



MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2025. DECEMBER 16-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

2025
DECEMBER

Közzététel időpontja: 2026. január 14. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2025. december 10-ig rendelkezésre álló információkat vettük figyelembe.

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, 2013. évi CXXXIX. tv.) 3.§ (1) az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként. Az MNB legfőbb döntéshozó szerve a Monetáris Tanács. A Tanács szükség szerint, de üléseinek időpontját előre meghirdetve általában havonta kétszer ülésezik, minden hónap második ülésén tárgyalva a jegybanki alapkamatláb módosításának kérdését. Ezekről az üléseiről a Monetáris Tanács rövidített jegyzőkönyveket ad közre, amelyek még a következő kamatmeghatározó ülés előtt megjelennek. A rövidített jegyzőkönyvhöz készített háttéranyag az MNB szakértői által a Monetáris Tanács részére készített elemzések tartalmi összefoglalójaként a gazdasági és pénzügyi folyamatokat, az előző ülés óta nyilvánosságra került új információkat ismerteti.

A rövidített jegyzőkönyvek, valamint a jegyzőkönyvek háttéranyagai elérhetők az MNB honlapján:

<http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kamatmeghatarozo-ulesek-roviditett-jegyzokonyvei>

Tartalom

1. Makrogazdaság.....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok	6
1.2.1. Gazdasági növekedés.....	6
1.2.2. Foglalkoztatás	8
1.3. Infláció és bérek.....	9
1.3.1. Bérezés.....	9
1.3.2. Inflációs folyamatok.....	9
1.4. Költségvetési és külső egyensúlyi folyamatok.....	11
1.4.1. Költségvetési folyamatok.....	11
1.4.2. Külső egyensúlyi folyamatok	11
2. Pénzügyi piacok	12
2.1. Nemzetközi pénzpiacok	12
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása	14
3. Hitelezési feltételek.....	15

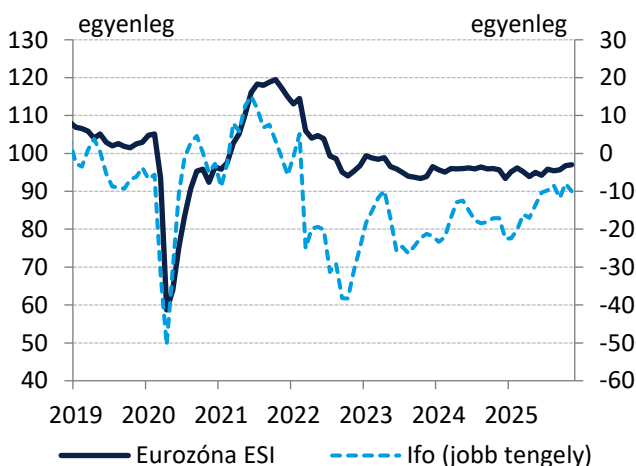
1. Makrogazdaság

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

A harmadik negyedévben Kínában 4,8 százalékkal, az Európai Unióban pedig 1,6 százalékkal volt a GDP-növekedés éves alapon. Az ipari termelés az Egyesült Államokban és az eurozónában nőtt szeptemberben, valamint Kínában is emelkedett az ipar kibocsátása októberben. A feldolgozóipari Beszerzési Menedzser Indexek enyhén mérséklődtek. Az infláció az Egyesült Államokban a piaci várakozásoknál némileg alacsonyabban, 3,0 százalékon alakult szeptemberben. Kínában a fogyasztói árak 0,7 százalékkal emelkedtek novemberben éves összevetésben. Az eurozóna inflációja éves összehasonlításban novemberben 2,2 százalékkal emelkedett az előzetes adatok szerint.

A GDP Kínában 4,8 százalékkal, az Európai Unióban 1,6 százalékkal, az euroövezetben pedig 1,4 százalékkal bővült a harmadik negyedévben. Legfőbb kereskedelmi partnerünk, Németország GDP-je 0,3 százalékkal bővült éves összevetésben. A régióban Romániában 1,4 százalékkal, Csehországban 2,8 százalékkal, Lengyelországban pedig 3,7 százalékkal bővült a gazdaság 2025 harmadik negyedévében. Az Egyesült Államokban 2,1 százalékkal növekedett a gazdaság a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A harmadik negyedévre vonatkozó adat még nem jelent meg, mivel az elhúzódo kormányzati leállás miatt számos gazdasági adat publikálása szünetelt.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



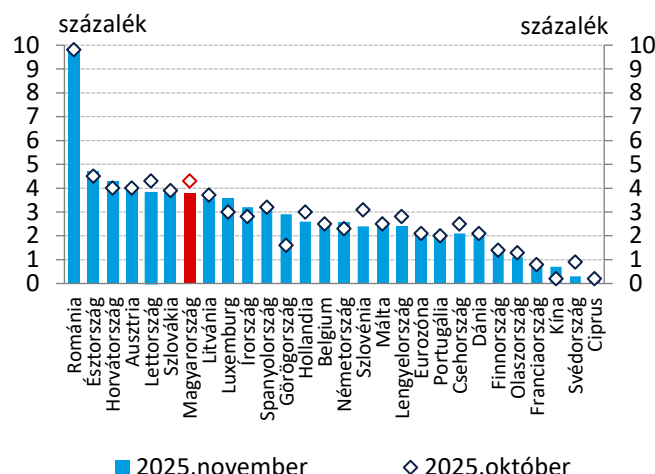
Forrás: Európai Bizottság, Ifo

Az ipari termelés az Egyesült Államokban 1,6 százalékkal, az eurozónában pedig 1,2 százalékkal nőtt szeptemberben éves bázison. Kínában az ipar kibocsátása 4,9 százalékkal emelkedett októberben. A kiskereskedelmi értékesítések Kínában 2,9 százalékkal, az eurozónában pedig 1,5 százalékkal bővültek októberben. Szeptemberben az Egyesült Államokban éves alapon 4,3 százalékkal emelkedett a kiskereskedelem forgalma.

A feldolgozóipari Beszerzési Menedzser Indexek (BMI) enyhén mérséklődtek. A feldolgozóipari BMI az Egyesült Államokban csökkent, de továbbra is bővülést jelez (51,9 pont) 2025. novemberben. Kínában azonban a növekedési küszöbérték (50 pont) alá, 49,9 pontra mérséklődött a mutató. Az eurozónában szintén csökkent a BMI, és 49,6 ponton alakult. Az eurozóna gazdasági hangulatindexe (Economic Sentiment Indicator – ESI) 2025. novemberben enyhén, 0,2 ponttal javult (1. ábra).

Az Egyesült Államokra vonatkozóan a korábbi kormányzati leállás miatt késnek az adatpublikációk, hivatalos friss munkaerőpiaci adat nem áll rendelkezésre. A Chicago Fed jelentése a szeptemberi munkanélküliségi rátát – az augusztusival megegyező – 4,3 százalékkal becsüli. Az eurozónában 6,3 százalékkal volt a munkanélküliségi ráta augusztusban, ami 0,1 százalékponttal magasabb a júliusi értéknél.

2. ábra: A nemzetközi inflációs környezet alakulása



Megjegyzés: Eurozóna-tagok esetében HICP, a többi országnál nemzeti CPI inflációs ráták. Lengyelországra vonatkozóan előzetes adat. Bulgáriára, az Egyesült Államokra és az Európai Unióra még nem állt rendelkezésre októberi adat.

Forrás: Eurostat, Trading Economics, nemzeti statisztikai hivatalok

Az infláció az Egyesült Államokban a piaci várakozásoknál némileg alacsonyabban, 3,0 százalékon alakult szeptemberben. Az eurozóna inflációja éves összehasonlításban novemberben 2,2 százalékra emelkedett, míg a maginfláció változatlanul 2,4 százalékon alakult az előzetes adatok szerint. Az infláció 0,1 százalékponttal az elemzői várakozások felett alakult, míg a maginfláció megfelelt a várakozásoknak. Kínában a fogyasztói árak 0,7 százalékkal emelkedtek novemberben éves összevetésben.

Novemberre a régiós országokban mérséklődött az infláció.

Az áremelkedés éves üteme Lengyelországban 2,8-ról 2,4 százalékra, Csehországban pedig 2,5-ről 2,1 százalékra mérséklődött október és november között a nemzeti statisztikai hivatalok adatai alapján. Szlovákiában 3,9-ről 3,8 százalékra csökkent az infláció az előzetes HICP adatok szerint (2. ábra).

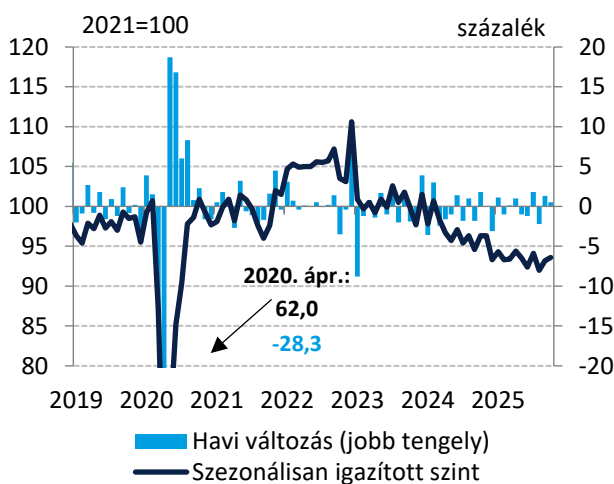
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

2025 harmadik negyedében a hazai GDP 0,6 százalékkal nőtt éves összevetésben a nyers adatok szerint. Októberben a havi indikátorok közül a kiskereskedelmi forgalom 3,1 százalékkal bővült, míg az ipar kibocsátása az előzetes adatok alapján 2,7 százalékkal csökkent. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 713 millió eurós többletet mutatott. 2025. augusztus – október átlagában a 15-74 éves foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest 0,7 százalékkal mérséklődött, míg a munkanélküliségi ráta 4,6 százalékon alakult. Összességében a munkaerőpiaci feszesség továbbra is enyhe.

1.2.1. Gazdasági növekedés

A bruttó hazai termék 2025 harmadik negyedében 0,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest a nyers adatok szerint. Az előző negyedévhez viszonyítva stagnált a gazdaság. Termelési oldalról a harmadik negyedévben a növekedés ágazati szerkezete összességében hasonló volt az elmúlt negyedévekhez. A mezőgazdaság hozzáadott értéke 6,2 százalékkal maradt el előző év azonos időszakában regisztrálttól. Az ipar teljesítménye 1,7, azon belül a feldolgozóiparé 0,8 százalékkal mérséklődött. Ugyanakkor az építőipar hozzáadott értéke 2,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, és 0,1 százalékponttal támogatta az éves alapú GDP bővülését. A szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke együttesen 1,5 százalékkal emelkedett és 0,9 százalékponttal járult hozzá a GDP bővüléséhez. Felhasználási oldalról a háztartások fogyasztási kiadása a harmadik negyedévben 2,6 százalékkal bővült éves alapon, ami alacsonyabb a második negyedévben mért 3,5 százalékos növekedésnél. A bruttó állóeszköz-felhalmozásban az előző negyedévekénél enyhébb, 3,0 százalékos visszaesés volt megfigyelhető, ami 0,8 százalékponttal fékezte gazdaságot. A nettó export 3,3 százalékponttal fogta vissza a GDP előző év azonos időszakához viszonyított növekedését 2025 harmadik negyedében. A készletváltozás hozzájárulása jelentős volt, 4,3 százalékponttal járult hozzá az előző év azonos időszakához viszonyított növekedéshez.

3. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

2025. októberben 2,7 százalékkal csökkent az ipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest az előzetes adatok alapján. A szezonálisan és munkanappal kiigazított adatok alapján az ipari kibocsátás 0,5 százalékkal nagyobb volt a 2025. szeptemberinél (3. ábra). A KSH közleménye szerint a feldolgozóipari ágak döntő többségében csökkent a termelés volumene az előző év azonos hónapjához viszonyítva. A legnagyobb súlyú ágak közül a járműgyártásban, a villamos berendezés gyártásában, valamint az élelmiszer, ital és dohánytermék gyártásában visszaesés következett be, míg a számítógép, elektronikai, optikai termék gyártása bővült.

Az építőipari termelés volumene a nyers adatok szerint 17,6 százalékkal bővült 2025 szeptemberében. A szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján 14,8 százalékkal

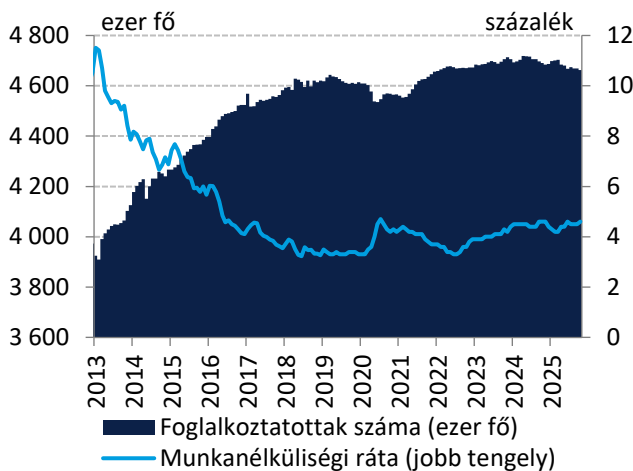
nőtt az építőipari termelés éves alapon. Az építményfőcsoportok közül az épületek építésének termelése 18,3 százalékkal, az egyéb építményeké 17,1 százalékkal bővült. Az építőipari ágazatok közül az épületek építése 38,5 százalékkal, az egyéb építmények építése 27,3 százalékkal nőtt az előző évi, alacsony bázishoz képest. A legnagyobb súlyú ágazat, a speciális szaképítés termelése 2,7 százalékkal volt nagyobb az egy évvel korábbinál. A megkötött új szerződések volumene 4,8 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbtól, ezen belül az épületek építésére kötött szerződéseké 4,1 százalékkal, míg az egyéb építmények építésére vonatkozóké 5,3 százalékkal volt alacsonyabb.

2025 októberében a külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 713 millió euró, míg a 12 havi gördülő egyenleg 9,6 milliárd euró többletet mutatott. Az előző hónaphoz képest 123 millió euróval javult, míg az előző év azonos időszakához mérten 178 millió euróval romlott az egyenleg. A nyers adatok alapján idén októberben az áruexport volumene 3,1 százalékkal alacsonyabb, míg az áruimporté 1,1 százalékkal magasabb volt az előző év azonos időszakához képest.

A kiskereskedelmi forgalom volumene éves alapon 3,1 százalékkal emelkedett a naptárhatással igazított adatok szerint 2025. októberben. Az üzemanyagforgalom nélkül számított kiskereskedelem 3,6 százalékkal nőtt. Az üzemanyagtöltő-állomások forgalmának volumene 0,6 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A kiskereskedelmi forgalom 0,5 százalékkal bővült az előző hónaphoz viszonyítva. Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes kiskereskedelem 1,2 százalékkal bővült az eladások éves alapon. Az online (+10,8 százalék), a textil, ruházat, lábbeli (+8,6 százalék), az iparcikk jellegű vegyes (+6,0 százalék), a gyógyszer, gyógyászati termék, illatszer (+4,4 százalék), és a bútor, műszakicikk, vasáru (+0,6 százalék) üzletekben nőttek az eladások, ugyanakkor a könyv, számítástechnika (-0,3 százalék) ágazatok forgalma mérséklődött.

A NAV online pénztárgépek inflációval korrigált forgalma októberben 1,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest a naptárhatással igazított adatok szerint. November első három hetében a közúti személyforgalom (+43 százalék) nőtt, viszont a teherforgalom stagnált. A villamosenergia-terhelés 1 százalékkal csökkent novemberben. A mozik látogatottsága 8,2 százalékkal csökkent, a vendéglátás forgalma viszont 9,1 százalékkal emelkedett. A „munkánélküli segély” kifejezésre történő Google-keresések száma stagnált novemberben októberhez képest.

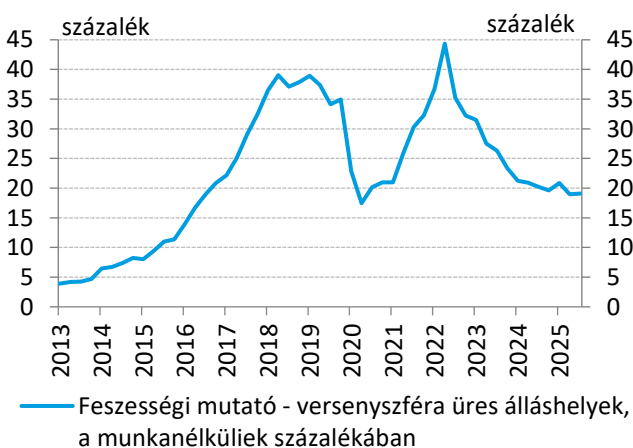
4. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Megjegyzés: A KSH háromhavi mozgóátlagos módszerén alapuló adatok. A foglalkoztatottak száma szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

5. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves adatok.

Forrás: KSH, MNB-számítás

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján 2025. augusztus – október átlagában a 15-74 éves foglalkoztatottak száma 31 ezer fővel csökkent az előző év azonos időszakához képest, ami 0,7 százalékos mérséklődést jelent éves alapon. A foglalkoztatottak számának szezonálisan és naptárhatással igazított szintje 6 ezer fővel volt alacsonyabb a július – szeptemberi időszakhoz képest. A hazai elsődleges munkaerőpiacon foglalkoztatottak száma 45 ezer fővel, a külföldi telephelyen dolgozók száma pedig 2 ezer fővel csökkent, míg a közfoglalkoztatottak száma 16 ezer fővel nőtt az előző év azonos időszakához képest.

A harmadik negyedévben a feldolgozóiparban foglalkoztatottak száma 38 ezer fővel mérséklődött 2024 harmadik negyedévéhez képest, ami 3,9 százalékos csökkenést jelent éves alapon. A szolgáltató ágazatok közül nagyobb mértékben az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység; a művészet, szórakoztatás, szabadidő; az információ, kommunikáció; a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazatokban mérséklődött, míg a kereskedelem, gépjárműjavítás, illetve a leginkább állami szolgáltatásokhoz köthető közigazgatás, védelem; oktatás; humán-egészségügyi, szociális ellátás ágazatokban bővült a foglalkoztatás. Az építőiparban 14 ezer fővel csökkent, a mezőgazdaságban 16 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest.

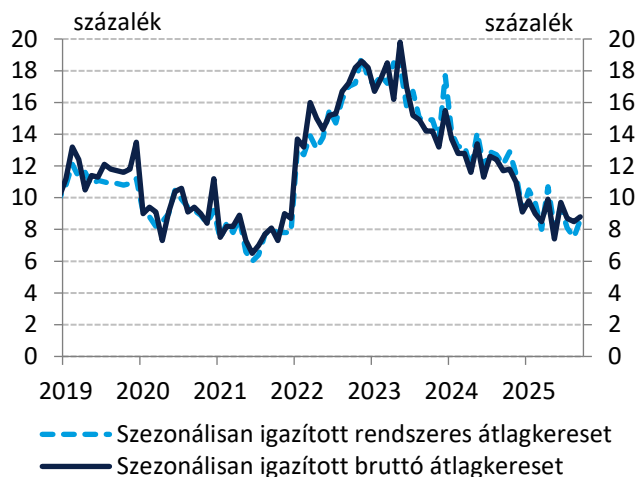
Augusztus – október átlagában a munkanélküliek száma 3 ezer fővel mérséklődött az előző év azonos időszakához képest, a munkanélküliek átlagos száma 223 ezer fő volt, a munkanélküliségi ráta 4,6 százalékon alakult (4. ábra). A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) adatai alapján a regisztrált álláskeresők száma 221 ezer fő volt októberben, ami 5 ezer fős csökkenést jelent éves alapon.

A munkaerőpiaci feszesség továbbra is enyhe (5. ábra). 2025 harmadik negyedévben a versenyszféra üres álláshelyeinek száma 7 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, míg a szezonálisan igazított adatok alapján az idei évben stagnálás figyelhető meg. A versenyszférában 43,4 ezer, ezen belül a feldolgozóiparban 12,8 ezer, a piaci szolgáltató szektorban pedig 27,1 ezer üres álláshely volt a harmadik negyedévben.

1.3. Infláció és bérek

2025 novemberében a fogyasztói árak éves összevetésben 3,8 százalékkal emelkedtek. A maginfláció 0,1 százalékponttal mérséklődött októberben képest és 4,1 százalékon alakult. A bejövő inflációs adat a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzésénél alacsonyabban, míg az alapfolyamatok a prognózisunkkal összhangban alakultak. A lakossági inflációs várakozások továbbra is magasan alakulnak. a bruttó átlagkereset éves dinamikája mérséklődik.

6. ábra: Az átlagkeresetek dinamikája a versenyszférában



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.3.1. Bérezés

2025. szeptemberben a bruttó átlagkereset a nemzetgazdaságban 9,5 százalékkal, ezen belül a versenyszférában 8,8 százalékkal, a költségvetési szférában 12,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A munkaerőpiaci feszesség enyhülésével a bruttó átlagkereset éves dinamikája mérséklődik a versenyszférában és a nemzetgazdaságban egyaránt. A versenyszférában a bruttó átlagkereset éves növekedése az év első kilenc hónapjában átlagosan 8,9 százalékot tett ki, szemben a 2024-es 12 százalékos bérdinamikával (6. ábra).

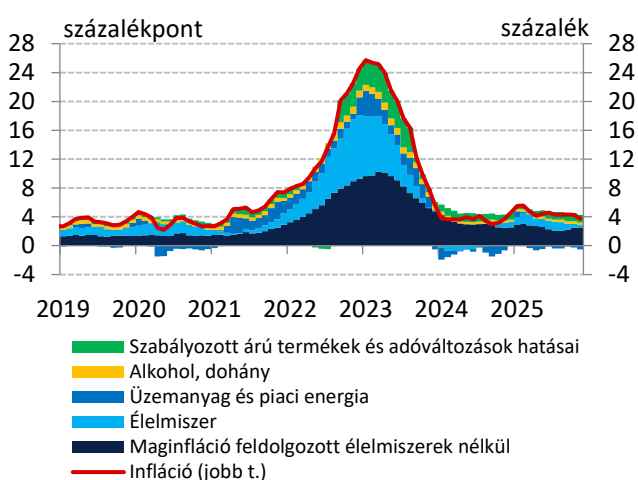
A rendszeres (prémium nélkül számított) bruttó átlagkeresetek éves indexe a nemzetgazdaságban 9,3 százalék, a versenyszférában pedig 8,6 százalék volt. Szeptemberben a versenyszféra rendszeres bruttó átlagkereset a szokásos évközi szezonálisnál erőteljesebben emelkedett havi alapon, azonban ez az átbérezés augusztusban tapasztalt elmaradásának korrekciója lehetett. A szeptemberi versenyszféra prémiumkifizetések mértéke a rendszeres bruttó átlagkereset 4,3 százaléka volt, ami az előző évhez hasonló arány.

A versenyszférán belül a piaci szolgáltató szektorban 8,6 százalékkal, míg a feldolgozóiparban 8,7 százalékkal emelkedett a bruttó átlagkereset az előző év azonos időszakához képest. Az év első kilenc hónapját tekintve a piaci szolgáltató szektor éves bérdinamikája meghaladta a feldolgozóiparét; az előbbi esetében átlagosan 8,9, az utóbbi esetében átlagosan 8,4 százalékkal nőtt a bruttó átlagkereset éves alapon.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2025 novemberében a fogyasztói árak 3,8 százalékkal emelkedtek éves összevetésben, így egy év után ismét a jegybanki toleranciasávon belül alakult a mutató (7. ábra). Az októberben mért 4,3 százalékhöz képest az éves áremelkedés üteme 0,5 százalékponttal csökkent. A maginfláció 0,1 százalékponttal mérséklődött októberhez képest és 4,1 százalékon alakult. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,8 százalékra csökkent. Havi bázison a teljes fogyasztói kosár és a maginflációs kosár is 0,1 százalékkal drágult.

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



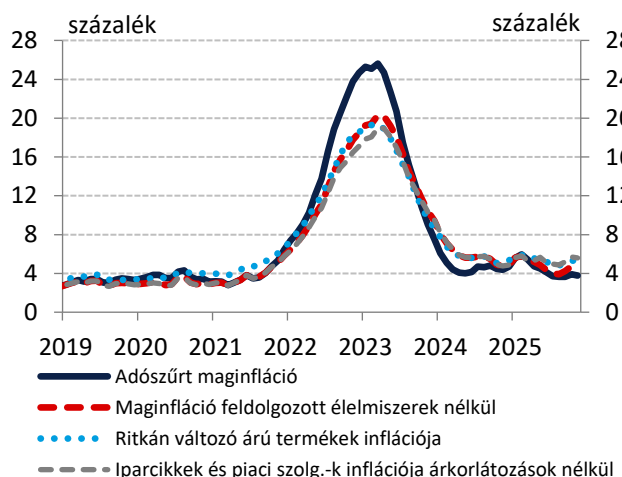
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

Az iparcikkek éves inflációja 2,7 százalékról 2,6 százalékra mérséklődött. Havi összevetésben az iparcikkek ára nem változott. A nem tartós iparcikkek ára 0,1 százalékkal csökkent októberhez képest. A tartós iparcikkek 0,2 százalékkal drágultak, amit a bútorok árának emelkedése magyarázott.

A piaci szolgáltatások éves bázisú árindexe 7,4 százalékról 7,2 százalékra mérséklődött. Havi összevetésben 0,3 százalékkal nőttek az árak, amit elsősorban a vendéglátási szolgáltatások drágulása magyarázott.

Az MNB besorolása szerinti élelmiszerek inflációja -0,2 százalék volt. A termékkörön belül a feldolgozatlan élelmiszerek 0,8 százalékkal olcsóbbak lettek, míg a feldolgozott élelmiszerek 0,1 százalékkal drágultak éves összevetésben. Októberhez képest a feldolgozatlan élelmiszerek 0,2 százalékkal lettek olcsóbbak, amit elsősorban a szezonális élelmiszerek áralakulása magyaráz, de számottevő mértékű árcsökkenés volt tapasztalható a sertéshúsok esetében is. A feldolgozott élelmiszerek ára havi alapon összességében nem változott. Összességében a novemberi átárakozások mértéke az élelmiszerek és az iparcikkek esetében a 2017-2020. évek átlaga alatt, míg a piaci szolgáltatások esetében afelett alakult. Az üzemanyagok ára éves összevetésben 5,0 százalékkal csökkent. Havi alapon 0,6 százalékkal mérséklődtek az üzemanyagárak, amit a világpiaci olajárak csökkenése magyarázott. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára 7,5 százalékkal, ezen belül a vezetékes gáz ára 22,0 százalékkal emelkedett éves bázison.

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

A lakossági inflációs várakozások továbbra is magasan alakulnak. Az MNB felmérésének legfrissebb, negyedik negyedévre vonatkozó adata 8,2 százalék, míg a GKI által publikált novemberi adat 19,0 százalék volt. A kiskereskedelmi értékesítési árakra vonatkozó vállalati árvárakozások enyhén emelkedtek, míg a szolgáltatásokra vonatkozó árvárakozások mérséklődtek. Mindkét mutató továbbra is visszafogott szinten volt novemberben.

A bejövő inflációs adat a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzésénél alacsonyabban, míg az alapfolyamatok a prognózisunkkal összhangban alakultak. Az elemzői várakozások mediánja 3,9 százalék volt, a várakozások 3,7 és 4,1 százalék között szóródtak.

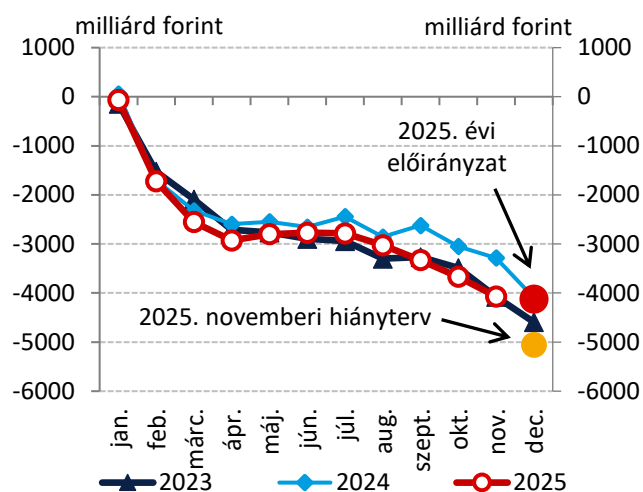
A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink nem változtak érdemben (8. ábra). A ritkán változó árú termékek inflációja 5,4 százalékon, míg a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció 4,6 százalékon alakult. Az iparcikkek és piaci szolgáltatások együttes, árkorlátozások technikai hatása nélkül számított inflációja 5,6 százalék volt.

1.4. Költségvetési és külső egyensúlyi folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere novemberben 403 milliárd forintos hiánnyal zárt. A központi alrendszer bevételei novemberben 192 milliárd forinttal nőttek éves alapon, a költségvetési kiadások mértéke pedig 361 milliárd forinttal lett magasabb az előző év azonos időszakai értékénél. 2025 szeptemberében a folyó fizetési mérleg havi többlete 304 millió euró volt. A termék-külkereskedelem októberi adata alapján a folyó fizetési mérleg többlete októberben is jelentős mértékű volt.

1.4.1. Költségvetési folyamatok

9. ábra: Az állami költségvetés évkezdettől kumulált pénzforgalmi egyenlege



Forrás: 2025. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszere novemberben 403 milliárd forintos hiánnyal zárt, ami 169 milliárd forinttal kedvezőtlenebb a 2024. novemberi deficitnél. Ezzel az évkezdettől kumulált hiány 4070 milliárd forintra nőtt november végére, ami a 2024. évi értéknél 786 milliárd forinttal magasabb deficitet jelent. Ez a költségvetési törvényben szereplő 4123 milliárd forintos éves pénzforgalmi hiánycél 99 százaléka, míg a legfrissebb kormányzati hiányterv 81 százaléka (9. ábra).

A központi alrendszer bevételei novemberben 192 milliárd forinttal nőttek éves alapon. A bevételeken belül az adó- és járulékbévételek 7 százalékkal (134 milliárd forinttal), az uniós bevételek 22 százalékkal nőttek. A fogyasztáshoz kapcsolt adók 7 százalékkal (48 milliárd forinttal), a munkát terhelő adók és járulékok 5,3 százalékkal (55 milliárd forinttal) emelkedtek. A gazdálkodó szervezetek befizetései 16 százalékkal (33 milliárd forinttal) növekedtek 2024. novemberhez képest.

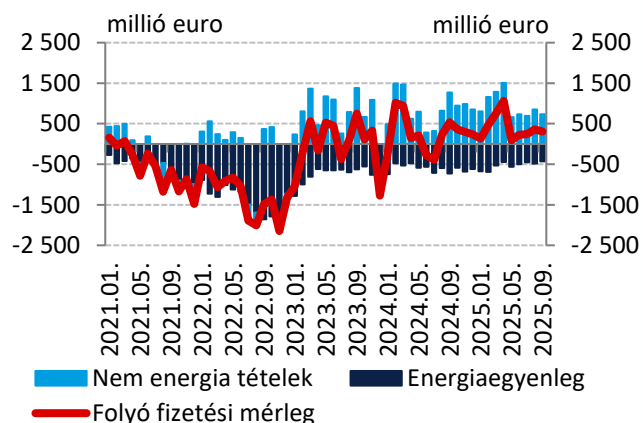
A költségvetési kiadások mértéke novemberben 361 milliárd forinttal lett magasabb az előző év azonos időszakai értékénél. A növekményt főként az uniós programok kiadásainak 143 milliárd forintos növekedése, valamint a nyugdíjkiadások 118 milliárd forintos növekedése okozta.

1.4.2. Külső egyensúlyi folyamatok

2025 szeptemberében a folyó fizetési mérleg többlete 304 millió euró volt, a külső finanszírozási képesség pedig 339 millió eurót tett ki (10. ábra). Szeptemberben a szolgáltatásegyenleg többlete meghaladta az egy évvel korábbi értékét, ugyanakkor a jövedelemegyenleg és a transzferegyenleg hiánya enyhén növekedett. A termék-külkereskedelem októberi adata alapján a folyó fizetési mérleg többlete októberben is jelentős mértékű volt.

A pénzügyi mérleg adatai alapján szeptemberben a nettó közvetlentőke-befektetések kismértékű csökkenésével párhuzamosan a nettó külső adósság növekedett.

10. ábra: A folyó fizetési mérleg és az energiaegyenleg alakulása



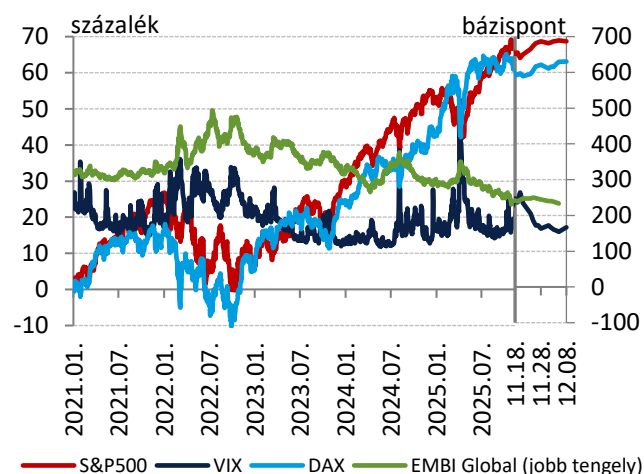
Forrás: MNB, KSH

2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta a Federal Reserve kamatpályájának várható alakulása, valamint az orosz-ukrán háborúval kapcsolatos békefolyamat alakulása határozta meg a nemzetközi pénz- és tőkepiacok mozgását. A kockázati indikátorok javultak, a tőzsdeindexek emelkedtek, a fejlett piaci hosszú hozamok jellemzően feljebb kerültek. Az olajárak és a gázárak csökkentek az előző kamatdöntés óta.

11. ábra: Fejlett piaci részvényindexek, a VIX index, illetve az EMBI Global mutató alakulása



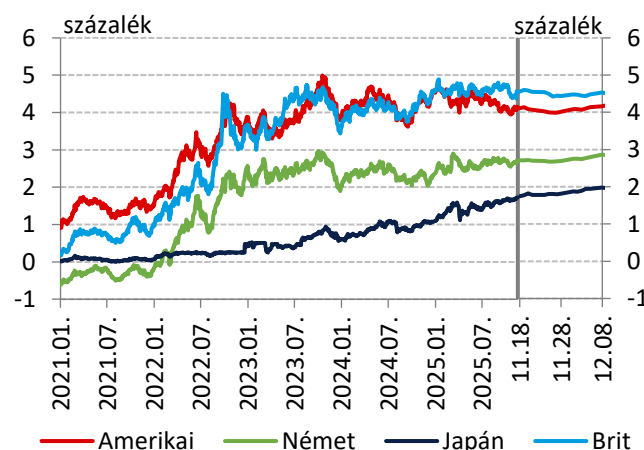
Megjegyzés: A részvényindexek (S&P500 és DAX) 2021. év elejéhez normálva.

Forrás: Bloomberg

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban a beérkező makroadatokon túl továbbra is a Federal Reserve (Fed) kamatpályájának várható alakulása, valamint az orosz-ukrán háborúval kapcsolatos békefolyamat határozta meg a nemzetközi pénz- és tőkepiacokat. A kockázati indikátorok összességében javultak az elmúlt hónap során. Az amerikai részvénytőzsi volatilitást mérő VIX index 8,1 százalékponttal 16,6 százalékra mérséklődött, mialatt az európai Vstoxx index 7 százalékponttal, 15,8 százalékra csökkent. A feltörekvő piaci kötvénnyelárat megragadó EMBI Global index 6 bázisponttal került lejjebb, míg a fejlett kötvénnyel volatilitást mérő MOVE index 10 bázisponttal mérséklődött (11. ábra).

A meghatározó tőzsdeindexek szinte mindegyike emelkedett az időszak során. Az MSCI fejlett piacokat összesítő tőzsdekompozit 3,5 százalékkal, a feltörekvőket tartalmazó pedig 1,8 százalékkal került feljebb. Az amerikai indexek jellemzően 3,5-4,5 százalékkal emelkedtek, és továbbra is historikus csúcsuk közelében állnak. Az európai és ázsiai tőzsdeindexek a kínai piacokat kivéve szintén nőttek az időszak során.

12. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



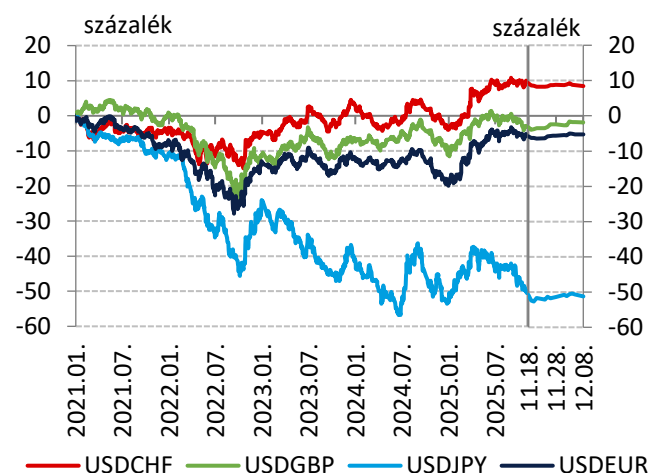
Forrás: Bloomberg

A fejlett piaci hosszú hozamok jellemzően nőttek az előző kamatdöntés óta (12. ábra). A német tízéves hozam 16 bázisponttal, a francia 14 bázisponttal és az amerikai hosszú hozam 6 bázisponttal került feljebb. A régiós országok tízéves állampapírhozamai ugyanakkor jellemzően mérséklődtek: a magyar 20 bázisponttal, a lengyel 8, míg a román tízéves hozam 1 bázisponttal csökkent, a cseh hosszú hozam pedig nem változott az időszak során.

Az amerikai dollár a főbb devizákkal szemben csak minimálisan változott az előző kamatdöntés óta (13. ábra). A dollár 0,5 százalékkal értékelődött le az euróval szemben. A japán jen és a svájci frank 0,5, illetve 1,1, százalékkal erősödött az amerikai devizával szemben, míg a brit font 1,5 százalékkal gyengült a dollárral szemben.

A nyersanyag alindexek vegyesen alakultak az időszak során. Az agrárszektor reprezentáló alindexek közül a gabona alindex mintegy 1 százalékkal, az egész szektort átfogó alindex pedig 12,8 százalékkal csökkent, míg az élőállat alindex 1 százalékkal emelkedett. Az ipari fémeket

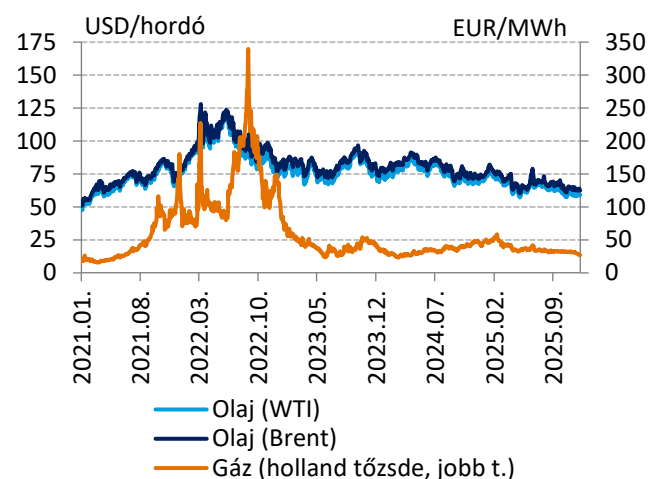
13. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása 2021. január első kereskedési napjához képest



Megjegyzés: A pozitív értékek a változó (második) deviza erősödését jelentik.

Forrás: Bloomberg

14. ábra: Az olaj és a gáz világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

tartalmazó alindex közel 5,6 százalékkal nőtt, míg az egyéb nyersanyagok alindexe közel 2 százalékkal csökkent. Az energia alindex 0,5 százalékkal került feljebb az előző kamatdöntéskori szintjéhez képest. A teljes nyersanyagpiacot lefedő Bloomberg nyersanyagár-index az időszak során 3,5 százalékkal nőtt.

Az északi-tengeri Brent típusú olaj hordónkénti ára az előző kamatdöntéskori 64,9 dollárról 3,9 százalékkal 62,4 dollárra csökkent (14. ábra). Az amerikai benchmark, a WTI hordójának ára 60,7 dollárról 3,2 százalékkal 58,8 dollárra mérséklődött. Az időszak elején kismértékben csökkentek, majd december elején enyhén emelkedtek az olajárak. Az OPEC+ döntése, miszerint a következő negyedévben nem növeli tovább a kitermelést, az árak emelkedése irányába hatott, míg az orosz-ukrán béketárgyalásokkal kapcsolatos várakozások és az amerikai túlkínálattól való félelem lefelé irányuló nyomást helyeztek az olajárakra.

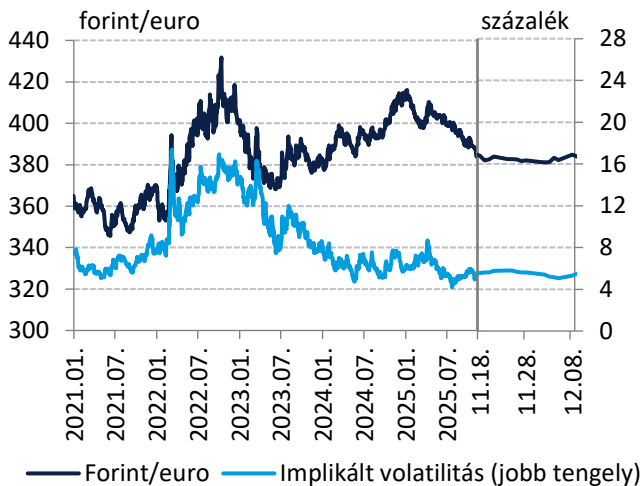
Az európai gázárak másfél éves mélypontra csökkentek. A holland TTF tőzsdei ára az előző kamatdöntéskori 31,7 euro/Mwh óra szintről 14,1 százalékkal 27,2 euro/Mwh óra közelébe mérséklődött, ami mögött elsősorban a szokásosnál enyhébb decemberi időjárás állt, ugyanakkor az orosz-ukrán háború lezárását célzó tárgyalások, valamint a bőséges LNG kínálat is az árak csökkenése irányába hatott.

Az arany árfolyama emelkedett az időszak során. A novemberi kamatdöntéshez közeli 4120 dollár/uncia szintről előbb enyhén csökkent, majd 4214 dollár/uncia szintre emelkedett az arany ára. A nemesfém árfolyamának alakulását elsősorban az amerikai kamatcsökkentési várakozások befolyásolták.

2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

Az előző kamatdöntés óta a forint átmeneti erősödést mutatott, de az időszak végére visszatért a kiinduló árfolyamszinthez. Az állampapírhozamok mérséklődtek. A vizsgált időszak során az ÁKK DKJ-aukcióit és a kötvényaukciókat élénk kereslet jellemezte. A 3 hónapos BUBOR változatlanul 6,5 százalékon állt az időszak végén.

15. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyamvárakozások implikált volatilitása



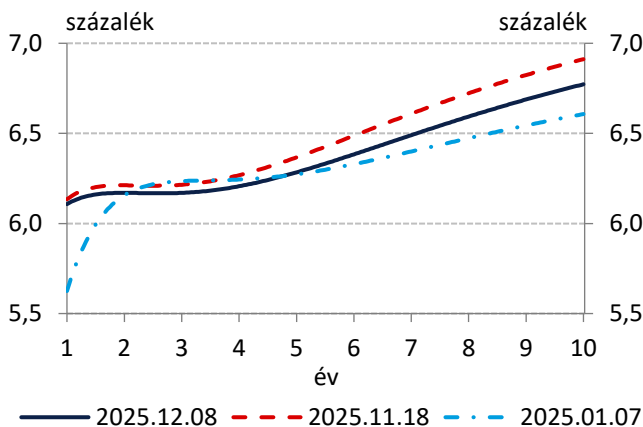
Forrás: Bloomberg

Az előző kamatdöntés óta a forint átmeneti erősödést mutatott, de az időszak végére visszatért a kiinduló árfolyamszinthez (15. ábra). A kamatdöntés követő napon a hazai fizetőeszköz az euróval szemben a 382-es szint alá is erősödött, majd december elején elérte a 22 hónapos csúcsát jelentő 380-as szintet. A Moody's november 28-i és a Fitch Ratings december 5-i felülvizsgálatai megerősítették Magyarország hitelminősítését, ugyanakkor a Fitch Ratings az eddigi stabil kilátást negatívra módosította. Utóbbi hitelminősítő döntését követően a hazai deviza a kamatdöntéskori szintjéig gyengült vissza. Összességében nem változott jelentősen a forint az euróval szembeni árfolyama az előző kamatdöntés óta.

A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR az előző kamatdöntés óta nem változott, így továbbra is 6,5 százalékon állt.

Az állampapírpiazi hozamok mérséklődtek: a hozamgörbe teljes szakasza 3-14 bázisponttal lejjebb tolódott (16. ábra).

16. ábra: Az azonnali állampapír-hozamgörbe elmozdulása



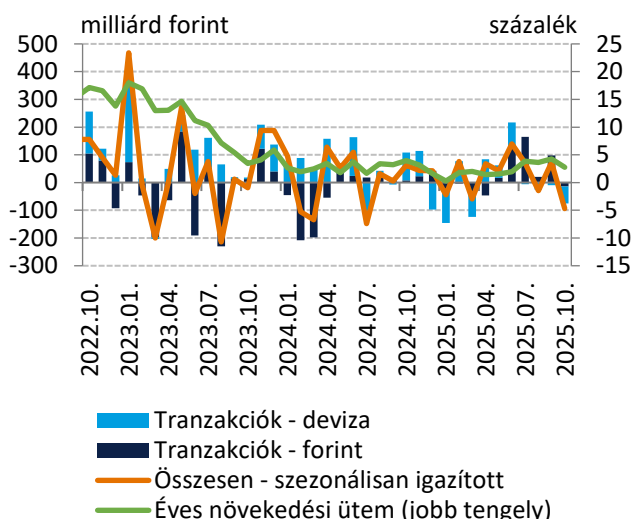
Forrás: Bloomberg

A vizsgált időszak során az ÁKK DKJ-aukcióit és a kötvényaukciókat élénk kereslet jellemezte. A DKJ-aukcióra és államkötvény-aukcióra benyújtott ajánlatok mennyisége jellemzően meghaladta az előzetesen felajánlott mennyiséget. Ezen felül az előzetesen meghirdetett mennyiségnél jellemzően nagyobb mennyiségeket fogadott el az Adósságkezelő. A felajánlott mennyiségekhez képest átlagosan közel háromszoros kereslet jellemezte a kötvényaukciókat.

3. Hitelezési feltételek

A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme szeptemberhez képest lassult és 2,8 százalékon alakult. A háztartási szegmensben a hitelállomány éves bővülése az előző hónaphoz képest gyorsult, így 12,1 százalékon alakult.

17. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



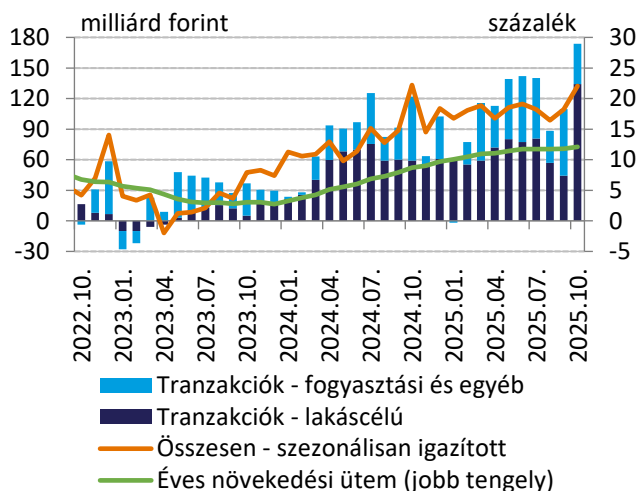
Forrás: MNB

A vállalati hitelállomány 2025 októberében 75 milliárd forinttal csökkent a forinthitelek 14 milliárd forintos és a devizahitelek 61 milliárd forintos mérséklődése következtében. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme szeptemberhez képest lassult és 2,8 százalékon alakult (17. ábra). A hitelintézetek a hónap során 265 milliárd forint összegben kötöttek új, nem folyószámla-jellegű hitelszerződéseket, ami 7 milliárd forinttal elmarad az előző havi értékhez képest.

Októberben a háztartási hitelállomány 174 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként. Ezzel az állomány éves növekedési üteme a szeptemberi értékhez képest gyorsult és 12,1 százalékon alakult (18. ábra). A háztartási új hitelszerződések volumene 416 milliárd forintot tett ki, ami jelentős mértékben, 64 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakában regisztrált értéket. A háztartási hitelállomány érdemi bővülését legnagyobb mértékben a szeptemberben induló Otthon Start Program támogatta, amelyen belül októberben 5263 darab szerződéskötés történt 183 milliárd forint értékben. A havi új lakáshitel-kibocsátás 71 százalékát tették ki az Otthon Start hitelek.

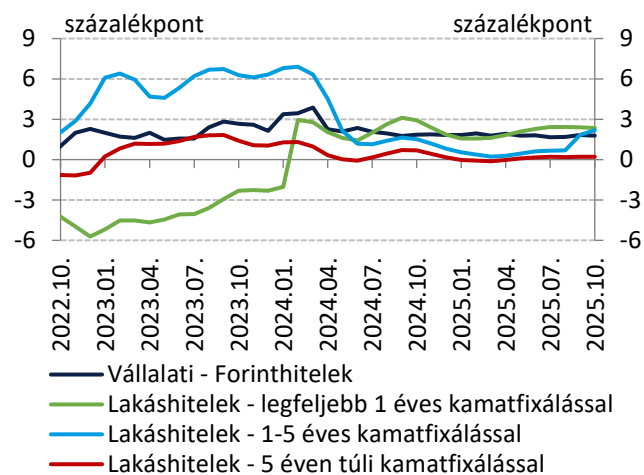
A vállalati forinthitelek simított kamatfelára az előző hónaphoz képest 3 bázisponttal csökkent, így 1,79 százalékpontot tett ki októberben (19. ábra). A lakáshitelek esetében az 5 éven túli kamatfixált termékek felára nem változott érdemben, és 21 bázisponton alakult a vizsgált időszak végén.

18. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

19. ábra: A vállalati és háztartási hitelfelárak alakulása



Megjegyzés: A háztartási hitelek esetében THM-alapú simított felárak, amelyek a hitel kibocsátásával azonos hónap átlagos referenciakamataiból kerültek kiszámításra.

Forrás: MNB