

Pénz- és Tőkepiacok

ERSTE

Kötött pályán

Makrogazdasági kitekintő

2025. november

For the exclusive use of Annamaria SZOCS (Erste Group)

Összefoglaló

Az USA Fed-je szeptemberben is és októberben is 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre. Az irányadó kamatszint ezzel a 3,75-4 százalékos sávba került. Az októberi kamatdöntés nagy meglepetése Powell Fed elnök jelzése volt, ami szerint egyáltalán nem kőbe vésett a decemberi újabb kamatvágás. A szigorúbb hangvétel nagy szerepet játszott a várt kamatcsökkentések egy részének kiárazódásában.

Az óvatosságban szerepe lehet az információhiánynak is: az eddigi leghosszabb, 43 napig tartó kormányzati leállás miatt az utóbbi hetekben alig volt elérhető adat arról, ami segített volna annak értelmezésében, hogy milyen állapotban van az USA gazdasága.

Az euróövezet harmadik negyedéves teljesítménye pozitív meglepetést hozott, 0,2 százalékos negyedéves és 1,4 százalékos éves növekedéssel. Eközben az infláció stabilizálódott a 2 százalékos jegybanki célon. Az EKB júniusban az irányadó betéti ráta 2 százalékra csökkentésével egyelőre befejezte a kamatcsökkentési ciklusát. A további kamatdöntések adatvezéreltek maradnak.

Magyarországon a harmadik negyedéves gazdasági teljesítmény - negyedéves szinten stagnálás, éves összehasonlításban pedig 0,6 százalékos növekedés - ismeretében kisebb mértékben tovább korrigáltuk lefelé a 2025-ös növekedési előrejelzésünket.

A korábbi 0,5 százalék helyett így már csak 0,2 százalékos éves GDP növekedést várunk az idénre. Az ipar kilátásai csak nagyon lassan javulnak, és a korábbi nagy beruházások termőre fordulásának időszaka késik. A háztartások fogyasztásának növekedést támogató szerepe azonban megmaradhat, és ez elkövetkező negyedévekben – a reálbérek növekedése és a kormányzati jóléti intézkedések nyomán – akár erősödhet is.

Összefoglaló

2026-ra 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 lassan a várva várt beruházási fordulatot is elhozhatja. A bizonytalanságok azonban nem tűntek el teljesen, illetve az idei évi technikai áthúzó hatás is gyenge lesz. Így előrejelzésünket a 2026-os éves növekedésre 2 százalékra mérsékeltek.

Az év során a magyar inflációs folyamatok valamelyest javultak, a csökkenő termelői árak és az erősebb forint nyomán. Emellett az árkorlátozó intézkedések is jelentős inflációmérséklő hatást fejtettek ki. Ugyanakkor az inflációs alapfolyamatok erősek, amit jól tükröz a piaci szolgáltatások inflációja és a magas szinten lévő inflációs várakozások is.

A monetáris politikában egyértelműen eldőlt, hogy dacára a nagy jegybankok és némely régiós jegybank kamatcsökkentéseinek, nálunk marad a stabilitásorientált megközelítés. Bár az infláció legkésőbb idén decemberben már a célsávban lesz, az MNB-t szemmel láthatóan aggasztja az adminisztratív korlátozások által most elfojtott infláció későbbi esetleges megjelenése, valamint az emelkedett inflációs várakozások. Az infláció fenntartható elérése pedig a továbbra is szigorú monetáris kondíciók, a pozitív reálkamat biztosításával érhető el a jegybank szerint. Emellett kulcsfontosságú a deviza stabilitása, mivel az árfolyamváltozások fogyasztói árakba való begyűrűzése érdemben erősödött. A fentiek alapján kamatcsökkentésekre csak 2026 vége felé látunk esélyt.

A magas – és várhatóan tovább emelkedő – forint javára szóló kamatkülönbözet átírta az árfolyamvárakozásokat is. Az idei évi eddigi mintegy 7 százalékos nominális felértékelődés után a forint tartósan is erős maradhat, és 2026-ban a mostani szintek körül stabilizálódhat. Pontbecslésünk az EURHUF árfolyamra mindkét év végére 385.

Tartalom

Nemzetközi környezet

Hazai konjunktúra kilátások

Hazai inflációs kilátások

Monetáris politika

Egyensúlyi folyamatok

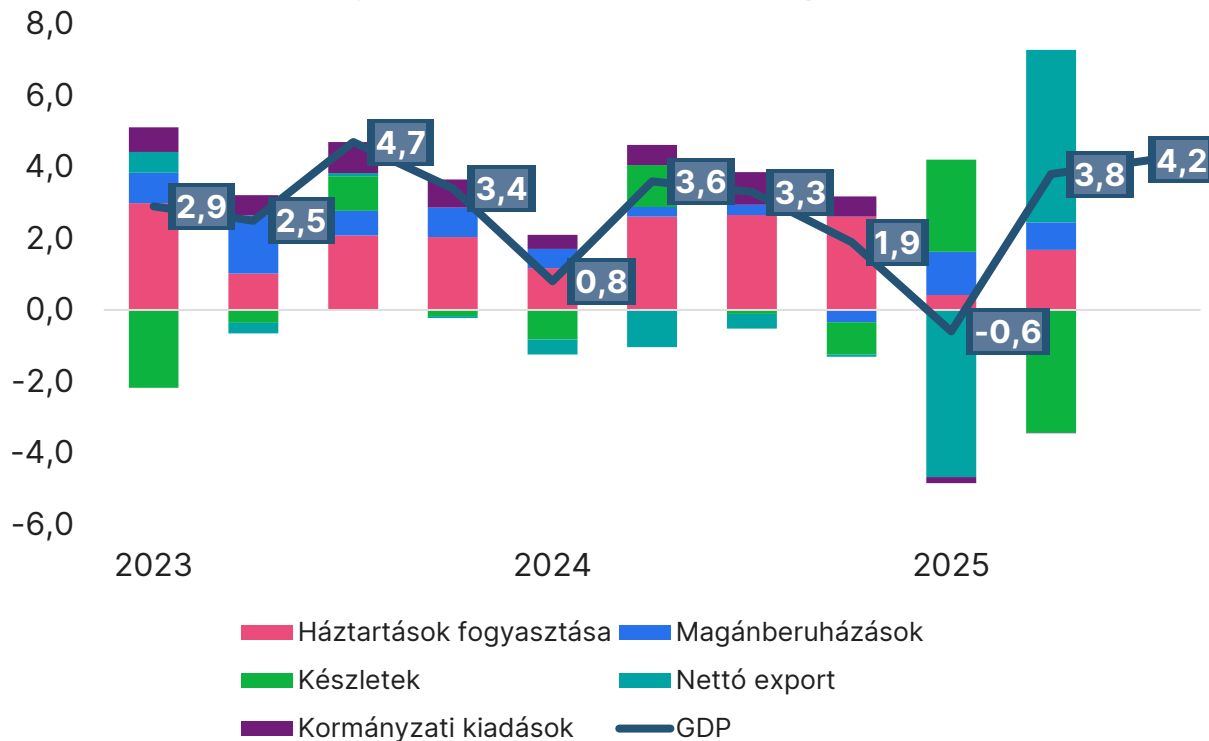
Árfolyam



Nemzetközi környezet

USA: gyorsulhatott a gazdaság a harmadik negyedévben

Az USA GDP-je és a növekedési hozzájárulások (százalékpont)



Az elmúlt hetekben minden idők leghosszabb kormányzati leállásának köszönhetően alig látunk adatokat az USA gazdaságáról.

A harmadik negyedéves GDP adatok sem érkeztek még meg, az Atlanta Fed GDPNow modellje szerint azonban gyorsulhatott a gazdaság a harmadik negyedévben.

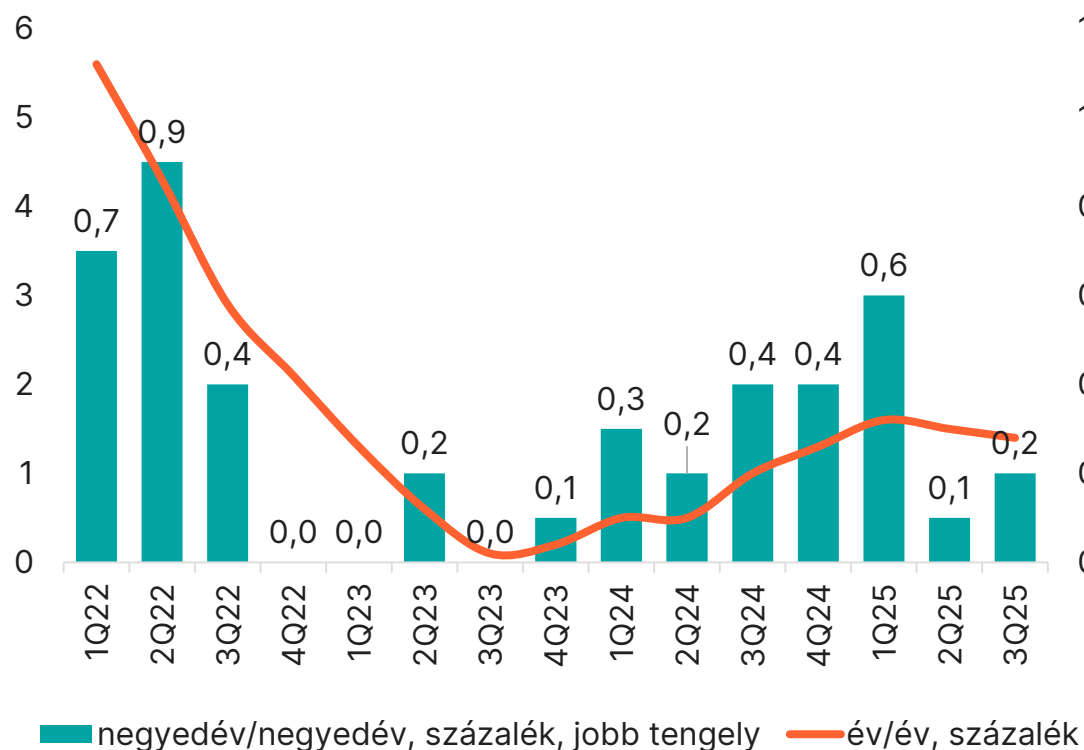
Összességében azonban az idei év 2024-hez képest jelentős növekedés-lassulást hozott, ami főként az új amerikai vámrendszer okozta bizonytalanságoknak és terheknek tudható be.

A munkaerőpiaci helyzetkép vegyes. Bár a legfrissebb elérhető szeptemberi átfogó munkapiaci adatok szerint a mezőgazdasági szektoron kívül foglalkoztatottak száma a vártnál nagyobb mértékben bővült, a munkanélküliségi ráta enyhén emelkedik és a foglalkoztatás növekedése lassul.

A gazdasági kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság jelenleg kifejezetten magas a tengerentúlon.

Az eurózóna eddig ellenállt a vámháborúnak

Az Eurózóna éves és negyedéves növekedésének alakulása



Az euróövezet gazdasági teljesítménye a harmadik negyedévben mérsékelten gyorsult, a GDP növekedési üteme 0,2 százalékos volt negyedéves alapon.

Az egyes országok továbbra is eltérő teljesítményt mutattak: Franciaország gazdasága a várakozásokat meghaladóan bővült, illetve Spanyolország is átlag feletti dinamikát mutatott.

Ezzel szemben Németország gazdasága stagnált, miután az ipar teljesítménye gyenge maradt.

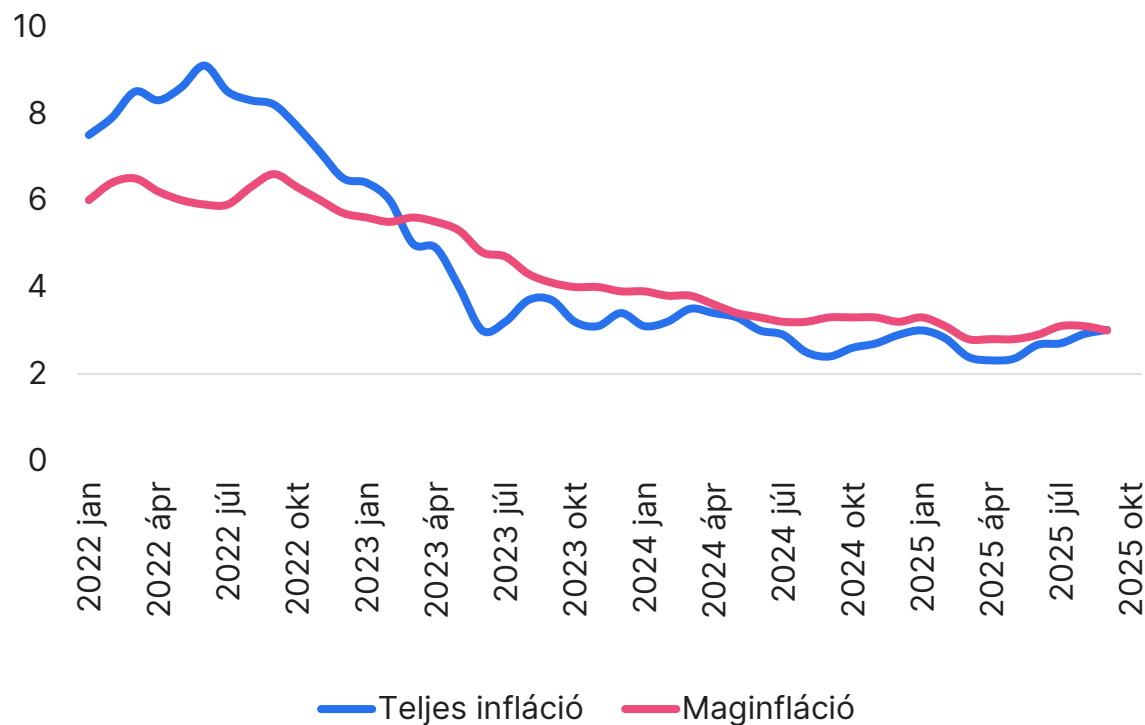
A negyedik negyedévben mérsékelt növekedés várható az euróövezetben, amit a szolgáltatások stabil kereslete és az alacsonyabb infláció támogat, ugyanakkor a geopolitikai kockázatok és a viszonylag szigorú monetáris kondíciók korlátozó tényezők maradnak.

2026-ban Németország gazdasága várhatóan profitálni fog a tavasszal bejelentett, a hadsereg és az infrastruktúra fejlesztésére pénzügyi forrásokat biztosító fiskális támogató csomagtól, ami segítheti a beruházásokat.

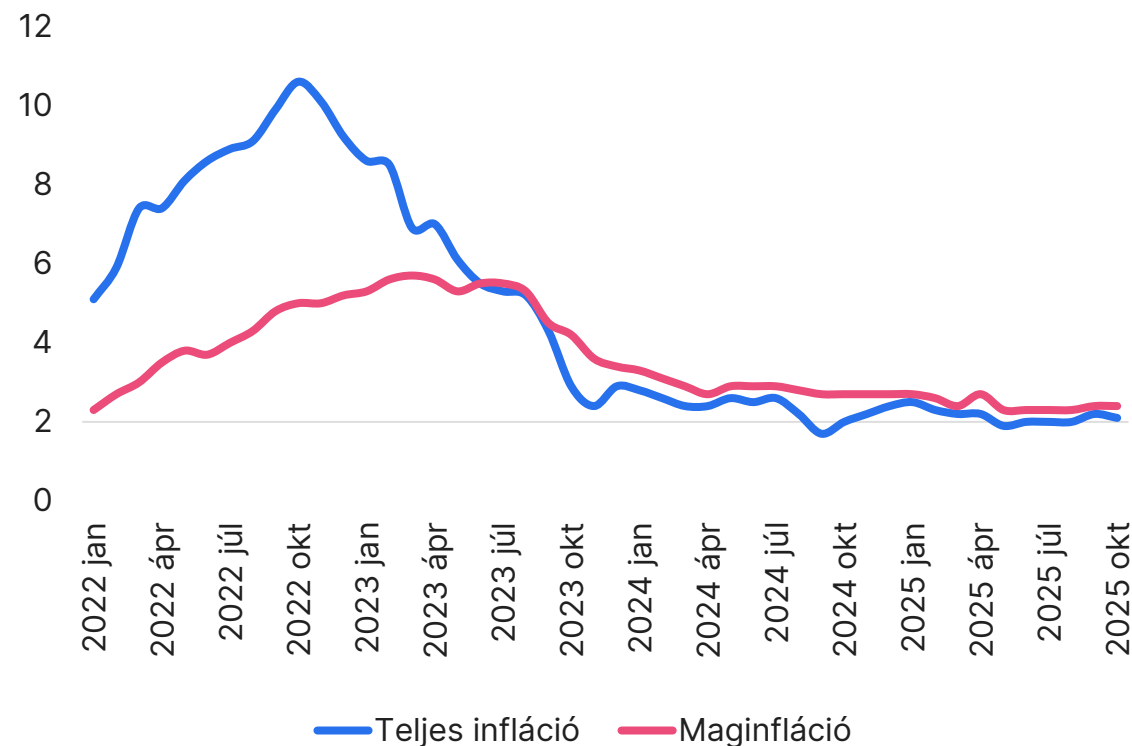
Az eltelt hónapok azonban megmutatták, hogy mélyebb strukturális reformok nélkül nehéz lesz a német gazdaságnak látványosabb gyorsulást felmutatnia középtávon.

Az USA-ban cél felett, a valutaövezetben viszont 2 százalékon látszik stabilizálódni az infláció

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

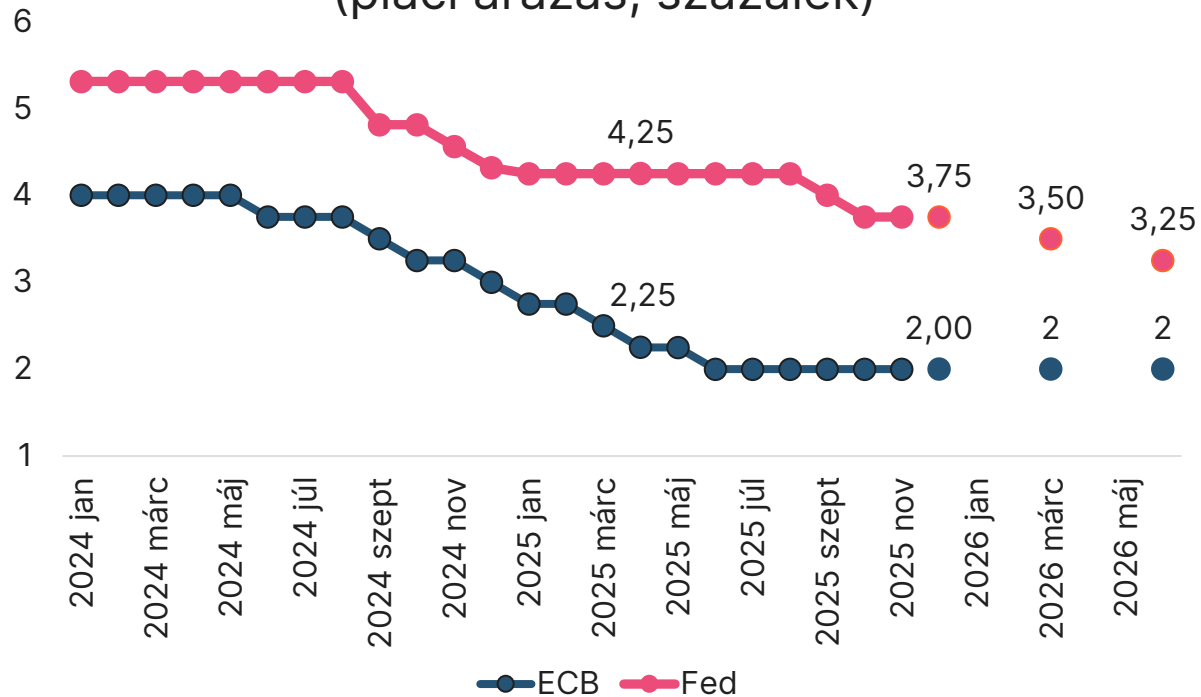


A fogyasztói infláció alakulása az Eurózában (százalék, év/év)

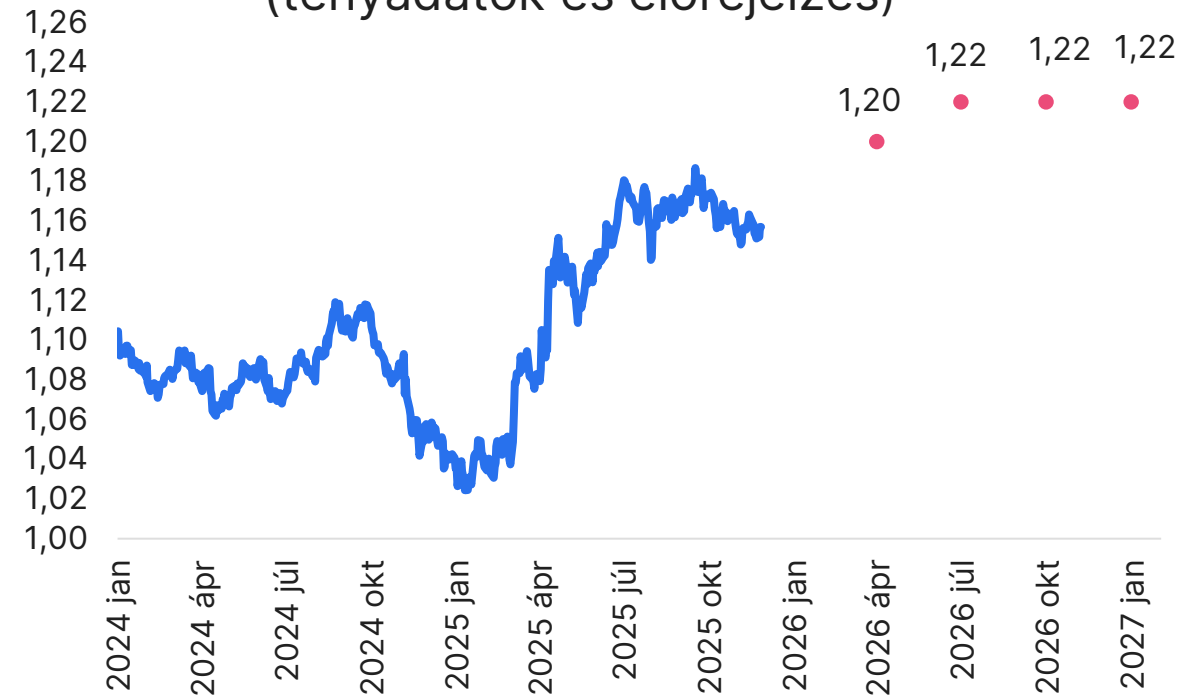


Az EKB már kicsi eséllyel csökkenti tovább a kamatokat, ugyanakkor a tengerentúlon még várhat ránk néhány vágás

A vezető jegybankok várható kamatpályája
(piaci árazás, százalék)

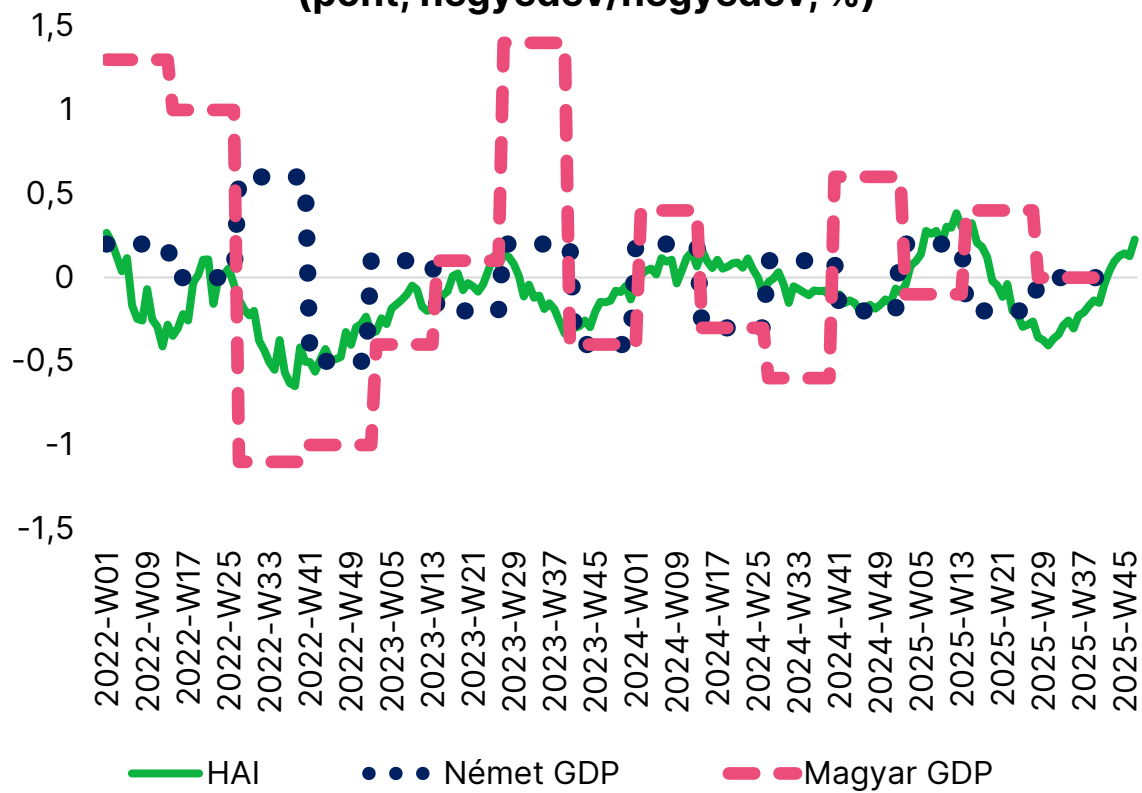


EURUSD árfolyam
(tényadatok és előrejelzés)

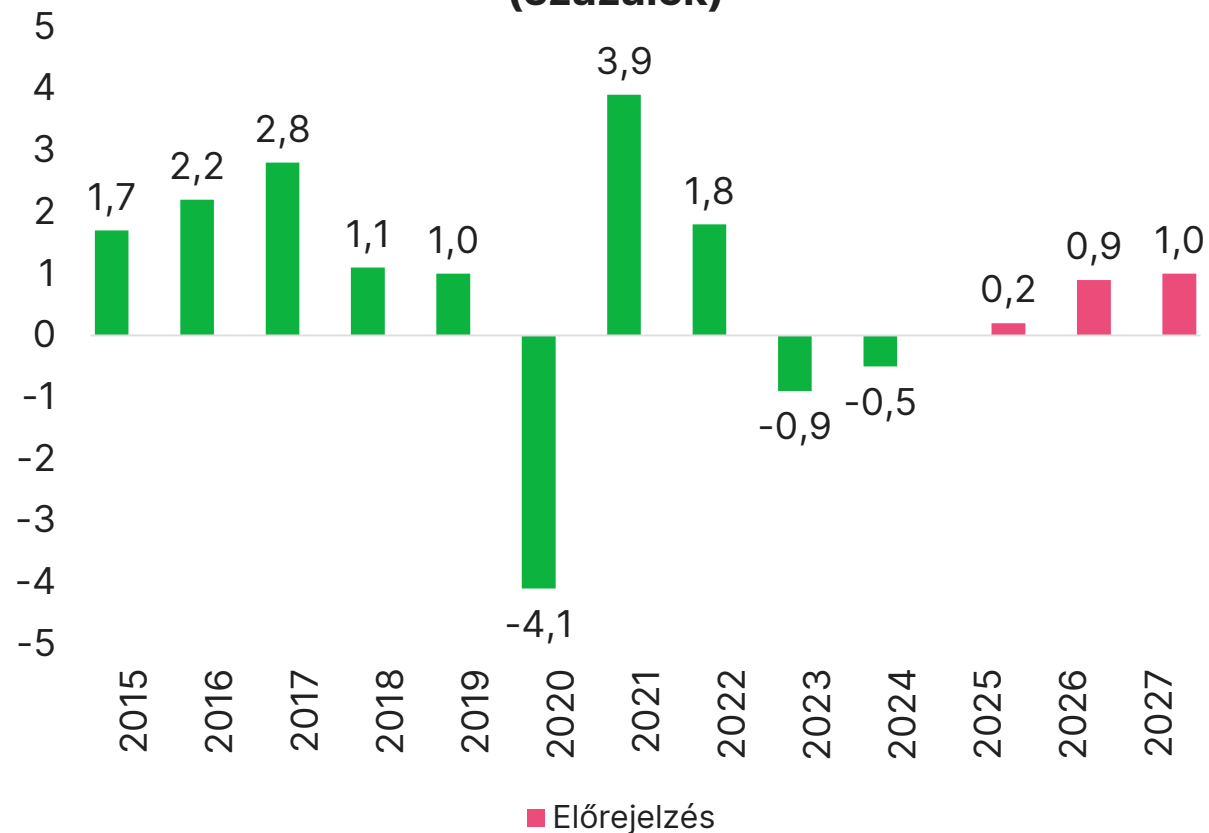


A német gazdaság továbbra is stagnál, és 2026-ra nézve sem lehetnek vérmesek a növekedési remények

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

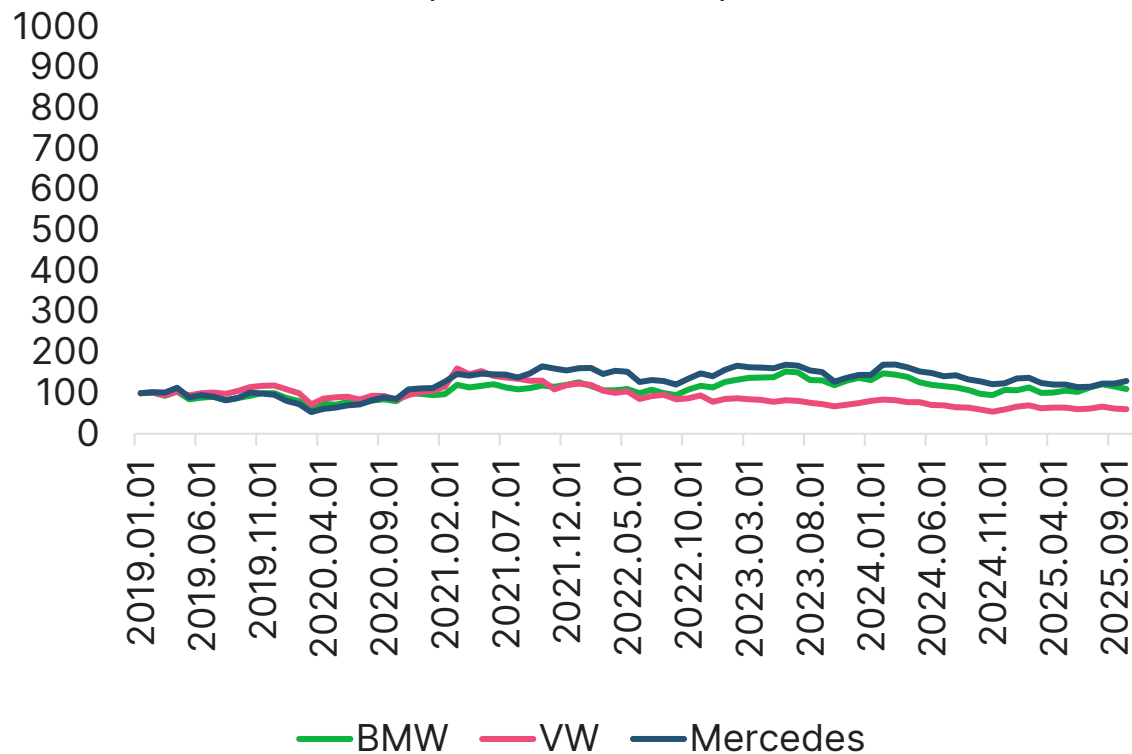


A német GDP változása és előrejelzés
(százalék)

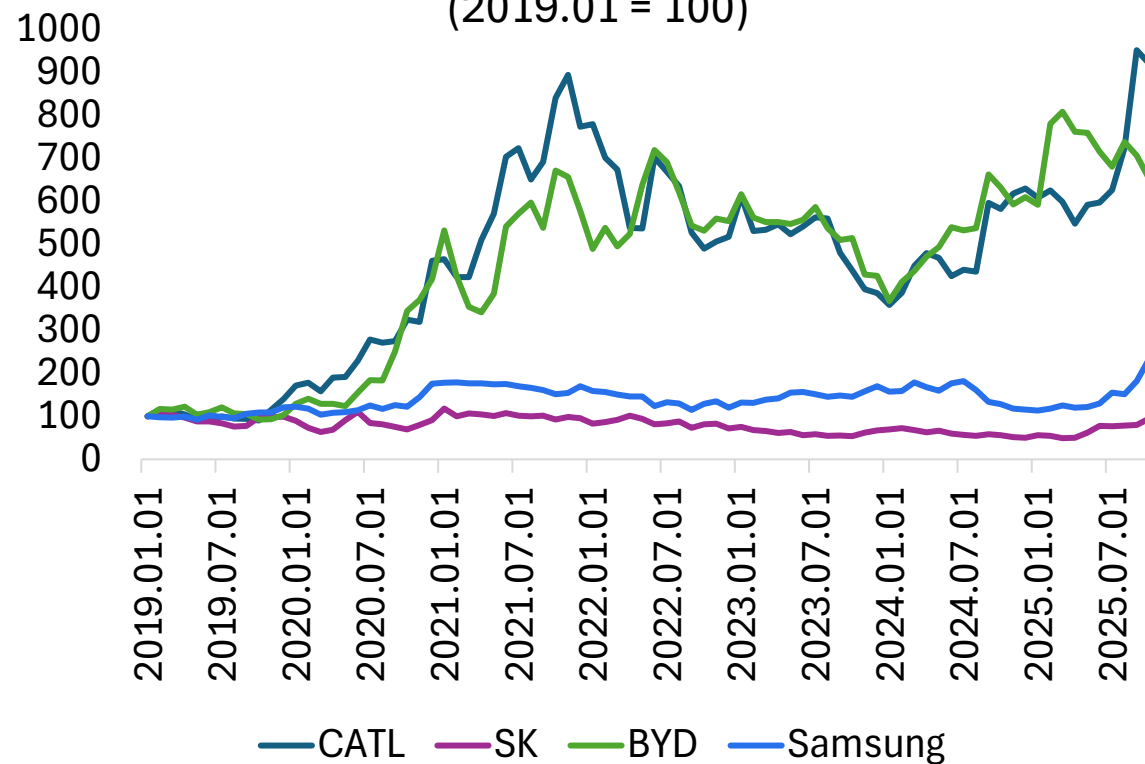


Az árfolyamok tükrözik a piacok várakozásait: még a kínai vállalatok növekedése is megállt a közelmúltban, mivel az elektromos járművek további penetrációja mérsékeltebb lehet.

Magyarországon működő német gyártók
részvényárfolyamai
(2019.01 = 100)



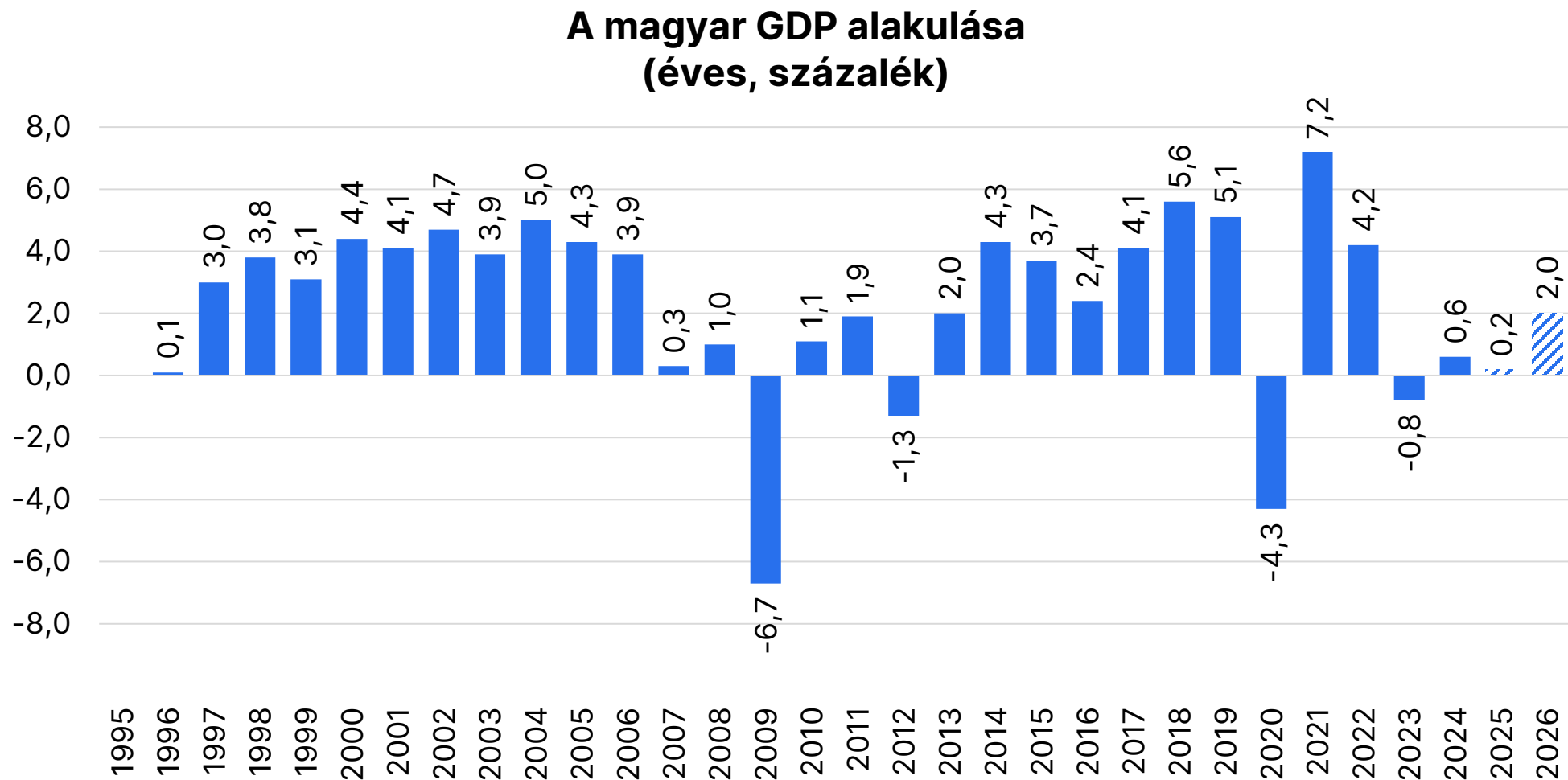
Magyarországon működő távol-keleti szereplők
részvényárfolyamai
(2019.01 = 100)



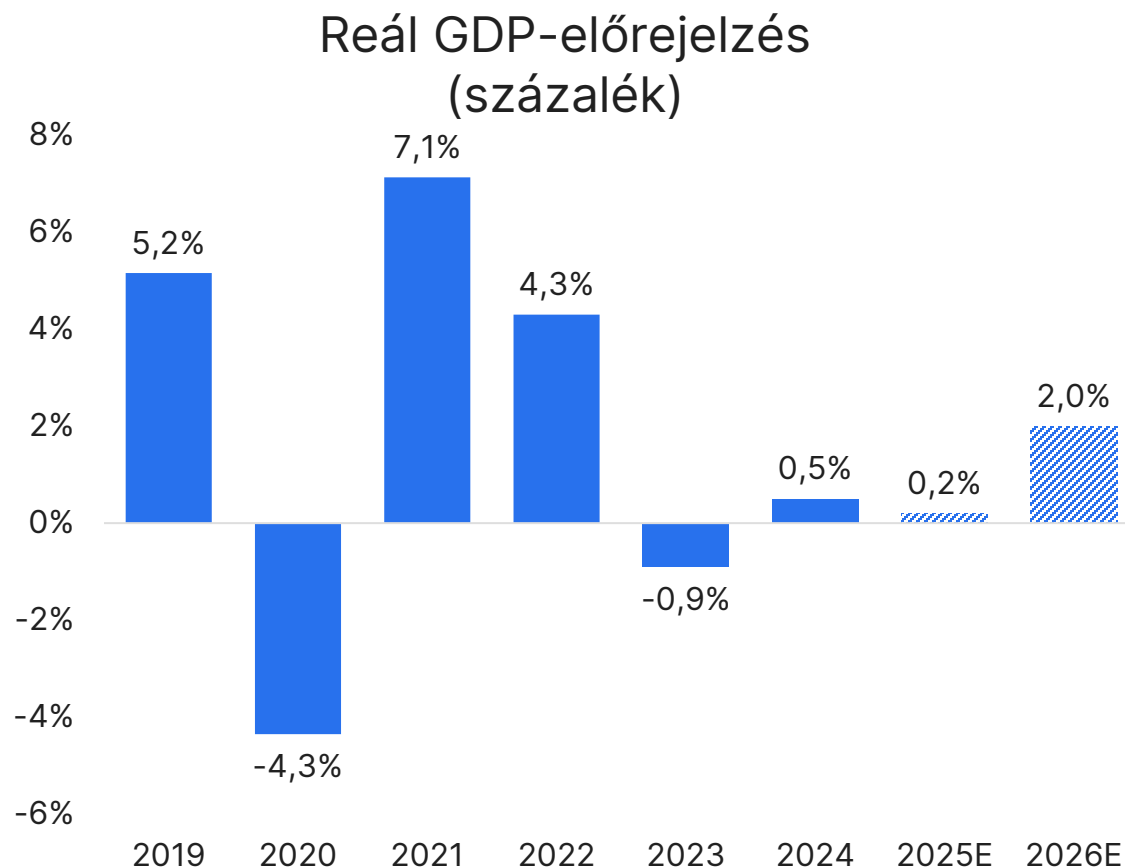


Növekedési kilátások

Az elmúlt évek növekedési teljesítménye tágabb kontextusban



Amennyiben bekövetkezik a várt élénkülés Németországban, akkor a hazai növekedés is 2 százalék körüli lehet jövőre

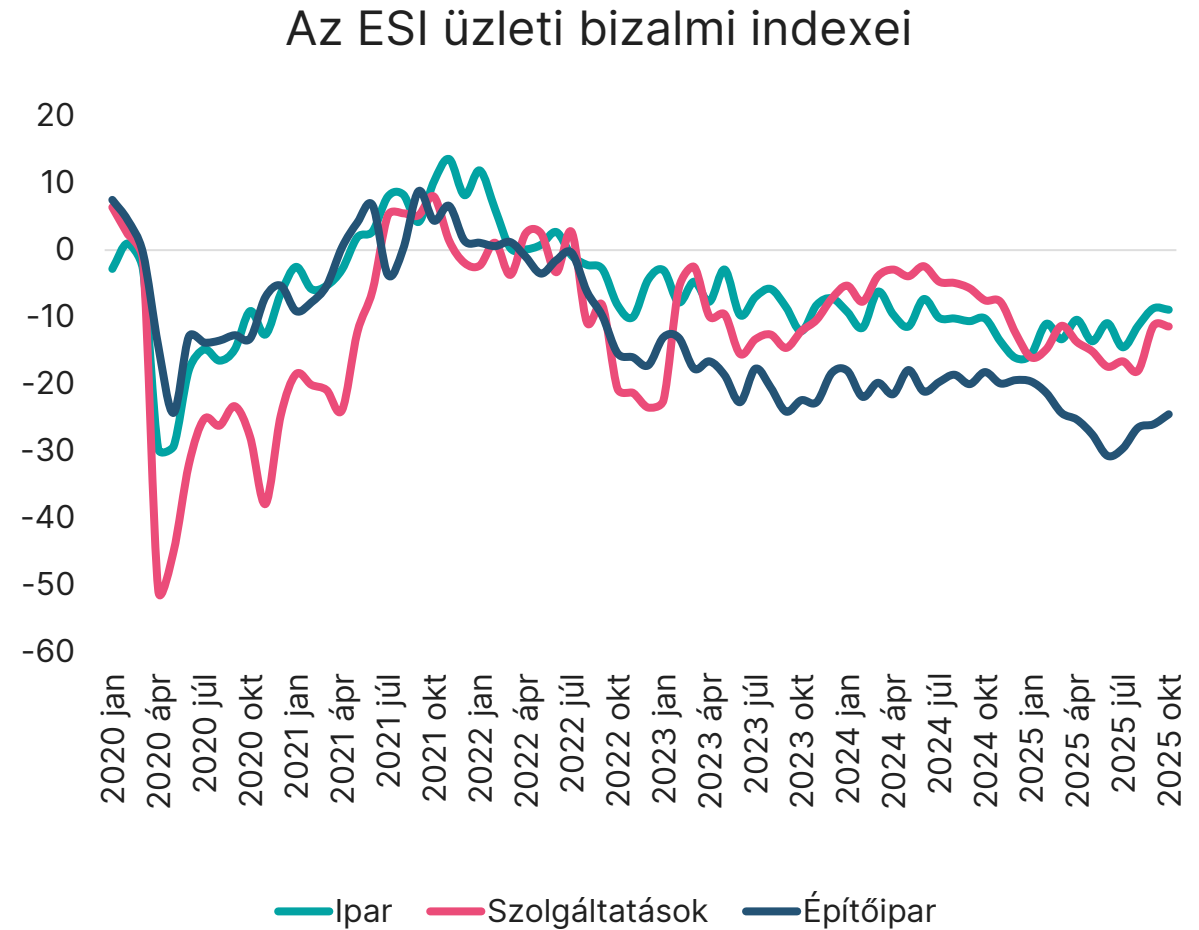
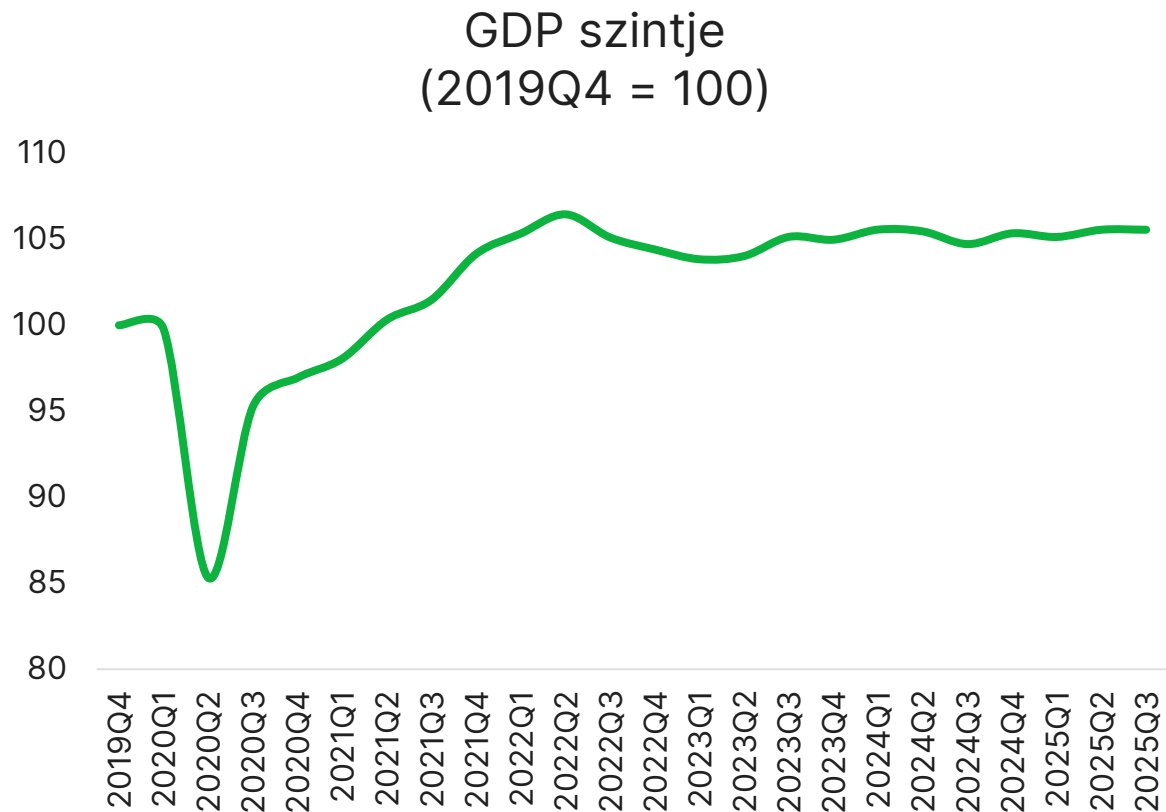


Az idei évben megmaradt az elmúlt két és fél évre jellemző cikk-cakkos mintázat a gazdasági teljesítményt illetően: jobb, majd rosszabb negyedévek követik egymást 2023 elejétől kezdve.

A növekedés szerkezete nem változott érdemben: a termelő ágazatok visszahúzzák a teljesítményt, amit a szolgáltatások többé-kevésbé ellensúlyoznak. Az ipart továbbra is visszafogja a gyenge külső kereslet, míg a mezőgazdaság teljesítményét az aszály fékezte. A negatív tényezők hatását a szolgáltató ágazatok ezúttal éppen kiegyenlítették.

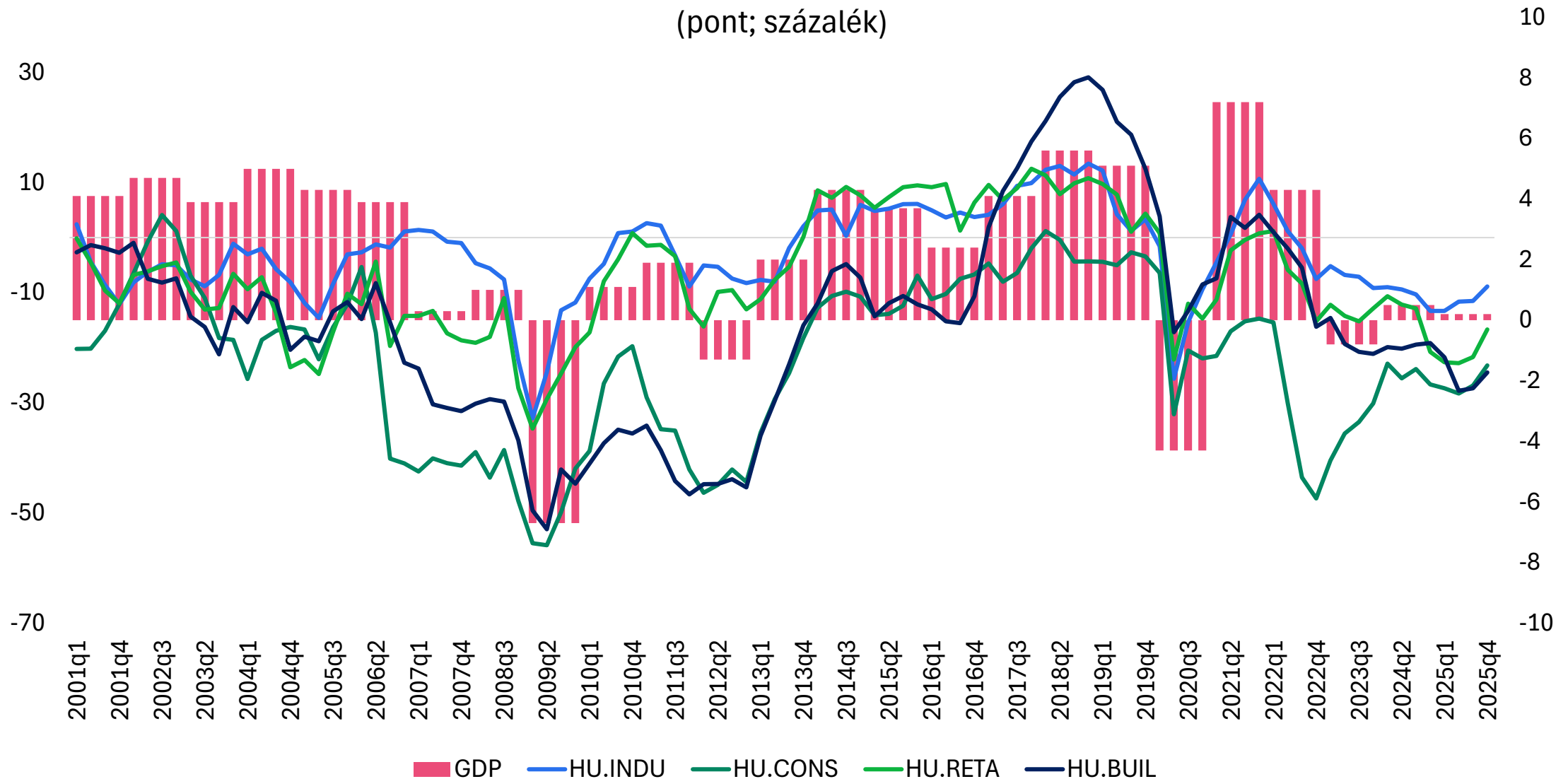
A kereskedelmi konfliktusok csillapodása valamelyest kiszámíthatóbbá teheti a pandémia óta meglehetősen hektikus külső környezetet. Továbbra is a németországi élénkülésben bízhatunk: legnagyobb kereskedelmi partnerünk növekedése – az elmúlt években stagnálása – meghatározó tényező a hazai gazdasági aktivitás tekintetében.

A bizalmi indexekben augusztus óta végre láthatunk javulást, ami alapján egy pozitívabb évvzárást várunk



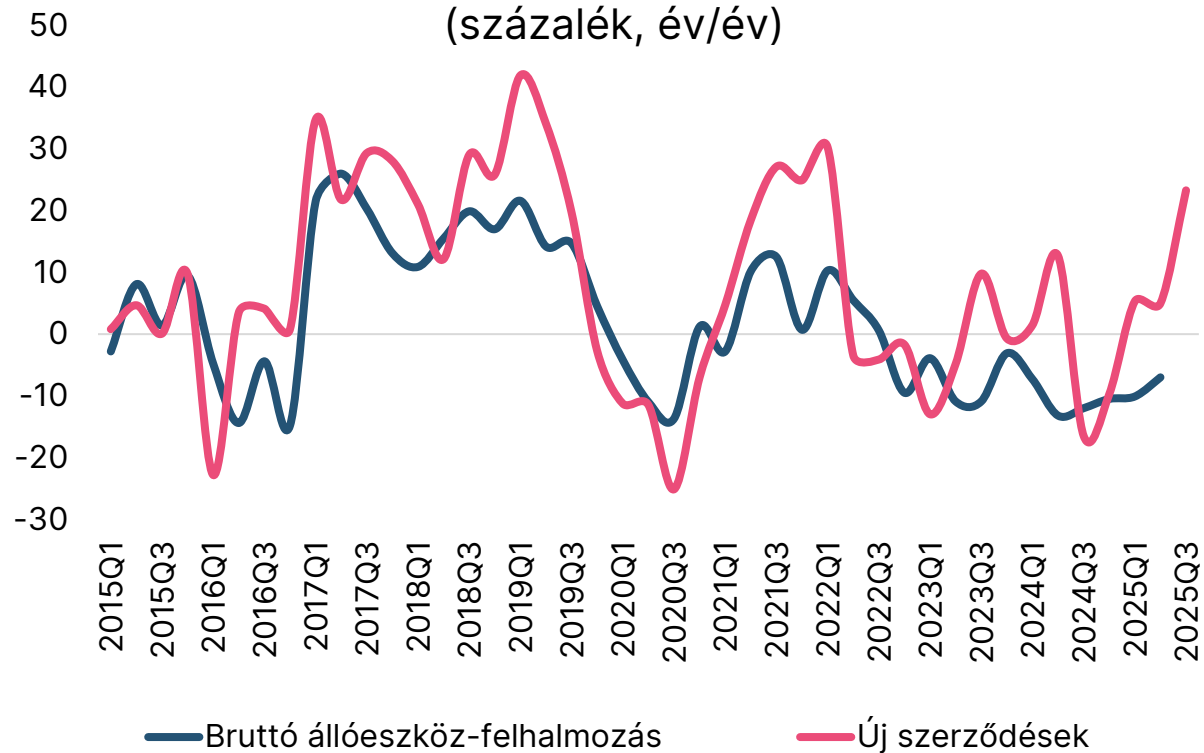
A szereplők bizalma azonban historikusan nincs kedvező pozícióban

Az ESI bizalmi indexei és a GDP változása
(pont; százalék)

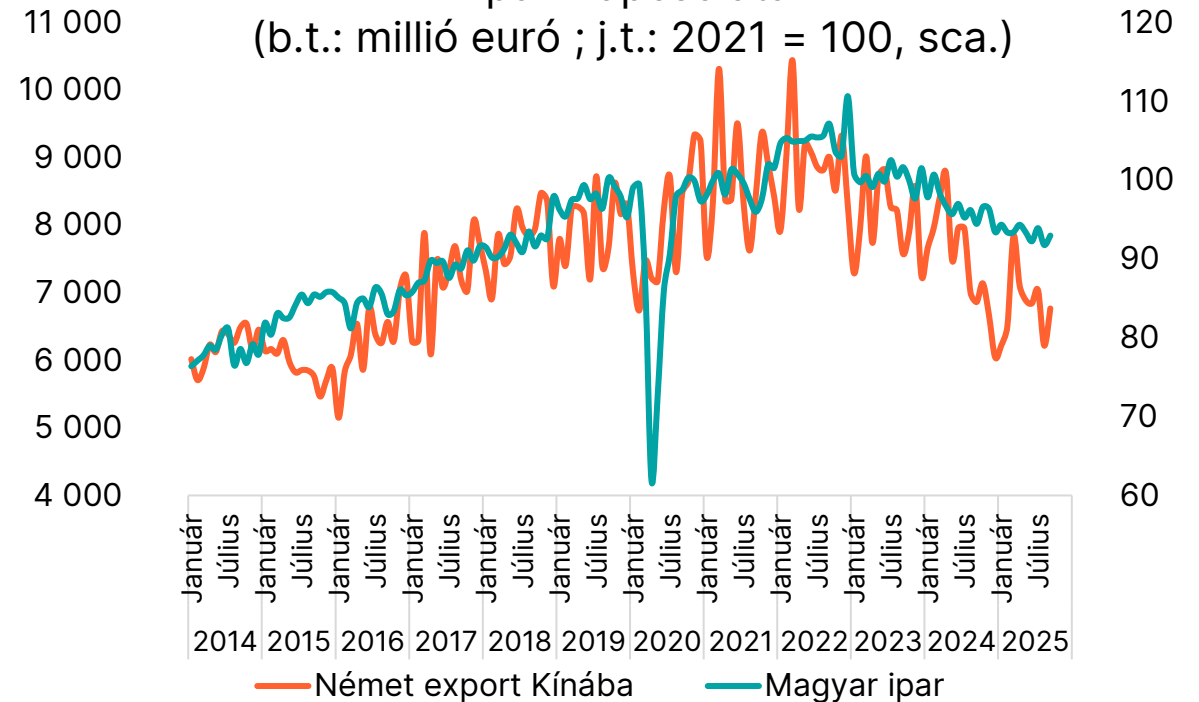


Vannak pozitív jelek, de tendenciózus javulásról továbbra sem beszélhetünk

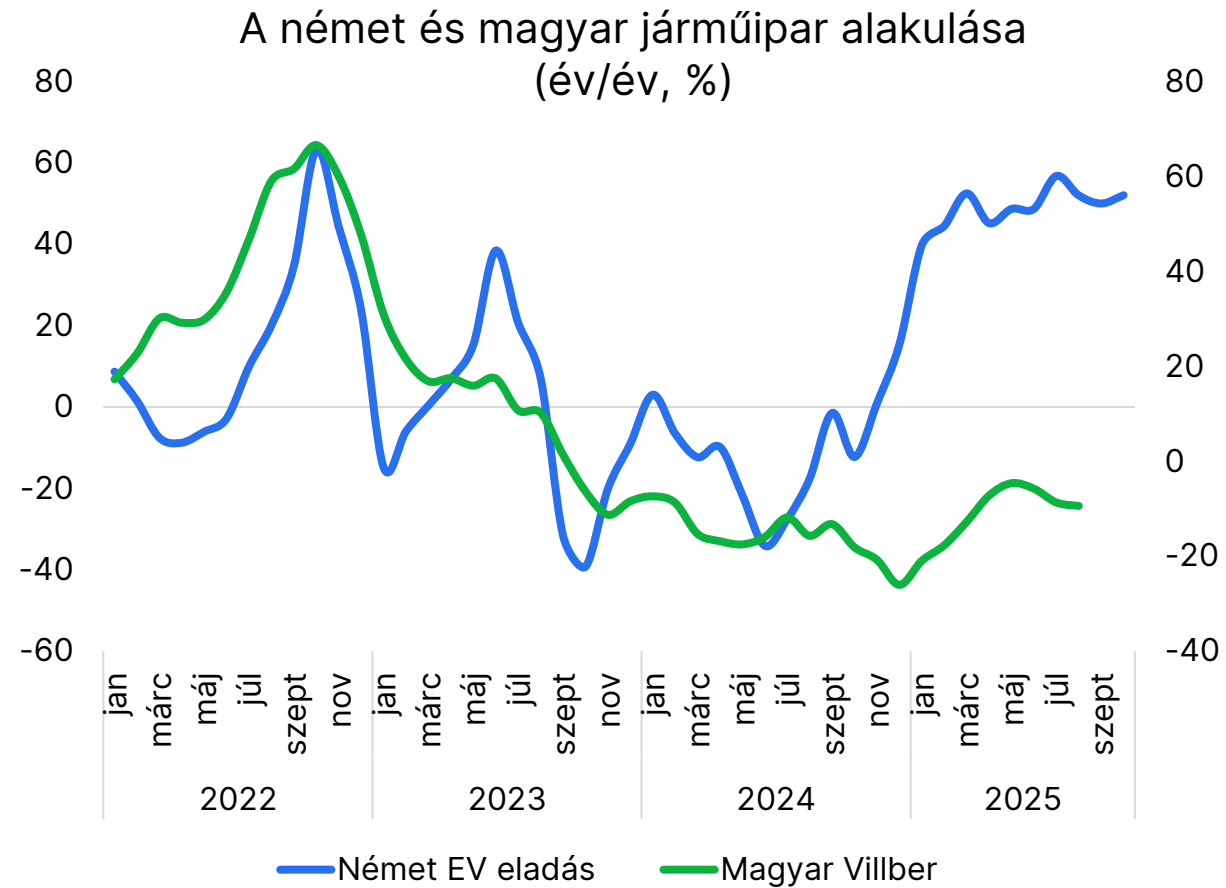
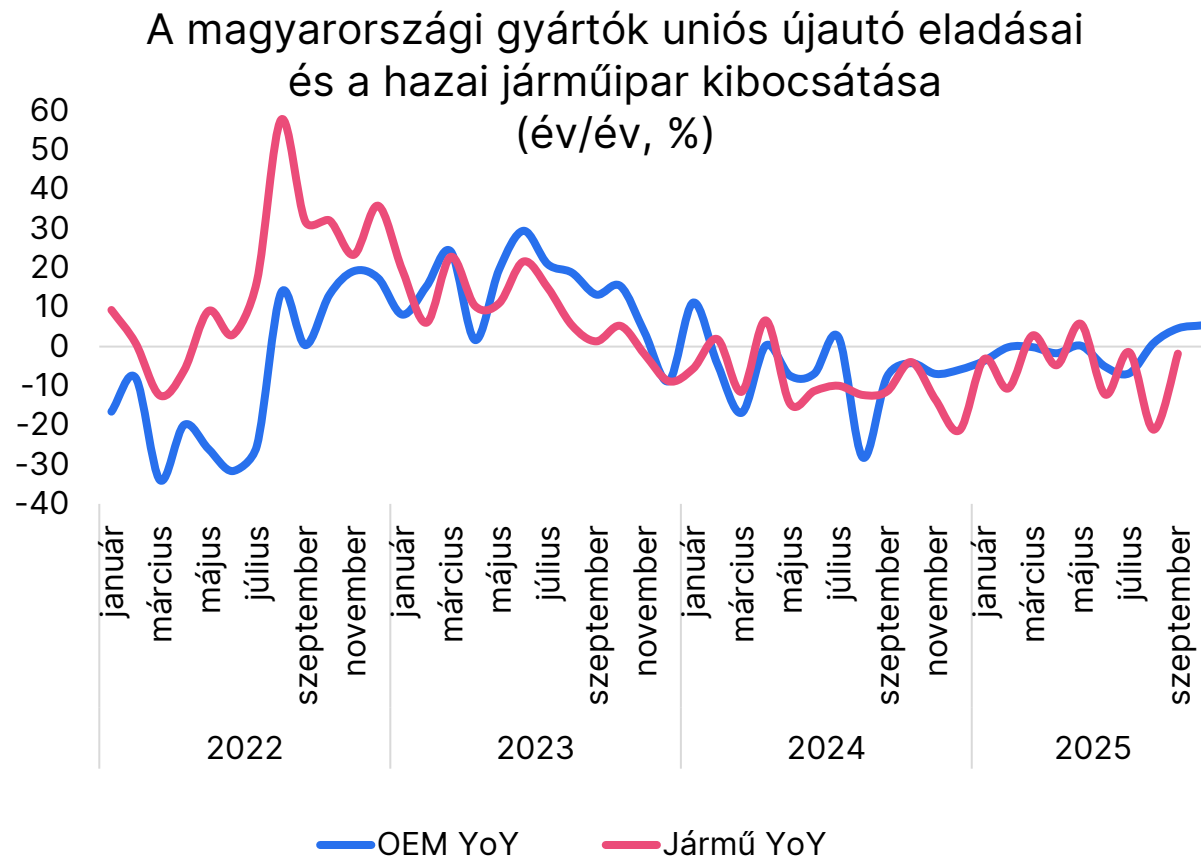
Beruházások és az új építőipari szerződések alakulása
(százalék, év/év)



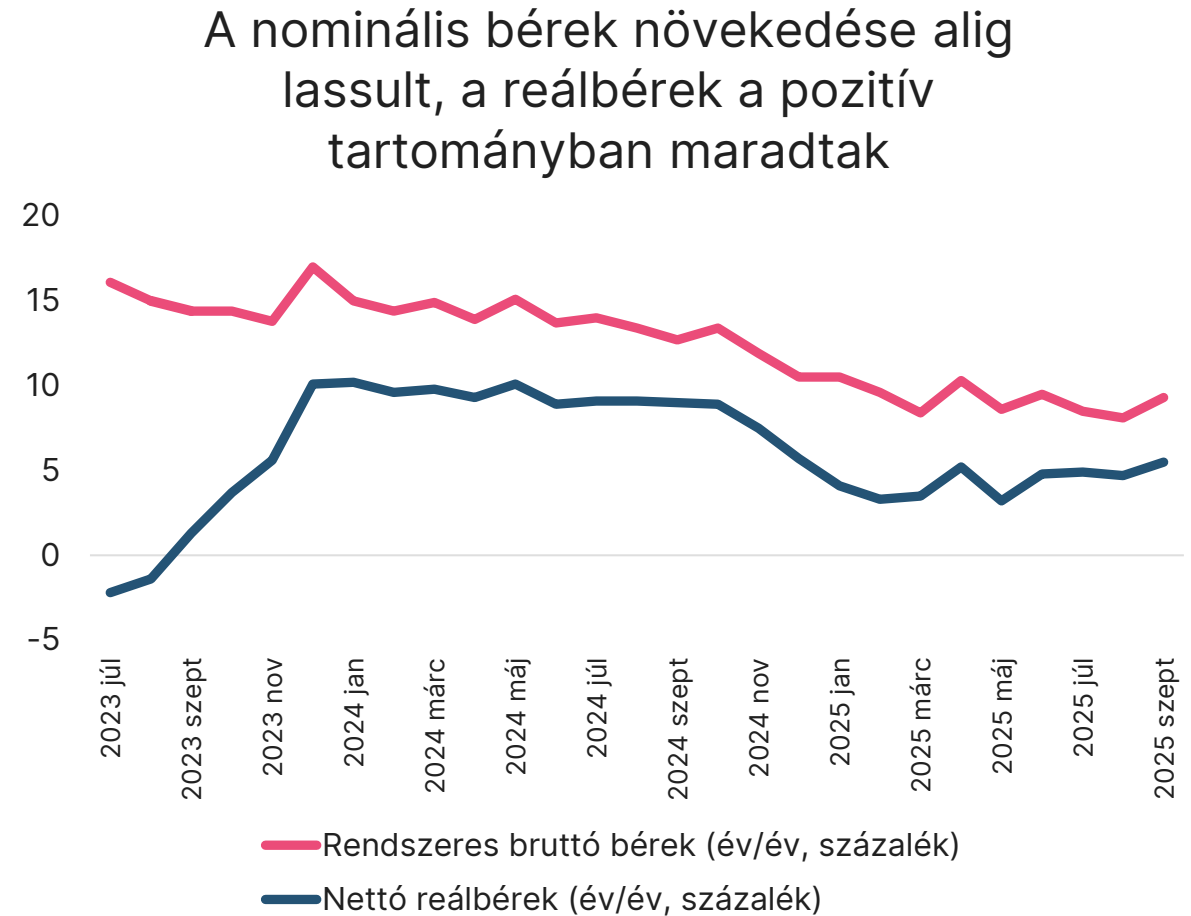
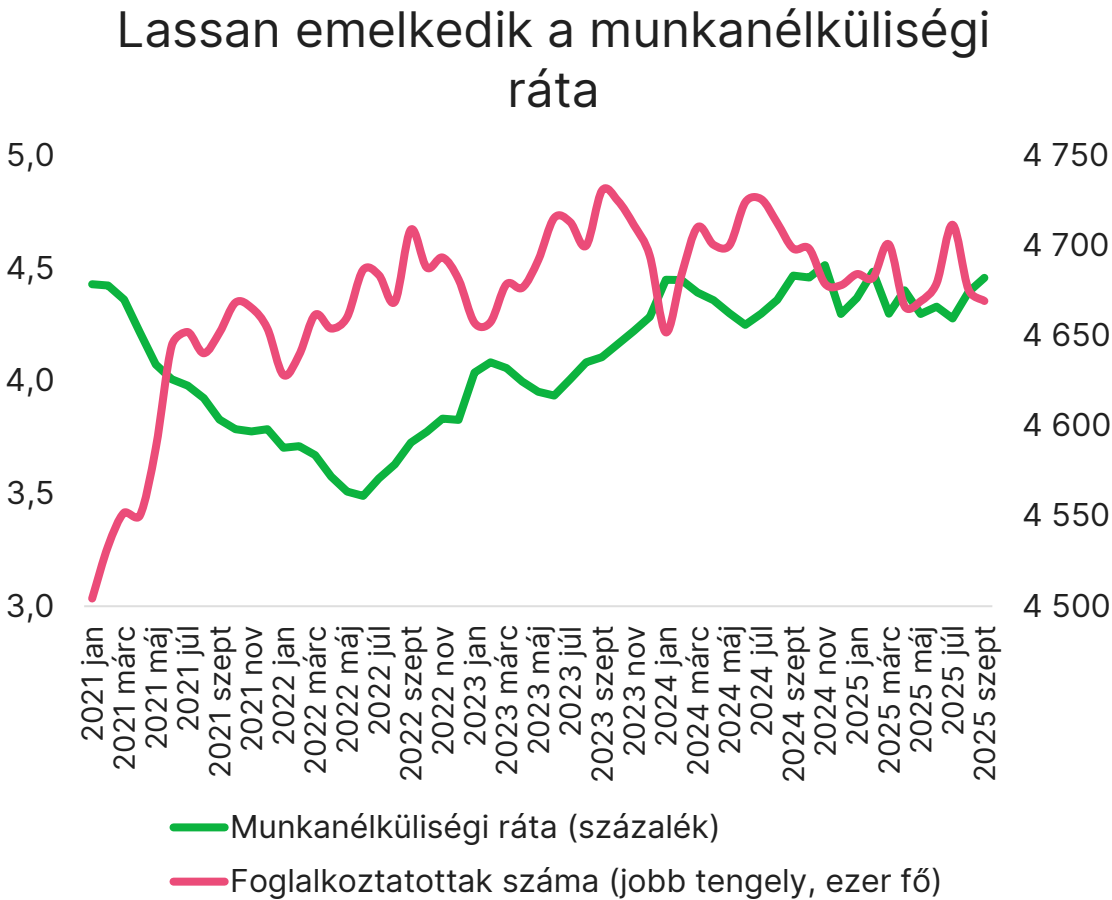
A Kínába irányuló német export és a magyar ipari kapcsolata
(b.t.: millió euró ; j.t.: 2021 = 100, sca.)



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



A munkapiac viszonylagos stabilitása megmaradt - a lazulásra utaló jelek ellenére - miközben a bérkiáramlás erős

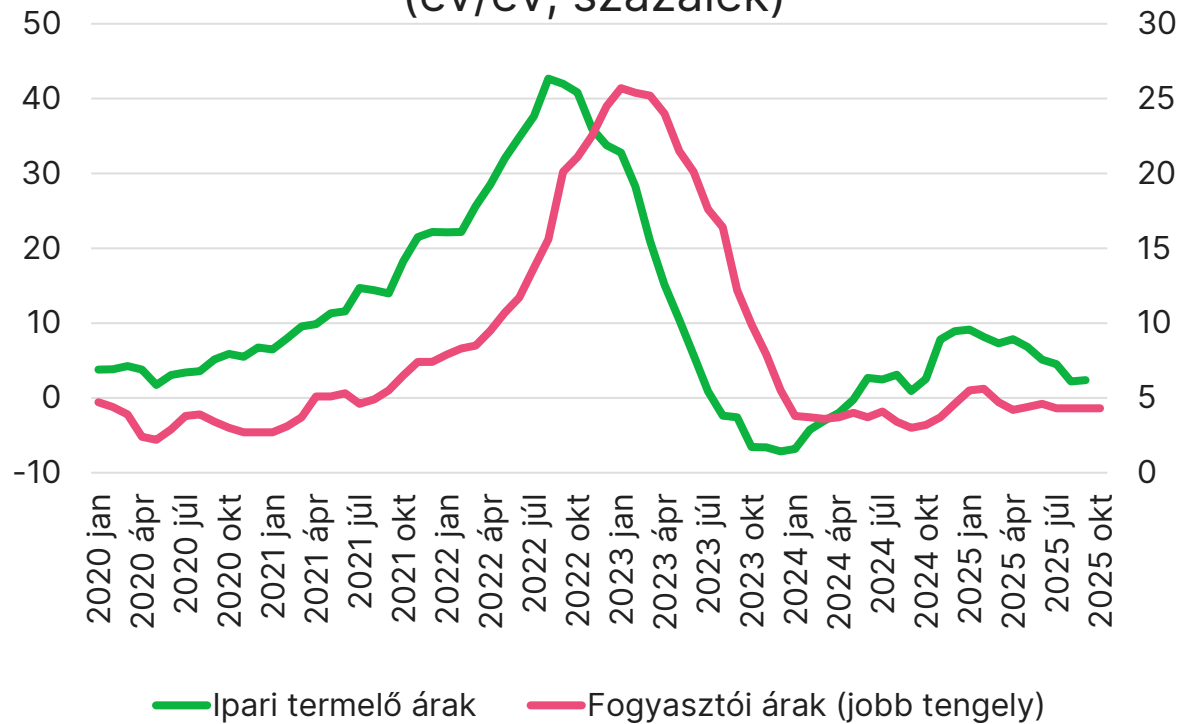




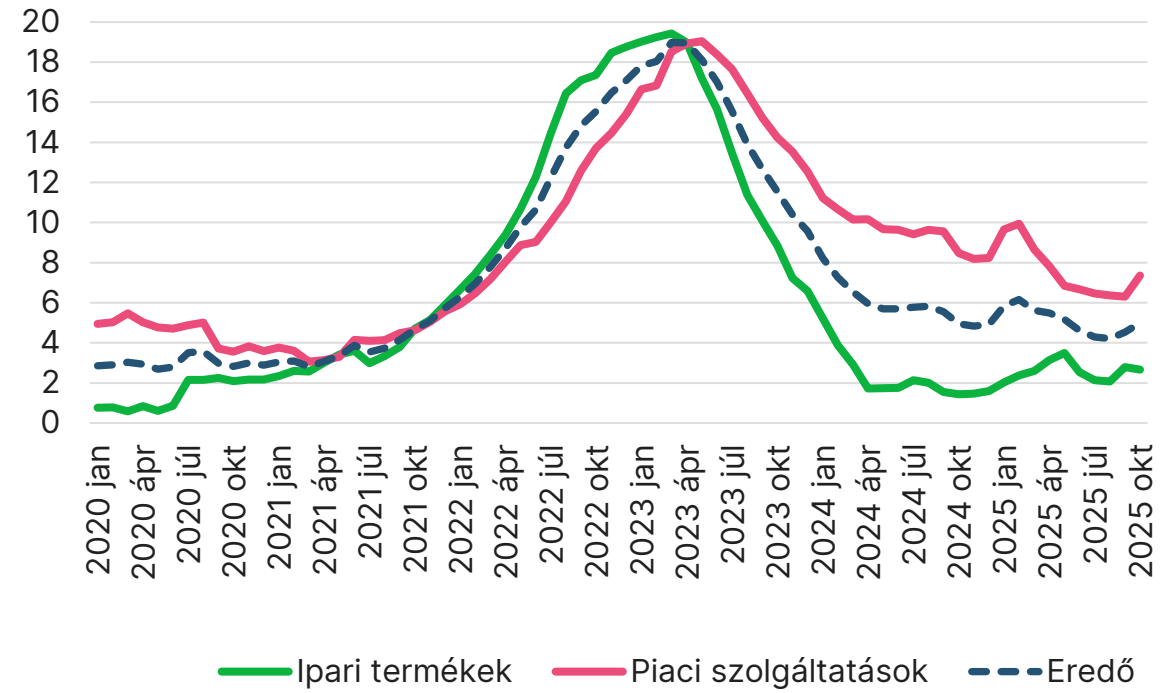
Infláció

Bár a kínálati oldali nyomás enyhül, a maginfláció a hatósági korlátozások mellett is magas

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

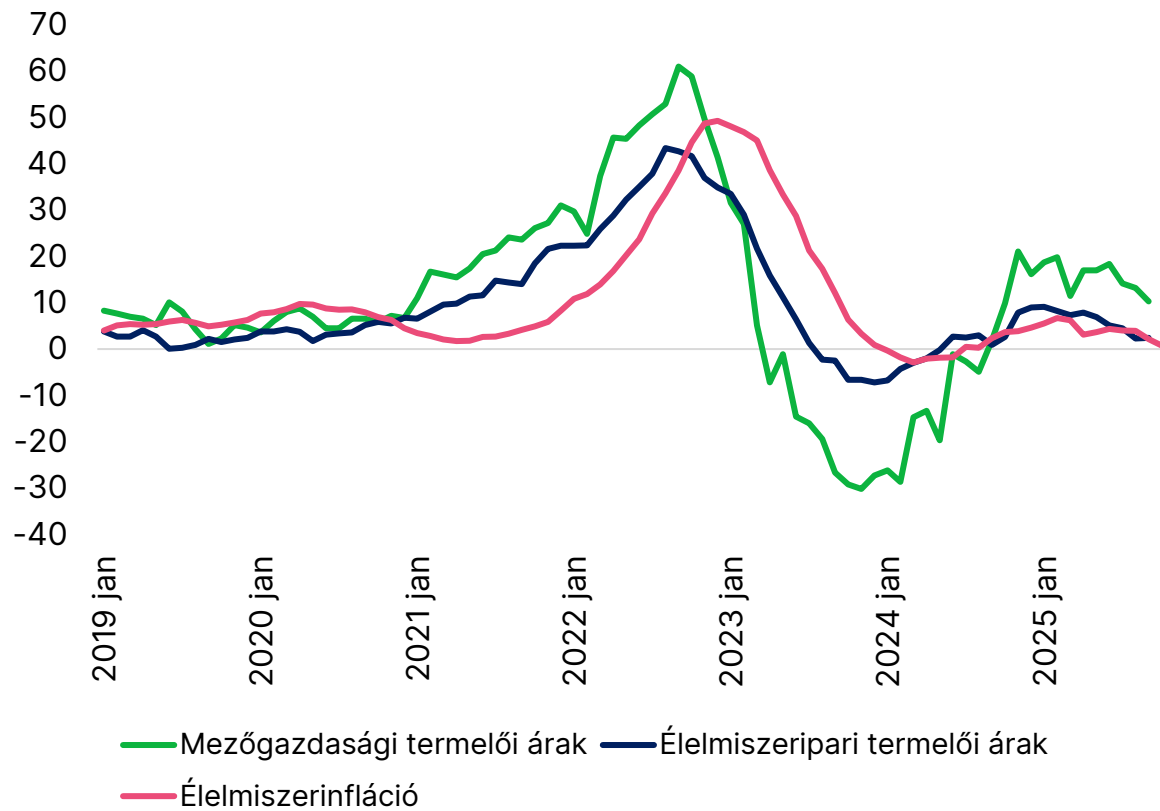


A kvázi külföldi és belföldi infláció alakulása
(év/év, százalék)

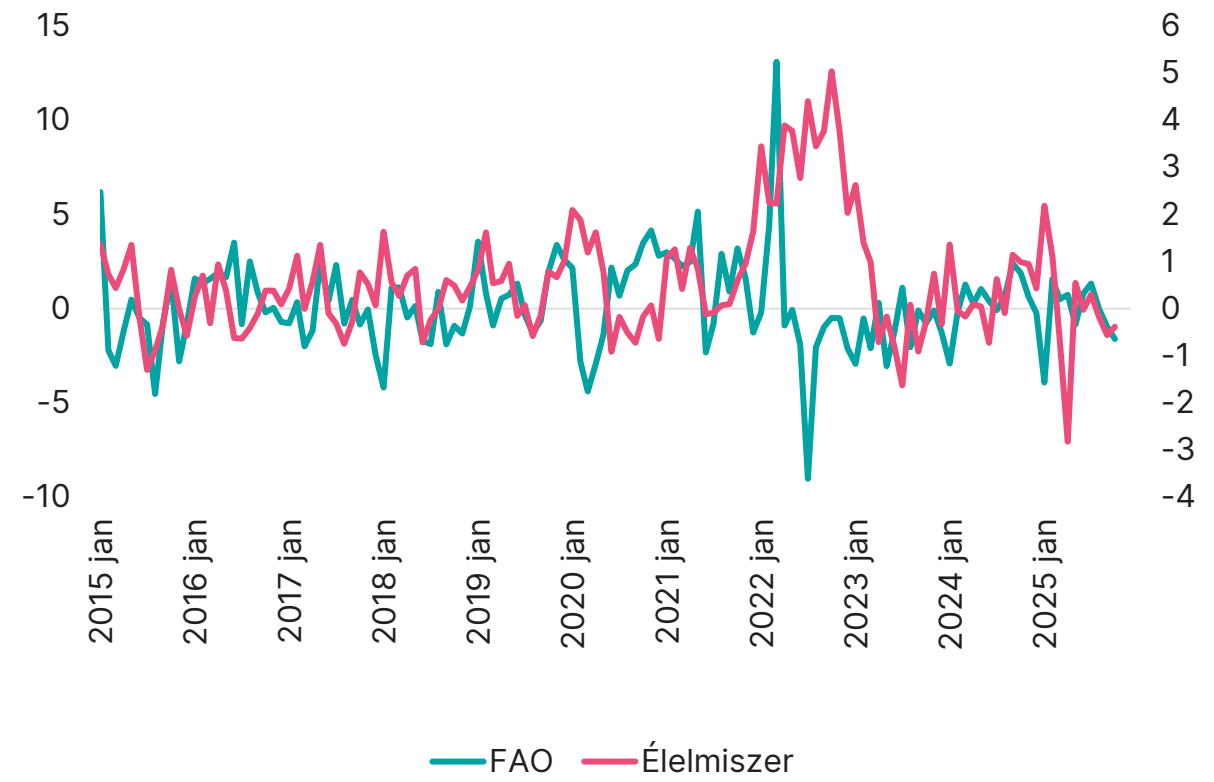


Csökkenőben a külpiaci nyomás az élelmiszerek terén is

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

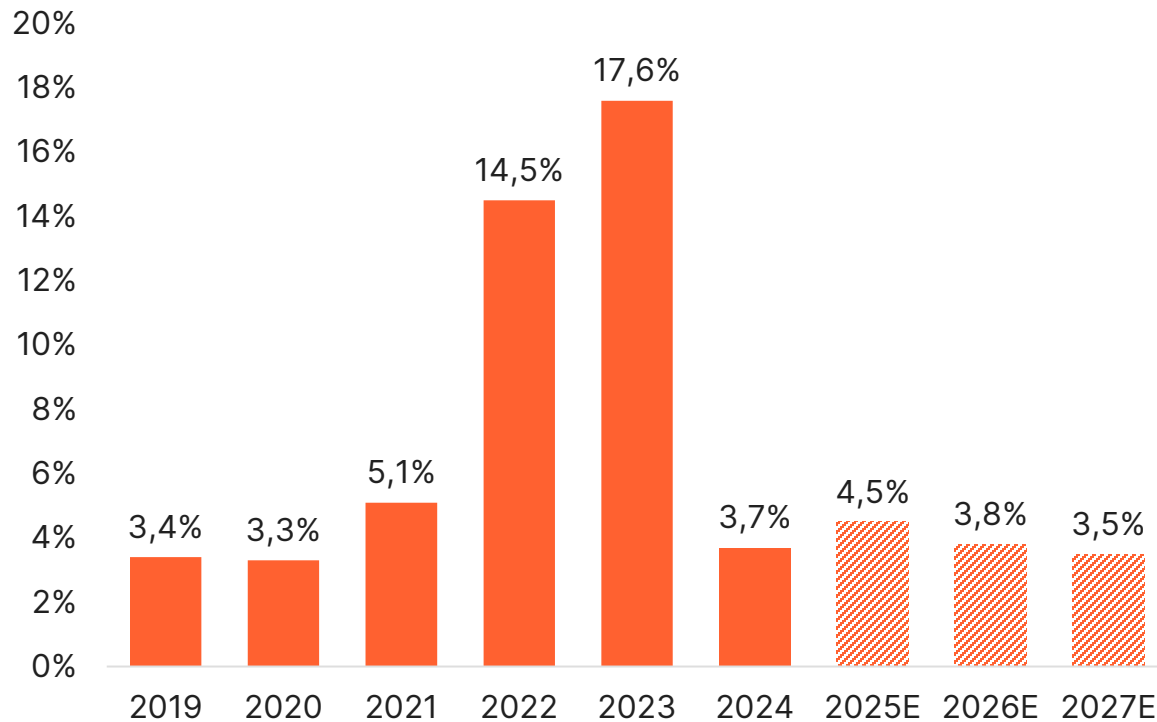


A FAO globális élelmiszerárindexe és az MNB élelmiszerárindexe (hó/hó, százalék)



Bár a jövő év elején 3 százalék alatti számok is jöhetnek, 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. Ugyanakkor a magas szinten beragadt inflációs várakozások a felfelé mutató inflációs kockázatokat erősítik.

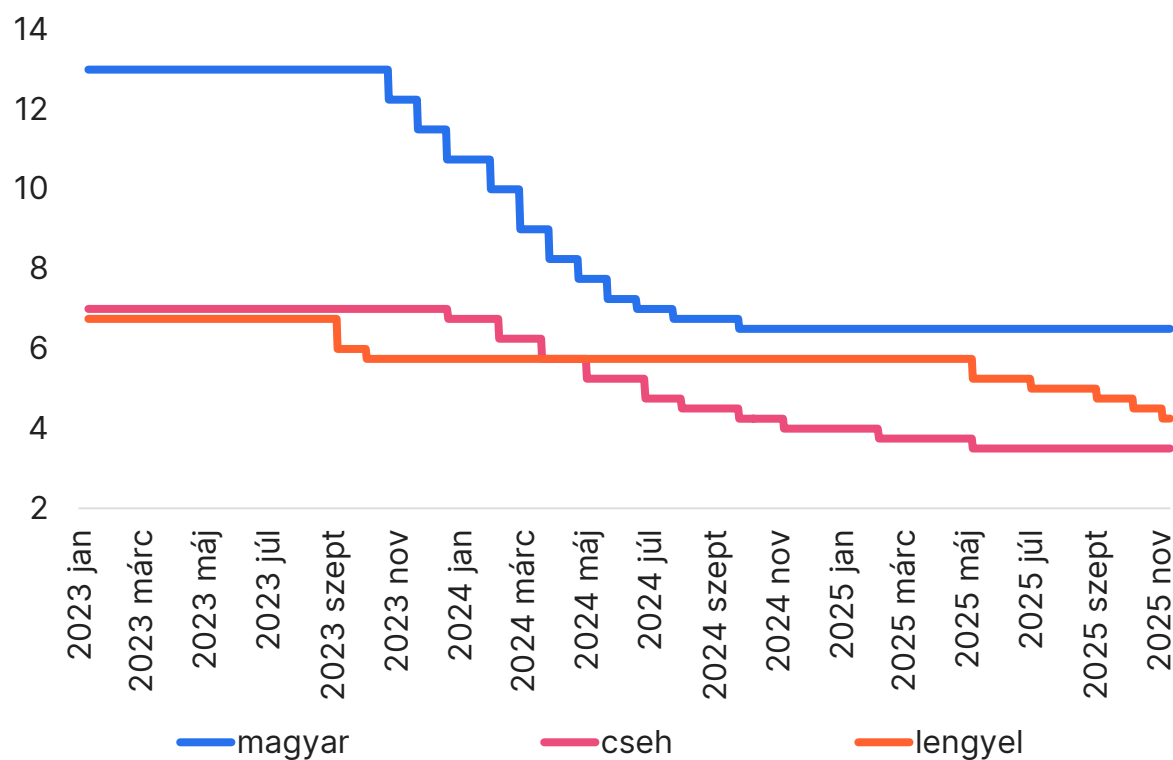
Mivel az árrésstopok kivezetésének időpontját nem tudjuk, ez egy jelentős előrejelzési bizonytalanságot jelent. Mindenesetre az esetleges 2026-os kivezetés okozta egyszeri hatás miatt valószínűsíthető, hogy jövőre sem tud tartósan a célsávban maradni az éves infláció. Ezt 2027-től valószínűsítjük leginkább.



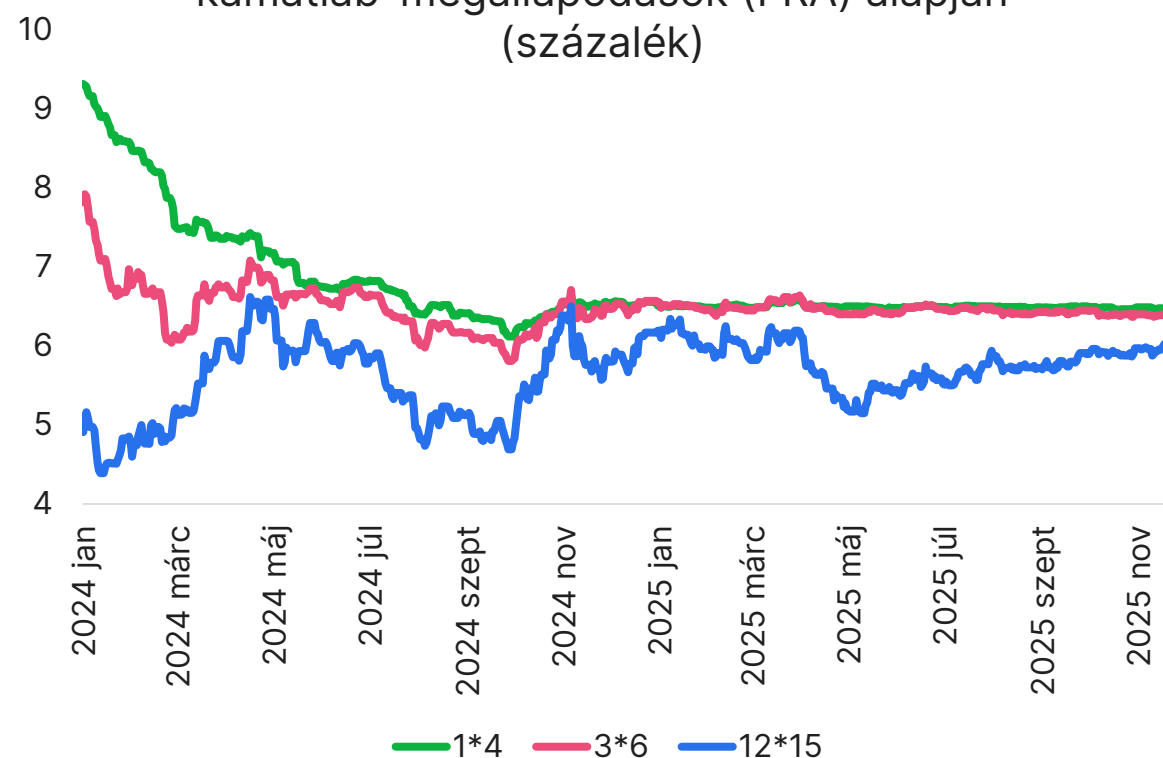
Monetáris politika, kamatok, hozamok

Az óvatos és türelmes megközelítés több mint egy éve stabil tartja az alapkamatot; az elemzői konszenzus és a piac is egyre kevesebb vágást vár a jövő évben

Régiós jegybanki alapkamatok (százalék)

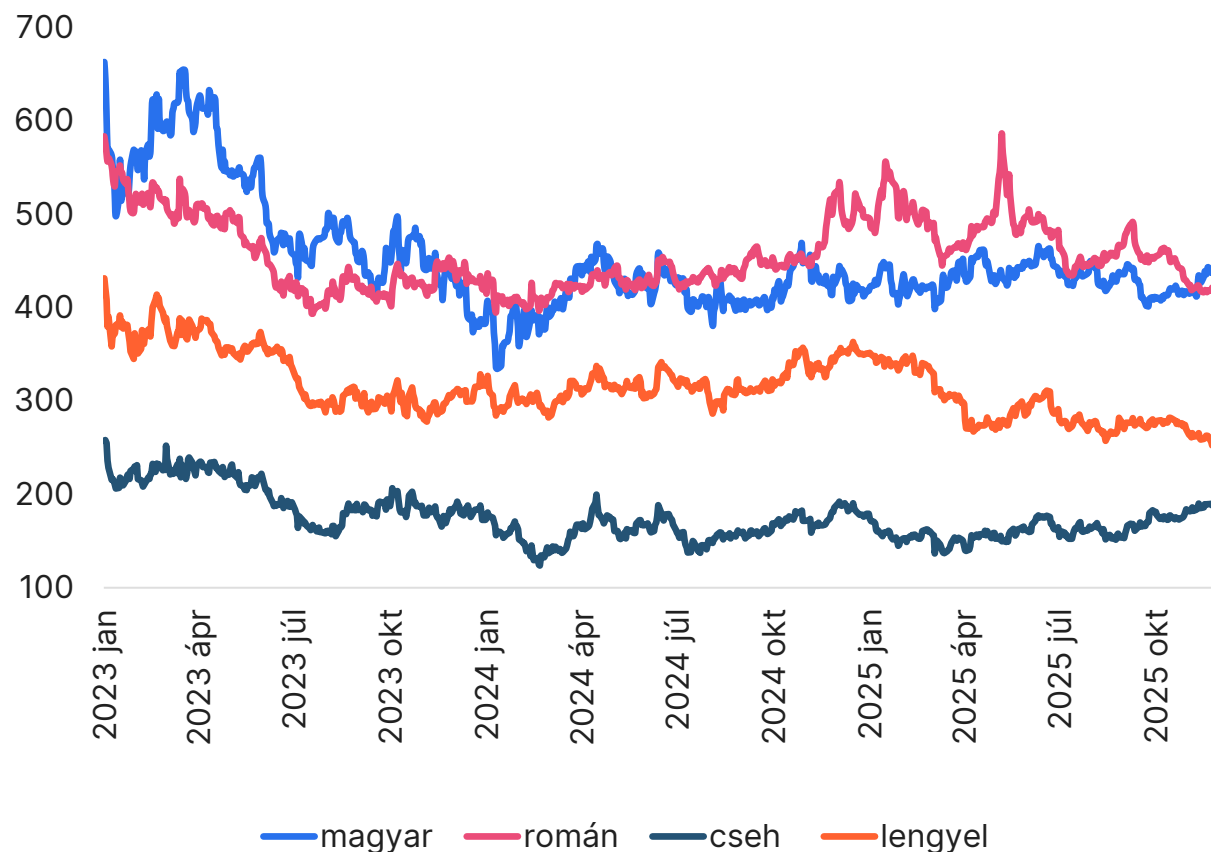


A piaci árazások által prognosztizált rövid kamatszint különböző időtávokon a határidős kamatláb-megállapodások (FRA) alapján (százalék)



A hazai hozamfelár megmaradt 400 bázispont felett és a régióban a románnal áll fej-fej mellett

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



A 10 éves magyar államkötvény hozama szeptember végére 7 százalék alá csökkent, és a német 10 éves Bunddal szembeni hozamfelár is a „megszokott” 400-450 bázispontos sáv aljára került.

Az MNB szigorú kommunikációja, ami a távolabbi jövőbe tolta a monetáris lazításra vonatkozó piaci várakozásokat azonban korlátozta a gyorsabb hozamcsökkenés lehetőségeit.

A kormányzati hiánycél-emelések hatására novemberben mind a 10 éves hosszú hozam, mind a hozamfelár emelkedett. Ez utóbbi a sokkal komolyabb egyensúlyi problémákkal küszködő Romániáéval került nagyjából egy szintre.

Az állampapírhozamok alakulása szempontjából kulcsfontosságú, hogy a jövő évi, az előzetesen tervezettnél 1230 milliárd forinttal magasabb pénzforgalmi hiányt milyen szerkezetben finanszírozza majd az ÁKK, illetve, hogy az esetlegesen megemelkedő kínálat mekkora részét lesz képes felszívni a hazai bankszektor.

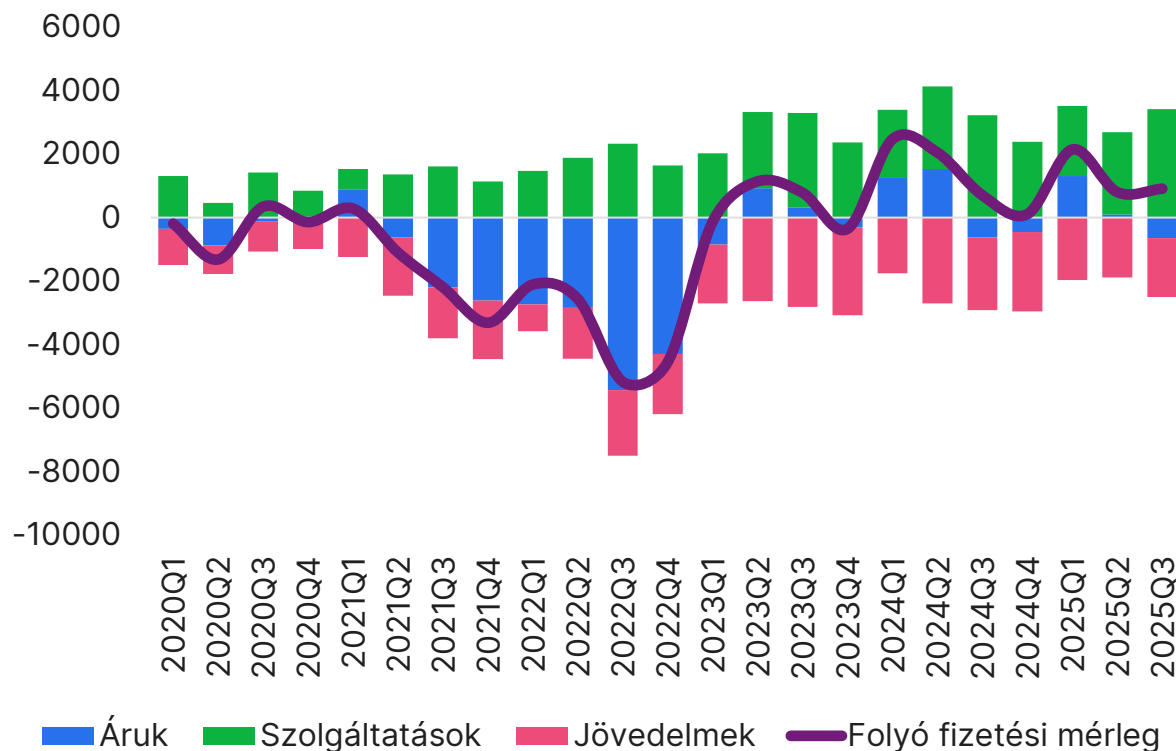
A fundamentumok oldaláról továbbra is megalapozottak a visszafogott hozamcsökkenési várakozások, a piac-jövő évi kereslet-kínálati viszonyai azonban rövidebb távon erőteljesebben hathatnak.



Egyensúlyi folyamatok

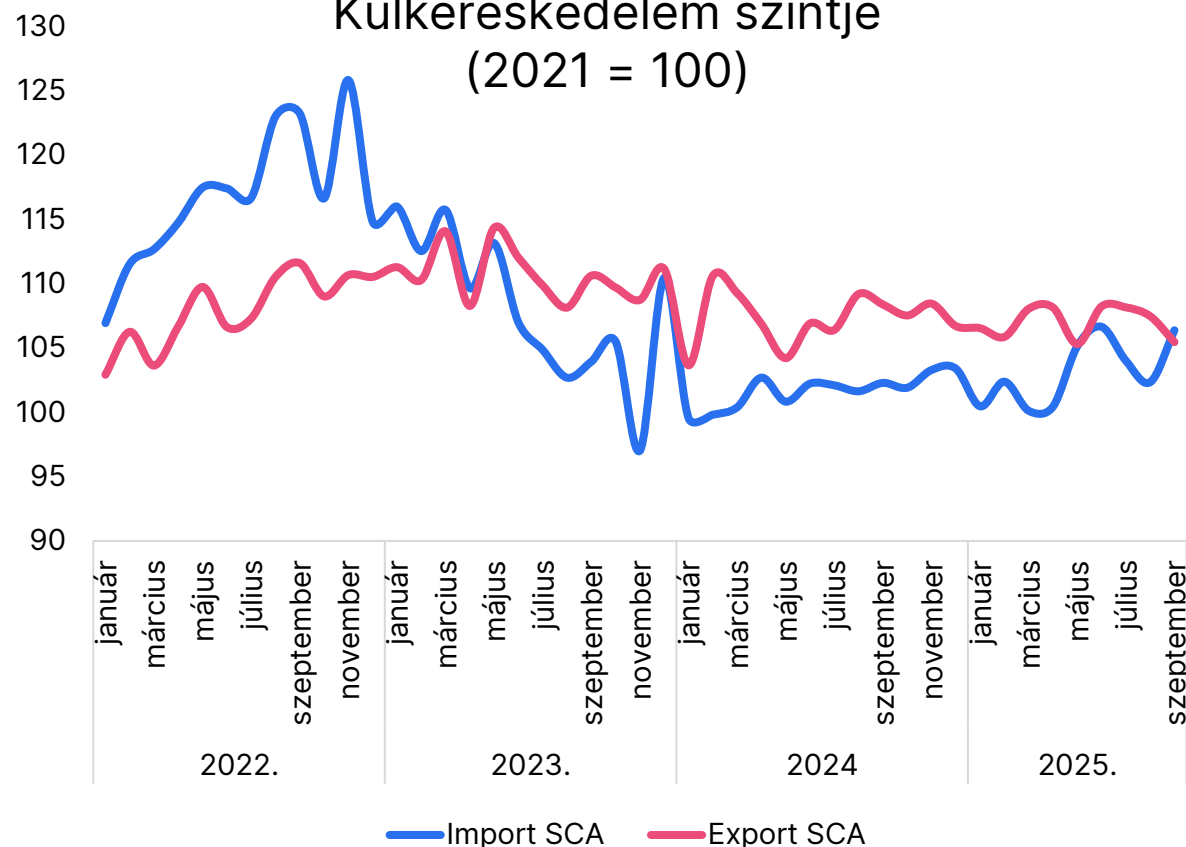
A külső egyensúly stabil, de ez elsősorban a gazdasági stagnálásnak tudható be

A folyó fizetési mérleg komponensei (millió euró)



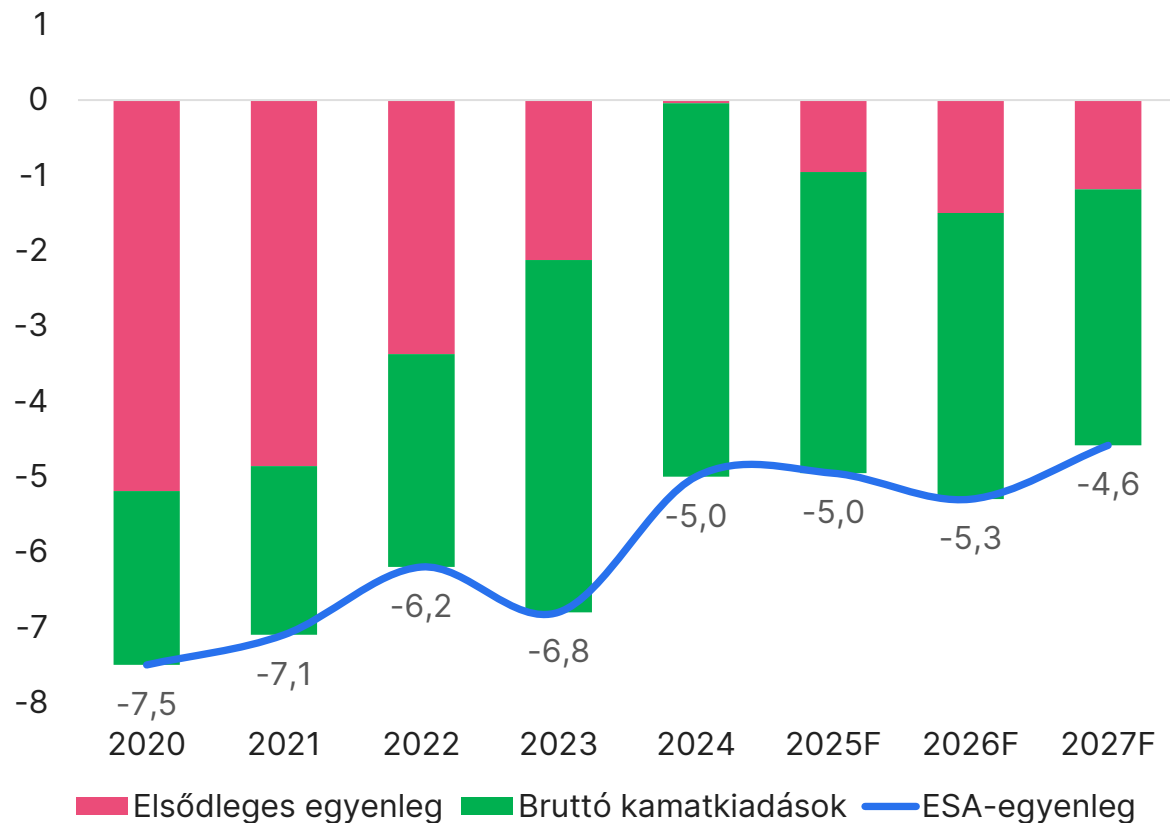
*2025Q3-as adat az előzetesen közölt havi egyenlegek összessége

Külkereskedelem szintje (2021 = 100)

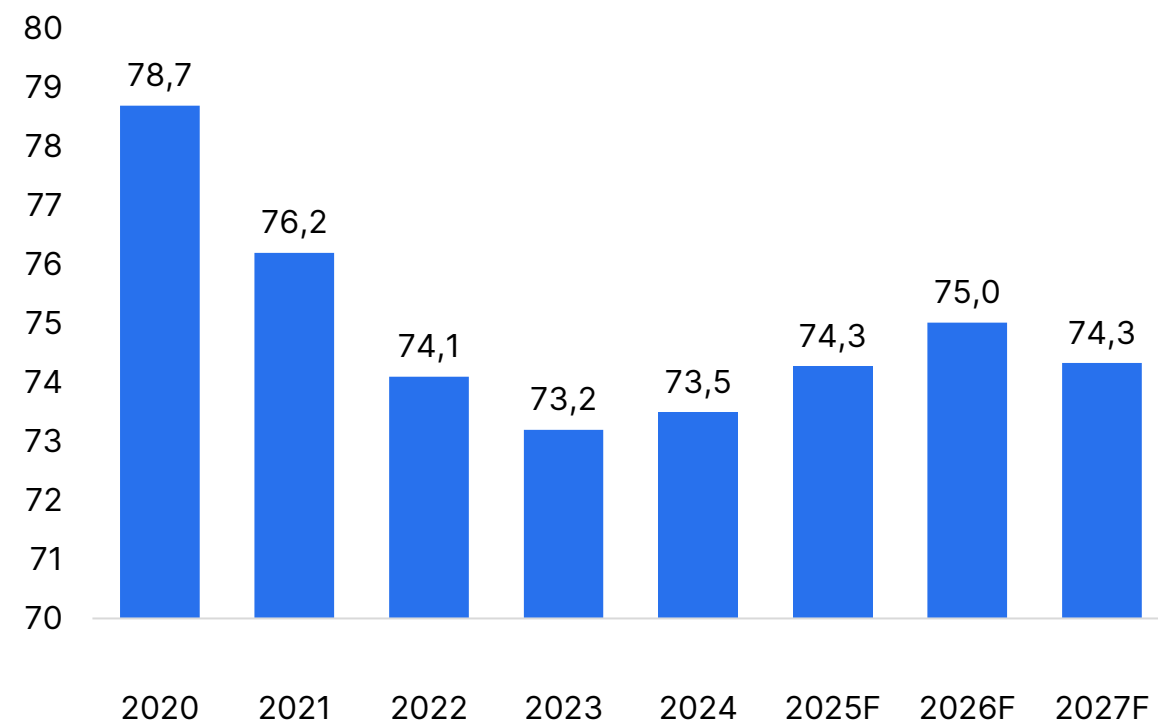


2024-ben az elsődleges egyenleg szintjén jelentős kiigazítás történt; 2025-ben és 2026-ban ismét nőhet az elsődleges hiány

Az államháztartási egyenleg GDP arányos alakulása



Az államadósság alakulása (a GDP százalékában)



A héten jön a Moody's értékelése, majd a jövő héten a Fitch-é, de az S&P októberi döntése után a nehezén idén már túl vagyunk

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

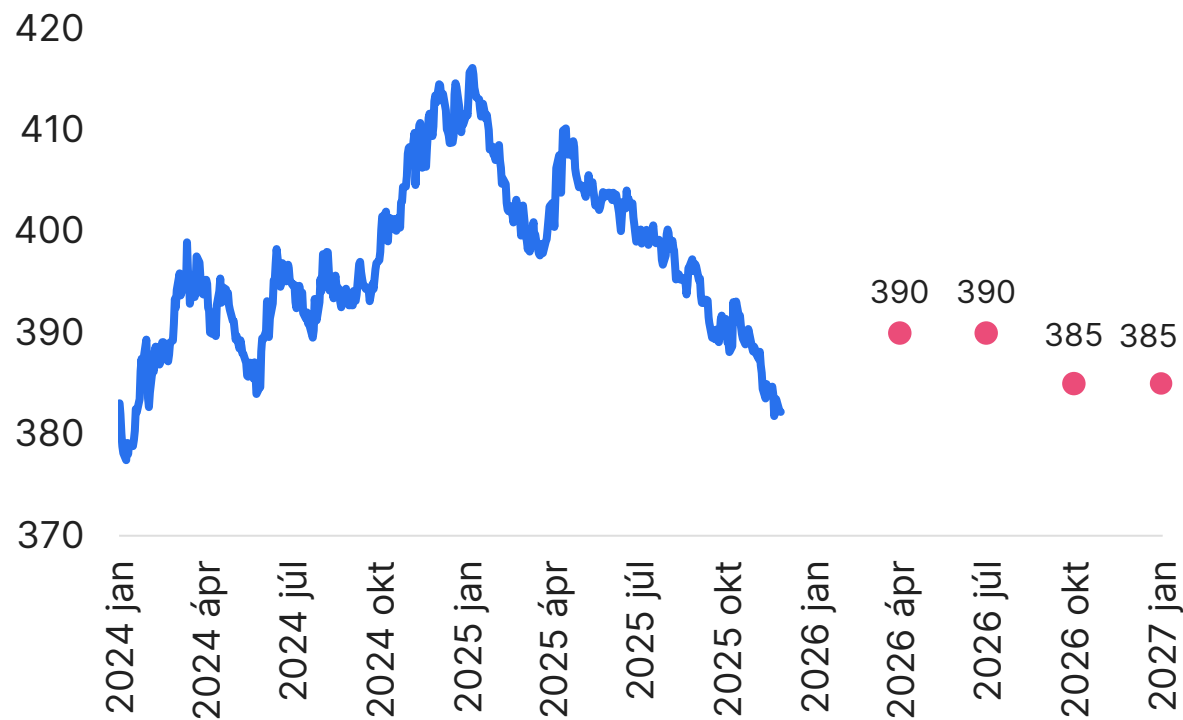
	1. felülvizsgálat	2. felülvizsgálat
Standard and Poor's	április 11.	október 10.
Moody's	május 30.	november 28.
Fitch	június 6.	december 5.



Árfolyam

Stabil maradhat az árfolyam

EURHUF árfolyam
(tényadatok és előrejelzés)



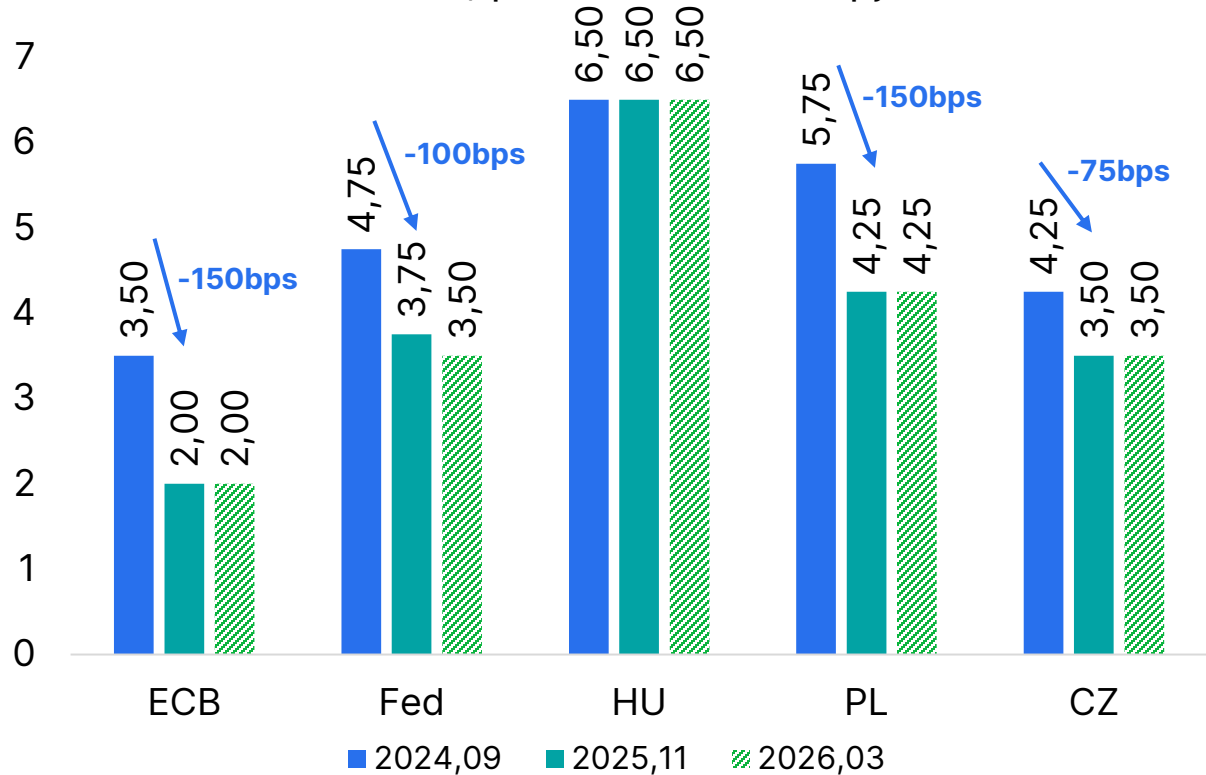
A vámháborús feszültségek csillapodása és ezzel párhuzamosan az év eleji volatilitás után érdemi erősödést mutatott a magyar deviza az idei évben. Ebben jelentős szerepet játszik az európai szinte kimagasló hazai kamatszint, ami érdemi prémiumot nyújt a befektetőknek. Ugyanakkor érdemes látni, hogy a hagyományosan támogató idei dollárgyengülés (körülbelül 14-15 százalék) nagyjából felét tudta abszolválni a forint az euróval szemben.

Fundamentális oldalról a folyó fizetési mérleg a korábban vártnál valamelyest szűkebb, de stabil egyenlege támogathatja leginkább a magyar devizát. Elméleti oldalról a lassú gyengülés irányába mutat viszont az inflációs különbség, ami folyamatosan leértékelődési nyomás alatt tartja a magyar devizát az euróval szemben középtávon.

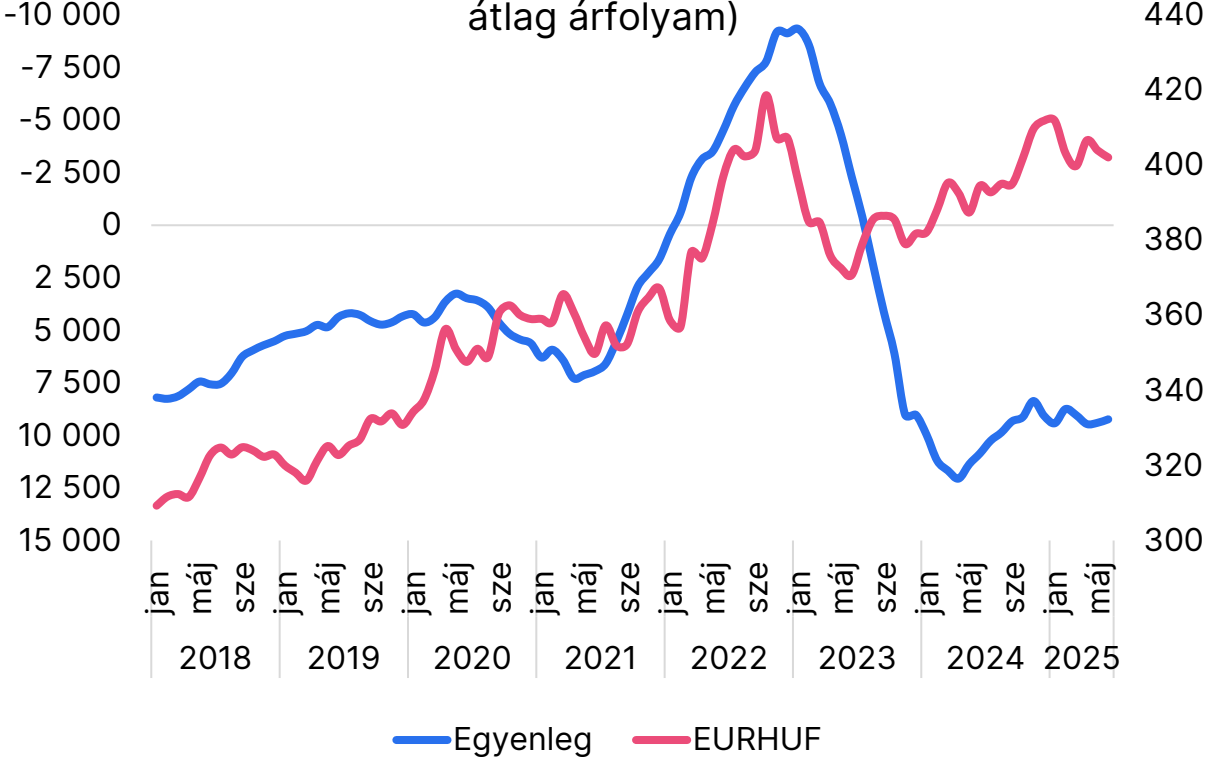
Összességében azonban a szigorú magyar monetáris politika és a masszív kamatdifferencia következtében stabil kurzust várunk a következő egy évben.

Fundamentálisan külső egyensúly stabilitása is fontos tényező, de rövid távon a legmeghatározóbb a kamatkülönbözet

Kamatváltozások és várakozások
(százalék, piaci árazások alapján)



Áru-külker egyenleg vs. EURHUF
(12 havi gördülő egyenleg (fordított skála) vs. havi
átlag árfolyam)



Összefoglaló táblázat

Fontosabb előrejelzéseink:

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
GDP (év/év, százalék)	-0,8	0,6	0,2	2,0	2,3
Háztartások fogyasztása (év/év, százalék)	-1,5	4,9	3,5	3,9	3,0
Beruházások (év/év, százalék)	-6,7	-9,9	-6,2	1,2	2,5
Infláció (év/év, százalék)	17,6	3,7	4,5	3,8	3,5
Munkanélküliség (százalék)	4,1	4,4	4,3	4,1	4,0
3 hónapos BUBOR kamat (százalék, év vége)	10,0	6,5	6,5	6,0	4,6
10 éves államkötvény hozam (százalék, év vége)	5,9	6,6	6,8	6,4	6,2
Államháztartási egyenleg (GDP százalék)	-6,8	-5,0	-5,0	-5,3	-4,6
Államadósság (GDP százalék)	73,2	73,5	74,3	75,0	74,3
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP százalék)	-0,1	1,5	1,1	1,0	1,2
EURHUF (év vége)	382,8	410,1	385,0	385,0	395,0



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

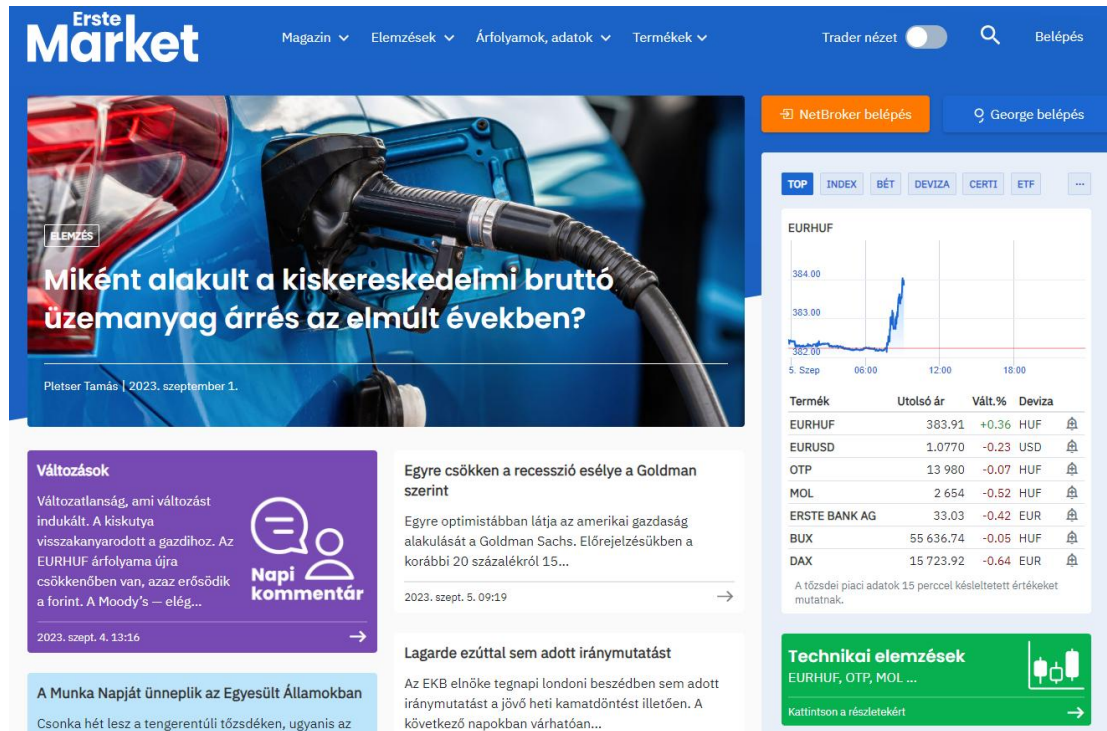


Nagy János
makrogazdasági elemző
janos.nagy@erstebank.hu



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

Böngészőn:



Mobil applikáción:



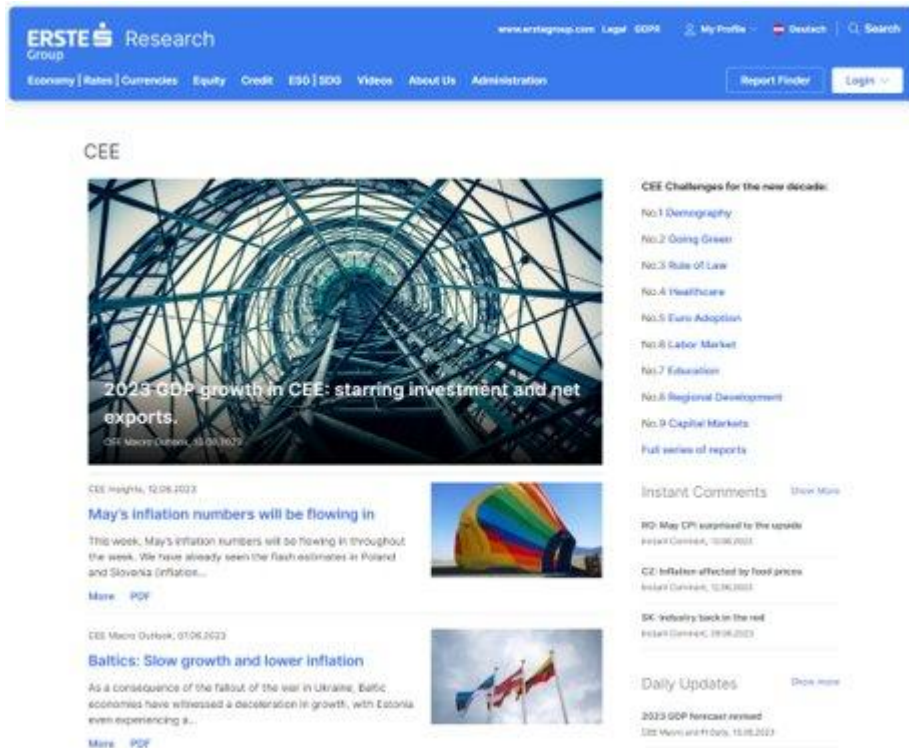
QR kód:



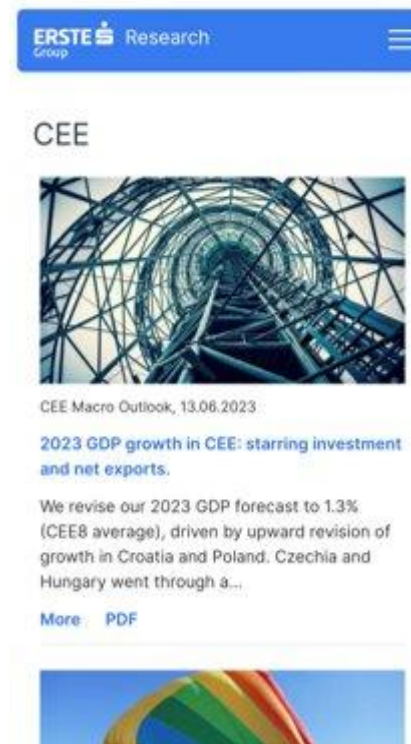
Keresse fel oldalunkat:
erstemarket.hu

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.”