



MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2021. NOVEMBER 16-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

2021
NOVEMBER

Közzététel időpontja: 2021. december 1. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2021. november 11-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.....	7
1.2.1. Gazdasági növekedés.....	7
1.2.2. Foglalkoztatás.....	9
1.3. Infláció és bérek.....	11
1.3.1. Bérezés.....	11
1.3.2. Inflációs folyamatok.....	11
1.3.3. Inflációs kockázatok.....	12
1.4. Költségvetési folyamatok.....	14
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok.....	15
2. Pénzügyi piacok.....	16
2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok.....	16
2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása.....	18
3. Hitelezési feltételek.....	19

1. Makrogazdaság

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

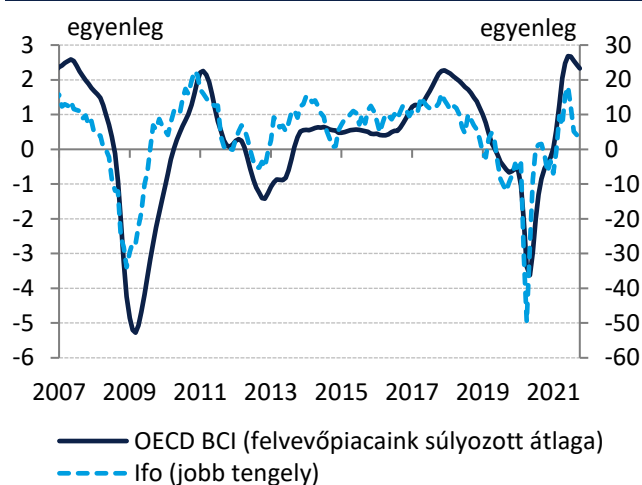
Kínában és az Egyesült Államokban lassult a gazdasági növekedés a harmadik negyedévben. Az euroövezet 3,7, míg az EU 3,9 százalékos gazdasági növekedést regisztrált az előző év azonos időszakához képest. Az euroövezet GDP-je továbbra is elmarad a járvány előtti értékétől. A nemzetközi feldolgozóipari és szolgáltató szektort érintő bizalmi indikátorok vegyes képet mutattak októberben az egyes gazdaságokban. Az ipari konjunktúra romlása elsősorban a globális félvezetőhiány következménye. Az esetszámok elmúlt hetekben megfigyelt felfutása már a koronavírus-járvány negyedik hullámaához köthető, ami előretekintve megakaszthatja a gazdasági kilábalás folyamatát. Azon országokban, ahol magasabb az átoltottság mértéke, ott várhatóan mérsékeltebb lesz az esetleges járványügyi korlátozások negatív hatása. 2021 harmadik negyedévében a külső inflációs környezet továbbra is magasan alakult. Az Egyesült Államokban az elemzői várakozásokat meghaladva 6,2 százalék volt az októberi infláció. Az eurozóna inflációja az előzetes adatok alapján októberben 4,1 százalékra emelkedett.

A világ ipari termelése már 2020 szeptemberében meghaladta a járvány előtti szintjét, és azóta is fölötte alakul, miközben a gazdaságok újraindulásával a szolgáltató szektor kilátásai is jelentősen javultak. Az ipari termelés augusztusban ugyanakkor megtorpant és előretekintve a globális félvezetőhiány lefelé mutató kockázatot jelent. A szolgáltató szektor kilátásai az átoltottság emelkedésével párhuzamosan javultak, azonban így is lassabb helyreállítás várható. A negyedik hullám felerősödése további kockázatot jelent a kilábalás szempontjából. A napi kereskedelmi célú repülőjáratok száma a tavalyi második félévi átlagos 65-70 ezerről márciustól emelkedésnek indult és jelenleg 100 ezer körül alakul, azonban továbbra is jelentősen elmarad a 2019-es adatoktól.

Előzetes adatok alapján 2021 harmadik negyedévében lassult a gazdasági növekedés, Kína gazdasági teljesítménye 4,9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az Egyesült Államokban szintén 4,9 százalékkal emelkedett a GDP. A jelenleg rendelkezésre álló adatok szerint 2021 harmadik negyedévében az euroövezet 3,7 míg az EU 3,9 százalékos gazdasági növekedést regisztrált az előző év azonos időszakához képest. Az euroövezet GDP-je továbbra is elmarad a járvány előtti értékétől. Az előzetes adatot publikáló országok közül a litván, a svéd, a lett és a belga gazdaság teljesítménye haladta meg a 2019. utolsó negyedévi értéket 2021 harmadik negyedévében. Ezzel szemben a német, olasz, portugál és spanyol GDP továbbra is elmarad attól.

A havi termelési indikátorok szeptemberben többnyire növekedést mutattak. Az eurozóna ipari termelése 5,2 százalékkal, az Egyesült Államoké 4,6 százalékkal, az Egyesült Királyságé 2,9 százalékkal, míg Kínáé 3,1

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

százalékkal emelkedett az előző év szeptemberhez képest. A kiskereskedelmi értékesítések szeptemberben az USA-ban 13,9 százalékkal, Kínában 4,4 százalékkal, az eurozónában 2,5 százalékkal nőttek, míg az Egyesült Királyságban 1,3 csökkentek az előző év azonos időszakához képest.

Az előretekintő feldolgozóipari és szolgáltató szektort érintő bizalmi indikátorok vegyes képet mutatnak októberben az egyes gazdaságokban. Az eurozóna konjunktúrahangulata enyhén javult, a német üzleti hangulat azonban (Ifo Business Climate Index) romlott októberben (1. ábra). Az Egyesült Államok Beszerzési Menedzser Indexe októberben a küszöbérték (50 pont) felett, még Kína ugyanezen indexe a küszöbérték alatt tartózkodott.

A nemzetközi munkaerőpiaci folyamatok tovább javultak. Az Egyesült Államokban az október 30-ával záruló héten a benyújtott új munkanélküliség-kérelmek száma 269 ezer volt, ami csökkenés az előző héthez képest, de továbbra is a 2019-es átlag (200 ezer) felett alakult. A munkanélküliségi ráta októberben 4,6 százalékra csökkent. Az eurozóna munkanélküliségi rátája az előző hónaphoz képest mérséklődött és 7,4 százalékon alakult szeptemberben.

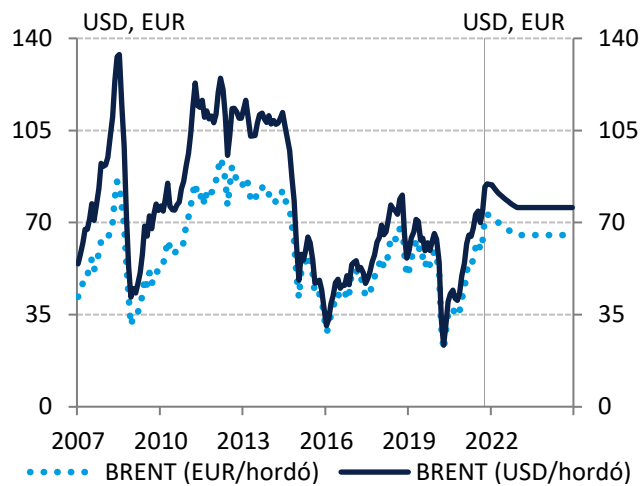
Az előzetes adatok alapján az eurozóna inflációja éves összehasonlításban októberben 4,1 százalékra, míg a maginfláció 2,1 százalékra emelkedhetett. Az előzetes adatok meghaladják az elemzők várakozásait, akik 3,7 százalékos inflációra és 1,9 százalékos maginflációra számítottak.

A várakozásokat 0,4 százalékkal meghaladva 6,2 százalékon alakult az októberi CPI infláció az Egyesült Államokban. Az amerikai fogyasztóiár-index júniustól szeptemberig 5,4 százalékon stagnált, augusztus kivételével, amikor 5,3 százalékon alakult. Lengyelországban előzetes adatok alapján az októberi fogyasztóiár-index továbbra is a jegybanki cél felett, 6,8 százalékon tartózkodott. Csehországban a szeptemberi infláció 4,9 százalékon alakult, ami számottevően meghaladja a cseh jegybank 2 százalékos inflációs célját.

Az esetszámok elmúlt hetekben megfigyelt felfutása már a koronavírus-járvány negyedik hullámához köthető, ami előretekintve megakaszthatja a gazdasági kilábalás folyamatát. Azon országokban, ahol magasabb az átoltottság mértéke, ott várhatóan mérsékeltebb lesz az esetleges járványügyi korlátozások negatív hatása.

2021 októberében a Brent nyersolaj hordónkénti átlagos világpiaci ára 84 dollár volt, majd november első napjaiban az azonnali árfolyam 83 dollár/hordó szinten alakult (2. ábra). Október második felében 3 éves csúcsra, 85 dollár

2. ábra: A Brent olaj világgpiaci árának alakulása



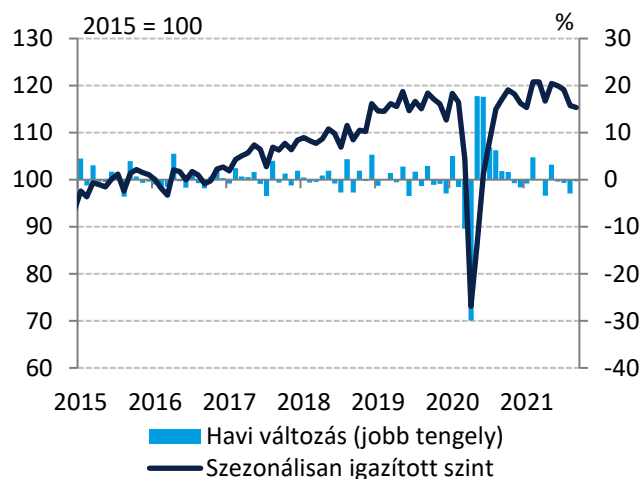
Forrás: Bloomberg

főlé emelkedtek az olajjegyzések. Ennek háttérében egyrészt az alacsony földgáz és szénkészletek mellett közelgő téli szezon, másrészt az OPEC+ kitermeléskorlátozása állt. Joe Biden amerikai elnök felszólította az OPEC+ tagországokat, hogy az emelkedő árak lehűtése érdekében emeljék meg a kitermelési mennyiségeket, azonban az olajkartell tagjai figyelmen kívül hagyták a felhívást. November elején enyhe korrekció volt megfigyelhető az olajárakban az amerikai készletek felhalmozódása és azon jelek miatt, hogy a magas árak nagyobb kínálat előteremtésére ösztönözhetik a kitermelőket. **Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világgpiaci ára az előző hónaphoz képest egyaránt emelkedtek októberben.**

1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

2021 második negyedében a hazai GDP elérte a válság előtti szintjét. A valós idejű adatok a növekedési ütem lassulását jelzik a nyári hónapokban, amit a tavalyi évi, a korlátozások részleges feloldása miatti magasabb bázisok magyaráznak. Szeptemberben az ipari termelés ismét elmaradt a 2020 eleji szintjétől. A kiskereskedelmi üzletek forgalma és az építőipari termelés azonban enyhén meghaladta a járvány kitörése előtti szintet. A gazdaság újrainyitása után megkezdődött a munkaerőpiac visszarendeződése. 2021 szeptemberében a munkanélküliségi ráta 4 százalék volt, míg a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest 70 ezer fővel emelkedett és a válság előtti szint felett alakult.

3. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

1.2.1. Gazdasági növekedés

A magyar gazdaság a gyors újrainyitás következtében tovább bővült. 2021 második negyedében a hazai GDP 17,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest a nyers adatok alapján, az előző negyedéhez viszonyítva pedig 2,9 százalékkal emelkedett a gazdaság teljesítménye.

2021 szeptemberében az ipari termelés 2,3 százalékkal (naptárhatástól megtisztítva 1,7 százalékkal) csökkent az előző év azonos időszakához képest. A szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján havi bázison 0,3 százalékkal mérséklődött a termelés (3. ábra). Szeptemberben a termelés volumene elmaradt a 2020 eleji szintjétől. A feldolgozóipari ágak többségében növekedést regisztrált a KSH, azonban a legnagyobb súlyú járműgyártásban jelentősen csökkent a termelés, elsősorban a globális félvezetőhiány miatti gyárleállások következtében. A feldolgozóipari ágak többségében növekedést regisztrált a KSH, azonban a legnagyobb súlyú járműgyártásban jelentősen csökkent a termelés, elsősorban a globális félvezetőhiány miatti gyárleállások következtében. A járműgyártás kibocsátása 25,9 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest. A számítógép, elektronikai, optikai termékek gyártása 11,4 százalékkal mérséklődött. A villamos berendezések gyártása azonban jelentősen, 28,2 százalékkal növekedett, elsősorban a villamosmotor- és akkumulátorgyártás folytatódó felfutása miatt.

2021 szeptemberében az építőipari termelés volumene 14,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest a nyers adatok szerint. Az építőipari termelés szintje elérte a koronavírus-járvány kitörése előtti szintjét, de továbbra is az elmúlt évek növekedési trendje alatt alakult. A szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján 4,2 százalékkal emelkedett a kibocsátás szintje az előző hónaphoz képest. Az épületek építése 21,2 százalékkal, míg az egyéb építmények építése 6,7 százalékkal volt magasabb éves bázison. A megkötött új szerződések volumene 16,1 százalékkal csökkent, míg az építőipari vállalkozások

szeptember végi szerződésállományának volumene 12,9 százalékkal emelkedett 2020 szeptemberéhez képest.

A rendelkezésre álló valós idejű adatok alapján a GDP növekedési dinamikája a bázisok kifutásával mérséklődött a harmadik negyedévben. Az online pénztárgépadatok alapján a forgalom szeptemberben 14,0 százalékkal bővült nominálisan az előző év azonos időszakához viszonyítva. A légi személyforgalom a tavalyi alacsony bázisnak köszönhetően szeptemberben háromszámjegyű bővülést mutatott, ám a két évvel korábbi szintjétől 58 százalékkal elmaradt a hónap végén. A vendéglátás nominális forgalma június közepe óta már a 2019. év azonos időszaki szintjét is meghaladta, ám október végére a 2020-as szint alá süllyedt az értéke. A mozik látogatottsága az újranyitást követően fokozatosan áll helyre, júliusban átlagosan még 20 százalék körüli volt a visszaesés nagysága a két évvel korábbi sinthez képest, míg októberre 10 százalékra csökkent. A közúti személy- és teherforgalom március közepétől kezdve egyaránt erőteljes javulásnak indult, októberben a 2019-es szintjeik körül alakultak. A villamosenergia-terhelési adatok októberben enyhén a tavalyi szint alatt tartózkodtak.

A lakossági hitelfelvétel októberben az egy évvel korábbi szintjét átlagosan 26 százalékkal haladta meg, a két évvel korábbi szintjét pedig elérte. **A lakáspiaci tranzakciók száma** szeptemberben átlagban nem emelkedett az előző év azonos időszakához képest. **A munkaerőpiac alkalmazkodása visszafogott volt hazánkban** a koronavírus-válság során. 2021. szeptemberben a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,9 százalékon alakult. A foglalkoztatás a szezonálisan igazított adatok alapján a piacgazdasági időszak csúcán van. A foglalkoztatottak száma az igazított adatok alapján 20 ezer fővel volt magasabb szeptemberben a koronavírus-járvány előtti, 2019. decemberi sinthez viszonyítva. A munkanélküliséghez kapcsolódó **Google-keresések** szintén kedvező képet mutatnak. A „munkanélküli segély” és az „álláskeresési járadék” kifejezésekre történő hazai online keresések a járvány kitörése előtti szint közelében tartózkodnak.

A KSH előzetes adatközlése alapján **szeptemberben az árukivitel euróban számított értéke 0,6 százalékkal csökkent, míg az importé 12,0 százalékkal növekedett az előző év azonos hónapjához képest.** 2021 szeptemberében a külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 1,3 millió euro többletet mutatott.

2021 szeptemberében a kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumene a nyers és a naptárhatástól megtisztított adatok szerint egyaránt 5,8 százalékkal bővült éves összevetésben. Így enyhén meghaladta a koronavírus kitörése előtti szintjét, de érdemben elmaradt az elmúlt évek

növekedési trendjétől. Az előző hónaphoz mérten az értékesítések volumene enyhén emelkedett (+0,6 százalék). A kiskereskedelmi forgalom az üzlettípusok többségében növekedett szeptemberben. Az élelmiszer- és élelmiszer-jellegű vegyes üzletekben 3 százalékkal, a nem élelmiszer-kiskereskedelemben 8,1 százalékkal, az üzemanyag-kiskereskedelemben 8,4 százalékkal emelkedett az értékesítés naptárhatástól megtisztított volumene az előző év azonos időszakához képest.

A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák száma 2021 szeptemberében a járvány előtti szint alig több mint kétharmada volt, azonban 2020 szeptemberéhez képest 39,4 százalékos a növekedés. A belföldi vendégéjszakák száma szeptemberben közel 1,2 millió volt, ami enyhén elmaradt 2020 és 2019 azonos időszakának szintjétől. A belföldi vendégéjszakák 68 százalékát szállodákban töltötték el, ahol a vendégéjszakák az előző év azonos időszakához képest közel 17 százalékkal növekedtek. A külföldi vendégek 729 ezer vendégéjszakát töltöttek el hazánkban, míg egy évvel korábban mindössze 135 ezret a KSH közlése szerint. Ugyanakkor a külföldi vendégéjszakák száma 51 százalékkal csökkent 2019 szeptemberéhez viszonyítva. A külföldi vendégek 77 százaléka szállodában szállt meg, az ott eltöltött éjszakák száma közel hatszorosára bővült 2020 szeptemberéhez képest.

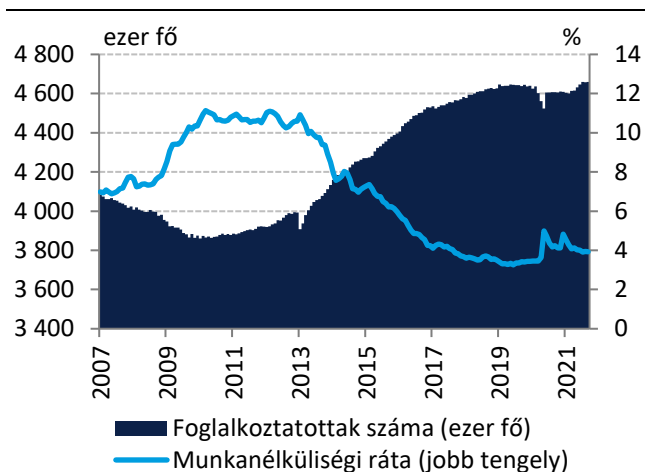
1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés (MEF) adatai alapján 2021 szeptemberében a nemzetgazdasági foglalkoztatottak létszáma 4 millió 687 ezer fő volt, ami 70 ezer fővel több az előző év azonos időszakához képest (4. ábra). 2020 szeptembere óta az elsődleges munkaerőpiacon dolgozók száma 69 ezer fővel, a közfoglalkoztatottak száma pedig 8 ezer fővel nőtt, míg a külföldi telephelyen dolgozók száma 25 ezer fővel mérséklődött.

A munkanélküliek száma 195 ezer fő volt szeptemberben, ami 26 ezer fővel kevesebb az előző év azonos időszakához képest, így összességében a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,9 százalékon alakult. Szeptemberben szezonálisan igazított adatok alapján ezer fővel csökkent a munkanélküliek száma augusztushoz képest. A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) adatai alapján szeptemberben 250 ezer (-73 ezer fő éves alapon), októberben pedig 246 ezer (-60 ezer fő éves alapon) regisztrált álláskereső volt Magyarországon.

2021 második negyedében a versenyszférában 51,7 ezer betöltetlen álláshely volt, ami 38,5 százalékkal több, mint az előző év azonos időszakában és mindössze 3 százalékkal kevesebb, mint a vilá járvány előtt. **A munkaerő-kereslet**

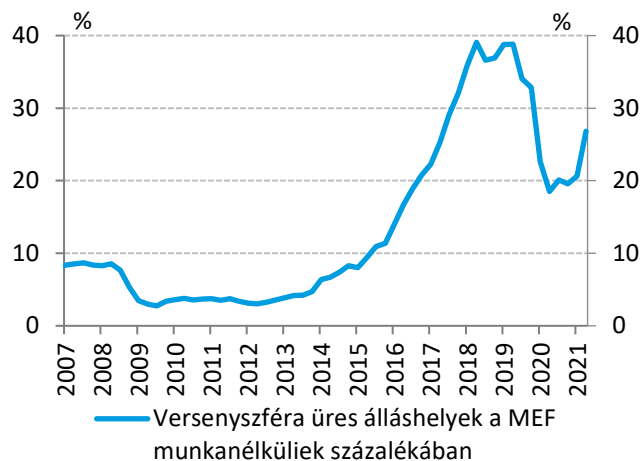
4. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Megjegyzés: Az ábrán szezonálisan igazított, mozgóátlagok szerepelnek.

Forrás: KSH

5. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

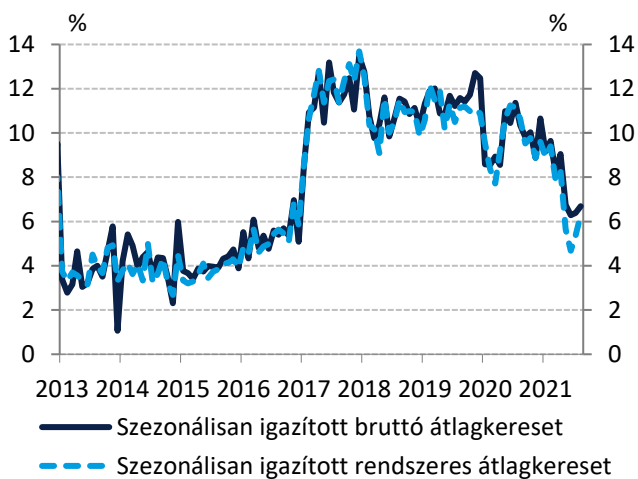
Forrás: NFSZ, KSH

mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások esetében nagymértékben nőtt éves alapon. A feldolgozóiparban 4,2 ezerrel több üres álláshely volt, mint egy évvel korábban. A piaci szolgáltató szektorban az ingatlanügyletek, szakmai és adminisztratív tevékenységek ágazatokban közel 6 ezerrel, az információ és kommunikáció ágazatban 1500-zal nőtt az üres álláshelyek száma, a többi ágazatban kismértékű volt az emelkedés éves alapon. Az állami szférán belül az egészségügyben csökkent, az oktatásban nőtt az üres álláshelyek száma. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt munkaerőpiaci feszességet mérő mutató összességében jelentősen nőtt az előző negyedévhez képest, azonban a válságot megelőző két év adataihoz képest továbbra is alacsonyabb értéket mutat (5. ábra).

1.3. Infláció és bérek

2021 októberében az éves összevetésben számított infláció 6,5, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 4,7 százalékon alakult. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek árindexe és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – emelkedtek az előző hónaphoz képest. A bejelentett árváltozásokból arra lehet következtetni, hogy az infláció a szeptemberi Inflációs jelentésben vártnál magasabban alakul. 2021 augusztusában a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 8,9 százalékkal, a versenyszféra bérek 7,2 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférában megfigyelt átlagkereset visszafogottabb éves növekedési üteme statisztikai hatásokkal indokolható.

6. ábra: Az átlagkeresetek dinamikája a versenyszférában



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.3.1. Bérezés

2021 augusztusában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 7,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az ágazatok részletes vizsgálata alapján a teljes munkaidősökre vonatkozó bruttó átlagkeresetben lévő torzítások mértéke csökkent az előző hónapokhoz képest és az előző évtől eltérően a bérindex alulbecsülését okozzák. A rendszeres átlagkereset szintje az előző hónaphoz viszonyítva nőtt, míg a prémiumkifizetések mértéke érdemben nem változott az előző évek szintjéhez képest.

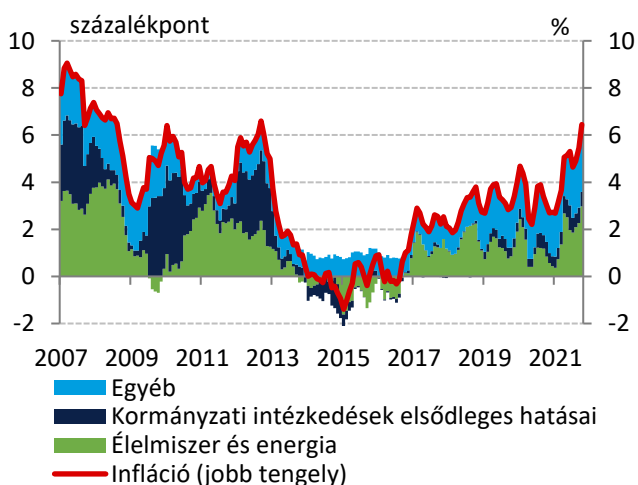
A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában mind a bruttó átlagkereset, mind a rendszeres átlagkereset éves dinamikája gyorsult az előző hónaphoz képest (6. ábra). A versenyszférán belül a piaci szolgáltatások bérdinamikája meghaladta a feldolgozóiparét. A feldolgozóiparban a nyers adatok alapján az előző év azonos időszakához képest 6,8 százalékkal voltak magasabbak a bérek augusztusban. A legnagyobb súlyú járműgyártásban 5,7 százalékkal emelkedtek a bérek éves alapon. A piaci szolgáltatások körében 7,3 százalékos növekedést regisztrált a KSH. A legtöbb ágazatban 5-10 százalék között alakult az éves bérdinamika. A pénzügyi szektorban 10,4 százalékkal, a vendéglátásban 7,1 százalékkal, míg az építőiparban 8,8 százalékkal nőttek a bruttó bérek az előző év azonos időszakához képest.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2021 októberében az éves összevetésben számított infláció 6,5 százalék volt, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 4,7 százalékon alakult (7. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció 1,0, míg a maginfláció 0,7 százalékponttal emelkedett. Az infláció növekedésének hátterében a termékek és szolgáltatások széles körét érintő áremelkedés állt.

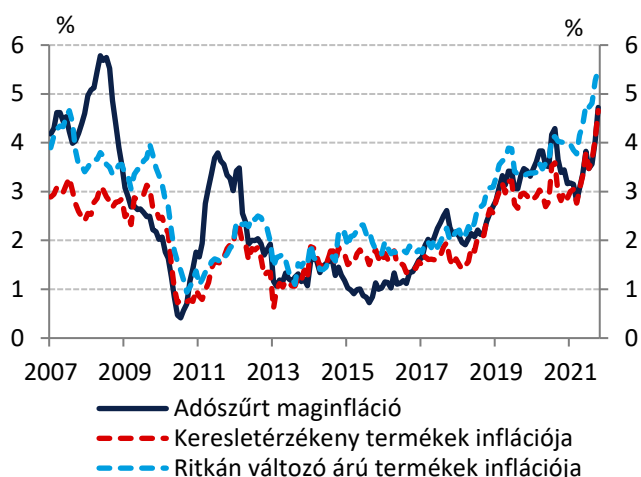
A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek árindexe és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – emelkedtek az előző hónaphoz képest (8. ábra). 2021 szeptemberében a mezőgazdasági termelők árak éves összevetésben 23,6

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



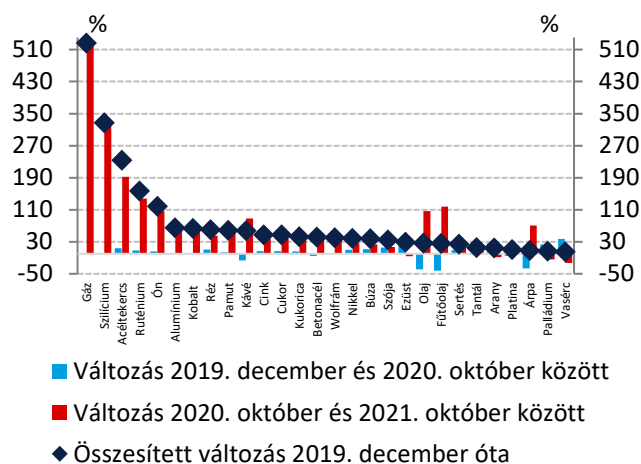
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



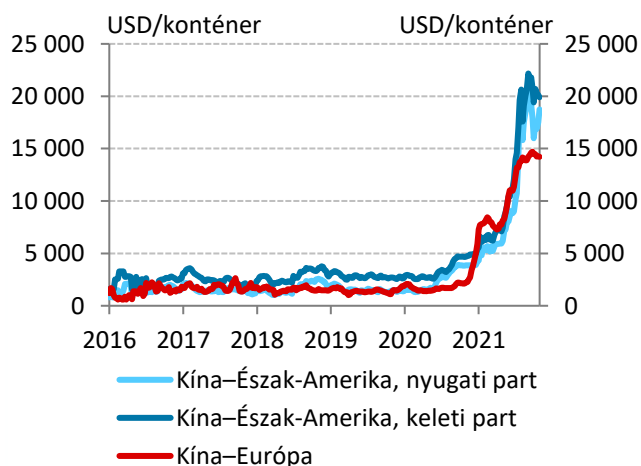
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

9. ábra: A fontosabb nyersanyagárak változása 2019 decembere óta



Forrás: Bloomberg

10. ábra: A Freightos Baltic index alakulása a Kínából érkező szállítmányok esetében



Forrás: Bloomberg

százalékkal, míg a fogyasztási cikket gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 5,4 százalékkal emelkedtek.

1.3.3. Inflációs kockázatok

Az infláció a nyári átmeneti mérséklődést követően ősztől ismét emelkedni kezdett. A mutató októberben 6,5 százalékon alakult. A bejelentett árváltozásokból arra lehet következtetni, hogy az infláció az őszi hónapokban a vártnál magasabban alakul, amennyiben az energiaárak esetében nem valósul meg egyfajta korrekció.

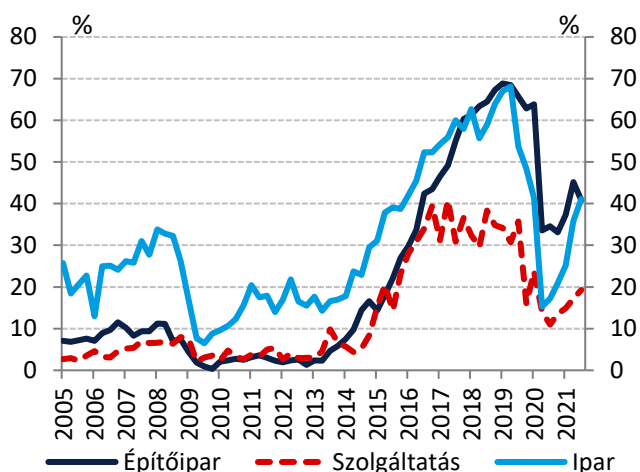
Az inflációs kockázatok növekedéséhez mind a nemzetközi, mind a hazai folyamatok hozzájárultak. A válság eltérő jellegéből és az eltérő válságkezelésből adódóan a globális gazdasági aktivitás és a munkaerőpiac helyreállása gyorsabb lehet a 2008/2009-es válságban tapasztaltnál. A gyors gazdasági helyreállítás mellett a laza fiskális és monetaris politikai irányultság, a magas államadósság-ráták és a bővülő hitelezés, valamint a deglobalizáció és az értékláncok rövidülése egyaránt a globálisan emelkedő infláció felé mutatnak. A fontosabb nyersanyagok árai közül a gáz, a szén és az áram ára az elmúlt időszakban historikus csúcsra emelkedett (9. ábra). A gáz ára az idei év első felében átlagosan a 2019-es átlagos szint több mint négyszeresére, az áram ára pedig több mint háromszorosára nőtt.

A globális értékláncok a kereslethez képest lassabban állhatnak helyre, ami a globális szállítmányozásban és az ipari termelésben fokozódó költségnomáshoz vezethet. A Kínából Európába irányuló szállítmányok költsége egy év alatt közel hétszeresére emelkedett októberben (10. ábra). Az ebből fakadó pluszköltségek egy részét a kereskedők vélhetően a fogyasztókra hárítják át, így a hazai fogyasztói árakban is egyre szélesebb körben jelenik meg a jelentős mértékben megemelkedett nyersanyagárak és szállítási költségek árnövelő hatása. A globális chiphiány a kereslet gyors helyreállása mellett fennakadásokat okoz az ipari termelésben, különösen az autógyártásban, ami az árakra is kihat.

A nemzetközi folyamatok mellett több tényező is a korábban vártnál magasabb inflációs pálya irányába mutat a magyar gazdaságban. 2021 második negyedévében a gazdaság újraindítása és a tavalyi alacsony bázis következtében 17,8 százalékkal bővült a hazai GDP. A foglalkoztatást illetően főként a szolgáltató szektorban és az építőiparban a helyreállással párhuzamosan szűk keresztmetszetek érvényesülhetnek (11. ábra).

Az egyre inkább feszessé váló munkaerőpiac miatt egyes ágazatokban fennmaradhat a vártnál magasabb bérdinamika, amely a megtakarítások elmúlt évi

11. ábra: Munkaerő mint termelést korlátozó tényező Magyarországon



Megjegyzés: A megkérdezett vállalatok aránya, amelyek a munkaerő hiányát jelölték meg a termelést korlátozó fő tényezőként.

Forrás: Európai Bizottság

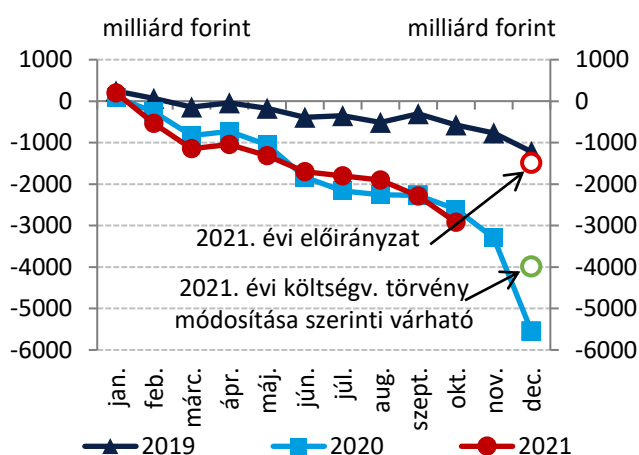
növekedése, az elhalasztott fogyasztás és a szolgáltatások immár korlátozásoktól mentes elérhetősége révén a fogyasztási kiadások emelkedését vetíti előre.

A negyedik hullám várható gazdasági hatásai érdemi lefelé mutató kockázatot jelentenek. Az újabb járványhullám gazdasági hatásai nagyfokú bizonytalanság mellett számszerűsíthetők, hiszen a meglévő és új variánsok fertőzőképességében bármikor bekövetkezhet egy előre nem várt fordulat. A korlátozások szigorúsága mellett a lakosság óvatossága is befolyásolja a gazdasági hatásokat.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszerének hiánya 2021 októberében 630 milliárd forint volt, ami 296 milliárd forinttal magasabb a tavalyi év azonos időszakához képest és nominálisan a hazánkban mért legmagasabb októberi deficit. A tárgyévi halmozott pénzforgalmi deficit közel 2922 milliárd forintra emelkedett, ami 318 milliárd forinttal meghaladja a 2020. azonos időszakai kumulált hiányt.

12. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált pénzforgalmi egyenlege



Forrás: 2021. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszerének hiánya 2021 októberében 630 milliárd forint volt, ami 296 milliárd forinttal magasabb a tavalyi év azonos időszakához képest, és nominálisan a legmagasabb októberi hiány hazánkban. A tárgyévi halmozott pénzforgalmi deficit 2922 milliárd forintra emelkedett, ami 318 milliárd forinttal meghaladja a 2020. azonos időszakára eső kumulált hiányt (12. ábra).

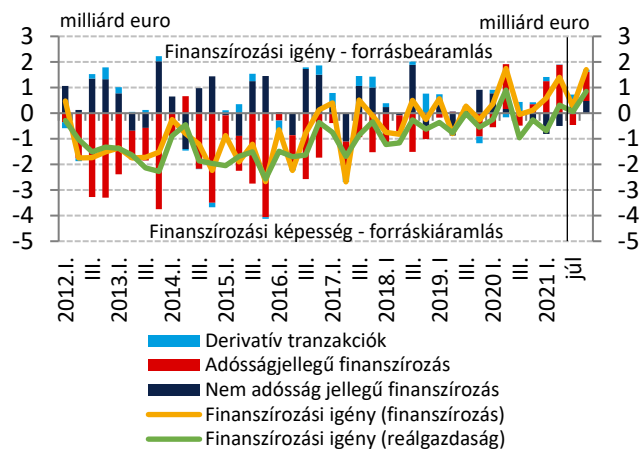
A központi alrendszer bevételei októberben 9 százalékkal (mintegy 137 milliárd forinttal) meghaladták az előző év azonos időszakai összegüket, ami elsősorban a fogyasztási adókból, valamint a munkára rakódó közterhekből származó bevételek növekedéséből adódik. Az adóbevételeken belül az áfabevételek 47 milliárd forinttal, míg a munkát terhelő adó- és járulékbévételek 74 milliárd forinttal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest.

A központi alrendszer 2021. októberi kiadása 18 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi értékét. Az emelkedés főként az állami vagyonnal kapcsolatos kiadásokhoz köthető, az arányokat tekintve továbbá jelentős növekményt mutatnak a lakásépítési támogatásokra, a helyi önkormányzatok támogatására, valamint – az egészségügyi bérrendezések következtében – a gyógyító-megelőző ellátásokra fordított kiadások is.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Augusztusban a folyó fizetési mérleg hiánya 1 milliárd euro fölé emelkedett, amivel párhuzamosan a külső finanszírozási igény is számottevően növekedett.

13. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)



Augusztusban a folyó fizetési mérleg hiánya 1 milliárd euro fölé emelkedett (13. ábra). A nettó FDI-beáramlás az előző havi szint körül alakult, miközben a gazdaság adósságjellegű forrásai jelentősen emelkedtek.

Megjegyzés: A pozitív értékek a finanszírozási igényt (forrásbeáramlást), míg a negatív értékek a finanszírozási képességet (forráskiáramlást) jelölnék. Közgazdasági szempontból az adósság fundamentális alakulását nem befolyásolja a számla- és tömbarany követelések közötti átváltás, ezért ezt a hatást kiszűrtük.

Forrás: MNB

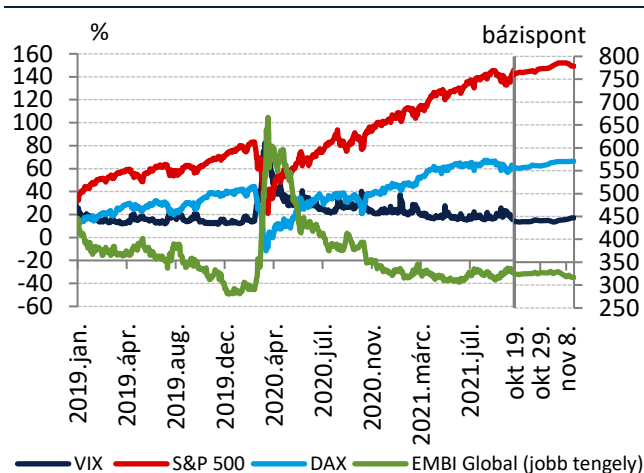
2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban a fejlett piacokon enyhén javult, míg a feltörekvő piacokon romlott a befektetői hangulat. A részvénypiaci volatilitást mérő VIX index 18,7 százalékra emelkedett, miközben az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár némileg mérséklődött. Az időszak során jellemzően emelkedtek a vezető tőzszeindexek. A dollár a fejlett piaci devizákkal szemben vegyesen alakult, az euróval szemben 1,3 százalékkal értékelődött fel. Az olajárak az időszak első felében még emelkedtek, majd az amerikai kormányzat megfizethető energiához való hozzáférés iránti elköteleződése mérséklődést okozott az árakban.

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban a fejlett piacokon enyhén javult, míg a feltörekvő piacokon romlott a befektetői hangulat. Az időszak első felében leginkább az ellátási zavarok és a magas energiaárak, a globális chip- és magnéziumhiány állt a piac fókuszában. Az időszak második felében a meghatározó jegybankok kamatdöntő ülései, a harmadik negyedéves vállalati jelentések, valamint a beérkező októberi inflációs adatok alakították a globális befektetői hangulatot. A piaci szereplők továbbra is kiemelten figyelik a koronavírus delta variánsának terjedését és az ahhoz kapcsolódó szigorításokat. Az elmúlt hónap során Európában emelkedtek a koronavírus esetszámok, az USA-t stagnálás jellemezte, míg Ázsiában mérséklődött az új fertőzöttek száma.

14. ábra: Fejlett piaci részvényindexek változása, a VIX index (bal tengely), illetve az EMBI Global mutató (jobb tengely) alakulása

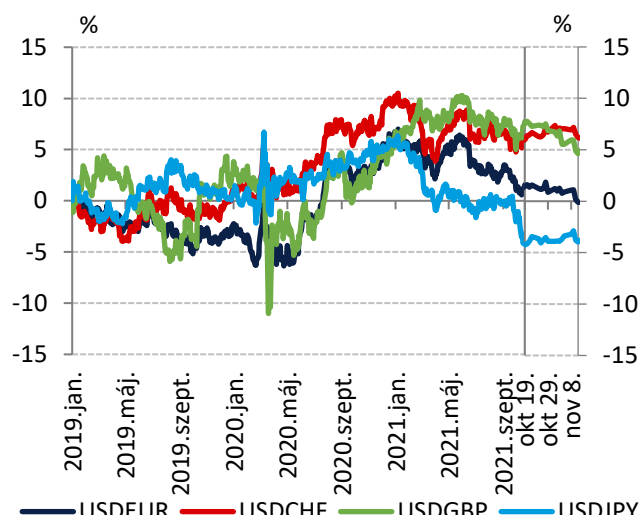


Forrás: Bloomberg

A kockázati indikátorok közül a részvénypiaci volatilitást mérő VIX index az előző kamatdöntéskori szintjéhez képest 3 százalékponttal 18,7 százalékra nőtt, míg a német DAX tőzszeindexet jellemző index némileg nagyobb mértékben emelkedett (14. ábra). Az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár 6 bázisponttal 317 bázispontra mérséklődött, míg a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index 1 bázispontos emelkedés után 78 bázisponton áll.

Az elmúlt egy hónap során a vezető amerikai és európai tőzszeindexek jellemzően 2-3 százalékkal emelkedtek. Az európai vezető tőzszeindexek közül kiemelkedett a francia tőzsze 5,6 százalékos emelkedése, amelynek háttérében a várakozásokat meghaladó harmadik negyedéves GDP adat állhatott. A japán tőzszeindex 0,2 százalékkal emelkedett, ugyanakkor a kínai tőzsze 1,7 százalékkal csökkent az ingatlanpiaci kockázatok, valamint a kínai gazdaság lassulását valószínűsítő makromutatók következtében. Összességében a fejlett tőzszeindexeket reprezentáló MSCI kompozit index 2,1 százalékkal emelkedett, míg a feltörekvő piaci index 1,6 százalékkal csökkent. Az USA-ban a részvényárak emelkedése a technológia túlsúlyos Nasdaq index esetében volt a legnagyobb mértékű, ugyanakkor az időszak végén minden szektorban korrekció kezdődött.

15. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



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

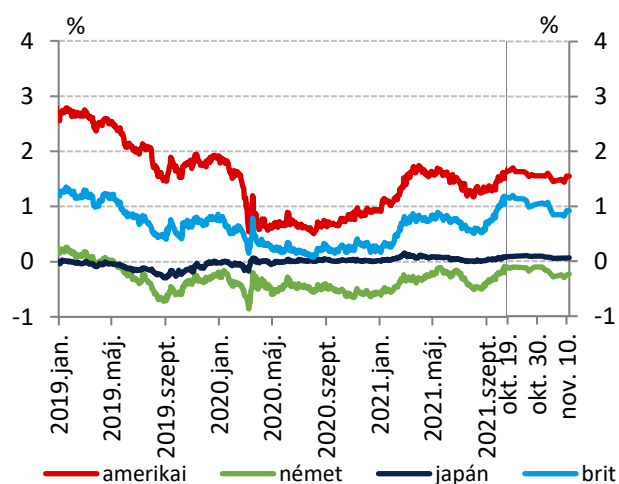
Forrás: Reuters

A dollár erősödött az euróval szemben (1,3 százalékkal), míg a fonttal szemben 2,6 százalékkal értékelődött fel (15. ábra). A japán jennel szemben azonban 0,4, míg a svájci frankkal szemben 0,5 százalékkal gyengült az amerikai fizetőeszköz. Az euro-dollár árfolyam az időszak végén az 1,15-os szint közelébe került. A feltörekvő devizák jellemzően és a régiós devizák is gyengültek a dollárral szemben, így a zloty 2, a forint 1,8, a lej 1,4, míg a cseh korona 0,3 százalékkal értékelődött le. Az arany és az ezüst árfolyama az előző kamatdöntés óta egyaránt közel 5 százalékkal emelkedett, az arany unciánként 1850 dollár környékére nőtt. A Bitcoin historikus csúcsra, közel 68 000 dollárra erősödött, majd némi korrekciót követően 1,1 százalékos növekedést mutatott az időszak során.

A fejlett kötvényhozamok a legutóbbi kamatdöntés óta összességében mérséklődtek (16. ábra). A japán tízéves hozam 2, az amerikai 9, a német pedig 14 bázisponttal csökkent, így a német -0,25, az amerikai 1,55, a japán hozam pedig 0,07 százalékos szinten zárta az időszakot. A mediterrán országok hozamai szintén enyhén mérséklődtek, ugyanakkor a görög hozam 14 bázisponttal került feljebb. A régiós országok hozamai tovább emelkedtek: a magyar hosszú hozam 3, a cseh 9, a lengyel 16 bázisponttal emelkedett, míg a román hozam jelentős mérséklődést követően a kiinduló szintjére tért vissza.

Az olajárak az elmúlt időszakban kismértékben csökkentek. Az időszak elején az olajárak növekedését a gázárak emelkedése, valamint az OPEC+ termeléskorlátozást érintő döntése támogatta. Ezután az amerikai kormányzat megfizethető energiához való hozzáférés iránti elköteleződése mérséklődést okozott az árakban. Az októberi kamatdöntés óta a Brent ára 1,5 százalékkal hordónként 83,7 dollárra, míg az amerikai benchmark WTI olajár 0,5 százalékkal 82,5 dollárra mérséklődött.

16. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása

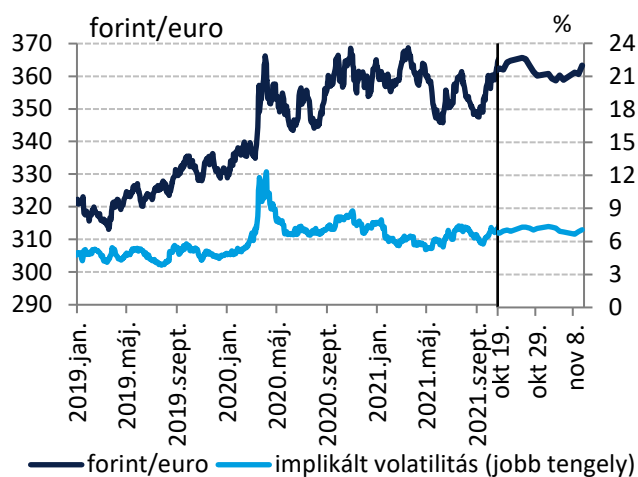


Forrás: Bloomberg

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

Az októberi kamatdöntés óta a forint kis mértékben leértékelődött az euróval szemben. Az állampapírpiazi hozamgörbe jelentősen feljebb tolódott. A 3 hónapos BUBOR 20 bázisponttal 2,09 százalékra emelkedett. Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat erős kereslet jellemezte, ugyanakkor az aukciós átlaghozamok összességében emelkedtek.

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



Forrás: Bloomberg

Az októberi kamatdöntés óta a forint kis mértékben gyengült az euróval szemben. Az időszak első felében a forint a régiós devizákkal összhangban enyhén gyengült. A hónap végén korrekció kezdődött és ekkortól a cseh koronához hasonló dinamikával erősödött, majd az elmúlt napokban ismét gyengült. Összességében 0,2 százalékkal gyengült a forint az euróval szemben, a lengyel zlotynál (0,8 százalék) kisebb mértékben, míg a cseh korona erősödött az időszak során (1,1 százalék). A forint implikált volatilitása nem változott az elmúlt hónapban (17. ábra).

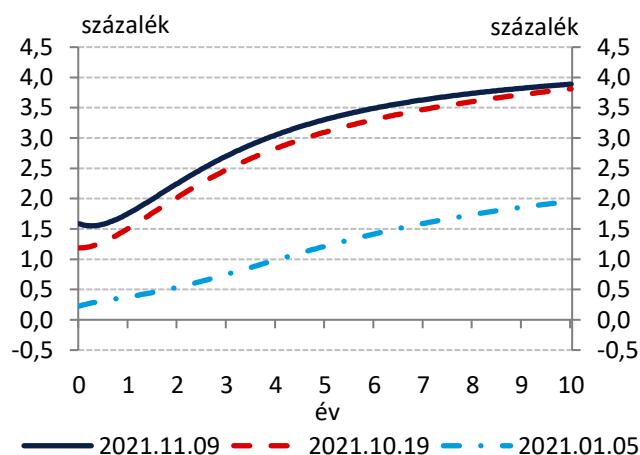
A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR az előző kamatdöntés óta 20 bázisponttal 2,09 százalékra emelkedett.

Az állampapírpiazi hozamgörbe feljebb tolódott (18. ábra). A hozamgörbe 1 év körüli szakaszán 30 bázispont körüli emelkedés, míg a középső szakaszán 15-25 bázispontos, a 10 év körüli szakaszon pedig 10 bázispontos emelkedés volt megfigyelhető.

Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat erős kereslet jellemezte. Az ÁKK a 3 hónapos DKJ aukciókon a felajánlott mértéknél enyhén alacsonyabb mennyiségben fogadott el ajánlatokat, ugyanakkor a 12 hónapos kincstárjegyauctionok esetében a meghirdetettnél nagyobb mennyiséget értékesített. A 3 hónapos aukciókon kialakult átlaghozam a legutóbbi kamatdöntés óta 1,25 százalékról 1,57 százalékra emelkedett, míg a 12 hónapos DKJ-aukcióknál 1,54 százalékról 1,75 százalékra nőtt. A kötvényaukciókat erős kereslet jellemezte. Az ÁKK minden aukción a meghirdetettel megegyező, vagy annál több ajánlatot fogadott el. A legutóbbi aukción a 10 éves papír átlaghozama 3,82 százalék volt, amely az októberi kamatdöntést megelőző aukciós átlaghozamhoz képest 32 bázispontos emelkedést jelentett. Az 5 éves állampapír esetében 22 bázisponttal 3,13 százalékra, a 15 éves állampapír esetében 72 bázisponttal 4,24 százalékra (legutóbb szeptemberben volt kibocsátás), míg a 20 éves állampapír esetében 19 bázisponttal 4,28 százalékra emelkedett az aukciós átlaghozam. A hazai 5 éves CDS-felár 3 bázisponttal csökkent és jelenleg 53 bázisponton áll.

A külföldiek forint állampapír-állománya csökkent. A nem rezidensek kezében lévő állomány 64 milliárd forinttal, 4689 milliárd forintra mérséklődött. A külföldiek által tartott forint állampapírok piaci aránya viszont eközben 20,3 százalékról 20,7 százalékra nőtt.

18. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

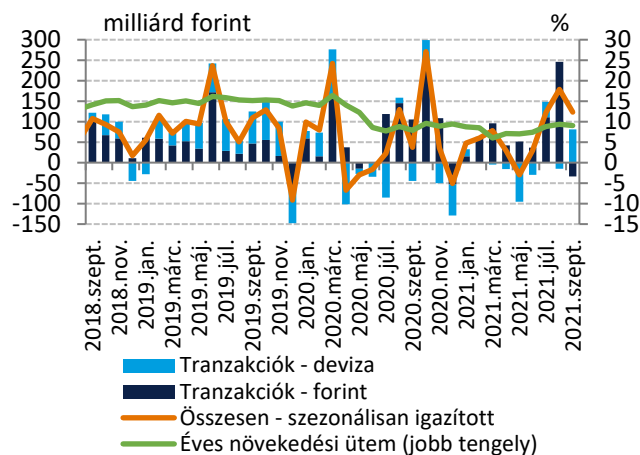


Forrás: MNB, Reuters

3. Hitelezési feltételek

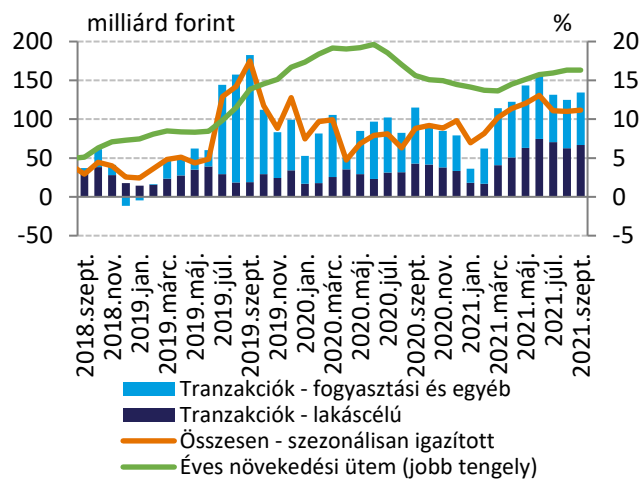
2021. szeptemberben a vállalati hitelállomány 48 milliárd forinttal növekedett a forinthitelek 34 milliárd forintos csökkenésének és a devizahitelek 82 milliárd forintos emelkedésének következtében. Szeptemberben a lakossági hitelállomány 135 milliárd forinttal bővült, ezzel az éves növekedési ütem előző havi szintjén, 16,3 százalékon maradt

19. ábra: Nem pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

20. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele

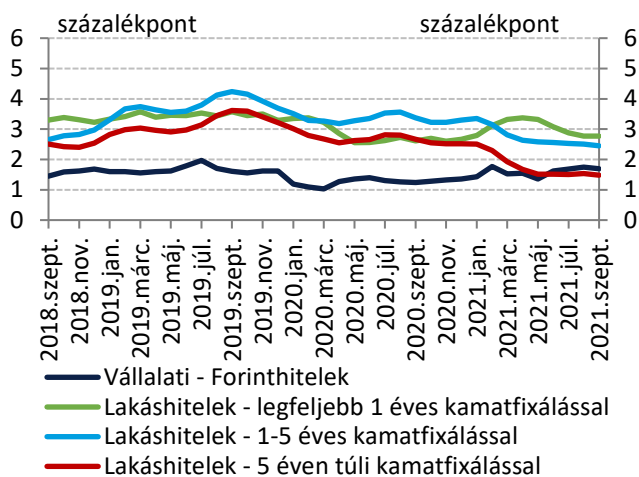


Forrás: MNB

2021. szeptemberben a vállalati hitelállomány 48 milliárd forinttal növekedett a forinthitelek 34 milliárd forintos csökkenésének és a devizahitelek 82 milliárd forintos emelkedésének következtében (19. ábra). A visszafogottabb havi bővülés miatt az éves növekedési ütem 9 százalékra csökkent az előző havi 9,3 százalékról. A hitelintézetek mérlegében lévő kötvénytranzakciókat is figyelembe véve a hónap során 15 százalékos éves növekedési ütem adódik, amely mutatja az NKP növekvő jelentőségét a vállalati forrásbevonásban. A hitelintézetek szeptemberben 286 milliárd forint összegben bocsátottak ki új hitelek, amely a tavalyi év azonos – a járvány hatásaival és a támogatott hitelprogramokkal már érintett – időszakától 6 százalékkal marad el, viszont a két évvel korábbi értéket 23 százalékkal meghaladja. A havi kibocsátáson belül – a járvány előtti időszak tendenciájához visszatérve – jelentős, 70 százalékos részarányt képviseltek a piaci alapú hitelkihelyezések az új volumenben belül. A bankok a hónap során NHP Hajrá konstrukció keretében 51 milliárd forint összegben kötöttek nem folyószámla-jellegű forintszerződéseket társas vállalkozásokkal, amely a szeptemberi teljes vállalati kibocsátás 18 százalékáért felelt.

Szeptemberben a lakossági hitelállomány 135 milliárd forinttal bővült, ezzel az éves növekedési ütem előző havi szintjén, 16,3 százalékon maradt (20. ábra). A moratórium továbbra is támogatja a hiteldinamikát, de becslésünk szerint ennek kiszűrésével is robotsztus, 8,9 százalékos éves bővülés adódna. A lakossági új hitelkibocsátás 250 milliárd forintot tett ki a hónap során, ami az előző év azonos időszakát 25 százalékkal haladta meg. A pandémiával nem érintett, két évvel korábbi időszak kibocsátásától ugyanakkor továbbra is elmarad, elsősorban a babaváró hitelek 2019. júliusi indulását követő erőteljes felfutása okozta magas bázis miatt. A 125 milliárd forint volumenű szeptemberi lakáshitelkibocsátásban a 2021-től elérhető új otthonteremtési intézkedések érdemi szerepet játszottak: felújításra és korszerűsítésre a 2019. szeptemberi szint több mint négyszeresét szerződték. Az év eleje óta fokozatosan emelkedő hosszú hozamok banki kamatokba történő átgűrűzése egyelőre nem valósult meg teljes egészében, azonban egyes bankok már a nyári hónapokban megkezdték a lakáshitelek kamatlábának emelését.

21. ábra: A vállalati és háztartási hitelfelárak alakulása



Megjegyzés: A vállalati forinthitelek esetében a 3 hónapos BUBOR feletti felár. A változó vagy legfeljebb 1 évig fixált kamatozású lakáscélú hitelek esetében a 3 havi BUBOR, míg az éven túl fixált lakáshitelek esetében a megfelelő IRS feletti, THM-alapú felár.

Forrás: MNB

A vállalati forinthitelek simított kamatfelára 2021. szeptemberben 1,69 százalékpont volt, ami 0,06 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest (21. ábra). A változó kamatozású lakáscélú hitelek THM alapú simított átlagos kamatfelára nem változott a hónap során, és 2,77 százalékpontot tett ki. Az egy éven túl, legfeljebb 5 évre kamatfixált lakáshitelek átlagos felára 0,05 százalékpontos csökkenést követően 2,45 százalékpontot ért el szeptemberben, míg az 5 éven túli kamatfixált termékek felára 0,06 százalékpontot növelt és 1,48 százalékpontot tett ki a vizsgált időszak végén.