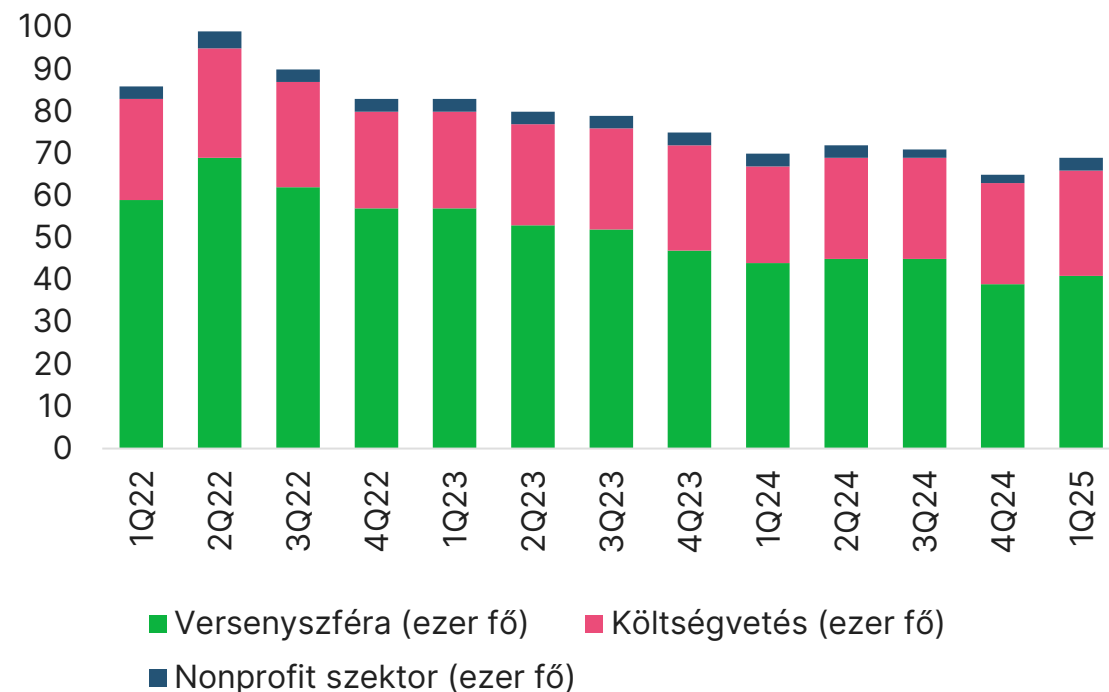


A munkapiac viszonylag stabil - a gazdasági nehézségek ellenére is - de az utóbbi hónapokban enyhült a feszessége

Szűk sávban mozog a munkanélküliségi ráta



Az üres álláshelyek száma egy éve viszonylag stabil

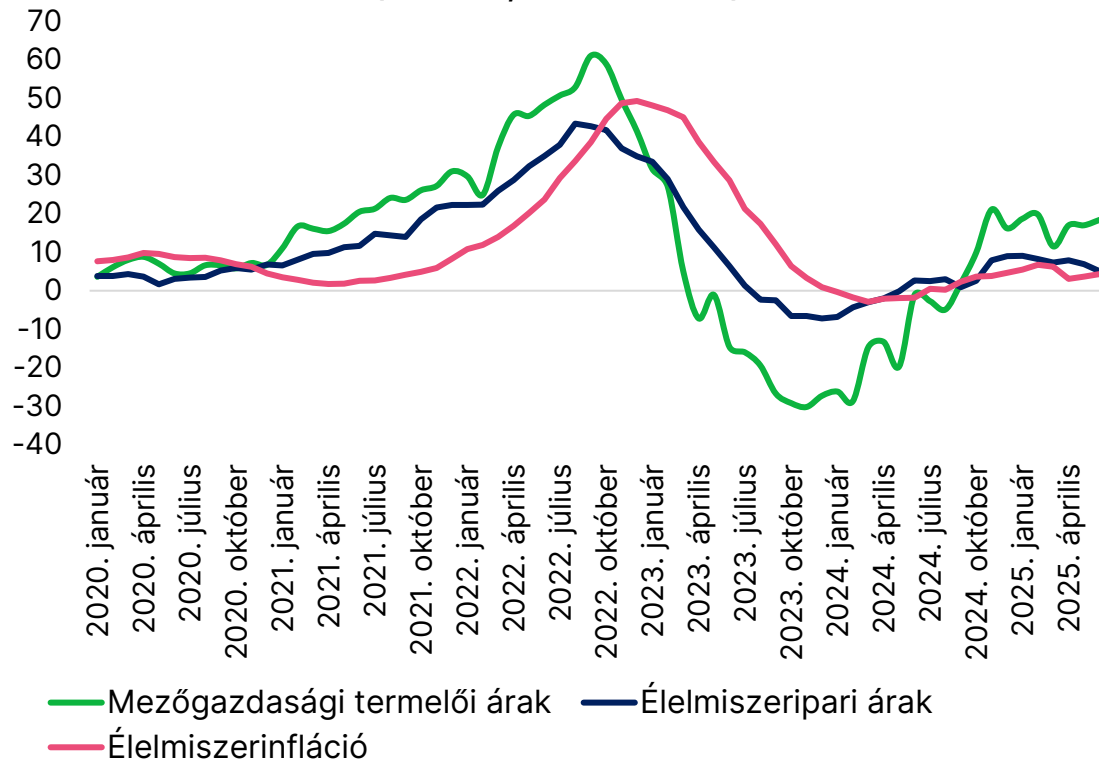




Infláció

A mezőgazdasági árak irányából és a lakossági várakozások felől azonosítható felfelé mutató kockázat

A termelői és fogyasztói árak alakulása
az élelmiszerek értékláncában
(év/év, százalék)



Az árdinamikát rendszerint övezik felfelé és lefelé mutató kockázatok.

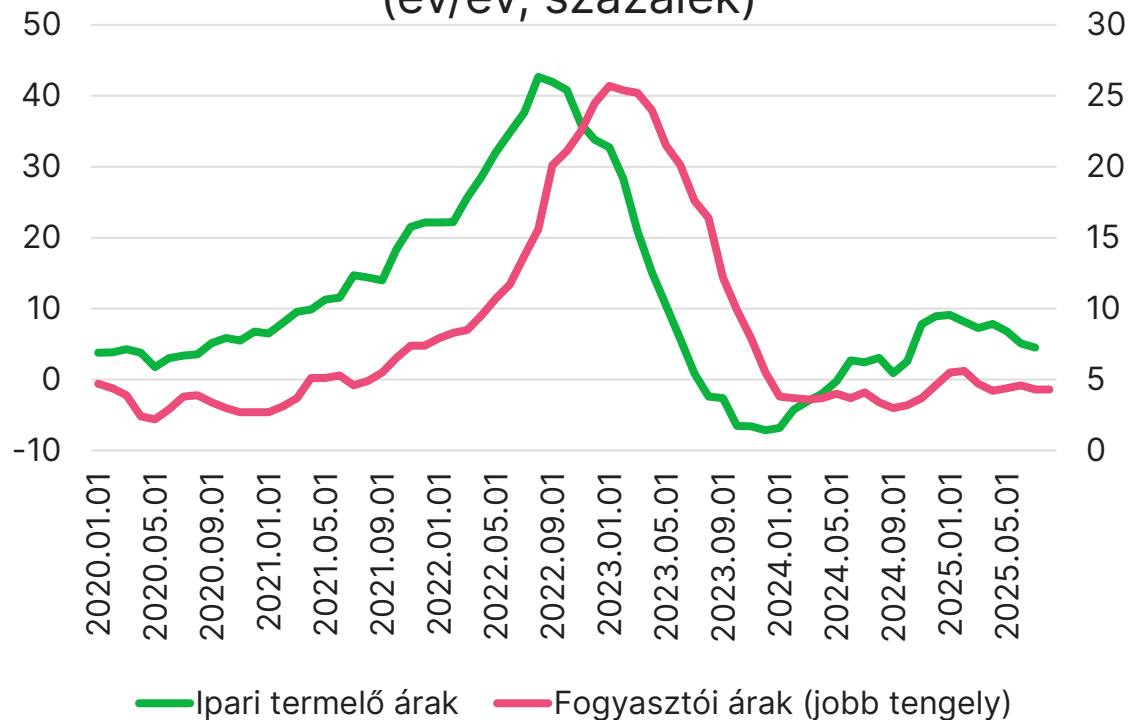
Jelenleg árnyomást, illetve átárazási teret két fontos tényező rajzol ki. Egyfelől a mezőgazdasági termelői árakban láthatunk masszív dinamikát az idei évben, melyet egyrészt a globális élelmiszer- és a hozzá kapcsolódó nyersanyagárak hajtanak, másrészt az idei év hazai időjárása okozta sokk-koktél (fagy, aszály).

Másfelől az év elején valamelyest mérséklődő, de az elmúlt hónapokban rendkívül magas szinten beragadó lakossági inflációs várakozások generálhatnak árkorrekciót.

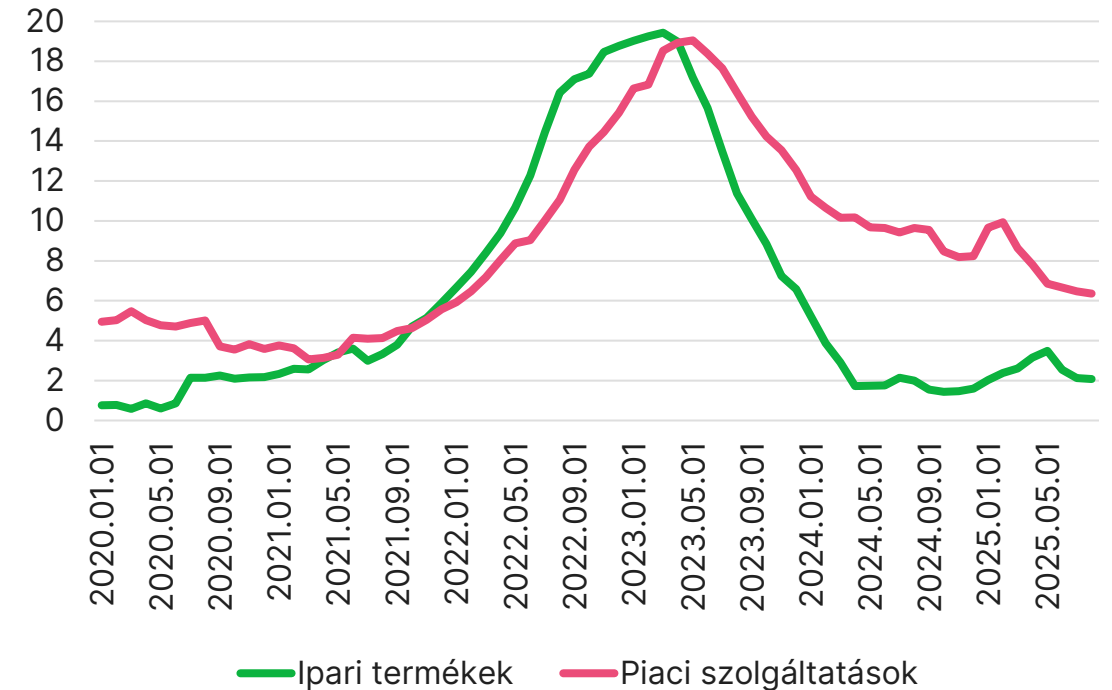
A fogyasztók által várt inflációt az idei év második és a jövő év eleji, választásokhoz kapcsolódó jóléti intézkedések és transzferek is fűthetik.

Apadó kínálati oldali árnyomás és erősebb forint mellett kiegyensúlyozottabbak lehetnek az inflációs kockázatok

Az ipari termelői és fogyasztói árak alakulása
(év/év, százalék)

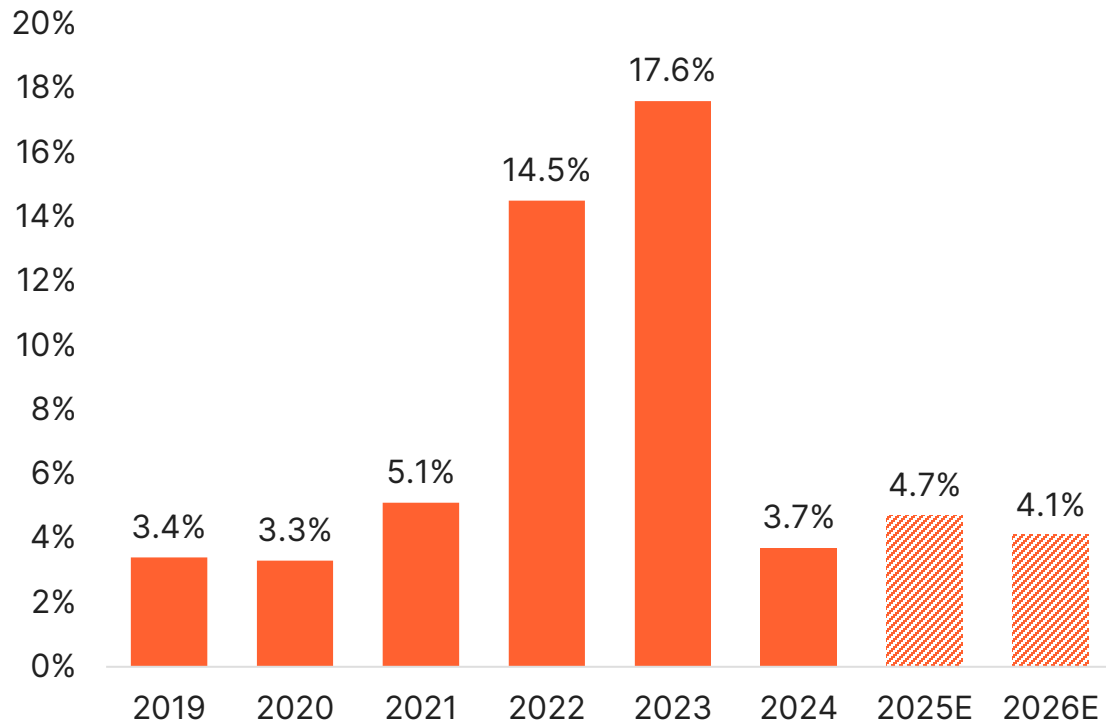


A kvázi külföldi és belföldi infláció alakulása
(év/év, százalék)



Várhatóan 2026-ban sem tud tartósan a célsávban stabilizálódni az infláció

Éves átlagos inflációs előrejelzésünk
(százalék)



Az árrésstopok rövid távon viszonylag sikeresen fékeztek még az inflációt.

Az év eleji 5 százalék feletti éves inflációs mutatók után a ráta az elmúlt hónapokban valamivel 4 százalék felett mozgott.

Rövid távon az inflációs kockázatok némileg kiegyensúlyozottabbá váltak, hiszen a forint viszonylag erős szinten bekövetkezett mostani stabilitása és a kínálat oldali árnyomás csökkenése dezinflációs hatású lehet.

A magas szinten beragadt inflációs várakozások és az élelmiszerárak azonban inkább a felfelé mutató inflációs kockázatokat erősítik.

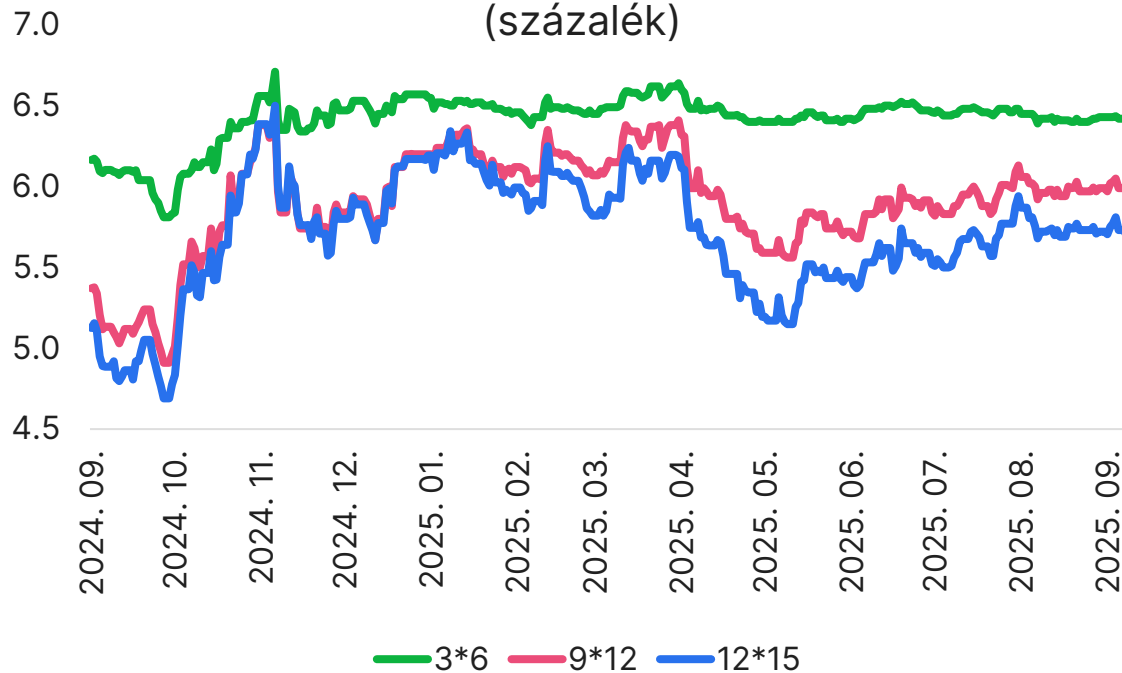
Mivel az árrésstopok kivezetésének időpontját nem tudjuk, ez egy jelentős előrejelzési bizonytalanságot jelent. Mindenesetre az esetleges 2026-os kivezetés okozta egyszeri hatás miatt valószínűsíthető, hogy jövőre sem tud tartósan a célsávban maradni az éves infláció. Ezt 2027-től valószínűsítjük inkább.



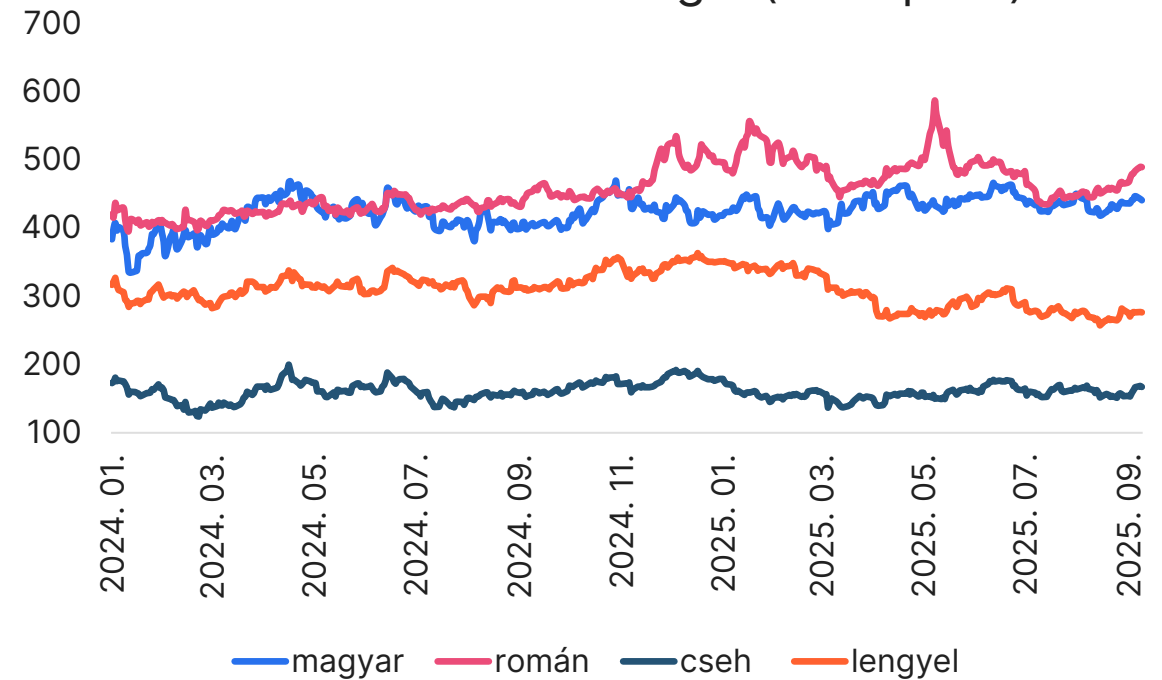
Monetáris politika, kamatok,
hozamok

Továbbra sincs változás a monetáris politikában, a piac kamatcsökkentési várakozásai is visszafogottabbak. A hosszú hozamok és spread-ek magas szinten ragadtak, a hozamgörbe meredeksége nőtt

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



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

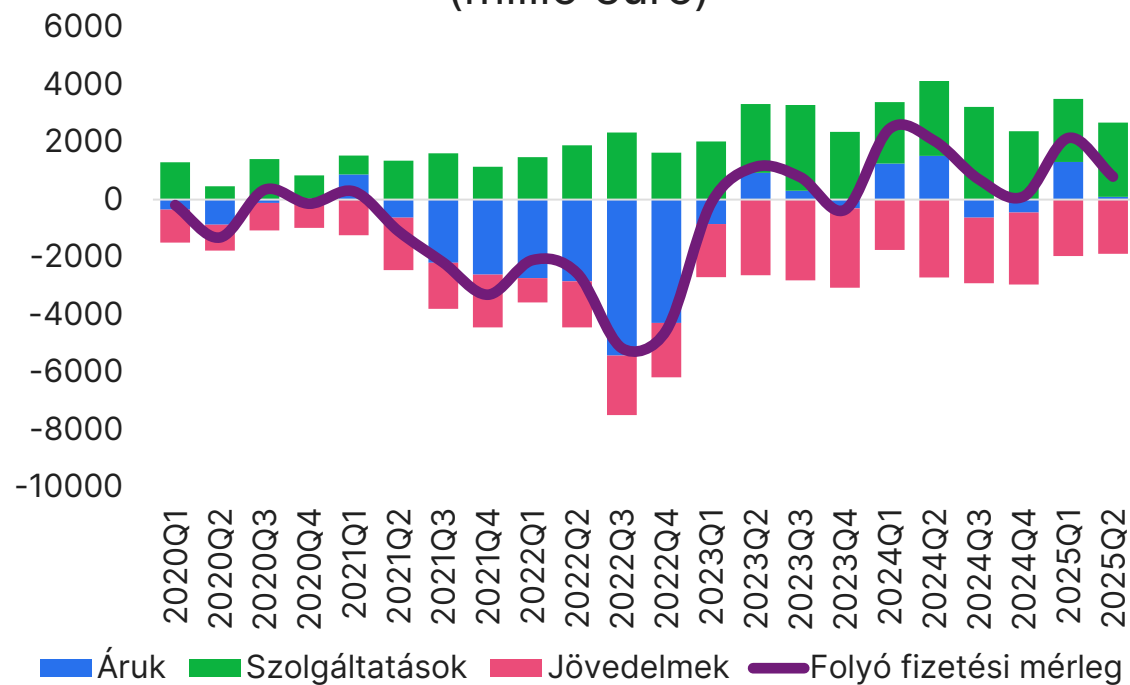




Egyensúlyi folyamatok

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

A folyó fizetési mérleg komponensei (millió euró)



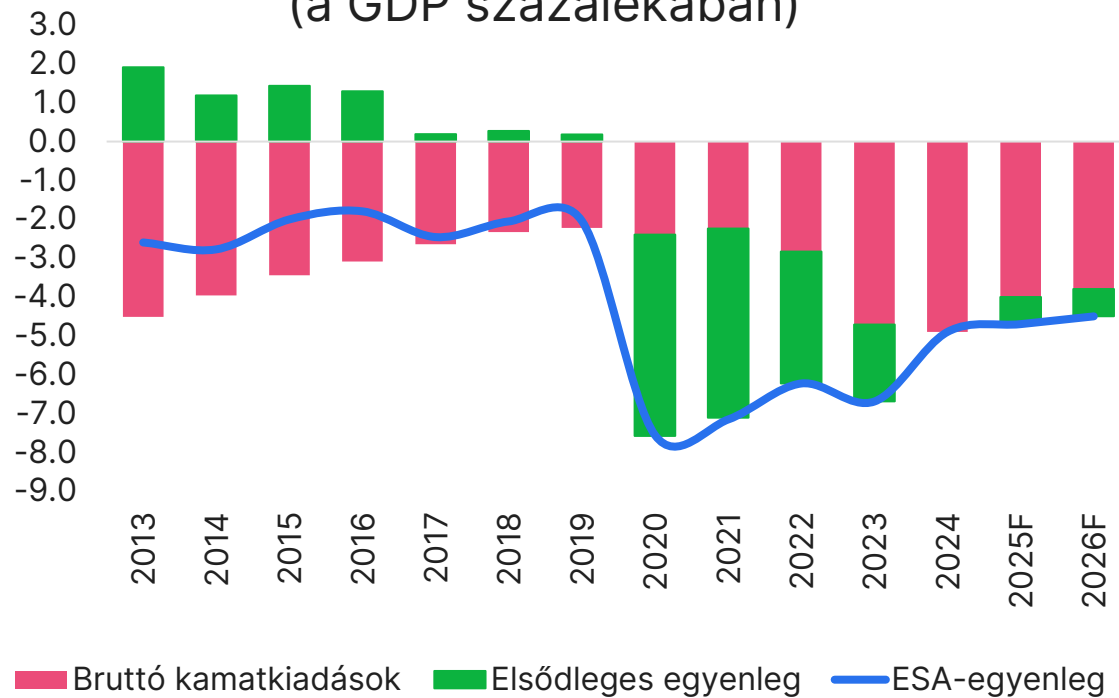
*2025Q2-es adat az előzetesen közölt havi egyenlegek összessége

Az árukülkereskedelem szintje (2021 = 100)

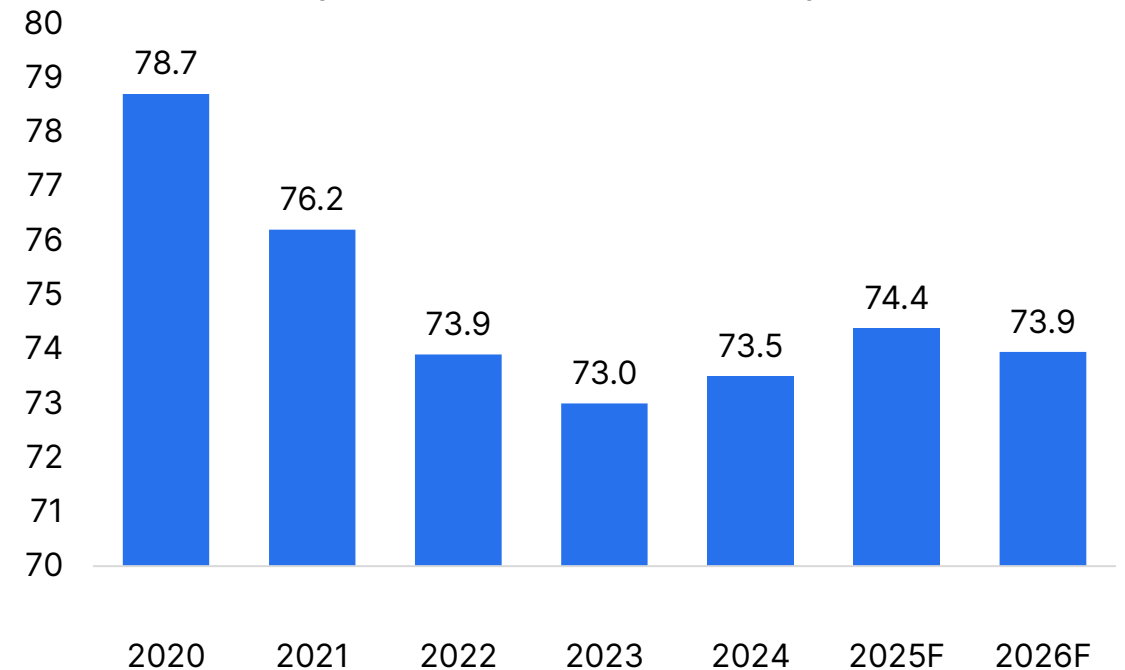


2024-ben az elsődleges egyenleg szintjén jelentős kiigazítás történt; 2025-ben és 2026-ban ismét nőhet az elsődleges hiány

Az államháztartás egyenlege
(a GDP százalékában)



Az államadósság alakulása
(a GDP százalékában)



Az utolsó negyedévben ismét jönnek a hitelminősítők, elsőként az S&P

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

Pozitív
Stabil
Negatív

Bóvli

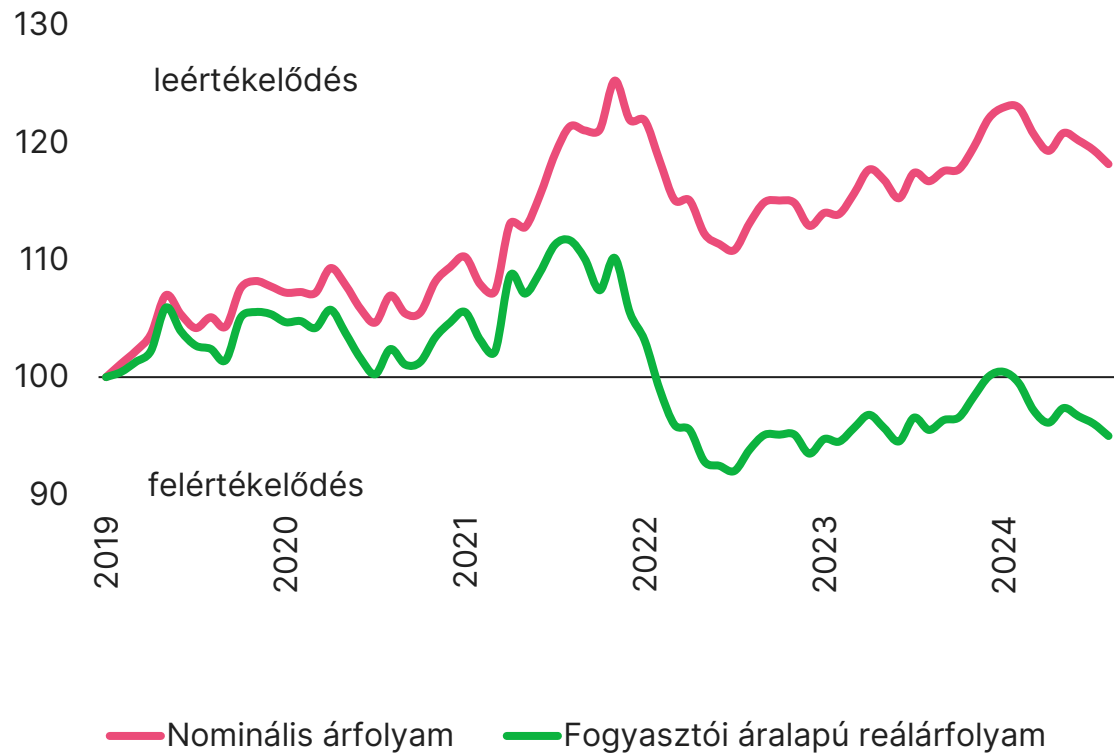
	1. felülvizsgálat	2. felülvizsgálat
Standard and Poor's	április 11.	október 10.
Moody's	május 30.	november 28.
Fitch	június 6.	december 5.



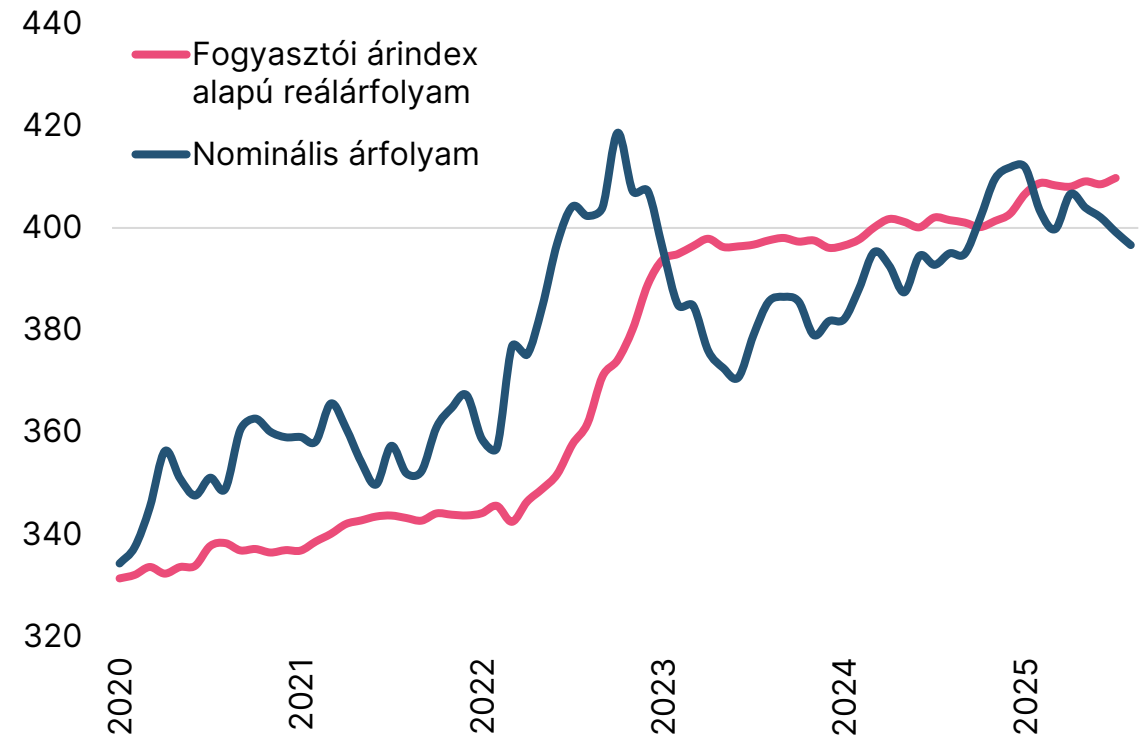
Árfolyam

A fogyasztói áralapú reálárfolyam alapján kissé felülértékeltté vált a magyar deviza

A nominális és a reálárfolyam alakulása 2019 végi bázison

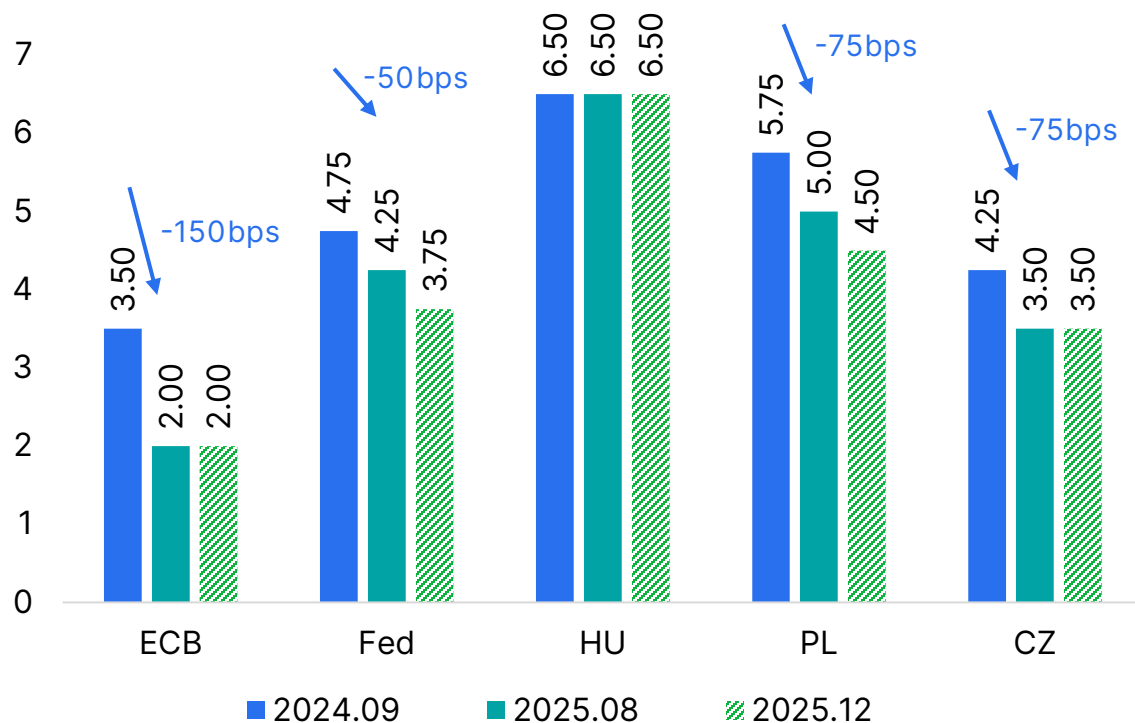


Forint egyensúlyi árfolyama relatív vásárlóerőpírtás alapján



A korábban vártnál lassabban gyengülhet a magyar deviza

Kamatváltozások
(a piaci árazások alapján, százalékpontban)



EURHUF árfolyam
(tényadatok és előrejelzés)



Összefoglaló táblázat

Fontosabb előrejelzéseink:

	2023	2024	2025E	2026E
GDP (év/év, százalék)	-0,8	0,5	0,5	2,3
Háztartások fogyasztása (év/év, százalék)	-0,3	3,5	3,8	4,1
Beruházások (év/év, százalék)	-7,7	-11,1	-6,0	2,5
Infláció (év/év, százalék)	17,6	3,7	4,7	4,1
Munkanélküliség (százalék)	4,1	4,4	4,3	4,1
3 hónapos BUBOR kamat (százalék, év vége)	9,96	6,50	6,20	5,45
10 éves államkötvény hozam (százalék, év vége)	5,86	6,55	6,80	6,46
Államháztartási egyenleg (GDP százaléká)	-6,7	-4,9	-4,7	-4,5
Államadósság (GDP százaléká)	73,0	73,5	74,4	73,9
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP százaléká)	0,3	2,2	1,7	1,6
EURHUF (év vége)	382,8	410,1	405,0	410,0



Nyeste Orsolya
vezető makrogazdasági elemző

orsolya.nyeste@erstebank.hu



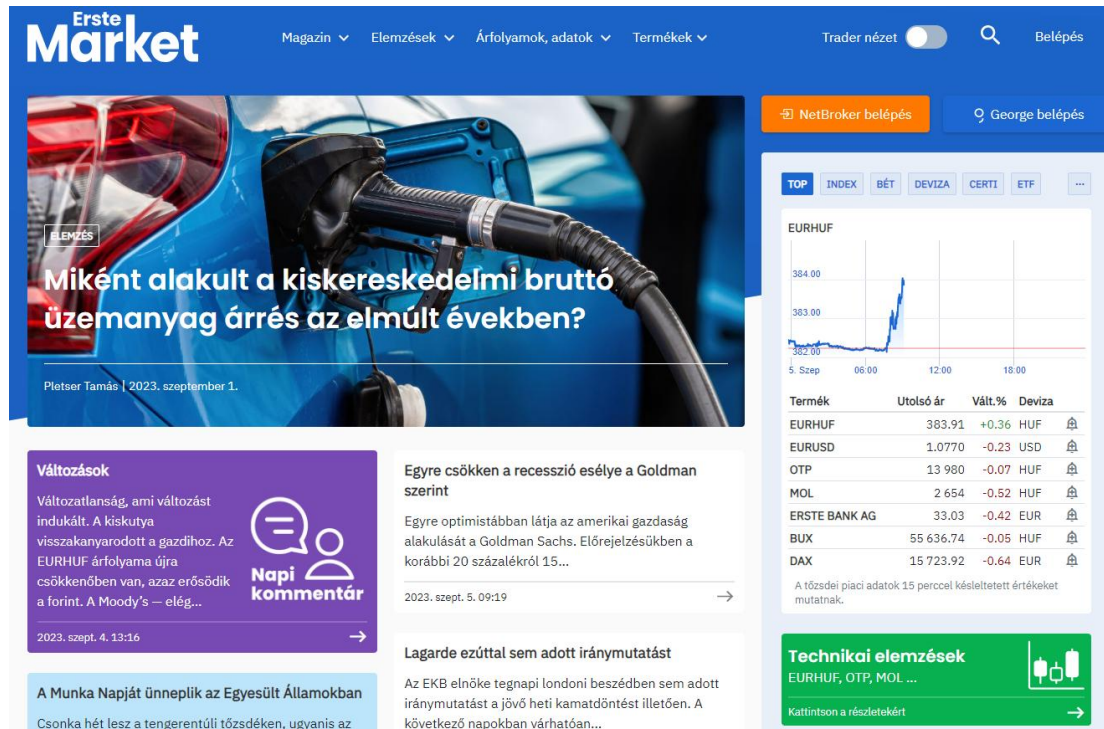
Nagy János
makrogazdasági elemző

janos.nagy@erstebank.hu



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

Böngészőn:



Mobil applikáción:



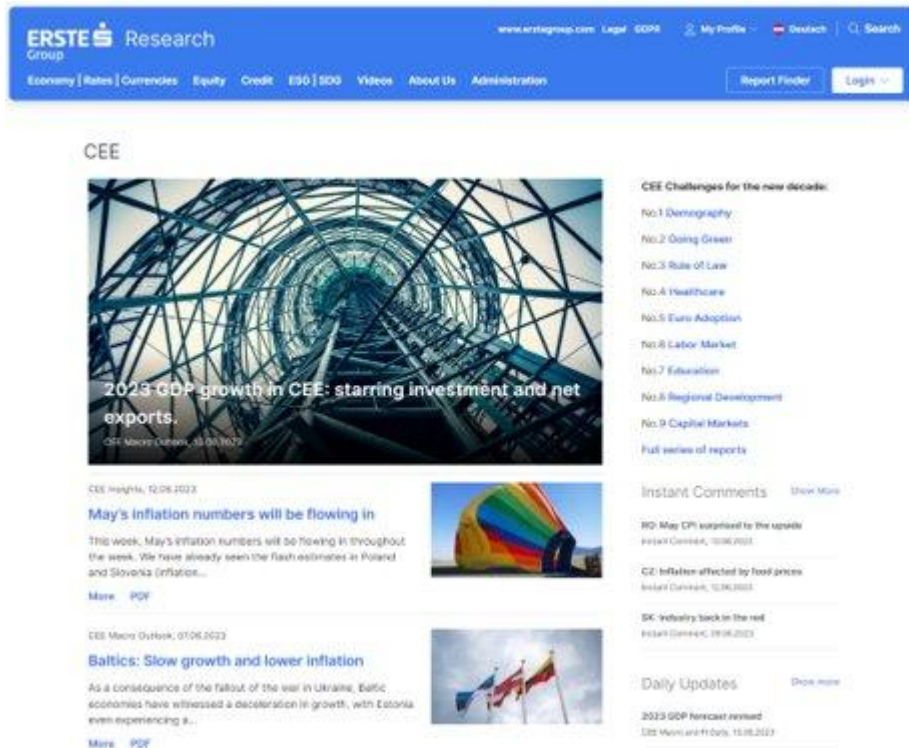
QR kód:



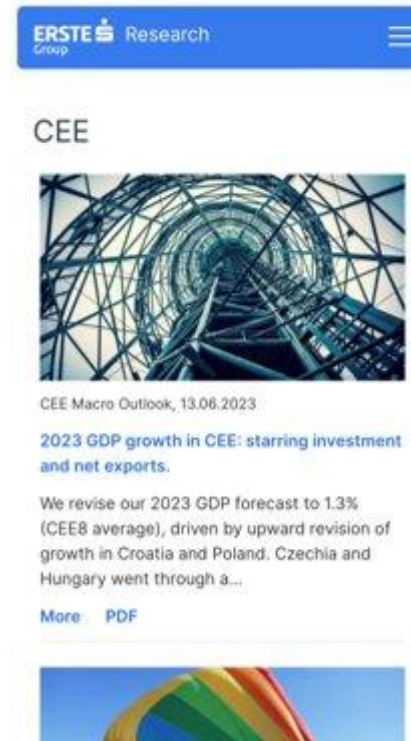
Keresse fel oldalunkat:
erstemarket.hu

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.”