



MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2025. NOVEMBER 18-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

2025
NOVEMBER

Közzététel időpontja: 2025. december 3. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2025. november 12-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	7
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	13
2.1. Nemzetközi pénzpiacok	13
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása	15
3. Hitelezési feltételek.....	16

1. Makrogazdaság

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Az Egyesült Államokban 2,1 százalékkal bővült a gazdaság a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A harmadik negyedévben Kínában 4,8 százalékkal, az Európai Unióban pedig 1,6 százalékkal volt a GDP-növekedés éves alapon. Az ipari termelés és a kiskereskedelmi forgalom az eurozónában, Kínában és az USA-ban is emelkedett. Az infláció az Egyesült Államokban a piaci várakozásoknál némileg alacsonyabban, 3,0 százalékon alakult szeptemberben. Kínában a fogyasztói árak 0,2 százalékkal emelkedtek októberben éves összevetésben. Az eurozóna inflációja éves összehasonlításban októberben 2,1 százalékra csökkent, míg a maginfláció változatlanul 2,4 százalékon alakult az előzetes adatok szerint. Az infláció megfelelt az elemzői várakozásoknak, míg a maginfláció 0,1 százalékponttal a várakozások felett alakult.

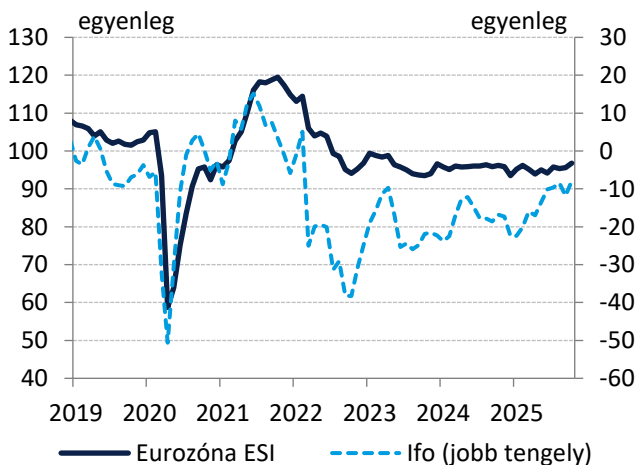
Az Egyesült Államokban 2,1 százalékkal növekedett a gazdaság a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A harmadik negyedévre vonatkozó adat még nem jelent meg, mivel az elhúzó kormányzati leállás miatt számos gazdasági adat publikálása szünetelt. **A GDP Kínában 4,8 százalékkal, az 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, míg Csehországban 2,7 százalékkal, Lengyelországban pedig 3,7 százalékkal bővült a gazdaság 2025 harmadik negyedévében.

Az ipari termelés az Egyesült Államokban 0,9 százalékkal nőtt augusztusban. Kínában az ipar kibocsátása 7,3 százalékkal, az eurozónában pedig 1,3 százalékkal nőtt szeptemberben éves bázison. A kiskereskedelmi értékesítések Kínában 3,0 százalékkal, az eurozónában pedig 1,0 százalékkal bővültek szeptemberben – mindkét esetben az elmúlt 12 hónap leggyengébb teljesítményét mutatva. Az Egyesült Államokban éves alapon 5,0 százalékkal emelkedett a kiskereskedelem forgalma augusztusban.

Az üzleti hangulatindexek összességében enyhén javultak. A feldolgozóipari Beszerzési Menedzser Index az Egyesült Államokban továbbra is bővülést jelez, 52,5 pontra emelkedett 2025. októberben. Kínában enyhe csökkenést követően a mérsékelt növekedést jelző tartományban maradt a mutató (50,6 pont). Az eurozónában szintén emelkedett a Beszerzési Menedzser Index, a szeptemberi visszaesést követően ismét elérve a növekedési szempontból semleges 50 pontos szintet. Az eurozóna gazdasági hangulatindexe (Economic Sentiment Indicator – ESI) 2025. októberben 1,2 ponttal javult, ami az elmúlt két év legmagasabb értéke (1. ábra).

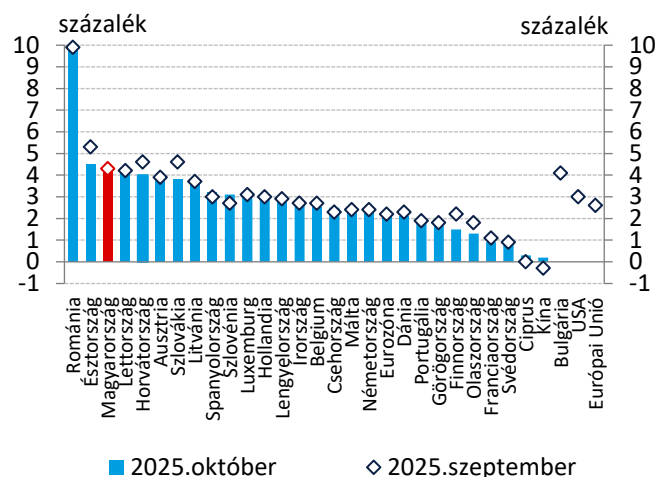
Az Egyesült Államokra vonatkozóan a kormányzati leállás miatt hivatalos friss munkaerőpiaci adat nem állt rendelkezésre, mert a Munkaügyi Statisztikai Hivatal

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: Európai Bizottság, Ifo

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

(Bureau of Labor Statistics, BLS) minden tevékenységét – beleértve az adatgyűjtést és a gazdasági statisztikák készítését is – felfüggesztette. A Chicago Fed jelentése a szeptemberi munkanélküliségi rátát – az augusztusival megegyező – 4,3 százalékra becsülte. Az eurozónában 6,3 százalék volt a munkanélküliségi ráta augusztusban, ami 0,1 százalékponttal magasabb a júliusi értéknél.

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

Októberben a régiós országok közül Csehországban emelkedett, míg Romániában és Lengyelországban enyhén, Szlovákiában pedig jelentősebben csökkent az infláció. Az áremelkedés éves üteme Romániában 9,8 százalékon, Lengyelországban 2,8 százalékon, Csehországban pedig 2,5 százalékon alakult a nemzeti statisztikai hivatalok adatai alapján. Szlovákiában 3,8 százalék volt 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. Szeptemberben a havi indikátorok közül a kiskereskedelmi forgalom 3,0 százalékkal bővült. A külkereskedelmi termékgazdaság egyenlege 589 millió eurós többletet mutatott szeptemberben. A 15-74 éves foglalkoztatottak száma 4 millió 679 ezer fő volt a július-szeptemberi időszakban, ami 0,6 százalékos mérséklődést jelent éves alapon. A munkanélküliségi ráta 4,5 százalékon alakult a harmadik negyedévben. Összességében a munkaerőpiaci feszesség tovább enyhült.

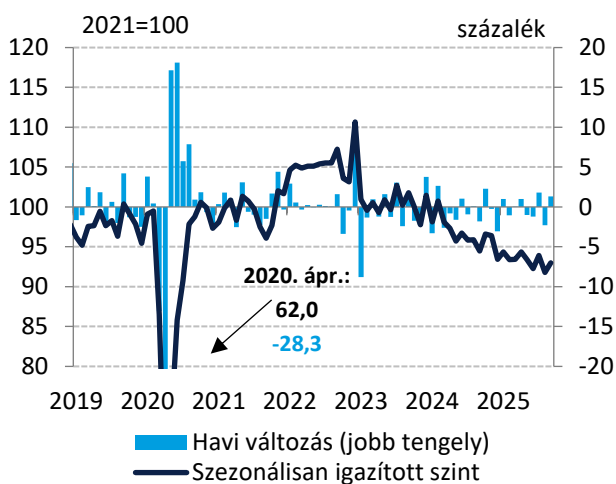
1.2.1. Gazdasági növekedés

A bruttó hazai termék 2025 harmadik negyedében 0,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest a nyers adatok szerint, a KSH előzetes adatközlése alapján. A nemzetközi összehasonlításához használt szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján éves összevetésben 0,6 százalékkal nőtt, az előző negyedévhez viszonyítva pedig stagnált a gazdaság. A KSH közleménye szerint a bruttó hazai termék növekedéséhez legnagyobb mértékben a szolgáltatások, ezen belül legfőképpen az információ, kommunikáció ág teljesítménye járult hozzá. A gazdaság teljesítményét az ipar és a mezőgazdaság fékezte.

2025 szeptemberében 1,3 százalékkal nőtt az ipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest a nyers adatok alapján. Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatokkal számolva viszont 1,6 százalékkal csökkent a termelés. Az eltérést az okozta, hogy idén 1 munkanappal több volt, mint tavaly szeptemberben. Az ipari kibocsátás szintje havi alapon 1,3 százalékkal nőtt (3. ábra). A KSH közleménye szerint a feldolgozóipari ágak többségében csökkent a termelés volumene az előző év azonos hónapjához viszonyítva. A legnagyobb súlyú ágak közül a számítógép, elektronikai, optikai termék gyártása, illetve az élelmiszer, ital és dohánytermék gyártása bővült, ugyanakkor a járműgyártásban, valamint a villamos berendezés gyártásában visszaesés következett be.

2025 szeptemberében az építőipari termelés volumene a nyers adatok szerint 17,6 százalékkal, a munkanaptényezővel kiigazított adatok alapján 15,2 százalékkal volt nagyobb az egy évvel korábbi, alacsony bázisnál. 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 korábbitól, ezen belül az épületek építésére kötött szerződéseké 4,1 százalékkal, míg

3. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

az egyéb építmények építésére vonatkozóké 5,3 százalékkal volt alacsonyabb.

2025 szeptemberében a külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 589 millió eurós többletet mutatott. Az előző hónaphoz képest 46 millió euróval, míg az előző év azonos időszakához mérten 297 millió euróval romlott az egyenleg. Az áfarezidensekkel korrigált egyenlegben 20 millió eurós többlet alakult ki, ami 135 millió eurós mérséklődést jelent az egy évvel korábbihoz képest.

2025. szeptemberben 3,0 százalékkal emelkedett a kiskereskedelmi forgalom volumene éves összehasonlításban. Az üzemanyagforgalom nélkül számított kiskereskedelem 3,3 százalékkal nőtt. A kiskereskedelmi forgalom stagnált az előző hónaphoz képest a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok szerint. Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes kiskereskedelemben 3,1 százalékkal bővültek az eladások éves alapon. Az online (+9,5 százalék), a gyógyszer, gyógyászati termék, illatszer (+5,8 százalék), az iparcikk jellegű vegyes (+3,3 százalék) és a bútor, műszacikk, vasáru (+1,5 százalék) üzletekben nőttek az eladások, ugyanakkor a könyv, számítástechnika (-1,1 százalék) és a textil, ruházat, lábbeli (-4,4 százalék) ágazatok forgalma mérséklődött.

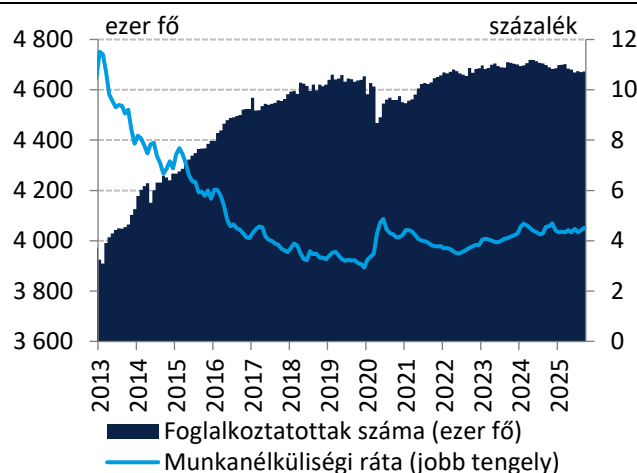
A NAV online pénztárgépek inflációval korrigált forgalma szeptemberben 1,9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest a naptárhatással igazított adatok szerint. Októberben a közúti személyforgalom (+45 százalék) nőtt, viszont a teherforgalom (-1,25 százalék) enyhén csökkent. A villamosenergia-terhelés 3,6 százalékkal nőtt októberben. A mozik látogatottsága 17,0 százalékkal csökkent, a vendéglátás forgalma viszont 10,3 százalékkal emelkedett. A „munkánélküli segély” kifejezésre történő Google-keresések száma emelkedett októberben szeptemberhez képest.

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján a 2025. július-szeptemberi időszakban enyhén nőtt a foglalkoztatottak száma szezonálisan és naptárhatással kiigazítva. A 15-74 éves foglalkoztatottak átlagos száma 4 millió 679 ezer fő volt, ami 0,6 százalékos mérséklődést jelent éves alapon. A hazai elsődleges munkaerőpiacon foglalkoztatottak száma 40 ezer fővel, a külföldön dolgozók száma 5 ezer fővel volt alacsonyabb, míg a közfoglalkoztatottak száma 16 ezer fővel volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában.

A 2025. július-szeptemberi időszakban a munkanélküliség érdemben nem változott a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján. A munkanélküliek átlagos száma 221 ezer fő volt, a munkanélküliségi ráta 4,5 százalékon

4. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



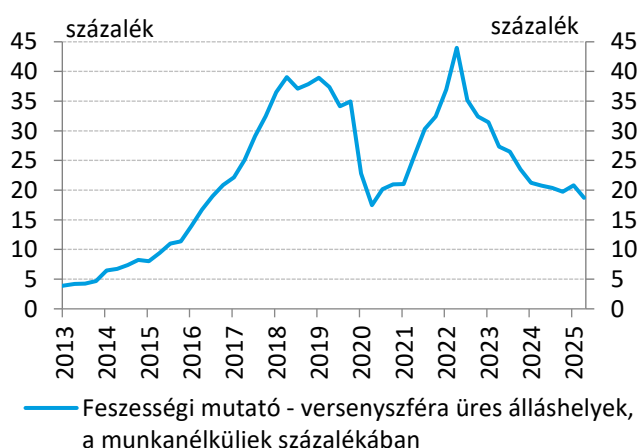
Megjegyzés: A KSH háromhavi mozgóátlagos módszerén alapuló adatok. A foglalkoztatottak száma szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

alakult (4. ábra). A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) adatai alapján a regisztrált álláskeresők száma 220 ezer főre mérséklődött szeptemberben, ami 3,6 százalékos csökkenést jelent éves alapon.

A munkaerőpiaci feszesség érdemben enyhült a 2022-ben mért magas szintekhez képest (5. ábra). 2025 második negyedében 43 ezer betöltetlen álláshely volt a versenyszférában, ami 7,9 százalékkal kevesebb, mint az előző év azonos időszakában. A szezonálisan igazított adatok alapján a munkaerő-kereslet a feldolgozóiparban érdemben, a piaci szolgáltató szektorban pedig enyhén mérséklődött az előző negyedévhez képest. A feldolgozóiparban 12 ezer, a piaci szolgáltató szektorban pedig 27 ezer betöltetlen álláshely volt a második negyedévben.

5. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves adatok.

Forrás: KSH, MNB-számítás

1.3. Infláció és bérek

2025 októberében a fogyasztói árak éves összevetésben 4,3 százalékkal emelkedtek. Az áremelkedés üteme július óta változatlan. A maginfláció 0,3 százalékponttal emelkedett szeptemberhez képest és 4,2 százalékon alakult. A bejövő adat lényegében megfelelt a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzésének. A bérdinamika enyhülése folytatódott az idei évben, az első nyolc hónap átlagában 8,9 százalékkal nőttek a bérek a versenyszférában.

6. ábra: Az átlagkeresetek dinamikája a versenyszférában



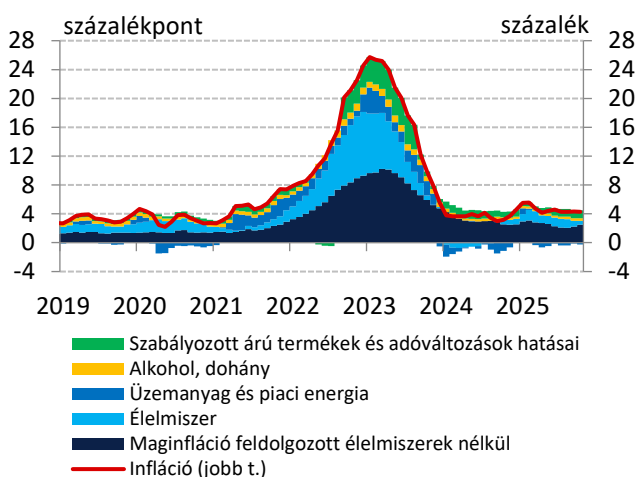
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.3.1. Bérezés

Folytatódott a bérezésben a lazuló munkaerőpiaci környezethez való alkalmazkodás. 2025 augusztusában a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 8,7 százalékkal, a versenyszférában 8,5 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A rendszeres (prémium nélkül számított) átlagkeresetek éves indexe a nemzetgazdaságban 8,1, a versenyszférában pedig 7,5 százalék volt.

A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában a bruttó átlagkeresetek és a rendszeres átlagkeresetek éves dinamikája egyaránt lassult az előző hónaphoz képest (6. ábra). A rendszeres átlagkereset havi dinamikája a szokásos augusztusi szezonálisnál mérsékeltebben alakult, havi összehasonlításban érdemben nem változott. Az augusztusi prémiumkifizetések átlagos mértéke a rendszeres átlagkereset 5,4 százaléka volt, ami az elmúlt éveknél magasabb. A versenyszférán belül a piaci szolgáltató szektorban 8,7 százalék, míg a feldolgozóiparban 7,8 százalék volt a bérdinamika az előző év azonos időszakához képest. Az első nyolc hónap átlagát tekintve a piaci szolgáltató szektor bérdinamikája meghaladta a feldolgozóiparét: az előbbi esetében 8,9, az utóbbi esetében 8,4 százalékkal nőttek a bruttó átlagkeresetek éves alapon.

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.3.2. Inflációs folyamatok

2025 októberében a fogyasztói árak 4,3 százalékkal emelkedtek éves összevetésben (7. ábra). Az áremelkedés üteme július óta változatlan. A maginfláció 0,3 százalékponttal emelkedett szeptemberhez képest és 4,2 százalékon alakult. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,9 százalékra nőtt. Havi bázison a teljes fogyasztói kosár ára változatlan maradt, míg a maginflációs kosár 0,2 százalékkal drágult. Az árrészkorlátozások meghosszabbításának és kiterjesztésének a hatása a decemberi adatban jelenhet meg először.

Az iparcikkek éves inflációja változatlanul 2,7 százalékon alakult. Havi összevetésben az iparcikkek 0,2 százalékkal drágultak. A nem tartós iparcikkek ára 0,3 százalékkal emelkedett, amit a ruházati cikkek szezonális áremelkedése okozott. A tartós iparcikkek ára nem változott szeptemberhez képest.

A piaci szolgáltatások éves bázisú árindexe 7,4 százalékra nőtt. Az emelkedést túlnyomó részben a telekommunikációs szolgáltatások tavaly októberi árcsökkenésének átmeneti, januárig fennálló alacsony bázisa okozta, ami 0,9 százalékponttal járult hozzá a piaci szolgáltatások inflációjának emelkedéséhez. Havi összevetésben 0,3 százalékkal nőttek az árak, amit elsősorban a vendéglátási szolgáltatások drágulása magyarázott.

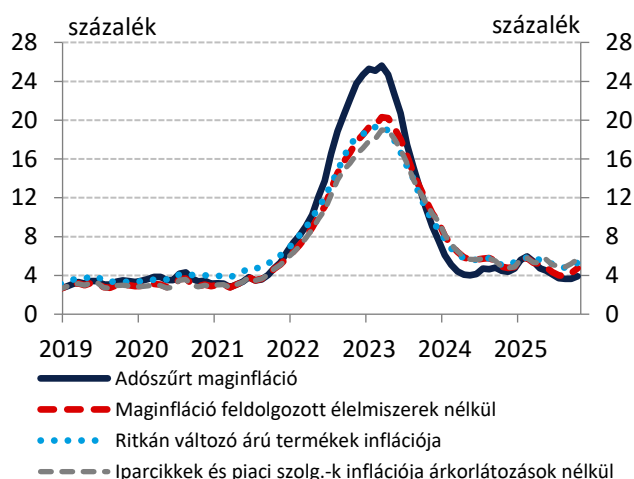
A feldolgozatlan élelmiszerek 1,5, a feldolgozott élelmiszerek 0,4 százalékkal drágultak éves összevetésben. Szeptemberhez képest a feldolgozatlan élelmiszerek ára 0,8 százalékkal csökkent, amit elsősorban a szezonális élelmiszerek áralakulása magyaráz. A feldolgozott élelmiszerek ára havi alapon 0,2 százalékkal csökkent. Összességében az októberi átárak 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 2,2 százalékkal csökkent. Havi alapon 1,1 százalékkal mérséklődtek az üzemanyagárak, amit a világpiaci olajárak csökkenése magyarázott. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára 7,9 százalékkal, ezen belül a vezetékes gáz ára 23,7 százalékkal emelkedett éves bázison.

A lakossági inflációs várakozások továbbra is magas szinten tartózkodnak. Az MNB felmérés legfrissebb adata 7,6 százalék volt. A kiskereskedelmi értékesítési árakra vonatkozó vállalati árvárakozások enyhén emelkedtek, míg a szolgáltatásokra vonatkozó árvárakozások mérséklődtek. Mindkét mutató továbbra is visszafogott szinten tartózkodott októberben.

A bejövő adat lényegében megfelelt a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzésének. Az elemzői várakozások mediánja 4,4 százalék volt, a várakozások 4,2 és 4,7 százalék között szóródtak.

A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatók emelkedtek. A ritkán változó árú termékek inflációja 5,3 százalékra, míg a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció 4,7 százalékra nőtt. Az iparcikkek és piaci szolgáltatások együttes, árkorlátozások nélkül számított inflációja 5,7 százalékra emelkedett (8. ábra). A havi átárak mintázatok érdemben nem változtak, ugyanakkor az éves bázisú indexek a telekommunikációs szolgáltatások tavaly októberi átmeneti árcsökkenésének bázishatása miatt emelkedtek.

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása

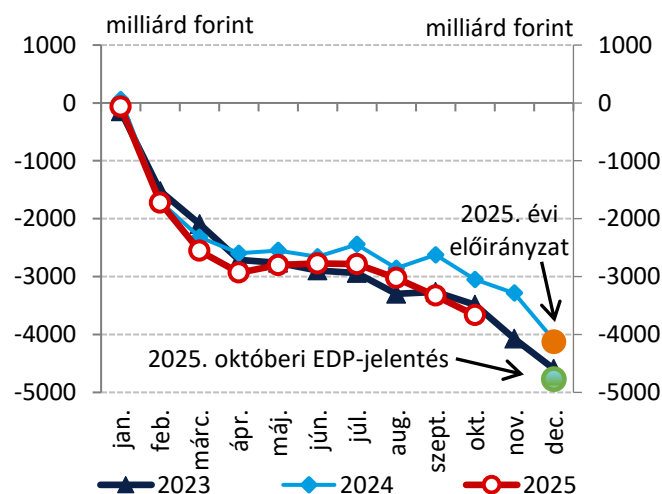


Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.4. Költségvetési és külső egyensúlyi folyamatok

Az állami költségvetés hiánya októberben 339 milliárd forint volt, így az évkezdettől kumulált hiány 3668 milliárd forintra, az éves pénzforgalmi hiánycél 89 százalékára emelkedett. 2025 szeptemberében a folyó fizetési mérleg havi többlete 304 millió euróra mérséklődött.

9. ábra: Az állami költségvetés évkezdettől kumulált pénzforgalmi egyenlege



Forrás: 2025. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

1.4.1. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere októberben 339 milliárd forintos hiánnyal zárt, ami 88 milliárd forinttal kedvezőbb az egy évvel korábbi havi deficitnél. Ezzel az évkezdettől kumulált hiány 3668 milliárd forintra nőtt október végére, ami a tavalyi értékénél 617 milliárd forinttal magasabb deficitet jelent. Ez a költségvetési törvényben szereplő 4123 milliárd forintos éves pénzforgalmi hiánycél 89 százaléka, míg az októberi EDP-jelentésben szereplő pénzforgalmi hiány 77 százaléka (9. ábra). A Nemzetgazdasági Minisztérium bejelentése szerint a 2025. évi pénzforgalmi hiányterv 5055 milliárd forintra nőtt. Emellett a bejelentés alapján a költségvetési hiánycél 2025-ben és 2026-ban is a GDP 5 százalékára emelkedett.

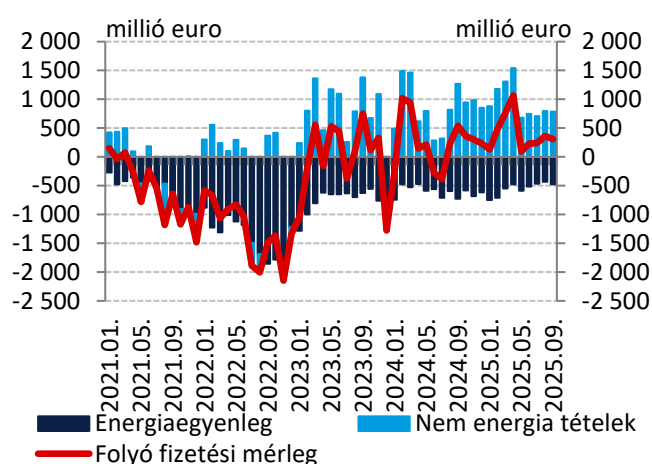
A központi alrendszer bevételei októberben 157 milliárd forinttal nőttek éves alapon. A bevételeken belül az adó- és járulékbévételek 7 százalékkal (171 milliárd forinttal) nőttek, míg az uniós bevételek közel megegyeztek az előző év azonos időszakos értékével. A fogyasztáshoz kapcsolt adók 7 százalékkal (66 milliárd forinttal), míg a munkát terhelő adók és járulékok 8,5 százalékkal (91 milliárd forinttal) emelkedtek. A gazdálkodó szervezetek befizetései 4 százalékkal (14 milliárd forinttal) nőttek tavaly októberhez képest.

A költségvetési kiadások mértéke októberben 69 milliárd forinttal lett magasabb az előző év azonos időszakos értékénél. A növekményt főként a nettó kamatkiadás 82 milliárd forintos emelkedése okozta, amit részben ellensúlyozott az állami beruházásokkal kapcsolatos kiadások csökkenése.

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. Szeptemberben a folyó fizetési mérleg egyenlege éves szinten 235 millió euróval csökkent, ami főleg az áru egyenleg változásából eredt (10. ábra). Az áruexport éves összevetésben mintegy 5 százalékos és az áruimport 8 százalékos bővülése az ipari export volumenének zsugorodása és a kiskereskedelmi forgalom élénkülése mellett következett be. A szolgáltatás egyenleg többlete meghaladta az egy évvel korábbi értékét, ugyanakkor a jövedelem egyenleg és a transzferegyenleg hiánya enyhén növekedett.

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



Megjegyzés: Az energiaegyenleg utolsó havi értéke becslés. Forrás: MNB, KSH

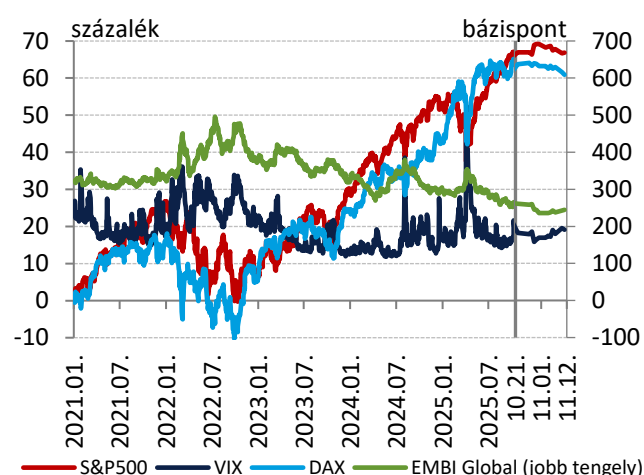
A pénzügyi mérleg adatai alapján szeptemberben a nettó közvetlentőke befektetések kismértékű csökkenésével párhuzamosan a nettó külső adósság nőtt. A közvetlentőke befektetések mintegy 0,3 milliárd eurós nettó kiáramlása mögött főként a hazánkba érkezett tulajdonosi hitelek csökkenése állt. A nettó külső adósság – elsősorban a konszolidált államháztartáshoz és kisebb részt a vállalatokhoz köthetően – 0,4 milliárd euróval nőtt tranzakcióból eredően szeptemberben.

2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta a kereskedelempolitikai fejlemények, az amerikai kormányzati leállás, valamint a Federal Reserve monetáris politikájával kapcsolatos várakozások határozták meg a nemzetközi piaci hangulatot. A kockázati indikátorok vegyesen alakultak, az amerikai dollár a főbb devizákkal szemben jellemzően erősödött. Az arany árfolyama csökkent, az olajárak emelkedtek, míg az európai gázárak nem változtak.

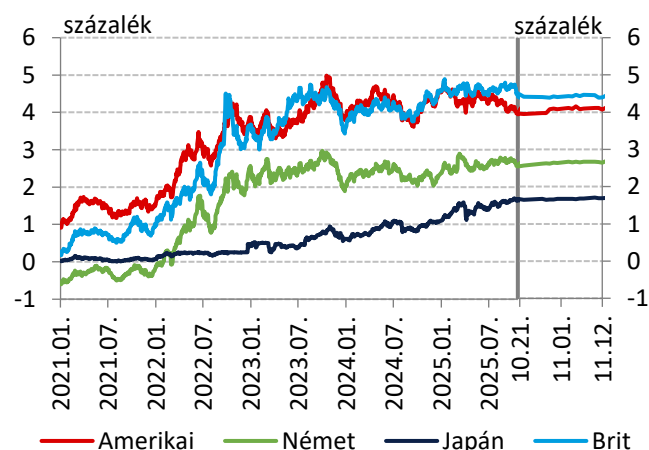
11. ábra: Fejlett piaci részvényindexek, a VIX index, illetve az EMBI Global mutató alakulása



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

Forrás: Bloomberg

12. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban továbbra is az amerikai kereskedelempolitikával kapcsolatos fejlemények, a Federal Reserve (Fed) kamatpályájának várható alakulása, valamint az amerikai kormányzati leállás lehetséges hatásai határozták meg a nemzetközi pénz- és tőkepiacokat. A kockázati indikátorok összességében vegyesen alakultak az elmúlt hónap során. Az időszak első felében enyhén mérséklődtek, azt követően pedig emelkedtek a kockázati mutatók. Az amerikai részvénypiaci volatilitást mérő VIX index 0,6 százalékponttal 17,3 százalékra mérséklődött, mialatt az európai Vstox index 1,1 százalékponttal, 18 százalékra emelkedett. A feltörekvő piaci kötvénnyelárat megragadó EMBI Global index 2 bázisponttal került feljebb, míg a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index 18 bázisponttal mérséklődött (11. ábra).

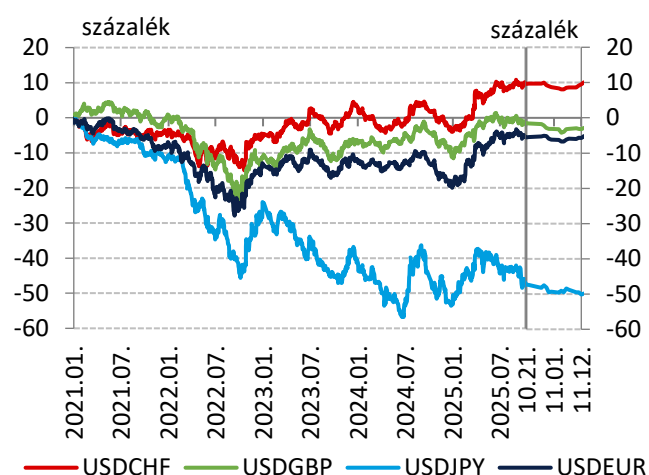
A meghatározó tőzsdeindexek jellemzően emelkedtek az időszak során. Az MSCI fejlett piacokat összesítő tőzsdekompozit 1,5 százalékkal, a feltörekvőket tartalmazó pedig 1,4 százalékkal került feljebb. Az amerikai indexek jellemzően 0,7-2,4 százalékkal emelkedtek, és közülük több új historikus csúcsot ért el. Az európai tőzsdeindexek – a német és a francia kivételével –, valamint a távol-keleti indexek is jellemzően nőttek.

A fejlett és feltörekvő piaci hosszú hozamok többsége emelkedett az előző kamatdöntés óta (12. ábra). A német tízéves hozam 11 bázisponttal, a francia 8 bázisponttal, míg az amerikai hosszú hozam 15 bázisponttal került feljebb. A régiós országok tízéves állampapírhozamai vegyesen alakultak: a magyar 12 bázisponttal és a cseh 22 bázisponttal emelkedett, míg a lengyel 4 bázisponttal, a román pedig 15 bázisponttal mérséklődött.

Az amerikai dollár a főbb devizákkal szemben jellemzően erősödött az előző kamatdöntés óta (13. ábra). A dollár 0,2 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. A brit font, a japán jen és a svájci frank 1,7, 1,5, illetve 0,5 százalékkal gyengült az amerikai devizával szemben.

A teljes nyersanyagpiacot lefedő Bloomberg nyersanyagár-index az időszak során 3,2 százalékkal nőtt. Emellett a nyersanyag alindexek jellemzően emelkedtek az időszak

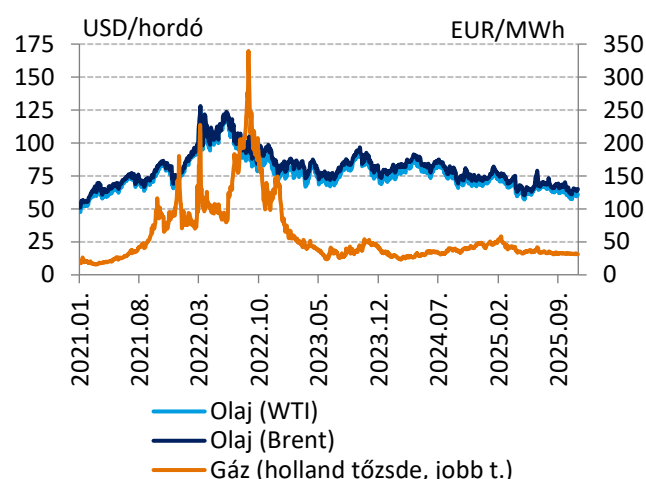
13. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása 2021. január első kereskedési napjához képest



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

Forrás: Bloomberg

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



Forrás: Bloomberg

során. Az agrárszektor reprezentáló alindexek közül a gabona alindex 5,9, az egész szektort átfogó alindex pedig 3,8 százalékkal nőtt, míg az élőállat alindex 5 százalékkal csökkent. Az ipari fémeket tartalmazó alindex közel 2,5 százalékkal nőtt, míg az egyéb nyersanyagok alindexe mintegy 1,8 százalékkal csökkent. Az energia alindex 5,9 százalékkal került lejjebb az előző kamatdöntéskori szintjéhez képest.

Az északi-tengeri Brent típusú olaj hordónkénti ára az előző kamatdöntéskori 61,3 dollárról 4,2 százalékkal nőtt, így 63,9 dolláron állt az időszak végén. Az amerikai benchmark, a WTI hordójának ára 57,8 dollárról 3,6 százalékkal 59,9 dollárra emelkedett (14. ábra). Október végi bejelentés alapján az Amerikai Egyesült Államok újabb szankciókat vet ki az orosz Rosneft és Lukoil vállalatokra. Ennek keretében befagyasztotta a vagyonukat, valamint megtiltotta az amerikai vállalatoknak, hogy az említett cégekkel kössenek üzletet. Ennek következtében az olajárak emelkedtek, amit részben ellensúlyozott, hogy Szaúd-Arábia és Irak nagyobb mennyiségben vállalt olajexportot India számára, ami ki tudta váltani a kieső orosz importot.

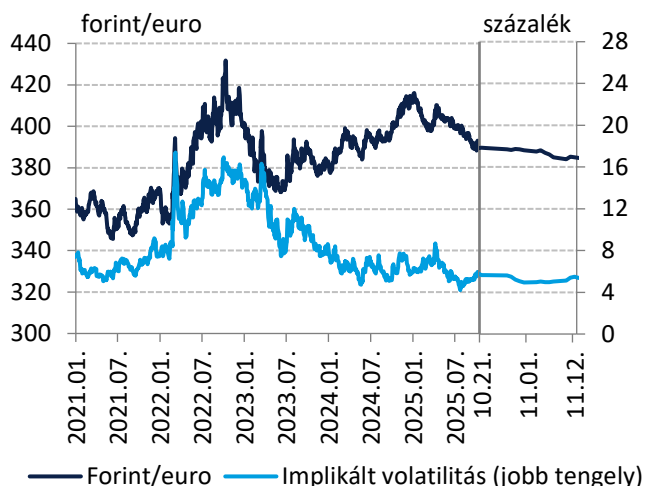
Az európai gázárak az előző kamatdöntéskori szint közelében alakultak. Az elmúlt időszakban szűk sávban, 31-32 euro/MWh között alakult a holland TTF tőzsdei ára, és november közepén 31 euro/MWh szint közelében állt.

Az arany árfolyama csökkent az októberi kamatdöntést megelőző csúcsértékhez képest. Az októberi kamatdöntéshez közeli 4340 dollár/uncia szintről november közepére 4140 dollár/uncia szintre csökkent az arany ára. A nemesfém árfolyama a kereskedelmi feszültségek enyhülése következtében – a körvonalazódó amerikai-kínai megállapodás hírére – mérséklődött.

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A forint érdemben erősödött az euróval szemben az előző kamatdöntés óta. Az állampapírhozamok enyhén emelkedtek. Az ÁKK DKJ-aukcióit mérsékelt, míg a kötvényaukciókat kimagasló 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

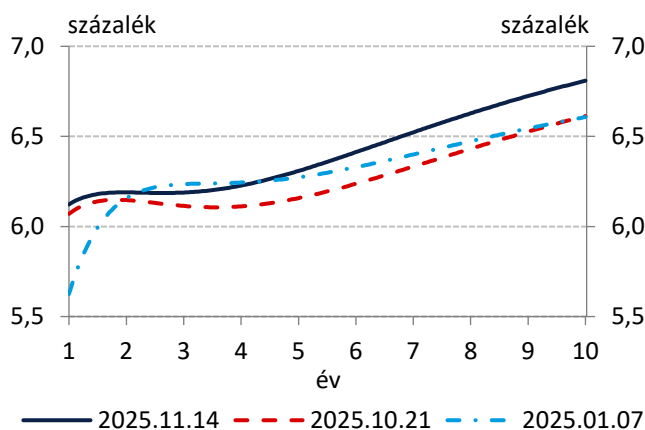
A forint érdemben erősödött az euróval szemben az előző kamatdöntés óta (15. ábra). A kamatdöntéskori 390 körüli szintről az azt követő napok kisebb leértékelődését követően novemberben erősödött a hazai fizetőeszköz. November második hetére a forint euróval szembeni árfolyama elérte a 383 környéki, több mint másfél éves csúcsát jelentő szintet. A Kormány fiskális prognózisának megemelését követően azonban több mint 0,5 százalékot gyengült napon belül a forint. Összességében közel 1,1 százalékkal értékelődött fel a hazai deviza az euróval szemben 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 hozamgörbe enyhén feljebb tolódott: az 1-3 éves szakasz esetében 5-6 bázispontos, a hosszabb lejáratokon pedig 6-10 bázispont körüli emelkedés volt tapasztalható (16. ábra).

A vizsgált időszak során az ÁKK DKJ-aukcióit mérsékelt, míg a kötvényaukciókat kimagasló kereslet jellemezte. Az államkötvény-aukcióra benyújtott ajánlatok mennyisége összességében meghaladta az előzetesen felajánlott mennyiséget. A DKJ-aukciók esetében az előzetesen meghirdetett mennyiségnél kevesebb, míg a kötvényaukciók esetében a meghirdetettnél jelentősen nagyobb mennyiségeket fogadott el az Adósságkezelő. A felajánlott mennyiségekhez képest átlagosan közel négyszeres kereslet jellemezte a kötvényaukciókat.

16. ábra: Az azonnali állampapír-hozamgörbe elmozdulása

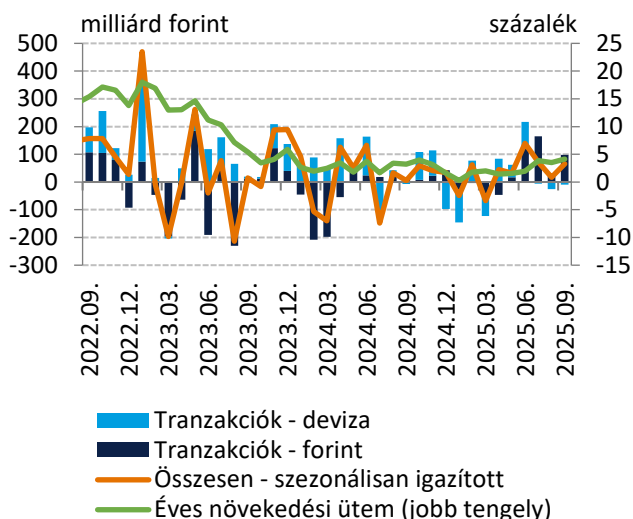


Forrás: Bloomberg

3. Hitelezési feltételek

2025. szeptemberben a vállalati hitelállomány éves dinamikája az előző hónaphoz képest 0,6 százalékponttal emelkedett, és 4,1 százalékot tett ki. A háztartási szegmensben a hitelállomány éves bővülése az előző hónaphoz képest 0,1 százalékponttal nőtt, így 11,8 százalékon alakult.

17. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

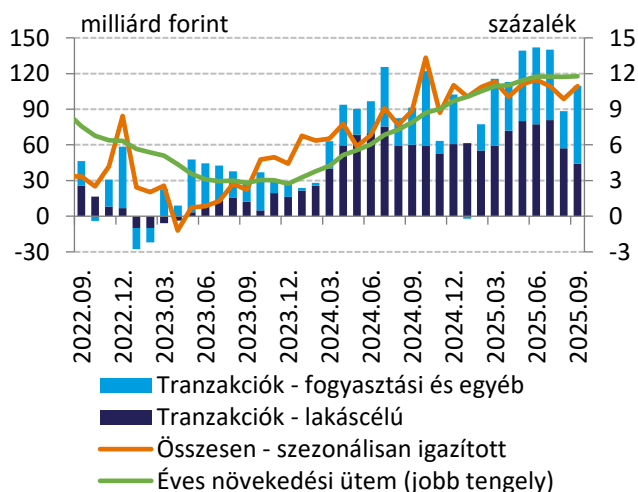


Forrás: MNB

A vállalati hitelállomány 2025. szeptemberben 89 milliárd forinttal emelkedett a forinthitelek 98 milliárd forintos növekedése és a devizahitelek 9 milliárd forintos mérséklődése következtében. A hitelállomány éves növekedési üteme augusztushoz képest gyorsult és 4,1 százalékon alakult (17. ábra). A hitelintézetek a hónap során 272 milliárd forint összegben kötöttek új, nem folyósámla jellegű hitelszerződéseket, ami 51 milliárd forinttal haladta meg az előző havi értéket.

Szeptemberben a háztartási hitelállomány 110 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként. Ezzel az állomány éves növekedési üteme az augusztusi értékhez képest némileg gyorsult és 11,8 százalékon alakult (18. ábra). A háztartási új hitelszerződések volumene 275 milliárd forintot tett ki, ami 4 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakában regisztrált értéket. Szeptemberben elindult az Otthon Start Program, amelyen belül az első hónapban 651 darab szerződéskötés történt 22 milliárd forint értékben.

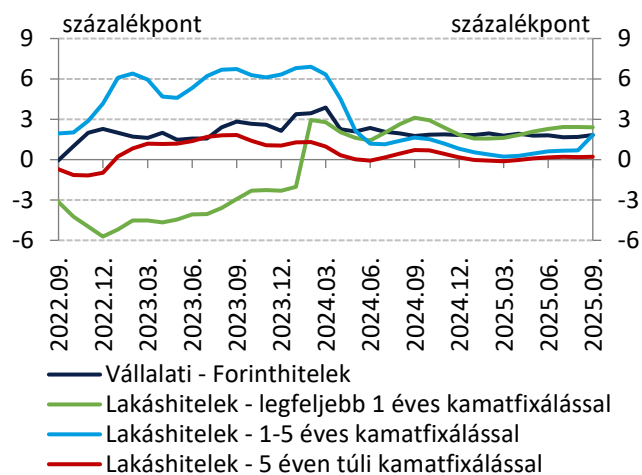
18. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

A vállalati forinthitelek simított kamatfelára az előző hónaphoz képest 14 bázisponttal nőtt, így 1,83 százalékpontot tett ki szeptemberben (19. ábra). A lakáshitelek esetében az 5 éven túli kamatfixált termékek felára nem változott érdemben, és 22 bázisponton alakult a vizsgált időszak végén. A változó kamatozású vállalati forinthitelek esetében a 3 hónapos BUBOR, míg az éven túl fixált lakáshitelek esetében a megfelelő IRS feletti felárat vizsgáljuk.

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