

## Amerikai növekedés vagy európai stabilitás?

### Strukturális töréspontok az amerikai gazdaságban – és az európai fordulat lehetősége

2024. második felétől és 2025. elejére egyre világosabbá vált, hogy az amerikai gazdaság növekedési lendülete megtorpant (Consumer Sentiment Index drasztikus visszaesése, Manufacturing PMI mutató ingadozása) és az S&P 500 visszaesése nem pusztán ciklikus jelenség, hanem strukturális kérdéseket is felszínre hoz. A részvénytőzsi korrekció mögött többek között a túlzott piaci koncentráció, a fiskális túlterjeszkedés és a technológiai szektor jövőjét övező stratégiai bizonytalanság áll.

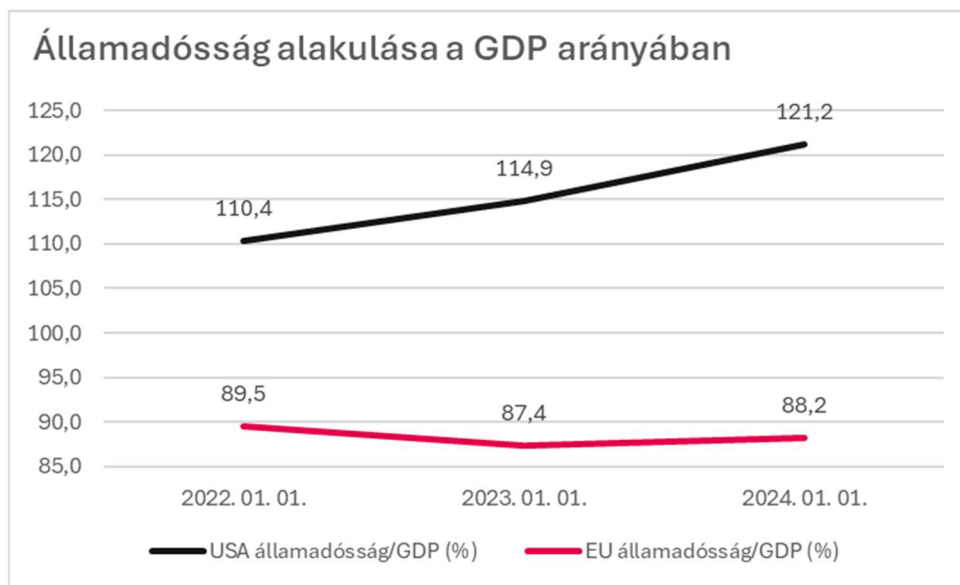
### Technológiai dominancia és AI-kétségek

Miközben az S&P 500 az elmúlt évtizedek egyik legszűkebb piaci koncentrációja mellett (a technológiai óriásvállalatok dominanciájával a Magnificent 7 volt felelős az S&P index teljesítményének jelentős részéért) új csúcsokról korrigál, a reálgazdasági mutatók, a fiskális pálya és a munkaerőpiaci dinamika (ami Trump és Musk intézkedéseivel könnyen romolhat) egyaránt kérdéseket vetnek fel a hosszú távú fenntarthatósággal kapcsolatban.

A mesterséges intelligencia körüli várakozások az elmúlt években új csúcsra vezették az amerikai indexeket, 2025-ben egyfajta bizonytalanság kezd körvonalazódni. Az amerikai nagyvállalatok eddig is milliárdokat költöttek és még további több százmilliárd dollárt terveznek befektetni az AI infrastruktúrába (adatközpontokba, fejlesztésekbe). Eközben a kínai technológia AI megoldásai költséghatékonyságban és adaptációs sebességben is versenyképesek lehetnek, noha ez a jövő zenéje még, az elmúlt időszak kínai AI hírei arra feltétlenül jók voltak, hogy a globális technológiai piacot elbizonytalanítsa így egyre többen feltették a kérdést: vajon fenntartható-e az amerikai AI cégek költségintenzív stratégiája vagy az eltúlzott várakozások miatt a vártnál alacsonyabb lesz a szektorban a megtérülés?

### Fiskális és gazdaságszerkezeti kockázatok az Egyesült Államokban

Az amerikai államháztartás állapota az egyik legégetőbb strukturális kockázat. 2025-re az államadósság a GDP 120%-a fölé emelkedett, miközben a szövetségi költségvetési hiány tartósan 6–7% körül mozog. A kamatterhek már meghaladják a teljes védelmi kiadásokat, ami a fiskális politika mozgásterét jelentősen szűkíti. Természetesen egy átlagbefektetőt nem biztos, hogy érdekelni fogja, ha 120-ról 130%-ra emelkedik ez a mutató, itt az lehet fontos, hogy mikor jön el az a pont, amikor az USA-ba vetett bizalom meginog és a befektetők nem tolerálják a túlzott eladósodottságot?



Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

Emellett a protekcionista gazdaságpolitika új hulláma, különösen a kereskedelmi vámok és az ellátási láncok „hazatelepítése” (onshoring) szintén hosszú távú versenyképességi problémákhoz vezethet. A magasabb előállítási költségek és a kereskedelmi partnerekkel való feszültségek (különösen Kína, de újabban az EU felé is) mérséklék az exportra épülő növekedési potenciált, illetve továbbra is megmarad a gazdasági alapprobléma: a túlzott függés a néhány domináns vállalatától. Természetesen az USA egy fogyasztás alapú gazdasággal rendelkezik, de a belső fogyasztásra is negatív hatása van a vámokból származó inflációnak. Másrészt a különböző állami intézményekben történő munkaerő-leépítéssel is - átmenetileg biztosan - vásárlóerőt veszít Amerika.

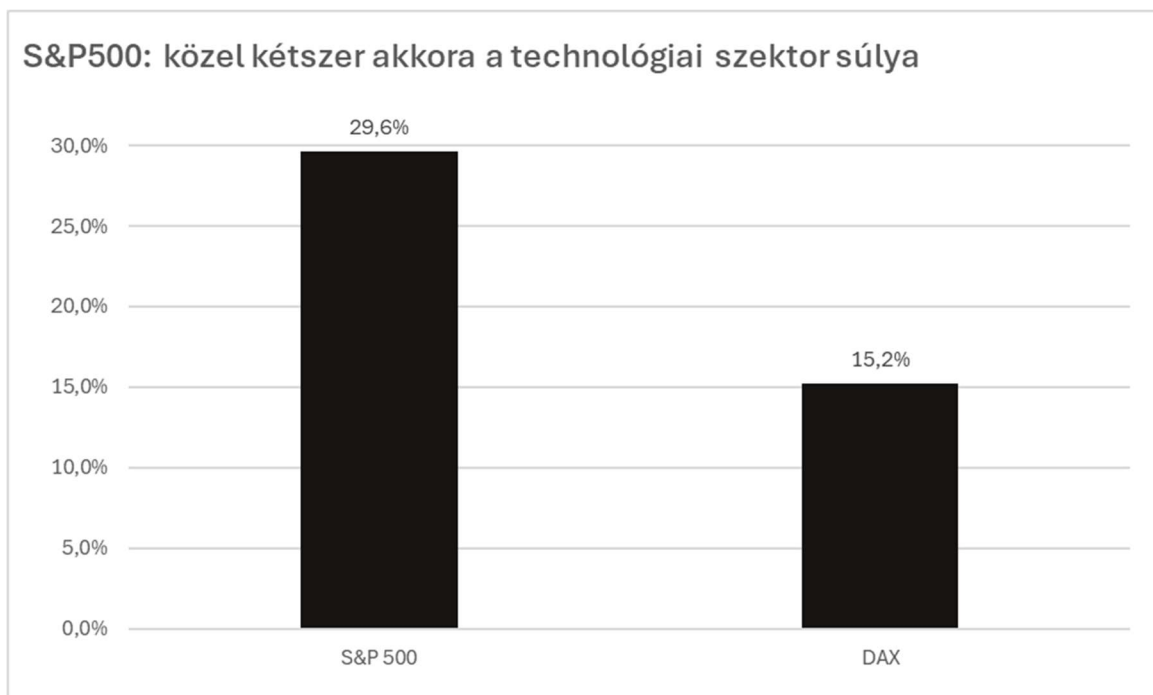
A munkaerőpiac felszínes ereje mögött is feszültségek húzódnak. Az idősödő népesség, az egészségügyi kiadások folyamatos növekedése és a termelékenységi paradoxon (a technológiai fejlődés ellenére nem látható arányos javulás a gazdasági munkatermelékenységben)<sup>1</sup> – hosszú távon lassíthatja a potenciális GDP-növekedést.

### **Európa: mérsékelt, de stabilizálódó fordulat**

Ezzel szemben az európai ipar – meglepetésszerűen – 2025 elejére kezd konszolidálódni. Különösen a német ipari termelésben látható fordulat, amelyet több tényező támogat. Egyrészt az energiaárak stabilizálódása, másrészt a német kormány által bejelentett zöld- és digitális transzformációs beruházási program új lendületet adott a gyártási láncoknak. Ezzel párhuzamosan a gyengébb euró és az alacsonyabb európai inflációs nyomás támogatja az exportot.

Ennek a német ipari fordulatnak érzékelhető hatása van Közép-Kelet-Európában is, különösen a német gazdaságba szorosan integrált országokban – Magyarországon, Csehországban és Szlovákiában. Ezek az országok ismét élvezhetik a német megrendelések felfutását, főként az autóipar, az akkumulátorgyártás és a beszállítás területén. A beruházási ciklus újraindulása pedig helyi szinten is keresletet támaszthat a munkaerőpiacon, és közvetve enyhítheti a növekedési nehézségeket.

<sup>1</sup> Forrás: Productivity Home Page : U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov), Nonfarm Business Sector: Labor Productivity (Output per Hour) for All Workers (OPHNFB) | FRED | St. Louis Fed (stlouisfed.org)

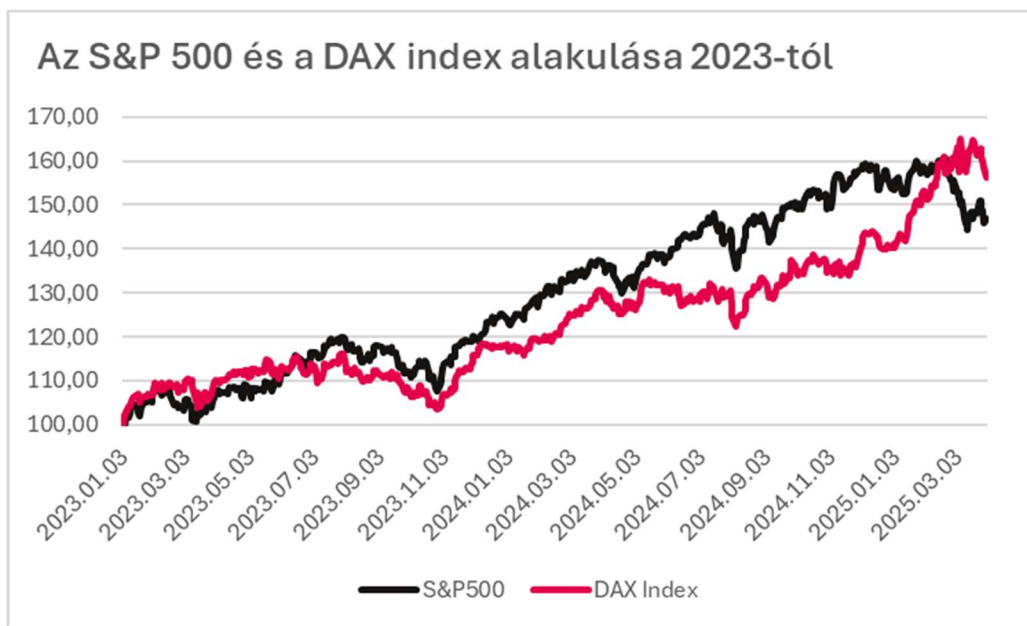


Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

A globális képet tekintve így egyfajta kétsebességes dinamika rajzolódik ki: az Egyesült Államok egy túlfűtött, magas kamatkörnyezetből lassan ciklusfordulóba lép, miközben komoly fiskális és versenyképességi kérdésekkel néz szembe. Európa – bár még mindig küszködik a lassú belső kereslettel – egyre több jelét adja annak, hogy az ipar talpra állása és a strukturális beruházások révén stabilizálódó pályára lép.

Ez a kontraszt a befektetői térképen is átrendeződést hozhat: a régóta alulteljesítő európai eszközök relatív vonzereje megnőtt, főként az iparilag erősen kötődő régiókban. Bár a strukturális problémák egyik oldalon sem tűntek el, a következő időszakban a relatív stabilitás, az exportorientált ipar és a fiskális ösztönzés új kombinációja egyre jobban az öreg kontinensre irányíthatja a figyelmet – épp akkor, amikor az amerikai modell korlátai egyre nyilvánvalóbbá válnak.

Természetesen a piacok is reagáltak az európai fordulatra: A DAX 17%-kal, a CAC 40 11,5%-kal, a FTSE 100 közel 9%-kal emelkedett 2024 végéhez képest, Közép-Kelet-Európában pedig pedig a lengyel és cseh börzék vezetik a sort.



Fontos azonban megjegyezni, hogy az amerikai piacok gyengélkedése hatással lehet az európaira is. Visszatekintő adatok alapján megfigyelhető, hogy az amerikai piacok jelentős esései gyakran magukkal rántották Európát is. Vagyis az amerikai piacok esetleges további visszaesése figyelmeztető jel lehet az európai befektető számára is. Ugyanakkor, ha a globális kereskedelmi feszültségek tovább mélyülnek az Európai Unió gazdasági integrációja erősödhet, így a kontinens idővel kevésbé válhat kitetté Amerikának, mint korábban.

### A geopolitikai dimenzió: békefolyamat és kockázatcsökkenés

Az európai kilátásokat jelentősen befolyásolhatja az orosz–ukrán háború kimenetele is. Bár a békefolyamat nem látszik közvetlenül elérhetőnek, a konfliktus stabilizálódása már önmagában is bizalomépítő hatással van a régió gazdaságára, különösen az energiaellátás és a beruházási hajlandóság terén. Egy esetleges békekötés hatalmas fiskális és infrastrukturális keresletet generálna Kelet-Európában, ami új lendületet adhatna a teljes kontinensnek, különösen akkor, ha a rendezést részben a szankciós intézkedések enyhítése is kísérné.

### „It’s the big one – I’m coming for you Elizabeth”?

Akkor itt a vége, felejtsük el az USA részvényeket?

Nem. Helye van az amerikai kitettségnek – csak másképp.

Bár az amerikai gazdaság egyértelmű strukturális kihívásokkal néz szembe – a fiskális nyomás, a technológiai koncentráció és az AI-megtérülési bizonytalanságok mind hozzájárulnak az S&P 500 volatilitásához –, az Egyesült Államok továbbra is megkerülhetetlen főszereplője a globális portfólióknak. A világ legmélyebb és leglikvidebb tőkepiaca, a dolláralapú eszközök dominanciája, valamint az innovációs ökoszisztéma még mindig stabil alapot kínál hosszú távon.

Az MBH Befektetési Bank idei S&P célára és az Advisory mintaportfólió egyértelműen mutatja, hogy bár középtávon előjöttek a fenti kérdőjelek, rövidebb és hosszabb távon is szerepelnie kell amerikai kitétségeknek a portfóliókban.

Az USA jelenléte továbbra is fundamentális pillér marad, de érdemes mellette diverzifikáltabb, ciklikusan másként viselkedő eszközöket is tartani, például az európai ipari és közép-kelet-európai kitétségeket, amelyek jelenleg alulárázottan kínálnak reálkockázathoz illeszkedő hozamlehetőségeket.

### Újra kétsebességes világgazdaság?

Az amerikai modell – fiskális szűkösség, AI-alapú stratégiai túlfeszítettség és technológiai koncentráció – 2025-ben újra kérdőjeleket vet fel a hosszú távú növekedés üteme kapcsán. Az AI-vezérelt szűk piaci koncentráció korrekciója, illetve az európai ipar stabilizálódása miatt egy újfajta egyensúlyi gondolkodásra van szükség. Ezzel szemben Európa, bár szerényebb növekedést produkál, egy kisebb, stabilizálódó ciklusba lépett, ahol a termelési kapacitások, az energiasztruktúra és a geopolitikai háttér is támogatóbb lehet békeidőben.

Az amerikai kitétség helye nem kérdés – a kérdés az, milyen minőségben és milyen arányban. A következő időszak kulcskérdése az lesz, hogy a befektetők továbbra is az amerikai növekedésre vagy az európai stabilitásra fogadnak. A globális újraárazódás már elindult – és ezúttal nem biztos, hogy az USA marad a természetes nyertese.

## Jogi figyelemfelhívó tájékoztatás

### Publikációs információk

*A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.*

*A kiadványhoz felhasznált adatforrások:*

Index és befektetési alap árfolyamok – Bloomberg, *Productivity Home Page : U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov), Nonfarm Business Sector: Labor Productivity (Output per Hour) for All Workers (OPHNFB) | FRED | St. Louis Fed (stlouisfed.org)*

*A kiadvány elkészítésének időpontja: 2025. év 04. hónap 02. napja 08:07 (óra:perc)*

*A véleményekhez használt adatok 2025. év 04. hónap 01. napjáig kerültek figyelembevételre és értékelésre.*

*A dokumentumot készítő elemző/k neve és beosztása:*

*Suba Péter  
Bankpénzügyi elemző  
MBH Befektetési Bank Zrt.*

### Jogi nyilatkozat

*1. Jelen kiadványt az MBH Befektetési Bank Zrt. (székhely: 1117 Budapest, Magyar Tudósok Körútja 9. G.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz. III/41.086/2002., EN-III/M-608/2009.; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina krt. 55.sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.*

*2. Jelen kiadvány a 2014/65/EU irányelv, és a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alkalmazásában marketingközleménynek minősül. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen kiadvány nem minősül a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete szerint a befektetéssel kapcsolatos kutatás követelményeinek megfelelő befektetési elemzésnek. A jelen dokumentumban közölt megállapítások nem objektív és nem független magyarázatot tartalmaznak. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen marketingközleménynek minősülő dokumentum nem a befektetéssel kapcsolatos kutatás függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült és nem érinti a befektetéssel kapcsolatos kutatás terjesztését, közzétételét megelőző kereskedésre vonatkozó tilalom. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek, és a jelen tájékoztatás nem teljes körű.*

*3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak, abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.*



*Jelen dokumentumnak, a benne foglalt információknak nem célja, hogy az ügyfelek konkrét befektetési döntéseinek az alapját képezze. A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.*

*4. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat. Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját. Jelen tájékoztatás nem minősül adótanácsadásnak, a konkrét adó- és illetékjogi információk pontosan csak az érintett ügyfél egyedi körülményei alapján ítéltethők meg, valamint az adó- és illetékjogi jogszabályok a jövőben változhatnak.*

*5. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valóságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat.*

*6. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a múltbeli teljesítmény nem megbízható mutatója a jövőbeli eredményeknek, és sem a múltbeli hozamok, sem a jelenlegi vélemények nem jelentenek garanciát az érintett pénzügyi eszköz, befektetési alap jövőbeli teljesítményére, azokból a jövőbeli hozamok megbízhatóan nem jelezhetők előre. Az árfolyamok a piaci folyamatok alapján pozitív és negatív irányba is változhatnak.*

*7. A befektetési alapokkal kapcsolatos előzetes tájékoztató információk, így különösen a tájékoztató, a kezelési szabályzat, a Kiemelt Befektetői Információk, a portfólió jelentések, valamint a befektetési alapok és a kínált szolgáltatások szerződési feltételei, dokumentumai megtalálhatók az érintett alapkezelők közzétételi helyein, honlapjain, továbbá a forgalmazók honlapjain. A teljesítmény információk a megelőző 5 évre, amennyien a termék ennél rövidebb ideje létezik, erre a teljes időszakra, az érintett befektetési alap vonatkozásában az érintett alapkezelő honlapján érhető el.*

8. Az adatok a teljesítményeket bruttó módon mutatják be, melyek esetében az aktuális jutalékok, díjak, és egyéb költségek felszámításra és érvényesítésre kerülnek. Felhívjuk a figyelmet arra is, hogy a magyar forint devizanemtől (HUF) eltérő pénznemben kibocsátott eszközök esetében a megtérülés, a teljesítmény hozama növekedhet, illetve csökkenhet is az árfolyamingadozások következtében, mely árfolyamingadozás kockázatot hordoz az eszköz teljesítménye vonatkozásában.

9. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.

A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

10. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabállyal.

11. A jelen kiadványban feltüntetett befektetési alapokra és egyéb pénzügyi eszközökre vonatkozó példák nem mutatják be a teljes befektetési kínálatot. További tájékoztatás, üzletszabályzatok, hirdetmények érhetőek el az aktuális szolgáltatásokról, az MBH Befektetési Bank Zrt.

[www.mhbefektetesibank.hu](http://www.mhbefektetesibank.hu) honlapján, az MBH Bank Nyrt. bankfiókjaiban és a [www.mbhbank.hu](http://www.mbhbank.hu) honlapján, vagy a [www.mbhbank.hu/privatebanking](http://www.mbhbank.hu/privatebanking) oldalon, továbbá az MBH Bank privát banki kiszolgálást nyújtó egységeinél.

Az MBH Bank Nyrt. az MBH Befektetési Bank Zrt. közvetítőjeként jár el. MBH Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina krt. 55.sz.)

12. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.