



MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2025. SZEPTEMBER 23-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

2025
SZEPTEMBER

Közzététel időpontja: 2025. október 8. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2025. szeptember 17-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, Kínában 5,2 százalékkal, míg az Európai Unióban 1,6 százalékkal bővült a gazdaság a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest. Az ipari termelés és a kiskereskedelmi forgalom az Egyesült Államokban, az eurozónában és Kínában is emelkedett. Az infláció az Egyesült Államokban a piaci várakozásoknak megfelelően 2,9 százalékon alakult augusztusban. Kínában a fogyasztói árak 0,4 százalékkal csökkentek éves összevetésben. Az eurozóna inflációja éves összehasonlításban 2,0 százalékon, míg a maginfláció 2,3 százalékon alakult augusztusban.

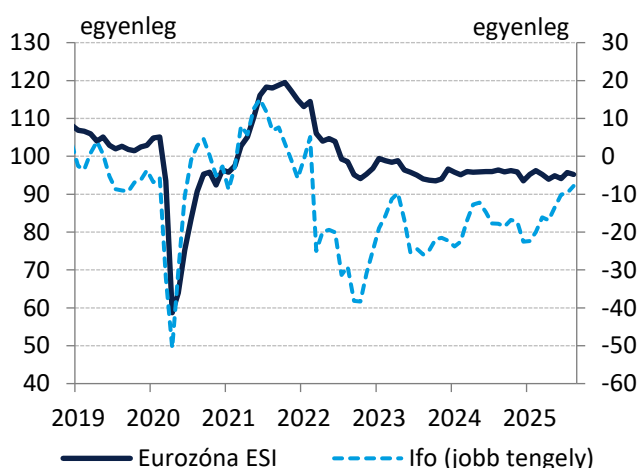
Az Egyesült Államokban 2,1 százalékkal, Kínában pedig 5,2 százalékkal bővült a gazdaság a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest. Az Európai Unióban 1,6 százalékkal, az euroövezetben pedig 1,5 százalékkal nőtt a GDP. Az Európai Unió tagországai közül Írországban (+18,0 százalék) mérték a legnagyobb növekedést. Legfőbb kereskedelmi partnerünk, Németország GDP-je 0,2 százalékkal bővült éves összevetésben. A régiós országok közül Lengyelországban 3,0 százalékkal, Csehországban 2,6 százalékkal, Romániában 2,1 százalékkal, Szlovákiában 0,7 százalékkal, míg Magyarországon 0,2 százalékkal nőtt a GDP az igazított adatok alapján.

Az ipari termelés az Egyesült Államokban 0,9 százalékkal, Kínában pedig 5,2 százalékkal nőtt augusztusban, miközben az eurozónában 1,8 százalékos emelkedést mértek éves alapon júliusban. A kiskereskedelmi értékesítések az Egyesült Államokban 5,0 százalékkal, Kínában 3,4 százalékkal bővültek augusztusban, míg az eurozónában júliusban 2,2 százalékos növekedést mértek.

2025. augusztusban az eurozónában, az Egyesült Államokban és Kínában is nőtt a feldolgozóipari Beszerzési Menedzser Index. Az index mindhárom gazdaságban meghaladta a bővülést jelző 50 pontos határértéket. Az eurozóna gazdasági hangulatindexe (Economic Sentiment Indicator – ESI) eközben 0,5 ponttal romlott augusztusban (1. ábra).

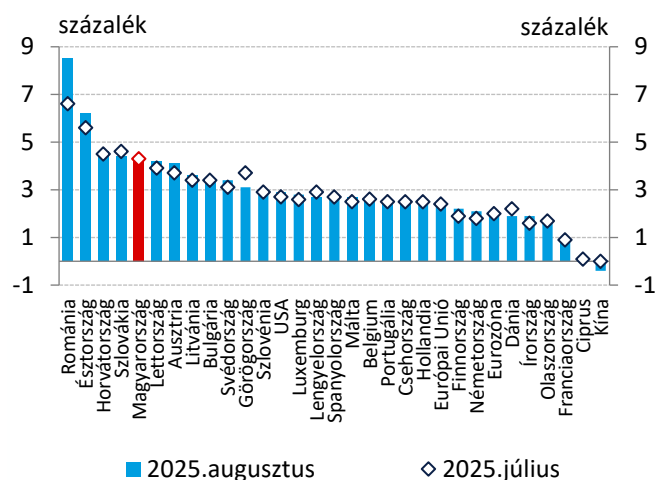
Az Egyesült Államok munkaerőpiacán a vártnál kevesebb új munkahely létesült augusztusban. A munkanélküliségi ráta 4,3 százalékra emelkedett a hónap során, elhagyva a tavaly május óta jellemző 4,0–4,2 százalékos sávot. A nem mezőgazdasági foglalkoztatottak száma 22 ezer fővel nőtt, ami szintén elmaradt a 75 ezer körüli elemzői várakozásoktól. A szövetségi munkaügyi statisztikai hivatal (BLS) a megelőző hónapok foglalkoztatottsági adatait is revideálta, és júniusra a foglalkoztatottság szintjének 13 ezer fős csökkenését mutatta ki, amire utoljára 2020 decemberében volt példa. Az eurozónában 6,2 százalék volt a munkanélküliségi ráta júliusban, ami 0,1 százalékponttal volt alacsonyabb a júniusi értéknél.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: Európai Bizottság, Ifo

2. ábra: A nemzetközi inflációs környezet alakulása



Megjegyzés: Az Európai Unió országai esetében HICP inflációs ráták, Magyarország, Kína és az USA esetében CPI inflációs ráták.

Forrás: Eurostat, KSH, Trading Economics, Bureau of Labor Statistics

Az infláció az Egyesült Államokban a piaci várakozásoknak megfelelően 2,9 százalékon alakult augusztusban. Az eurozóna inflációja éves összehasonlításban augusztusban 2,0 százalékon, míg a maginfláció 2,3 százalékon alakult. Az inflációs adat megfelelt az elemzői várakozásoknak, míg a maginflációs adat 0,1 százalékponttal azok felett alakult. Kínában a fogyasztói árak 0,4 százalékkal csökkentek augusztusban éves összevetésben.

Augusztusban a régiós országok közül Romániában emelkedett, míg Szlovákiában, Csehországban és Lengyelországban csökkent az infláció. Az áremelkedés éves üteme Romániában 8,5 százalékon, Szlovákiában 4,4 százalékon, Lengyelországban 2,7 százalékon, Csehországban pedig 2,4 százalékon alakult a HICP adatok alapján (2. ábra).

1.2. Hazai reál gazdasági folyamatok

2025 második negyedében a hazai GDP éves összevetésben 0,1 százalékkal nőtt a nyers adatok szerint. Júliusban a havi indikátorok közül az ipari termelés volumene 1,0 százalékkal csökkent, míg a kiskereskedelmi forgalom 1,7 százalékkal, az építőipari termelés pedig 4,9 százalékkal bővült éves összevetésben. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 578 millió eurós többletet mutatott. A 15-74 éves foglalkoztatottak létszáma 4 millió 681 ezer fő volt a május-júliusi időszakban, ami szezonálisan igazítva 5 ezer fővel magasabb az előző időszaki értéknél. A munkanélküliségi ráta 4,3 százalékon alakult május és július között.

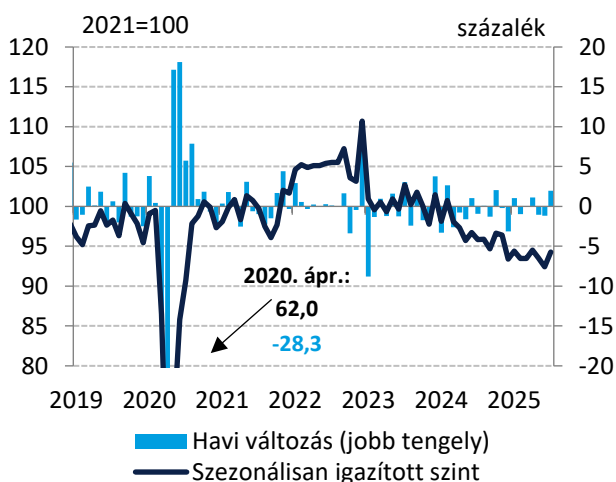
1.2.1. Gazdasági növekedés

2025 második negyedében 0,1 százalékkal nőtt a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest a nyers adatok szerint. A nemzetközi összehasonlításához használt szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján éves összevetésben 0,2 százalékkal, az előző negyedévhez viszonyítva pedig 0,4 százalékkal bővült a gazdaság. Termelési oldalról a mezőgazdaság hozzáadott értéke 11,4 százalékkal, az iparé pedig 3,3 százalékkal csökkent, miközben az építőipar teljesítménye 4,3 százalékkal nőtt. A szolgáltatások hozzáadott értéke együttesen 1,3 százalékkal emelkedett. Felhasználási oldalról a háztartások fogyasztási kiadása 5,0 százalékkal bővült, míg a bruttó állóeszköz-felhalmozás 7,0 százalékkal visszaesett. A nettó export 3,4 százalékponttal fogta vissza a GDP előző év azonos időszakához viszonyított növekedését. A behozatal volumene 4,0 százalékkal nőtt, míg az export teljesítménye 0,9 százalékkal csökkent éves összevetésben.

Az ipari termelés volumene júliusban 1,0 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest a nyers adatok alapján. Az ipari kibocsátás szintje havi alapon 2,0 százalékkal emelkedett (3. ábra). Az ipari export volumene 1,3 százalékkal, míg az ipar belföldi értékesítése 5,3 százalékkal mérséklődött az előző év azonos hónapjához képest. A legnagyobb súlyú járműgyártás volumene 0,1 százalékkal nőtt. A villamos berendezés gyártása ugyanakkor 8,3 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbtól. A feldolgozóipari ágazatok összes új rendelésének volumene 3,3 százalékkal csökkent 2024 júliusához mérten. Az új belföldi rendelések 4,7 százalékkal nőttek, az új exportrendelések 4,6 százalékkal visszaestek. Az összes rendelésállomány július végén 7,3 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbtól.

Júliusban 4,9 százalékkal nőtt az építőipari termelés volumene éves összevetésben. Az építményfőcsoportok közül az épületek építése 5,7 százalékkal, az egyéb építményeké 4,7 százalékkal bővült. Az előző hónapoz képest az építőipari termelés 0,8 százalékkal emelkedett. A megkötött új szerződések volumene 48,9 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbi – magas bázist jelentő – értéktől. Ezen belül az épületek építésére kötött szerződések volumene 16,5 százalékkal magasabb, az egyéb építmények

3. ábra: Az ipari termelés alakulása



Megjegyzés: 2024. januártól a szezonálisan igazított szint bázisa a 2021. évi havi adatok átlaga.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

építésére vonatkozóké pedig 66,3 százalékkal alacsonyabb volt. Az építőipari vállalkozások július végi szerződésállományának volumene 1,9 százalékkal meghaladta az egy évvel korábbit, ezen belül az épületek építésére vonatkozó szerződéseké 9,7 százalékkal kisebb, az egyéb építményekre vonatkozóké 9,3 százalékkal nagyobb volt a 2024. júliusinál.

A kiskereskedelmi forgalom volumene 1,7 százalékkal emelkedett éves alapon júliusban a naptárhatással igazított adatok szerint. Az üzemanyagforgalom nélkül számított kiskereskedelem 2,6 százalékkal nőtt. A kiskereskedelmi forgalom havi bázison 0,5 százalékkal mérséklődött a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok szerint. Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes kiskereskedelemben 2,3 százalékkal bővültek az eladások éves összevetésben. Az online (+6,8 százalék), a gyógyszer, gyógyászati termék, illatszer (+5,4 százalék), az iparcikk jellegű vegyes (+3,6 százalék) és a bútor, műszakicikk, vasáru (+0,9 százalék) üzletekben nőttek az eladások, míg a könyv, számítástechnika (-0,9 százalék) és a textil, ruházat, lábbeli (-1,2 százalék) ágazatok forgalma mérséklődött.

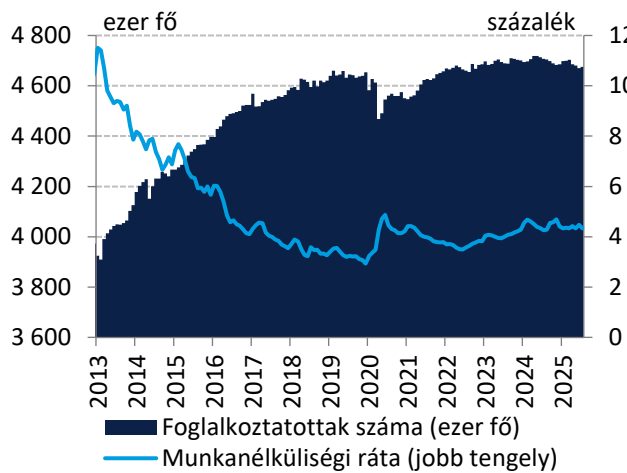
A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 578 millió eurós többletet mutatott júliusban. Az előző hónaphoz képest 461 millió euróval romlott, míg az előző év azonos időszakához mérten 589 millió euróval javult az egyenleg. Júliusban az áruexport volumene a nyers adatok alapján 3,5 százalékkal, míg az áruimporté 1,0 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.

A NAV online pénztárgépek inflációval korrigált forgalma júliusban 0,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest a naptárhatással igazított adatok szerint. Augusztusban a közúti személyforgalom (+54,1 százalék) és a teherforgalom (+1,9 százalék) egyaránt nőtt. A villamosenergia-terhelés 12,0 százalékkal csökkent augusztusban. A mozik látogatottsága 13,6 százalékkal, a vendéglátás forgalma pedig 9,4 százalékkal emelkedett. A „munkanélküli segély” kifejezésre történő Google-keresések száma mérséklődött augusztusban júliushoz képest.

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján a 2025. május-júliusi időszakban a 15-74 éves foglalkoztatottak átlagos létszáma 4 millió 681 ezer fő volt, ami szezonálisan igazítva 5 ezer fővel magasabb az előző időszaki értéknél. A foglalkoztatás szintje az előző év azonos időszaki értékétől 30 ezer fővel maradt el. Május-július átlagában az elsődleges munkaerőpiacon dolgozók száma 41 ezer fővel csökkent, a külföldön dolgozók száma 2 ezer fővel mérséklődött, míg a közfoglalkoztatottaké 13 ezer fővel nőtt.

4. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



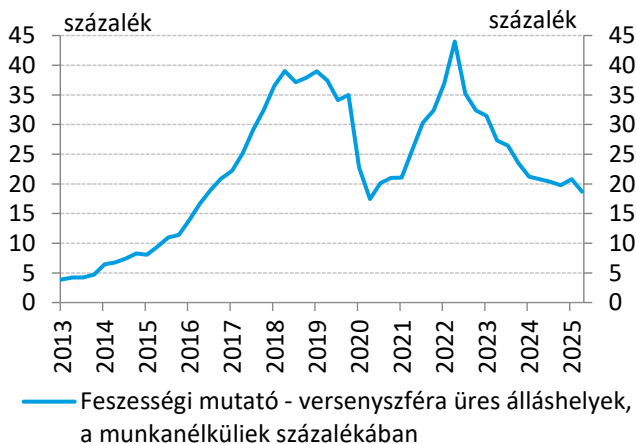
Megjegyzés: A foglalkoztatottak száma szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

A munkanélküliek száma 212 ezer fő volt május és július között, ami 3 ezer fős növekedést jelent az előző év azonos időszakához képest. Összességében a munkanélküliségi ráta 4,3 százalékon alakult (4. ábra). A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) nyers adatai alapján júliusban 221 ezer, augusztusban pedig 222 ezer regisztrált álláskereső volt Magyarországon. Ez az előző év azonos időszakához képest 3, illetve 2 ezer fős csökkenést jelent. A szezonálisan igazított adatok alapján a regisztrált álláskeresők száma nem változott augusztusban az előző hónaphoz képest.

A munkaerőpiaci feszesség érdemben enyhült a 2022 közepi 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, és szezonálisan igazítva 5,1 százalékos csökkenést jelent az előző negyedévi szinthez képest. A munkaerő-kereslet a feldolgozóiparban érdemben, a piaci szolgáltatások esetében pedig enyhén mérséklődött az előző negyedévhez képest. A feldolgozóiparban 12,4 ezer, a piaci szolgáltató szektorban pedig 27,0 ezer üres álláshely volt a második negyedévben. Az állami szféra ágazatai közül a közigazgatásban és az egészségügyben csökkent, az oktatásban emelkedett az üres álláshelyek száma az előző negyedévhez képest.

5. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves adatok.

Forrás: KSH, MNB-számítás

1.3. Infláció és bérek

2025 augusztusában a fogyasztói árak éves összevetésben 4,3 százalékkal emelkedtek. Az áremelkedés üteme júliushoz képest nem változott. A maginfláció 0,1 százalékponttal mérséklődött és 3,9 százalékon alakult. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,6 százalékra csökkent. A bejövő adat az infláció esetében lényegében megfelelt, míg a maginfláció esetében enyhén alacsonyabban alakult a júniusi Inflációs jelentés előrejelzésénél. A bérdinamika enyhülése folytatódott az idei évben, az első hét hónap átlagában 9,0 százalékkal nőttek a bérek a versenyszférában.

6. ábra: Az átlagkeresetek dinamikája a versenyszférában



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.3.1. Bérezés

Folytatódott az alkalmazkodás a bérezésben a lazuló munkaerőpiaci kondíciókhoz. 2025 júliusában a nemzetgazdaságban 9,0 százalékkal, a versenyszférában 8,7 százalékkal emelkedtek a bruttó átlagkeresetek az előző év azonos időszakához képest. A rendszeres (prémium nélkül számított) átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 8,5 százalékkal, a versenyszférában pedig 8,1 százalékkal emelkedtek éves összevetésben. A rendszeres kereset havi alapon 0,1 százalékkal mérséklődött, ami megközelítette a historikus átlagot, azonban elmaradt a tavalyi, korábbi évekkal összehasonlítva magas értékétől. A prémiumkifizetések mértéke a rendszeres keresetek 6,6 százaléka volt, ami historikusan magas.

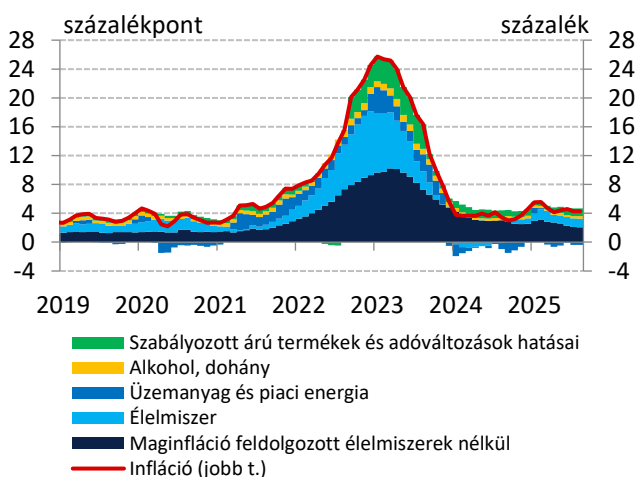
A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában a bruttó átlagkeresetek és a rendszeres átlagkeresetek éves dinamikája egyaránt lassult (6. ábra). A versenyszférán belül a nyers adatok alapján a feldolgozóipar bérdinamikája meghaladta a piaci szolgáltatásokét. A feldolgozóiparban 8,8 százalékkal voltak magasabbak a bérek júliusban az előző év azonos időszakához képest. A piaci szolgáltatások körében 8,4 százalékos növekedést regisztrált a KSH. A nemzetgazdasági ágazatok közül a kereskedelem 8,6 százalékkal, a szálláshely, vendéglátás területén 8,4 százalékkal, a míg az építőiparban 7,5 százalékkal nőttek a bérek az előző év azonos időszakához képest.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2025 augusztusában a fogyasztói árak 4,3 százalékkal emelkedtek éves összevetésben (7. ábra). Az áremelkedés üteme júliushoz képest nem változott. A maginfláció 0,1 százalékponttal mérséklődött és 3,9 százalékon alakult. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,6 százalékra csökkent. Havi bázison a teljes fogyasztói kosár ára nem változott, míg a maginflációs kosár ára 0,1 százalékkal emelkedett.

A maginfláció csökkenését elsősorban a piaci szolgáltatások deflációja magyarázta. Az iparcikkek éves inflációja nem változott, az előző hónaphoz hasonlóan augusztusban is 2,1 százalékon alakult. A piaci szolgáltatások éves bázisú árindexe 6,3 százalékot tett ki, míg havi összevetésben 0,4 százalékkal nőttek az árak. A

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

termékkör drágulásához legnagyobb mértékben a vendéglátási szolgáltatások és a lakberek járultak hozzá. A feldolgozatlan élelmiszerek 6,9 százalékkal, a feldolgozott élelmiszerek 2,4 százalékkal drágultak éves összevetésben. Júliushoz képest a feldolgozatlan élelmiszerek 0,9 százalékkal lettek olcsóbbak, amit elsősorban a szezonális élelmiszerek áralakulása magyaráz. A feldolgozott élelmiszerek ára havi alapon 0,2 százalékkal emelkedett. Összességében az augusztusi átárazások mértéke az élelmiszerek és a piaci szolgáltatások esetében a historikus átlag felett, míg az iparcikkek esetében enyhén az alatt alakult. Az üzemanyagok ára éves összevetésben 4,3 százalékkal csökkent. Havi alapon a világpiaci olajárak mérséklődése következtében 0,8 százalékkal mérséklődtek az üzemanyagárak. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára 7,6 százalékkal, ezen belül a vezetékes gáz ára 23,1 százalékkal emelkedett éves bázison.

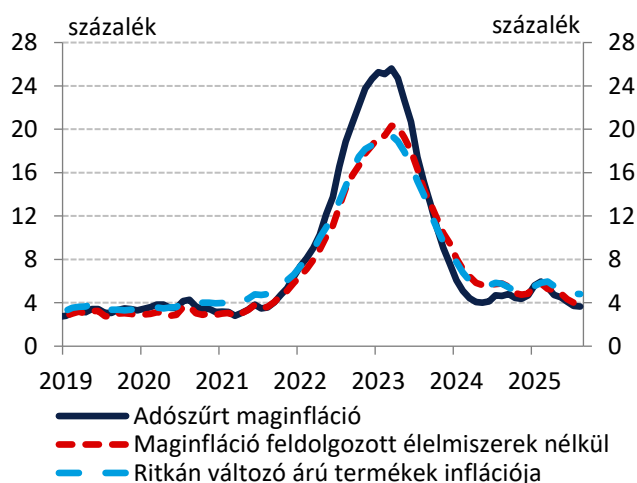
A lakossági inflációs várakozások továbbra is magas szinten tartózkodnak. A kiskereskedelmi értékesítési árakra vonatkozó vállalati árvárakozások mérséklődése folytatódott, míg a szolgáltatásokra vonatkozó árvárakozások enyhén emelkedtek, de továbbra is visszafogott szinten tartózkodtak augusztusban.

Az ár- és árréskorlátozó intézkedések a júliusához hasonló jelentős inflációmérséklő hatással bírtak, összesen 1,5 százalékponttal alacsonyabb inflációt eredményeztek augusztusban. A legnagyobb hatás az élelmiszerek árréskorlátozásához volt köthető. Emellett a banki- és telekommunikációs vállalatok önkéntes árkorlátozása, valamint a háztartási cikkek árrés-korlátozása is visszafogta az inflációt.

A bejövő adat az infláció esetében lényegében megfelelt, míg a maginfláció esetében enyhén alacsonyabban alakult a júniusi Inflációs jelentés előrejelzésénél. A tényadat az elemzői várakozások augusztusi konszenzusával összhangban alakult. A medián előrejelzés 4,3 százalék volt, a várakozások 4,1 és 4,6 százalék között szóródtak.

A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink közül a ritkán változó árú termékek inflációja nem változott, július után augusztusban is 4,8 százalékon alakult. A feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció 0,1 százalékponttal, 3,9 százalékra mérséklődött (8. ábra).

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása

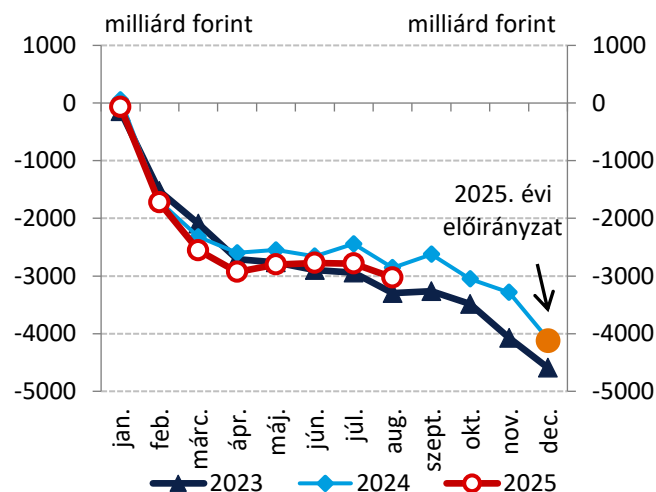


Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.4. Költségvetési és külső egyensúlyi folyamatok

Az állami költségvetés hiánya augusztusban 239 milliárd forint volt, így az évkezdettől kumulált hiány 3026 milliárd forintra, az éves pénzforgalmi hiánycél 73 százalékára emelkedett. A folyó fizetési mérleg újra többletbe fordult júliusban.

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 augusztusban 239 milliárd forintos hiánnyal zárt. Ezzel az évkezdettől kumulált hiány 3026 milliárd forintra nőtt augusztus végére, ami a tavalyi értékénél 168 milliárd forinttal magasabb deficitet jelent. Ez a költségvetési törvényben szereplő 4123 milliárd forintos éves pénzforgalmi hiánycél 73 százaléka (9. ábra). A tavalyinál kedvezőbb augusztusi egyenleget elsősorban a fogyasztáshoz kapcsolt adók és az európai uniós bevételek növekedése okozta, ami a pedagógusok béremeléséhez kapcsolódott. A magasabb bevételeket részben ellensúlyozta a költségvetési szervek és fejezetek nettó saját kiadásainak emelkedése.

A központi alrendszer bevételei 411 milliárd forinttal nőttek az előző év azonos időszakához képest. A bevételeken belül az adó- és járulékbévételek 10 százalékkal (181 milliárd forinttal), az uniós bevételek pedig jelentős mértékben, 233 milliárd forinttal növekedtek. A fogyasztáshoz kapcsolt adók 15 százalékkal (98 milliárd forinttal), a munkát terhelő adók és járulékok 7,4 százalékkal (76 milliárd forinttal) emelkedtek. A gazdálkodó szervezetek befizetései 4 százalékkal (7 milliárd forinttal) növekedtek tavaly augusztushoz képest.

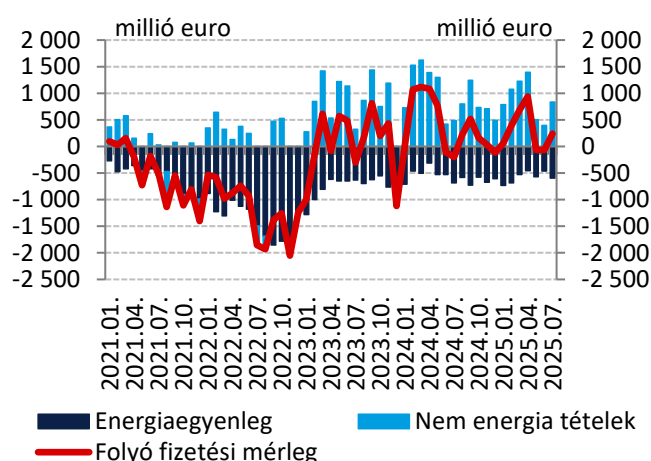
A költségvetési kiadások augusztusban 236 milliárd forinttal lettek magasabbak éves összevetésben. Az emelkedés főként a központi költségvetési szervek és fejezetek nettó saját kiadásainak 162 milliárd forintos, valamint az uniós programokkal kapcsolatos kiadások 58 milliárd forintos növekedésének a következménye.

1.4.2. Külső egyensúlyi folyamatok

2025 júliusában a folyó fizetési mérleg többlete 241 millió euro volt, a külső finanszírozási képesség 312 millió eurót tett ki (10. ábra). A fizetési mérleg egyenlege 442 millió euróval emelkedett éves szinten. A javulás mögött elsősorban az áruforgalom egyenlegének változása állt, mivel az áruexport éves összevetésben 2 százalékos növekedése mellett az áruimport 1 százalékkal mérséklődött. A szolgáltatásegyenleg szintén meghaladta az egy évvel korábbi értékét. A jövedelemegyenleg hiánya enyhén növekedett, miközben a transferegyenleg is mérséklődött.

A pénzügyi mérleg adatai alapján júliusban a nettó közvetlentőke befektetések mintegy 1,1 milliárd eurós beáramlása mellett a nettó külső adósság mérséklődött.

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



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

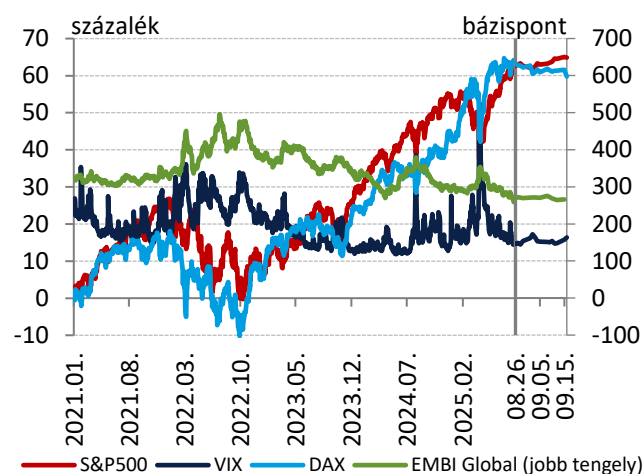
A nettó közvetlentőke beáramlás mögött elsősorban a Magyarországon újrabefektetett jövedelmek növekedése állt, de néhány tőkeemelés is érdemben emelte a hazai FDI állományt. A nettó külső adósság – a konszolidált államháztartáshoz és a vállalatokhoz köthetően – 0,4 milliárd euróval csökkent tranzakcióból eredően júliusban.

2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban az amerikai kereskedelempolitikával kapcsolatos fejlemények, a Federal Reserve (Fed) kamatpályának várható alakulása, valamint az amerikai munkaerőpiaci és inflációs adatok határozták meg a nemzetközi pénz- és tőkepiacokat. Az időszak során a befektetők kockázatvállalási hajlandósága enyhén emelkedett.

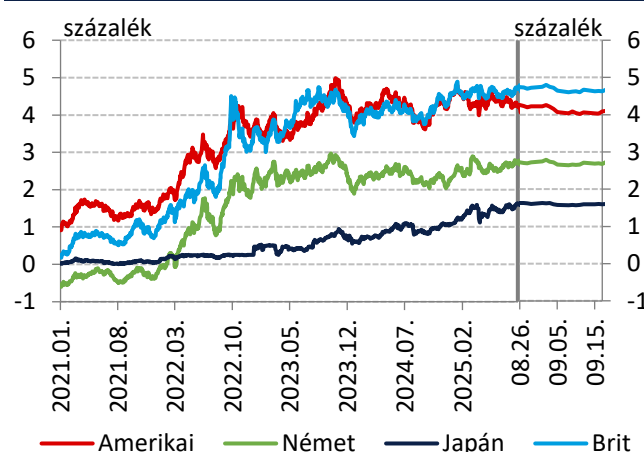
11. ábra: Fejlett piaci részvényindexek, a VIX index, illetve az EMBI Global mutató alakulása



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

Forrás: Bloomberg

12. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

A kockázati indikátorok jellemzően enyhén mérséklődtek az elmúlt hónap során. Bár az amerikai részvénytőzsdén a volatilitást mérő VIX index 1,6 százalékponttal emelkedett, az európai Vstoxx index minimálisan csökkent és 16,8 százalékos közelében alakult az időszak végén. A feltörekvő piaci kötvényfelárakat megragadó EMBI Global index 2,1 bázisponttal került lejjebb, míg a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index 0,5 bázisponttal mérséklődött (11. ábra).

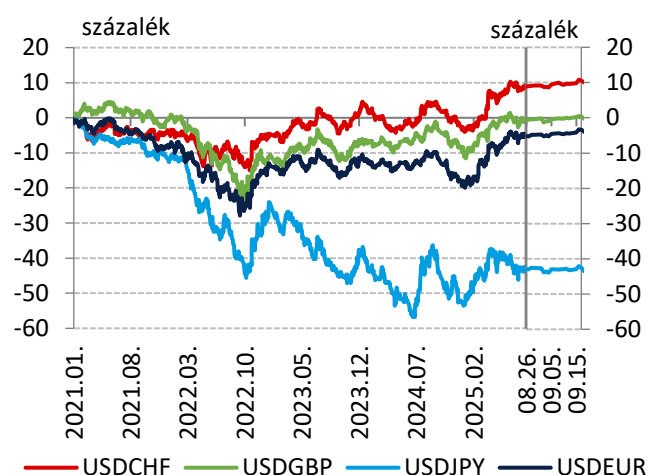
A meghatározó tőzsdeindexek többnyire emelkedtek az időszak során. A fejlett piacokat összesítő tőzsdekompozit 2,3 százalékkal, a feltörekvőket tartalmazó pedig 4,2 százalékkal nőtt. Az amerikai indexek közül több új historikus csúcstra emelkedett, míg az európaiak jellemzően mérséklődtek. A japán tőzsdeindex közel 5 százalékkal nőtt.

A fejlett és feltörekvő piaci hosszú hozamok többsége mérséklődött az előző kamatdöntés óta (12. ábra). A német tízéves hozam 7 bázisponttal, a japán pedig 2 bázisponttal csökkent, míg az amerikai hosszú hozam 25 bázisponttal került lejjebb. A régiós országok tízéves állampapírhozamai vegyesen alakultak: a magyar 7 bázisponttal, a román pedig 3 bázisponttal mérséklődött, míg a cseh 8 bázisponttal, illetve a lengyel 7 bázisponttal került feljebb.

Az amerikai dollár a főbb devizákkal szemben jellemzően gyengült az előző kamatdöntés óta (13. ábra). A vizsgált időszakban a dollár 2 százalékkal értékelődött le az euróval szemben. A svájci frank és a brit font 2,4 százalékkal, illetve 1,4 százalékkal erősödött, míg a japán jen és a kínai jüan 0,9 és 0,6 százalékkal értékelődött fel a dollárhoz képest. A feltörekvő piaci devizák is többségében erősödtek a dollárral szemben.

A nyersanyag alindexek jellemzően emelkedtek az időszak során. Bár az agrárszektor reprezentáló alindexek közül az élőállat alindex közel 1 százalékkal csökkent, mind a gabona alindex, mind az egész szektort átfogó alindex 2 százalékkal feljebb került. Az ipari fémeket tartalmazó alindex több mint 3 százalékkal, az egyéb nyersanyagok alindexe pedig közel 2 százalékkal emelkedett. Az energia alindex 2,5 százalékkal került feljebb az előző kamatdöntéskori szintjéhez képest. A

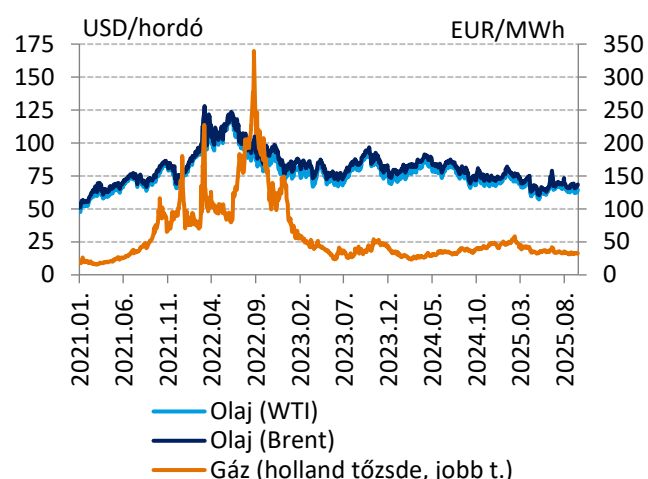
13. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása 2021. január első kereskedési napjához képest



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

Forrás: Bloomberg

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



Forrás: Bloomberg

teljes nyersanyagpiacot lefedő Bloomberg nyersanyagár-index az időszak során 3,6 százalékkal nőtt.

Az északi-tengeri Brent típusú olaj hordónkénti ára az előző kamatdöntéskori szintje, azaz 68 dollár közelében alakul. Az amerikai benchmark, a WTI hordójának 64 dolláros ára szintén nem változott érdemben (14. ábra). Az időszak első felében enyhén csökkentek, majd emelkedtek az olajárak azt követően, hogy az OPEC+ úgy döntött, októbertől 2026. szeptemberig napi 137 ezer hordóval növeli a kitermelést. Az időszak közepi áremelkedéshez az is hozzájárult, hogy az amerikai elnök az orosz kőolajra vonatkozó esetleges újabb szankciókat helyezett kilátásba. Az általánosan feszült geopolitikai helyzet és a kereskedelmi háború – különösen az esetleges vámbejelentések az energiaimportra – továbbra is kétirányú kockázatokat hordoz a világpiaci olajárakra nézve. Az orosz energiahordozók tervezett teljes kitiltása Európából és Amerikából középtávon az árak emelkedése irányába hathat.

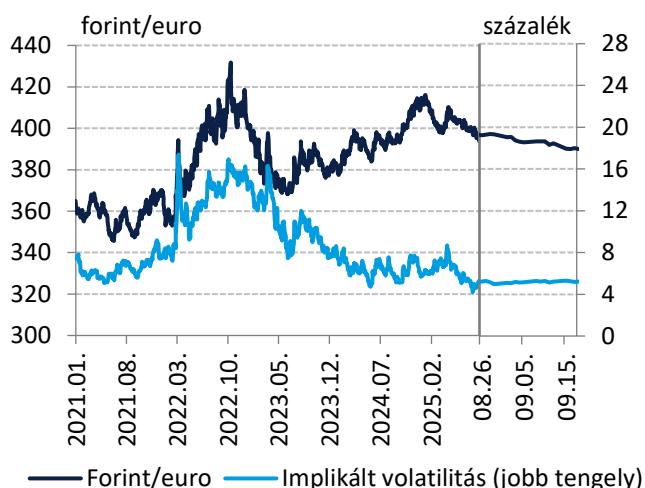
Az európai gázárak az előző kamatdöntéskori szint közelében alakulnak. Az elmúlt időszakban 31,5 euro/MWh és 33 euro/MWh között ingadozott a holland TTF tőzsdei ára, és szeptember közepére visszatért az augusztusi kamatdöntéskori 32,5 euro/MWh szint közelébe.

Az arany árfolyama tovább nőtt az időszak során, és az augusztus végi szintről újabb történelmi csúcsra, 3711 dollár/uncia szintig emelkedett. Ezzel havi összevetésben közel 8 százalékkal, míg az év eleji sinthez képest 34 százalékkal emelkedett az arany árfolyama. A nemesfémek árfolyamának emelkedését továbbra is a jegybankok vásárlásai, a Fed kamatcsökkentésére vonatkozó várakozások fokozódása, valamint a globális politikai és kereskedelmi bizonytalanságok tartják fenn.

2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

A forint az euróval szemben az augusztusi kamatdöntés óta több mint 1,5 százalékkal erősödött. Az állampapírpiazi hozamok nem változtak érdemben. A vizsgált időszak során az ÁKK aukcióinak többségét megfelelő 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

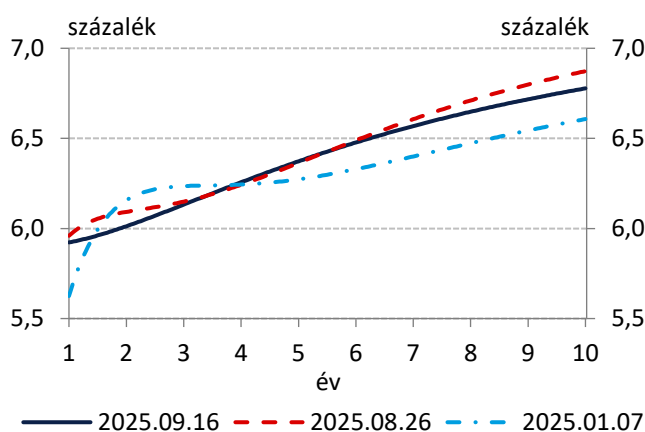
A forint az euróval szemben az augusztusi kamatdöntés óta több mint 1,5 százalékkal erősödött (15. ábra). A kamatdöntést követő napokban a 397-es szint közelében tartózkodott az árfolyam, majd szeptembertől a dollár fokozatos gyengülésével és a régiós devizák erősödésével párhuzamosan a forint is felértékelődött az euróval szemben. A vizsgált időszak végére a 390-es szint alá erősödött a hazai fizetőeszköz. Összességében a forint a régiós devizák között felülteljesítő volt a vizsgált időszakban.

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

Az állampapírpiazi hozamgörbe nem változott érdemben: a kismértékben emelkedő 3-6 éves szakaszt leszámítva enyhén lejjebb tolódtak a hozamok (16. ábra).

A vizsgált időszak során az ÁKK aukcióinak többségét megfelelő kereslet jellemezte. Az államkötvény-aukcióra benyújtott ajánlatok mennyisége jellemzően meghaladta az előzetesen felajánlott mennyiséget. Az augusztus végi 3 és 12 hónapos DKJ-aukciók esetében az előzetesen meghirdetett mennyiségnél kisebb, míg az augusztus végi és szeptember eleji 5, 10 és 15 éves kötvények esetében a meghirdetettnél nagyobb mennyiségeket fogadott el az Adósságkezelő. A felajánlott mennyiségekhez képest átlagosan közel kétszeres kereslet jellemezte a kötvény- és a DKJ-aukciókat.

16. ábra: Az azonnali állampapír-hozamgörbe elmozdulása

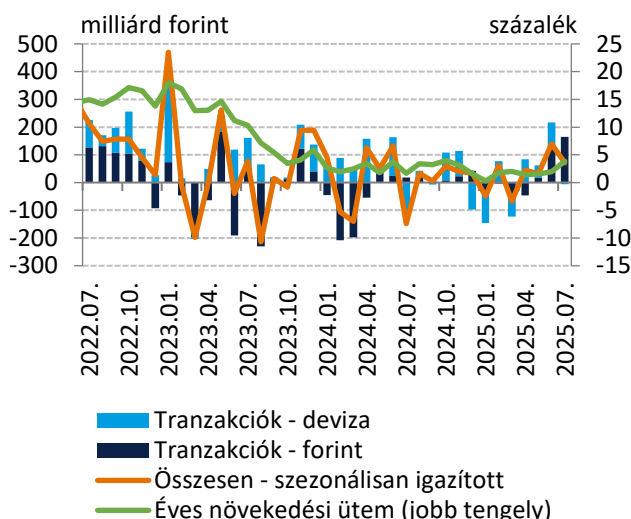


Forrás: Bloomberg

3. Hitelezési feltételek

2025. júliusban a vállalati hitelállomány éves dinamikája az előző hónaphoz képest 1,9 százalékponttal emelkedett, és 3,9 százalékot tett ki. A háztartási szegmensben a hitelállomány éves bővülése az előző hónaphoz hasonlóan 11,7 százalék volt.

17. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



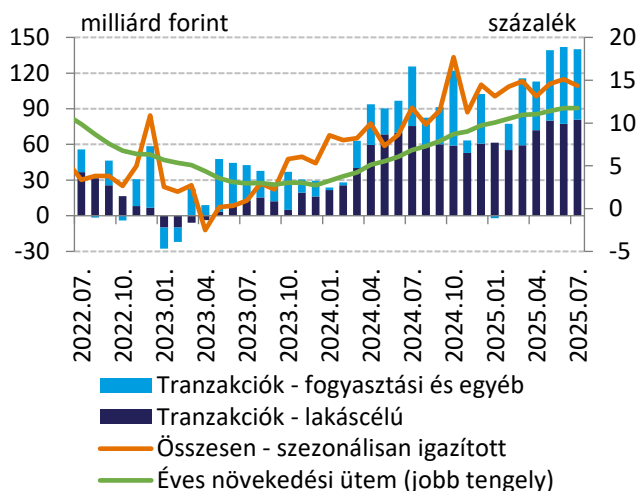
Forrás: MNB

A vállalati hitelállomány 2025. júliusban 158 milliárd forinttal növekedett a forinthitel 164 milliárd forintos emelkedése és a devizahitelek 6 milliárd forintos mérséklődése következtében. A hitelállomány éves növekedési üteme júniushoz képest gyorsult és 3,9 százalékon alakult (17. ábra). A hitelintézetek a hónap során 345 milliárd forint összegben kötöttek új, nem folyószámla-jellegű hitszerződéseket.

Júliusban a háztartási hitelállomány 140 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként. Ezzel az állomány éves növekedési üteme a júniusi értékhez képest változatlanul 11,7 százalék volt (18. ábra). A háztartási új hitszerződések volumene 308 milliárd forintot tett ki, ami 18 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakában regisztrált értéket. Ezen belül az újonnan kihelyezett lakáshitelek volumene éves összehasonlításban 4 százalékkal emelkedett. A 2024. januártól elérhető CSOK Plusz programban 1001 darab szerződéskötés történt júliusban, összesen 27 milliárd forint értékben, ami a havi lakáshitel kibocsátás 19 százalékát tette ki. A 2025. januárban indult munkáshitelek kibocsátása júliusban 13 milliárd forintot (3,5 ezer szerződést) tett ki. Január óta összesen 31 ezer munkáshitel szerződést kötöttek 120 milliárd forint értékben.

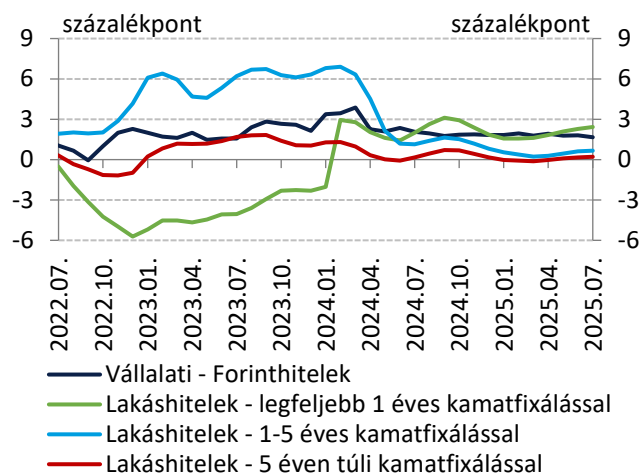
A vállalati forinthitel simított kamatfelára az előző hónaphoz képest 15 bázisponttal csökkent, így 1,67 százalékpontot tett ki júliusban (19. ábra). A lakáshitelek esetében az 5 éven túli kamatfixált termékek felára 4 bázisponttal növekedett, és 20 bázisponton alakult a vizsgált időszak végén. A változó kamatozású vállalati forinthitel esetében a 3 hónapos BUBOR, míg az éven túl fixált lakáshitelek esetében a megfelelő IRS feletti felárat vizsgáljuk.

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