



# MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2021. DECEMBER 14-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

**2021**  
DECEMBER

Közzététel időpontja: 2022. január 5. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2021. december 10-ig rendelkezésre álló információkat vettük figyelembe.*

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

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

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

# Tartalom

1. Makrogazdaság.....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet.....	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok.....	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 pénzpiacok.....	16
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása.....	18
3. Hitelezési feltételek.....	19

# 1. Makrogazdaság

## 1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

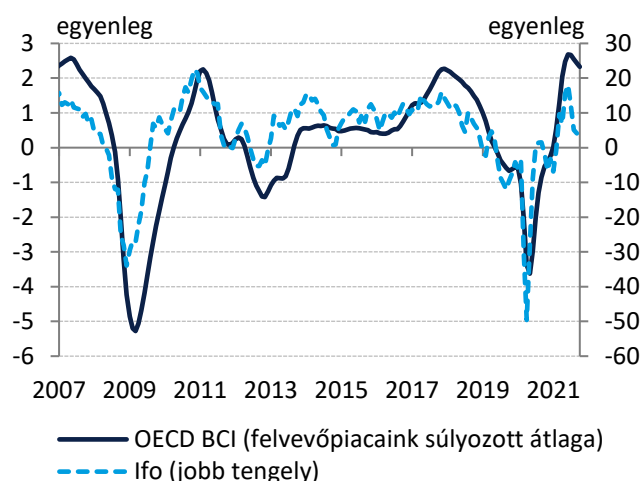
Kínában és az Egyesült Államokban lassult a gazdasági növekedés a harmadik negyedévben. Az euroövezet 3,9, míg az EU 4,1 százalékos gazdasági növekedést regisztrált az előző év azonos időszakához képest. Az euroövezet GDP-je továbbra is elmarad a járvány előtti értékétől. A nemzetközi feldolgozóipari és szolgáltató szektort érintő bizalmi indikátorok vegyes képet mutattak októberben az egyes gazdaságokban. Az ipari konjunktúra romlása elsősorban a globális félvezetőhiány következménye. A koronavírus negyedik hulláma, valamint a megjelent új variáns következtében ismételten megnőtt a bizonytalanság, ami megakaszthatja a gazdasági kilábalás folyamatát. 2021 harmadik negyedévében a külső inflációs környezet továbbra is magasan alakult. Az Egyesült Államokban 6,8 százalék volt a novemberi infláció. Az eurozóna inflációja az előzetes adatok alapján novemberben 4,9 százalékra emelkedett.

**A világ ipari termelése már 2020 szeptemberében meghaladta a járvány előtti szintjét, és azóta is fölötté alakul, ugyanakkor augusztus óta megtorpant a növekedése 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 és az újabb variáns terjedése 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 90-95 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. 2021 harmadik negyedévében az euroövezet 3,9 míg az EU 4,1 százalékos gazdasági növekedést regisztrált az előző év azonos időszakához képest. Az euroövezet GDP-je így továbbra is elmarad a járvány előtti értékétől. A harmadik negyedéves adatok szerint összesen 17 EU-s gazdaság teljesítménye haladta meg a 2019. utolsó negyedévi értéket és további 10 maradt el attól, többek között Németország is.

**A havi termelési indikátorok szeptemberben többnyire növekedést mutattak.** Az eurozóna ipari termelése 5,2 százalékkal, az Egyesült Királyságé 2,9 százalékkal nőtt szeptemberben, míg az Egyesült Államoké 5,1 százalékkal, Kínáé pedig 3,5 százalékkal emelkedett októberben az előző év azonos időszakához képest. A kiskereskedelmi értékesítések októberben az USA-ban 16,3 százalékkal, Kínában 4,9 százalékkal, az eurozónában 1,4 százalékkal nőttek, míg az Egyesült Királyságban 1,3 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához képest.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

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

**A nemzetközi munkaerőpiaci folyamatok tovább javultak.** Az Egyesült Államokban a november 27-ével záruló héten a benyújtott új munkanélküliség-kérelmek száma 222 ezer volt, ami emelkedés az előző héthez képest és továbbra is a 2019-es átlag (200 ezer) felett alakul. A munkanélküliségi ráta novemberben 4,2 százalékra csökkent. Az eurozóna munkanélküliségi rátája az előző hónaphoz képest mérséklődött és 7,3 százalékon alakult októberben.

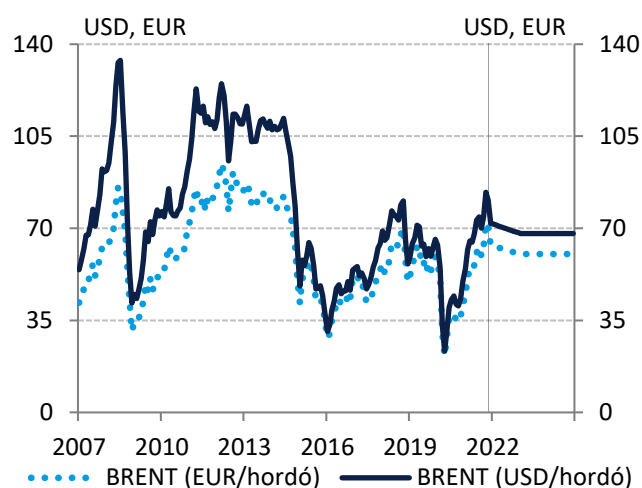
**Az előzetes adatok alapján az eurozóna inflációja éves összehasonlításban novemberben 4,9 százalékra, míg a maginfláció 2,6 százalékra emelkedhetett.** Az előzetes adatok meghaladják az elemzők várakozásait, akik 4,5 százalékos inflációra és 2,3 százalékos maginflációra számítottak.

**A novemberi CPI infláció az Egyesült Államokban 6,8 százalékon alakult.** Lengyelországban előzetes becslések alapján a novemberi fogyasztóiár-index továbbra is a jegybanki cél felett, 7,7 százalékon tartózkodott. Csehországban az októberi infláció 5,8 százalékon alakult, ami számottevően meghaladja a cseh jegybank 2 százalékos inflációs célját.

**Az esetszámok elmúlt hetekben megfigyelt felfutása 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, ugyanakkor az új variáns megjelenése újabb bizonytalansági tényezőt jelent.

**2021 novemberében a Brent nyersolaj hordónkénti átlagos világpiacon 81 dollár volt, majd december első napjaiban az azonnali árfolyam 70 dollár/hordó szint közelébe csökkent** (2. ábra). A csökkenés hátterében az áll, hogy az OPEC tagországok a termelés növelését jelentették be. A csoport megegyezett arról, hogy 400 ezer hordóval növeli januárban a napi kínálati mennyiséget. A WTI ára 64 dollárig, a Brent 68 dollárig csökkent egy időre a hír hatására. A piaci szereplők pozitívan fogadták a bejelentést, mivel többen arra számítottak, hogy az OPEC+ elhalasztja a kibocsátás növelését, mivel egyre nagyobb aggodalomra ad

2. ábra: A Brent olaj világgiazi árának alakulása



Forrás: Bloomberg

okot az omikron variáns terjedése. Az olaj október vége óta több mint 20 százalékkal esett az USA és szövetségesei által összehangolt stratégiai tartalék-felszabadítás és a nemrégiben megjelent új vírusvariáns miatt. A Világbank legfrissebb adatai alapján novemberben a dollárban kifejezett nyersanyagárak 2,4 százalékkal csökkentek az előző hónaphoz képest. Az olaj (-2,6 százalékos) és a fémek árának (-8,5 százalékos) csökkenését némiképp ellensúlyozta az élelmiszerek (1,4 százalékos) áremelkedése.

## 1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

2021 harmadik negyedében a hazai GDP 6,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest, az előző negyedévhez képest pedig 0,7 százalékkal bővült a gazdaság teljesítménye. Nemzetközi összevetésben a magyar gazdaság kilábalása az EU-s rangsor közepén helyezkedik el. A rendelkezésre álló valós idejű adatok alapján az elmúlt időszakban folytatódott a gazdasági növekedés. Ugyanakkor néhány valós idejű adatban már tükröződik a koronavírus negyedik hullámának hatása. Októberben 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. Az elmúlt hónapokban folytatódott a munkaerőpiac visszarendeződése. 2021 októberében a munkanélküliségi ráta 3,9 százalék volt, míg a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest 86 ezer fővel emelkedett és a válság előtti szint felett alakult.

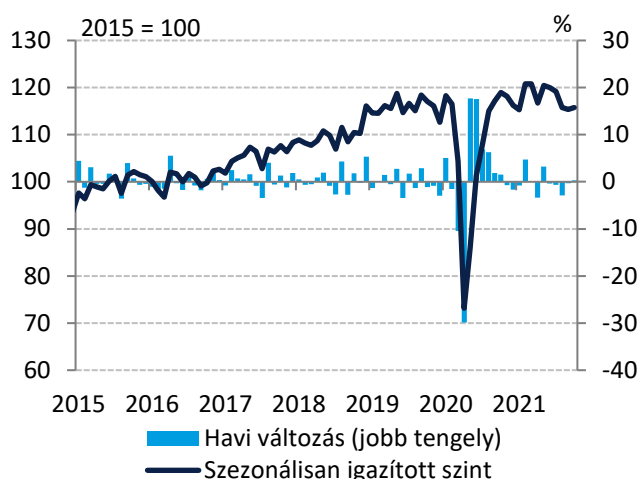
### 1.2.1. Gazdasági növekedés

**Folytatódott a magyar gazdaság bővülése a harmadik negyedévben. 2021 harmadik negyedében a hazai GDP 6,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest a nyers adatok alapján, az előző negyedévhez viszonyítva pedig 0,7 százalékkal emelkedett a gazdaság teljesítménye.** Nemzetközi összevetésben a magyar gazdaság kilábalása az uniós rangsor közepén helyezkedik el. A hazai GDP szezonálisan és munkanaphatással igazított szintje 0,6 százalékkal haladta meg a 2019. negyedik negyedévi értékét.

A legtöbb nemzetgazdasági ág teljesítménye bővült az előző év azonos időszakához képest, amit az előző évi alacsony bázis is támogatott. Az ipar teljesítménye enyhe ütemben, 2,5 százalékkal nőtt, az építőipar hozzáadott értéke 20,1 százalékkal nőtt, a mezőgazdaságé 3,8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A szolgáltatások hozzáadott értéke 6,8 százalékkal növekedett. Minden szolgáltatási ágazatban emelkedést regisztráltak az előző év azonos időszakához képest, a legerőteljesebb növekedés az alacsony tavalyi bázisoknak köszönhetően a szálláshelyszolgáltatás és vendéglátás (+21,6 százalék) nemzetgazdasági ágban történt. Felhasználási oldalon a belső keresleti tételek hozzáadott értéke alakult kedvezően, a nettó export hozzájárulása negatív volt a harmadik negyedévben. A háztartások fogyasztási kiadása 5,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. A legnagyobb mértékben a szolgáltatások fogyasztása nőtt (+10,4 százalék). A bruttó állóeszköz-felhalmozás hozzáadott értéke 9,6 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az építési beruházások volumene nagyobb mértékben nőtt, mint a gép- és berendezésberuházásoké. Az export volumene (+1,4 százalék) kisebb mértékben bővült, mint az importé (+5,6 százalék). A nettó export 3,2 százalékponttal mérsékelte a harmadik negyedévi GDP növekedést.

**2021. októberben az ipari termelés 3,4 százalékkal (napárhatástól megtisztítva 2,7 százalékkal) csökkent az előző év azonos időszakához képest.** A szezonálisan és

3. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

naptárhatással igazított adatok alapján havi bázison 0,3 százalékkal bővült a termelés (3. ábra). Októberben 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. Szintén mérséklődött a kibocsátás a számítógép, elektronikai, optikai termék gyártásában.

**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 növekedése folytatódott az elmúlt időszakban.** Ugyanakkor néhány valós idejű adatban már tükröződik a koronavírus negyedik hullámának hatása. Az online pénztárgépadatok alapján a forgalom októberben 16,6 százalékkal bővült nominálisan az előző év azonos időszakához viszonyítva. A légi személyforgalom a tavalyi alacsony bázisnak köszönhetően októberben háromszámszámjegyű bővülést mutatott, ám a két évvel korábbi szintjétől 47 százalékkal elmaradt a hónap végén. A vendéglátás nominális forgalma június közepe óta már a 2019. év azonos időszakai szintjét is meghaladta. A mozik látogatottsága a járványhelyzet romlásával fokozatosan csökkent, amíg októberben még átlagosan 10 százalékkal meghaladta a forgalom annak két évvel korábbi szintjét, addig novemberben már 45 százalékos csökkenést figyelhettünk meg a látogatók számában. A közúti személy- és teherforgalom március közepétől kezdve egyaránt erőteljes javulásnak indult, novemberben a 2019-es szintjeik körül alakultak. A villamosenergia-terhelési adatok novemberben szintén a tavalyi szint körül tartózkodtak.

**A lakossági hitelfelvétel** novemberben az egy évvel korábbi szintjétől átlagosan 2 százalékkal maradt el. **A lakáspiaci tranzakciók száma** novemberben átlagosan 8 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. **A munkaerőpiac alkalmazkodása visszafogott volt hazánkban** a koronavírus-válság során. 2021 októberében a szezonálisan



igazított munkanélküliségi ráta 3,9 százalékon alakult. A foglalkoztatás a szezonálisan igazított adatok alapján a piacgazdasági időszak csúcsán van. A foglalkoztatottak száma az igazított adatok alapján 58 ezer fővel volt magasabb októberben a koronavírus-járvány előtti, 2019. decemberi szinthez 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 **októberben az áru kivitel euróban számított értéke 0,9, míg az importé 14,4 százalékkal bővült az előző év azonos hónapjához képest.** 2021 októberében a külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 335 millió euro hiányt mutatott.

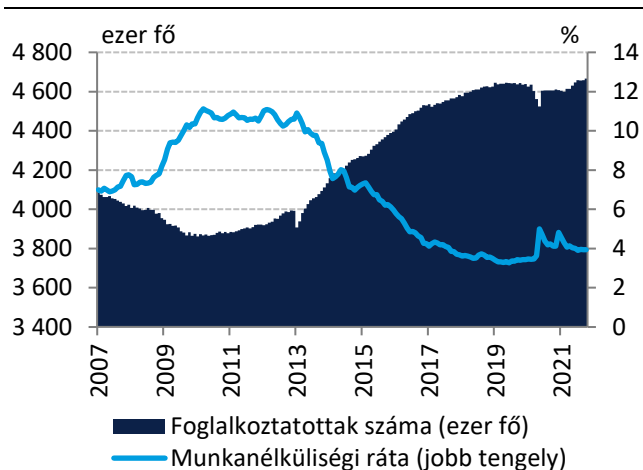
**2021 októberében a kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumene a nyers és a naptárhatástól megtisztított adatok szerint egyaránt 5,7 százalékkal bővült éves összevetésben.** Így enyhén meghaladta a koronavírus kitörése előtti szintjét, de érdemben elmaradt az elmúlt évek növekedési trendjétől. Az előző hónaphoz mérten az értékesítések volumene enyhén emelkedett (+0,3 százalék). A kiskereskedelmi forgalom az üzlettípusok többségében növekedett szeptemberben. Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes üzletekben 3,4 százalékkal, a nem élelmiszer-kiskereskedelemben 6,3 százalékkal, az üzemanyag-kiskereskedelemben 11,5 százalékkal emelkedett az értékesítés naptárhatástól megtisztított volumene az előző év azonos időszakához képest.

**A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák száma 2021 októberében a járvány előtti szint közel kétharmada volt, azonban 2020 szeptemberéhez képest 79,0 százalékos a növekedés.** A belföldi vendégéjszakák száma októberben meghaladta az 1,0 milliót, ami 10,4 százalékkal elmaradt 2019 azonos időszakának szintjétől. A belföldi vendégéjszakák 77 százalékát szállodákban töltötték el. A külföldi vendégek közel 694 ezer vendégéjszakát töltöttek el hazánkban, míg egy évvel korábban mindössze 104 ezret a KSH közlése szerint. Ugyanakkor a külföldi vendégéjszakák száma felére csökkent 2019 októberéhez viszonyítva. A külföldi vendégéjszakák 85 százalékát szállodában töltötték el.

#### 1.2.2. Foglalkoztatás

**A Munkaerő-felmérés (MEF) adatai alapján 2021 októberében a nemzetgazdasági foglalkoztatottak létszáma 4 millió 688 ezer fő volt, ami 86 ezer fővel több az előző év azonos időszakához képest (4. ábra).** 2020 októbere óta az elsődleges munkaerőpiacon dolgozók száma 102 ezer fővel

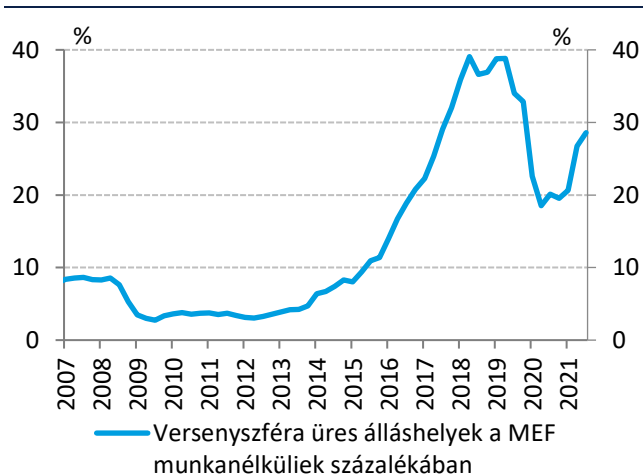
4. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Megjegyzés: Az ábrán szezonálisan igazított, mozgóátlagok szerepelnek.

Forrás: KSH

5. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

Forrás: NFSZ, KSH

nőtt, míg a közfoglalkoztatottak száma 17 ezer fővel, a külföldi telephelyen dolgozók száma 2 ezer fővel mérséklődött.

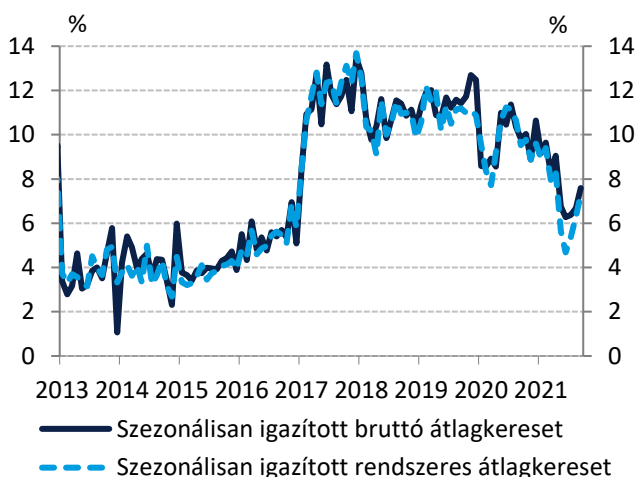
**A munkanélküliek száma 189 ezer fő volt októberben, ami 9 ezer fővel kevesebb az előző év azonos időszakához képest, így összességében a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,9 százalékon alakult.** Októberben a szezonálisan igazított adatok alapján ezer fővel nőtt a munkanélküliek száma szeptemberhez képest. A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) adatai alapján októberben pedig 246 ezer (-60 ezer fő éves alapon), novemberben 242 ezer (-54 ezer fő éves alapon), regisztrált álláskereső volt Magyarországon.

2021 második negyedévében 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 világjárvány előtt. **A munkaerő-kereslet 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 novemberében az éves összevetésben számított infláció 7,4, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 5,3 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. 2021 szeptemberében a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 9,1 százalékkal, a versenyszféra bérek 8 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszféra bruttó átlagkeresetében lévő statisztikai hatások mértéke az elmúlt hónapokhoz képest jelentősen csökkent.

6. ábra: Az átlagkeresetek dinamikája a versenyszférában



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

#### 1.3.1. Bérezés

**2021 szeptemberében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.** Az ágazatok részletes vizsgálata alapján a teljes munkaidősökre vonatkozó bruttó átlagkeresetben lévő torzítások mértéke jelentősen csökkent az előző hónapokhoz képest és az előző évtől eltérően a bérindex alulbecslését okozzák. A rendszeres átlagkereset szintje az előző hónaphoz viszonyítva enyhén csökkent, a csökkenés mértéke azonban kisebb volt az előző évek szeptemberéhez képest. A prémiumkifizetések mértéke érdemben nem változott a korábbi évek szintjéhez képest.

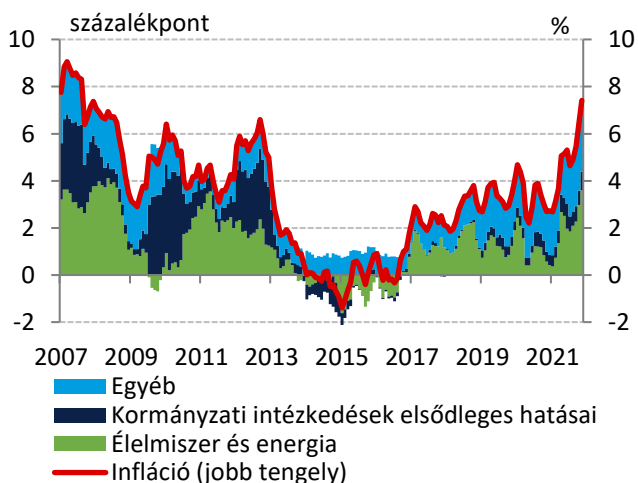
**A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában mind a bruttó átlagkereset, mind a rendszeres átlagkereset éves dinamikája gyorsult az előző hónaphoz képest** (6. ábra). A versenyszférán belül a piaci szolgáltatások bérdinamikája meghaladta a feldolgozóiparét. A feldolgozóiparban a nyers adatok alapján az előző év azonos időszakához képest 7,1 százalékkal voltak magasabbak a bérek szeptemberben. A legnagyobb súlyú járműgyártásban 6 százalékkal emelkedtek a bérek éves alapon. A piaci szolgáltatások körében 8,3 százalékos növekedést regisztrált a KSH. A legtöbb ágazatban 5-10 százalék között alakult az éves bérdinamika. A pénzügyi szektorban 8,2 százalékkal, a vendéglátásban 10,6 százalékkal, míg az építőiparban 9,6 százalékkal nőttek a bruttó bérek az előző év azonos időszakához képest.

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

**2021 novemberében az éves összevetésben számított infláció 7,4 százalék volt, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 5,3 százalékon alakult** (7. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció 0,9, míg a maginfláció 0,6 százalékponttal emelkedett. Az infláció növekedésének hátterében a termékek és szolgáltatások széles körét érintő áremelkedés állt.

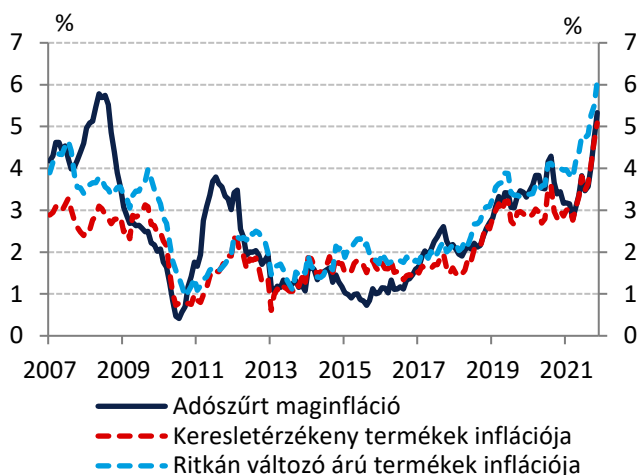
**A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek árindexe és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – emelkedtek az előző**

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



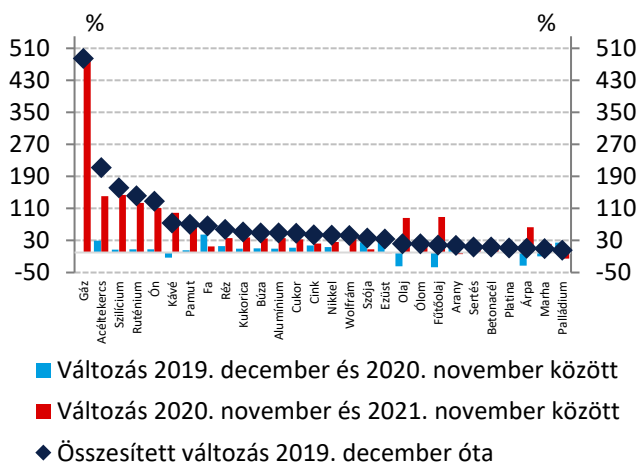
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



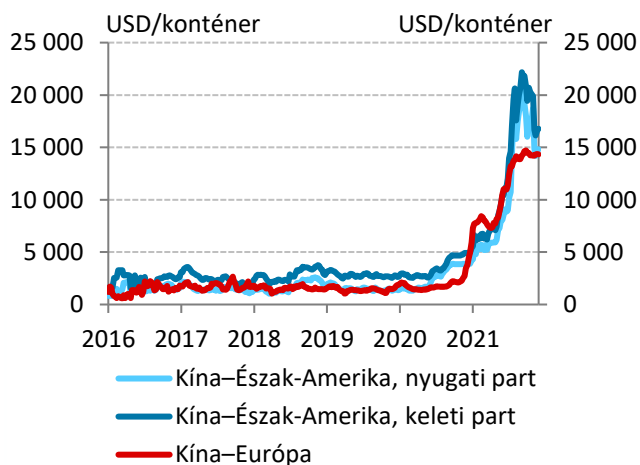
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

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

**hónaphoz képest** (8. ábra). 2021 szeptemberében a mezőgazdasági termelők árak éves összevetésben 23,6 százalékkal növekedtek. Októberben a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 7,0 százalékkal emelkedtek.

### 1.3.3. Inflációs kockázatok

**Az infláció a nyári átmeneti mérséklődést követően ősztől ismét emelkedni kezdett. A mutató novemberben 7,4 százalékon alakult.**

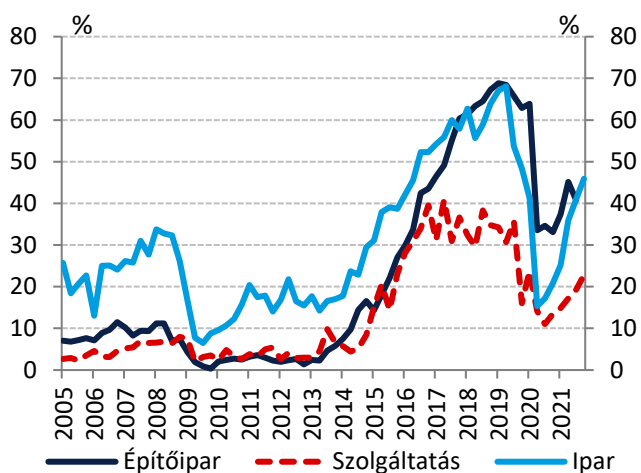
**Az inflációs kockázatok növekedéséhez mind a nemzetközi, mind a hazai folyamatok hozzájárultak.** A válság eltérő jellegéből és az eltérő válságkezelésből adódóan a globális gazdasági aktivitás és a munkaerőpiac helyreállása gyorsabb lehet a 2008/2009-es válságban tapasztaltnál. **A gyors gazdasági helyreállítás mellett a globálisan laza fiskális és monetáris 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 költségyomáshoz vezethet.** A Kínából Európába irányuló szállítmányok költsége egy év alatt közel hétszeresére emelkedett novemberben (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 autóiparban, ami az árakra is kihat.

**A nemzetközi folyamatok mellett több belső tényező is a korábban vártnál érdemben magasabb inflációs pálya irányába mutat a magyar gazdaságban.** 2021 harmadik negyedében a gazdaság újraindítása következtében 6,1 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**

**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

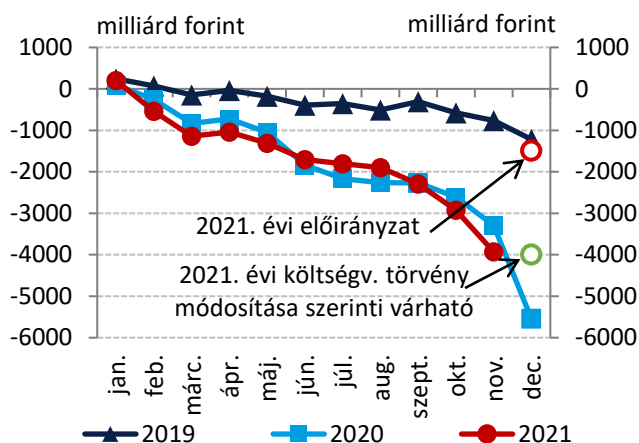
**bérdinamika**, amely a megtakarítások elmúlt évi növekedése, az elhalasztott fogyasztás és a szolgáltatások immár korlátozásoktól mentes elérhetősége révén a fogyasztási kiadások emelkedését vetítheti előre.

**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 novemberében 1009 milliárd forint volt, ami 315 milliárd forinttal magasabb a tavalyi év azonos időszakához képest és nominálisan a hazánkban mért legmagasabb novemberi deficit. A tárgyévi halmozott pénzforgalmi deficit közel 3931 milliárd forintra emelkedett, ami 633 milliárd forinttal meghaladja a 2020 azonos időszakának kumulált hiányát.

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



Forrás: 2021. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszerének hiánya 2021 novemberében 1009 milliárd forint volt, ami 315 milliárd forinttal magasabb a tavalyi év azonos időszakához képest, és nominálisan a legmagasabb novemberi hiány hazánkban. A tárgyévi halmozott pénzforgalmi deficit 3931 milliárd forintra emelkedett, ami 633 milliárd forinttal meghaladja a 2020 azonos időszakára eső kumulált hiányt (12. ábra).

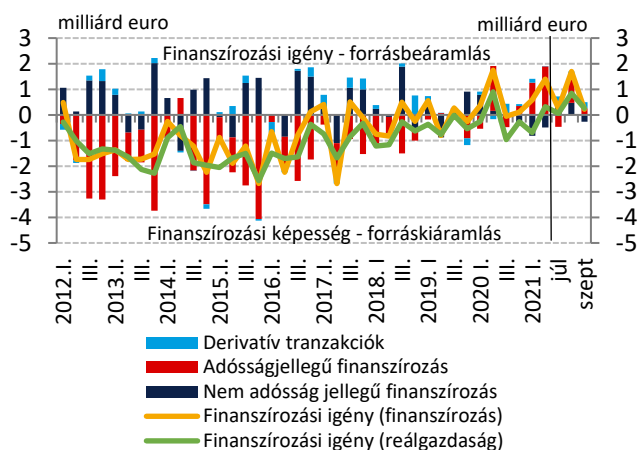
A központi alrendszer adó- és járulékbevételei novemberben 10 százalékkal (mintegy 123 milliárd forinttal) meghaladták az előző év azonos időszaki összegüket, ami elsősorban a fogyasztási adókból, valamint a munkára rakódó közterhekből származó bevételek növekedéséből adódik. Az adóbevételeken belül az áfabevételek 46 milliárd forinttal, míg a munkát terhelő adó- és járulékbevételek 66 milliárd forinttal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest.

A központi alrendszer 2021. novemberi kiadása 30 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi értékét. Az emelkedés főként az európai uniós támogatásokkal kapcsolatos kiadásokhoz, illetve – a nyugdíjprémium és a második kiegészítő nyugdíjmelések kifizetése révén – a nyugdíjhoz és nyugdíjszerű kiadásokhoz köthető. Az arányokat tekintve továbbá jelentős növekményt mutatnak a lakásépítési támogatásokra és a gyógyító-megelőző ellátásokra fordított kiadások is.

## 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Szeptemberben a folyó fizetési mérleg hiánya közel 400 millió eurót tett ki. A nettó FDI-kiáramlás mellett tovább emelkedtek a gazdaság adósságjellegű forrásai.

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



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

Szeptemberben a folyó fizetési mérleg hiánya közel 400 millió eurót tett ki. A továbbra is jelentős, de az előző havitól elmaradó hiány elsősorban a külkereskedelmi egyenleg alakulásához köthető. Az áruegyenleg ugyanis javult szeptemberben, azonban a továbbra is visszafogott járműexport és a magas energia-import mellett jelentősen elmarad az egy évvel korábbi szinttől. A szolgáltatásegyenleg javulása ugyanakkor megtorpant szeptemberben, ami főként a járvány negyedik hulláma miatt mérséklődő turizmushoz köthető. A jövedelemegyenleg hiánya, illetve a transzferegyenleg nagyjából az előző havi szint körül alakult.

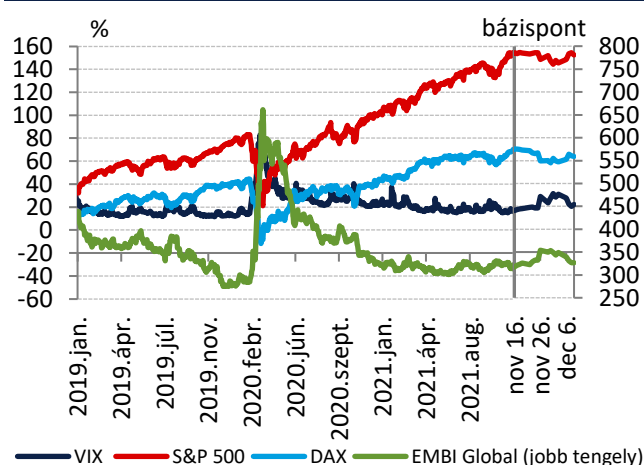
A nettó FDI-kiáramlás mellett tovább emelkedtek a gazdaság adósságjellegű forrásai (13. ábra). A pénzügyi mérleg adatai alapján a nettó közvetlentőke befektetések mintegy 300 millió euróval csökkentek, míg a nettó külső adósság közel 300 millió eurós emelkedése döntően a konszolidált államháztartás nettó külső adósságának növekedéséhez köthető.

## 2. Pénzügyi piacok

### 2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta romlott a globális befektetői hangulat. A részvénypiaci volatilitást mérő VIX index 21,6 százalékra emelkedett, illetve az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár 327 bázispontra nőtt. Az időszak során a vezető tőzszeindexek estek. A dollár a fejlett devizákkal szemben vegyesen alakult, az euróval szemben 0,3 százalékkal értékelődött fel. Az olajárak az időszak során csökkentek: az időszak elején a koronavírus újabb terjedése miatt jelentősen estek az olajárak, majd az időszak végén kissé javult a hangulat az olajpiacon.

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



Forrás: Bloomberg

**Az előző kamatdöntés óta romlott a befektetői hangulat.** Az időszak során elsősorban a koronavírus delta variánsának terjedése és az újabb, omikron variáns megjelenése állt a piac fókuszában. Emellett a vártnál magasabb inflációs adatok, a fejlett jegybankok döntéshozóinak nyilatkozatai, illetve a nyersanyag- és energiaárak alakulása befolyásolta a piaci hangulatot.

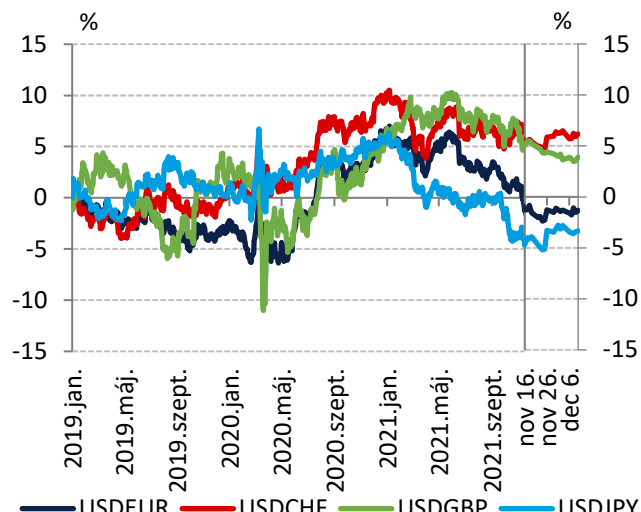
**A kockázati indikátorok közül a részvénypiaci volatilitást mérő VIX index az előző kamatdöntéskori szintjéhez képest 5 százalékponttal 21,6 százalékra nőtt,** míg a német DAX tőzszeindexet jellemző index nagyobb mértékben, 8 százalékponttal emelkedett (14. ábra). Az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár 9 bázispontra emelkedett, míg a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index 2 bázispontra csökkenés után 80 bázispontra közelében áll.

**Az elmúlt egy hónap során a vezető amerikai és európai tőzszeindexek jellemzően csökkentek.** Az amerikai vezető indexek közül az S&P, a Dow Jones és a Nasdaq rendre 0,7, 1,1 és 2,9 százalékkal csökkent. Az európai vezető tőzszeindexek közül a német DAX index 3,7 százalékkal esett, a japán tőzszeindex 3,6 százalékkal, míg a kínai tőzszeindex 5,7 százalékkal csökkent. Összességében a fejlett tőzszeindexeket reprezentáló MSCI kompozit index 1,1 százalékkal, míg a feltörekvő piaci index 3,8 százalékkal csökkent.

**A dollár kissé erősödött az euróval szemben (0,3 százalékkal),** míg a fonttal szemben 1,6 százalékkal értékelődött fel (15. ábra). A japán jennel és a svájci frankkal szemben azonban rendre 1,2 és 0,7 százalékkal gyengült az amerikai fizetőeszköz. Az euro-dollár árfolyam az időszak végén az 1,13-as szint közelében volt. A feltörekvő devizák jellemzően gyengültek a dollárral szemben, köztük többségében a régiós devizák is: a forint és a lej 0,3, a cseh korona 1 százalékkal értékelődött le, ugyanakkor a zloty 0,9 százalékkal erősödött. Az arany és az ezüst árfolyama az előző kamatdöntés óta rendre közel 4,3 és 11,5 százalékkal esett, az arany unciánként 1771 dollár környékre csökkent. A Bitcoin közel 21 százalékkal 48 000 dollár alá zuhant, ami más kriptoeszközök árfolyamában is számottevő esést okozott. Piaci



15. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



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

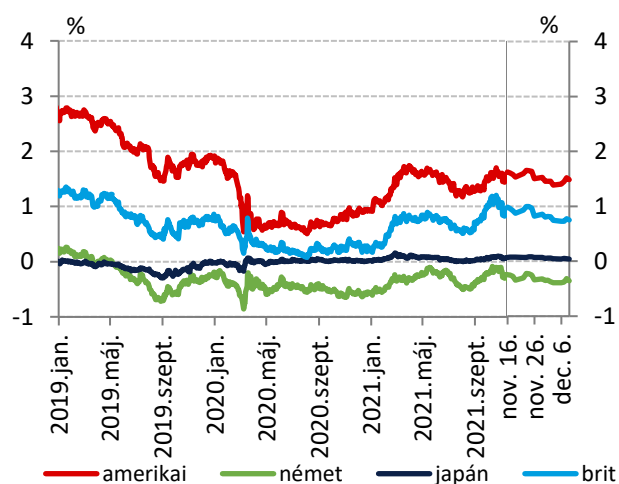
Forrás: Reuters

kommentárok alapján a kriptodevizák árfolyamának esése a várt fejlett piaci monetáris szigorító lépésekhez köthető, ami jelentősen szűkíteni fogja a piacon lévő likviditást.

**A fejlett kötvényhozamok a legutóbbi kamatdöntés óta összességében mérséklődtek (16. ábra).** A japán tízéves hozam 3, a német 11, az amerikai 14, a brit pedig 24 bázisponttal csökkent, így a japán 0,04, a német -0,36, az amerikai 1,5, a brit hozam pedig 0,75 százalékos szinten zárta az időszakot. A mediterrán országok hozamai eltérően alakultak: a spanyol 9 bázisponttal csökkent, míg az olasz 3, illetve a görög hozam 15 bázisponttal került feljebb. A régiós országok hozamai többségében tovább emelkedtek: a magyar hosszú hozam 35, a román 32, a lengyel 20 bázisponttal emelkedett, míg a cseh hozam 25 bázisponttal mérséklődött.

**Az olajárak az elmúlt időszakban jelentősen csökkentek.** Az időszak elején az olajárak csökkenését az amerikai stratégiai tartalékok feloldásával kapcsolatos várakozások okozták, majd enyhítette a feszültségeket, hogy az OPEC+ az USA lépése ellenére folytatta kitermelésének bővítését, végül azonban a koronavírus omikron variánsának megjelenése éles esést hozott az olajárakban. Az időszak végén a globális hangulat javulásának következtében ismét emelkedtek az olajárak, ugyanakkor **a novemberi kamatdöntés óta a Brent ára 9,7 százalékkal hordónként 74,4 dollárra, míg az amerikai benchmark WTI olajár 12,2 százalékkal 70,9 dollárra mérséklődött.**

16. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása

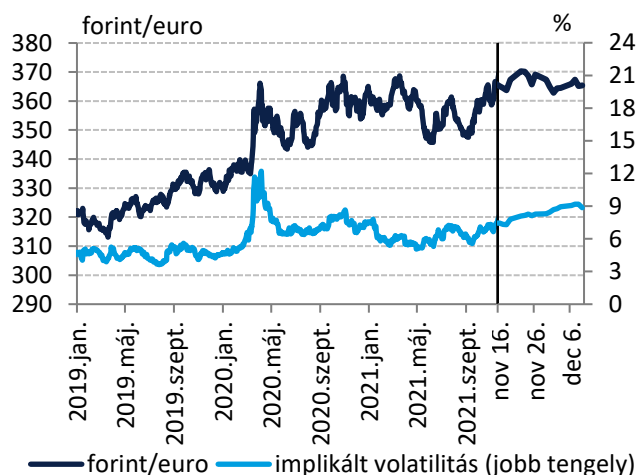


Forrás: Bloomberg

## 2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

A novemberi kamatdöntés óta a forint árfolyama nagy volatilitás mellett összességében nem változott az euróval szemben. Az állampapírpiazi hozamgörbe jelentősen feljebb tolódott. A 3 hónapos BUBOR 139 bázisponttal 3,65 százalékra emelkedett. Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat változó kereslet jellemezte, ugyanakkor az aukciós átlaghozamok összességében emelkedtek.

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



Forrás: Bloomberg

A novemberi kamatdöntés óta a forint árfolyama összességében nem változott az euróval szemben (17. ábra). Az időszakon belül ugyanakkor az árfolyam mozgása a szokottnál erőteljesebb volt. Több nemzetközi és hazai tényező is a gyengülés irányába mutatott az időszak során, ugyanakkor az egyhetes betéti kamat emeléseinek publikálása környékén jellemzően erősödés volt megfigyelhető. A forint az idő nagyrésztben együtt mozgott a régióval. Az időszak végi korrekcióval együtt a forint az euróval szemben lényegében nem változott, míg a lengyel zlotynál (0,7 százalék) gyengülés a cseh koronánál pedig erősödés volt tapasztalható. (0,8 százalék). A forint implikált volatilitása az előző havinál magasabban alakult.

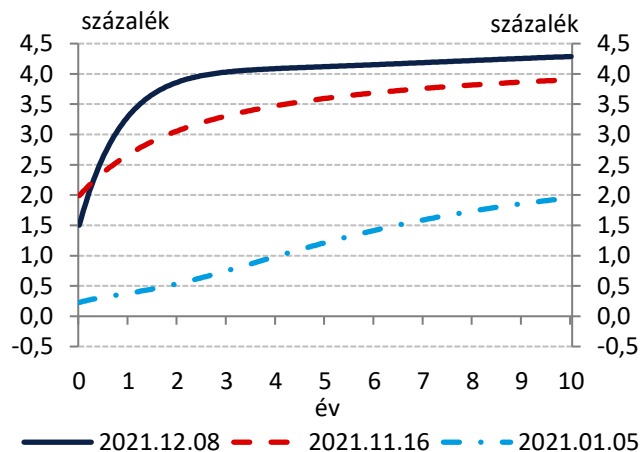
A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR az előző kamatdöntés óta 139 bázisponttal 3,65 százalékra emelkedett.

**Az állampapírpiazi hozamgörbe feljebb tolódott** (18. ábra). A hozamgörbe 1 év körüli szakaszán 70 bázispont körüli emelkedés, míg a középső szakaszán 75-80 bázispontos, a 10 év körüli szakaszon pedig 40-45 bázispontos emelkedés volt megfigyelhető.

**Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat változó kereslet jellemezte.** Az ÁKK a 3 és 12 hónapos DKJ aukciókon háromszor a felajánlott mértéknél enyhén alacsonyabb mennyiségben fogadott el ajánlatokat, ugyanakkor a közepes szegmensben többször is a felajánlottnál nagyobb mennyiségben fogadott el ajánlatokat. A leghosszabb papírok esetében jellemzően a felajánlott mennyiséget fogadta el. A 3 hónapos aukciókon kialakult átlaghozam a legutóbbi kamatdöntés óta 2,22 százalékról 2,56 százalékra emelkedett, míg a 12 hónapos DKJ-aukciónál 2,75 százalékról 3,01 százalékra nőtt. A legutóbbi aukción a 10 éves papír átlaghozama 4,6 százalék volt, míg a 20 éves papír esetében 4,62 százalékos, az öt éves esetében pedig 4,28 százalékos átlaghozam alakult ki. A hazai 5 éves CDS-felár nem változott és jelenleg 53 bázisponton áll.

**A külföldiek forint állampapír-állománya nőtt.** A nem rezidensek kezében lévő állomány 107 milliárd forinttal, 4610 milliárd forintra emelkedett. A külföldiek által tartott forint állampapírok piaci aránya nem változott, továbbra is 20 százalék körül van.

18. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

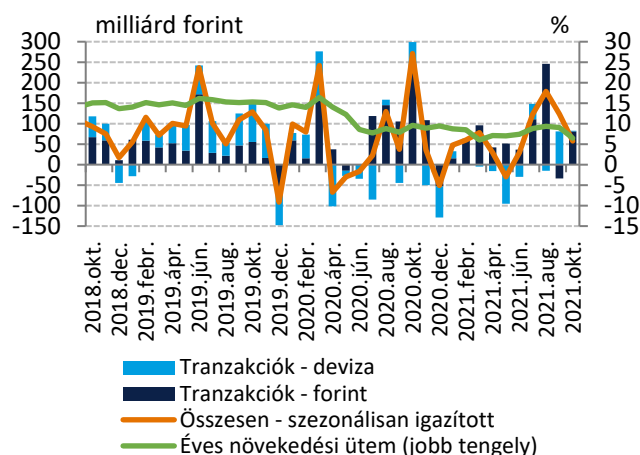


Forrás: MNB, Reuters

### 3. Hitelezési feltételek

2021 októberében a vállalati hitelállomány 82 milliárd forinttal növekedett a forinthitelek 81 milliárd forintos és a devizahitelek 1 milliárd forintos emelkedésének következtében. Októberben a lakossági hitelállomány 81 milliárd forinttal bővült, ezzel az éves növekedési ütem 16 százalékot ért el.

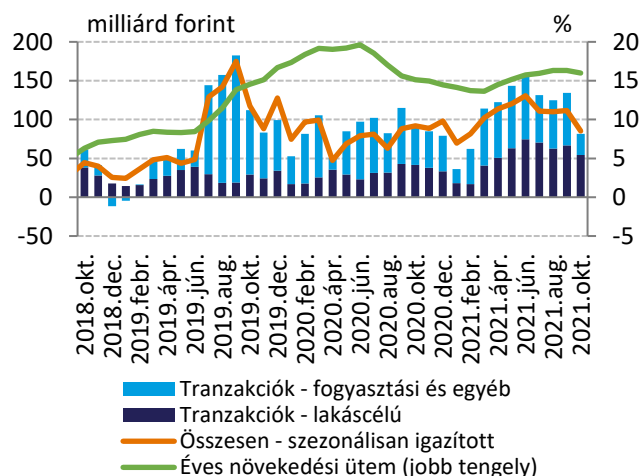
19. ábra: Nem pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

2021 októberében a vállalati hitelállomány 82 milliárd forinttal növekedett a forinthitelek 81 milliárd forintos és a devizahitelek 1 milliárd forintos emelkedésének következtében (19. ábra). Az éves növekedési ütem 6,4 százalékra csökkent az előző havi 9 százalékról, amit a tavaly októberi kiemelkedő, 300 milliárd forintos tranzakciós adat számításból való kikerülése magyaráz. A hitelintézetek mérlegében lévő kötvénytranzakciókat is figyelembe véve a hónap során 12 százalékos éves növekedési ütem adódik, amely mutatja az NKP növekvő jelentőségét a vállalati forrásbevonásban. A hitelintézetek szeptemberben 244 milliárd forint összegben bocsátottak ki új hiteleket, amely a tavalyi év azonos – koronavírussal és támogatott hitelprogramokkal már érintett – időszakától 46 százalékkal, a két évvel korábbi értéktől pedig 19 százalékkal marad el. A havi kibocsátáson belül – a járvány előtti időszak tendenciájához visszatérve – jelentős, 87 százalékos részarányt képviseltek a piaci alapú hitelkihelyezések az új volumenen belül.

20. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele

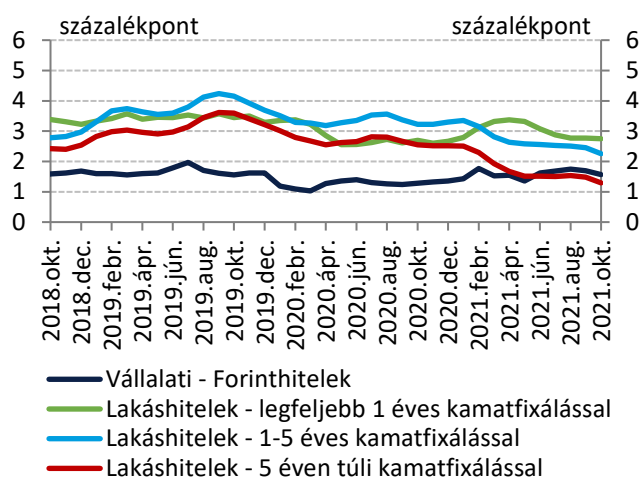


Forrás: MNB

Októberben a lakossági hitelállomány 81 milliárd forinttal bővült, ezzel az éves növekedési ütem 16 százalékot ért el (20. ábra). A moratórium továbbra is támogatta a hiteldinamikát, azonban hatása a novembertől kezdődő, szűkebb körre vonatkozó hosszabbítás következtében az elkövetkező hónapokban fokozatosan mérséklődni fog. A lakossági új hitelkihelyezés 221 milliárd forintot tett ki a hónap során, ami a pandémiával nem érintett, két évvel korábbi időszak kibocsátásától továbbra is elmarad, elsősorban a babaváró hitelek 2019. júliusi indulását követő erőteljes felfutása okozta magas bázis miatt. A 108 milliárd forint volumenű októberi lakáshitelkihelyezésben a 2021-től elérhető új otthonteremtési intézkedések mellett a lakásár emelkedés miatt növekvő szerződéses összegek is szerepet játszanak.

A vállalati forinthitelek simított kamatfelára 2021 októberében 1,56 százalékpont volt, ami 0,14 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest (21. ábra). A változó kamatozású lakáscélú hitelek THM alapú simított átlagos kamatfelára is csökkent a hónap során, és 2,74 százalékpontot tett ki. Az egy éven túl, legfeljebb 5 évre fixált termékek felárai és az 5 éven túl kamatfixált termékek felárai is enyhén csökkentek a hónap során. Az egy éven túl, legfeljebb 5 évre kamatfixált lakáshitelek átlagos felára 0,19 százalékpontos csökkenést követően 2,26 százalékpontot ért

21. ábra: A vállalati és háztartási hitelfelárak alakulása



Megjegyzés: A vállalati forintbitelek 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

el októberben, az 5 éven túli kamatfixált termékek felára pedig 0,19 százalékpontos csökkenést követően 1,29 százalékpontot tett ki a vizsgált időszak végén.