



# MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2021. SZEPTEMBER 21-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

**2021**  
SZEPTEMBER

Közzététel időpontja: 2021. október 6. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2021. szeptember 15-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.....	20

# 1. Makrogazdaság

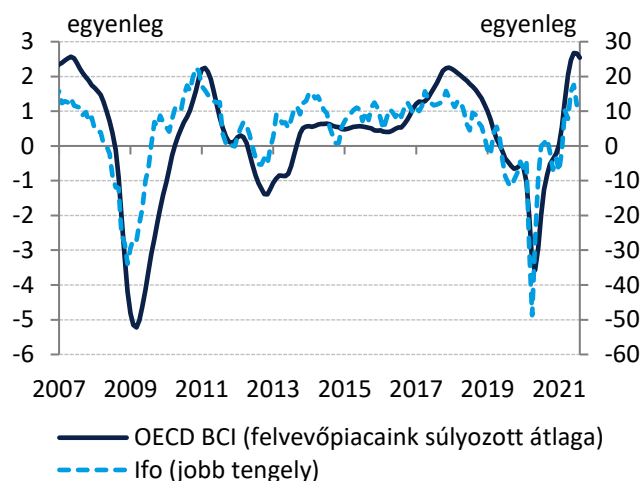
## 1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Kína gazdasági teljesítménye 7,9, az Egyesült Államoké 12,2 százalékkal nőtt, míg az eurozóna gazdasága 13,6 százalékkal bővült 2021 második negyedévében az előző év azonos időszakához viszonyítva. A nemzetközi feldolgozóipari és szolgáltató szektort érintő bizalmi indikátorok enyhén romlottak augusztusban. Az esetszámok elmúlt hetekben megfigyelt felfutása a koronavírus-járvány negyedik hullámának megjelenését vonhatja maga után, ami megakaszthatja a gazdasági kilábalás folyamatát. Azon országokban, ahol magasabb az átoltottság mértéke, ott várhatóan mérsékeltebb lesz az esetleges járványügyi korlátozások negatív hatása. 2021 második negyedévében a külső inflációs környezet továbbra is magasan alakult. Az eurozóna inflációja augusztusban 3,0 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 a globális félvezetőhiány ellenére is bővült. A szolgáltatás szektor kilátásai az átoltottság emelkedésével párhuzamosan javultak, azonban így is lassabb helyreállítás várható. A napi kereskedelmi célú repülőjáratok száma a tavalyi második félévi átlagos 65-70 ezerről februárra enyhén csökkent, majd márciustól emelkedésnek indult és jelenleg a turisztikai szezon beindulásával 90-95 ezer körül alakul, azonban továbbra is jelentősen elmarad a 2019-es adatoktól.

**2021 második negyedévében folytatódott a gazdasági kilábalás.** Kína gazdasági teljesítménye 2021 második negyedévében 7,9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva (míg az előző negyedévhez képest 1,3 százalékos emelkedést regisztráltak a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok szerint). **Az Egyesült Államok gazdasága a második negyedévben 12,2 százalékkal haladta meg a 2020-as alacsony bázist, elmaradva az elemzői várakozásoktól.** A világ két legnagyobb gazdaságában (Kínában és az Egyesült Államokban) egyelőre élénkebb a gazdasági helyreállítás, mint az eurozónában. Az Egyesült Királyság és az Európai Unió teljesítménye a 2019. negyedik negyedévi alatt alakult 2021 második negyedévében. Azok az országok, ahol a turizmus súlya a nemzeti összterméken belül nagyobb, jellemzően lassabb kilábalást mutatnak. Az országok többségének gazdasági teljesítménye továbbra is a válság előtti szint alatt tartózkodik, az Európai Unión belül a legnagyobb elmaradás Spanyolország, Málta és Csehország esetében azonosítható. A GDP Írország, Észtország, Luxemburg, Litvánia és Románia esetében már az első negyedév után elérte a válság előtti szintjét, a második negyedév során pedig Lengyelországban, Dániában, Magyarországon, Finnországban és Lettországon is.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

**A havi termelési indikátorok a tavalyi alacsony bázis miatt júniusban is élénk növekedést mutattak.** Az eurozóna ipari termelése 9,7 százalékkal, az Egyesült Államoké 9,8 százalékkal, az Egyesült Királyságé 8,3 százalékkal, míg Kínáé 8,3 százalékkal emelkedett az előző év júniusához képest. A kiskereskedelmi értékesítések Kínában 12,1 százalékkal, az USA-ban 18,0 százalékkal, az Egyesült Királyságban 9,7 százalékkal, míg az eurozónában 5 százalékkal nőttek éves bázison júniusban. Az előző hónaphoz mért indexek jellemzően növekedtek.

**A havi termelési indikátorok júliusban további növekedést mutattak.** Az eurozóna ipari termelése 7,7 százalékkal, az Egyesült Államoké 6,6 százalékkal, az Egyesült Királyságé 3,8 százalékkal, míg Kínáé 6,4 százalékkal emelkedett az előző év júliusához képest. A kiskereskedelmi értékesítések Kínában 8,5 százalékkal, az USA-ban 15,8 százalékkal, az Egyesült Királyságban 2,4 százalékkal, míg az eurozónában 3,1 százalékkal nőttek éves bázison júliusban.

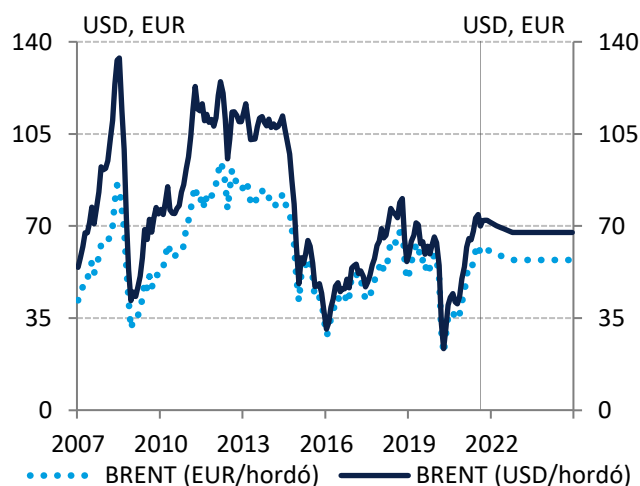
**Az előretekintő feldolgozóipari és szolgáltatászektor érintő bizalmi indikátorok enyhén romlottak augusztusban.** A kínai Beszerzési Menedzser Index augusztusban a küszöbérték (50 pont) közeli szintre mérséklődött. Az Egyesült Államok konjunktúrahangulata növekedett, az eurózáonáé viszont tovább csökkent a hónapban. A német üzleti hangulat (Ifo Business Climate Index) is romlott augusztusban, de ennek ellenére is historikusan magas szinten áll (1. ábra).

**A nemzetközi munkaerőpiaci folyamatok tovább javultak.** Az Egyesült Államokban a szeptember 4-ével záruló héten a benyújtott új munkanélküliség-kérelmek száma 310 ezer volt, ami csökkenés az előző héthez képest, de továbbra is érdemben a 2019-es átlag (200 ezer) felett alakult. A munkanélküliségi ráta augusztusban 5,2 százalékra csökkent. Az eurozóna munkanélküliségi rátája az előző hónaphoz képest 0,3 százalékponttal, 7,7 százalékra csökkent júniusban.

**Az eurozóna inflációja éves összehasonlításban augusztusban 3,0 százalékra, míg a maginfláció 1,6 százalékra emelkedett.** Az adatok meghaladják az elemzői várakozásokat. A HICP esetében 2,7 százalék, míg a maginfláció esetében 1,5 százalék volt a piaci konszenzus.

**A várakozásokat 0,1 százalékkal meghaladva 5,4 százalékon alakult a júliusi CPI infláció az Egyesült Államokban. Ezt követően augusztusban enyhén, 5,3 százalékra mérséklődött a fogyasztóiár-index.** Lengyelországban az augusztusi fogyasztóiár-index továbbra is a jegybanki cél felett, 5,5 százalékon tartózkodott. Csehországban az augusztusi infláció

2. ábra: A Brent olaj világgpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

4,1 százalékon alakult, ami számottevően meghaladta a cseh jegybank 2 százalékos inflációs célját.

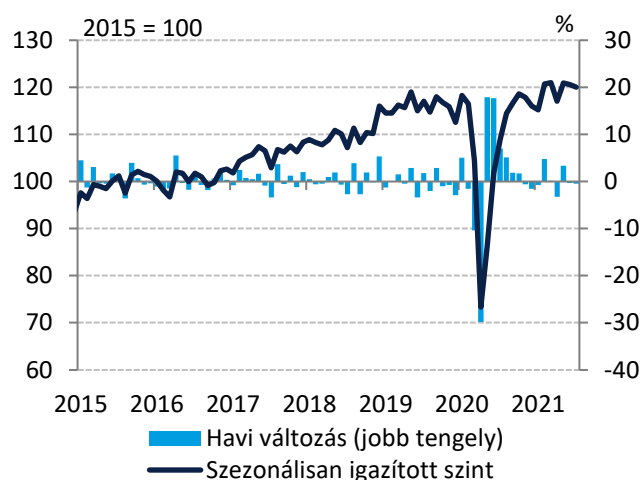
**Az esetszámok elmúlt hetekben megfigyelt felfutása a koronavírus-járvány negyedik hullámának megjelenését vonhatja maga után,** ami megakaszthatja a gazdasági kilábalás folyamatát. Azon országokban, ahol magasabb az átoltottság mértéke, ott várhatóan mérsékeltebb lesz az esetleges járványügyi korlátozások negatív hatása.

**2021 augusztusában a Brent nyersolaj hordónkénti átlagos világgpiaci ára 70 dollár volt, miközben az azonnali árfolyam szeptember eleje óta a 72 dollár/hordó szint körül tartózkodik (2. ábra).** Augusztus első három hetében a Brent nyersolajár csökkenése volt megfigyelhető. Ennek hátterében főként az újból felerősödő járvány állt, ami jelentős mértékben veszélyeztette az amerikai és kínai olajkeresletet. Ugyanakkor Kína előrelépést ért el a gyorsan terjedő delta variáns megfékezésében, a helyi eseteket nullára csökkentette és a pénzügyi piacokon is pozitívabb hangulat uralkodott, így az olajárak emelkedésnek indultak augusztus 20-át követően. Az árak azóta tovább emelkedtek, és 72 dollár/hordó szint körül alakulnak. Az ipari nyersanyagok ára jelentős mértékben csökkent, míg a nyers élelmiszerek világgpiaci ára lényegében nem változott augusztusban.

## 1.2. Hazai reál gazdasági folyamatok

2021 második negyedében a hazai GDP 17,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest, az előző negyedévhez képest pedig 2,7 százalékkal bővült a gazdaság teljesítménye. Ezzel a hazai GDP elérte a válság előtti szintjét. Hazánk éves és negyedéves összevetésben is az európai rangsor élmezőnyében foglal helyet a GDP 2021. második negyedéves adatai alapján. A valós idejű adatok a GDP növekedési ütemének lassulását jelzik a nyári hónapokban, amit a tavalyi évi, a korlátozások részleges feloldása miatti magasabb bázisok magyaráznak. Júliusban az ipari termelés a válság előtti szintje felett alakult. Az építőipari termelés enyhén meghaladta a koronavírus előtti szintjét, de továbbra is elmaradt az elmúlt évek növekedési trendjétől. A kiskereskedelmi üzletek forgalma továbbra is alacsonyabb a koronavírus kitörése előtti szintjénél. A munkaerőpiac ellenállónak bizonyult a koronavírus-járvánnyal szemben. 2021 júliusában a munkanélküliségi ráta 3,9 százalék volt, míg a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest 94 ezer fővel emelkedett és historikus csúcson alakult.

3. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

### 1.2.1. Gazdasági növekedés

**A magyar gazdaság a gyors újraindítás következtében tovább bővült.** 2021 második negyedében a hazai GDP 17,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest, az előző negyedévhez viszonyítva pedig 2,7 százalékkal emelkedett a gazdaság teljesítménye.

**A hazai gazdasági teljesítmény éves alapú növekedése nagyobb volt az eurozóna (+13,6 százalék) és az Európai Unió (+13,2 százalék) átlagánál.** Hazánk éves és negyedéves összevetésben is az európai rangsor élmezőnyében foglal helyet a GDP 2021. második negyedéves adatai alapján.

**2021 júliusában az ipari termelés 8,0 százalékkal (naptárhatástól megtisztítva 10,3 százalékkal) emelkedett az előző év azonos időszakához képest.** A szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján havi bázison 0,5 százalékkal mérséklődött a termelés volumene (3. ábra). Júliusban az ipari termelés a válság előtti szintje felett, ám a járvány előtti trendje alatt alakult. Az ipari termelés éves emelkedéséhez a feldolgozóipar alágainak többsége hozzájárult, azonban a járműipar teljesítménye csökkent. A nyers adatok alapján a hazai termelésben legnagyobb súlyt kitevő jármű-gyártás kibocsátása 6,7 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. A villamos berendezések gyártása növekedett a legnagyobb mértékben (57,9 százalékkal), elsősorban a villamosmotor-és akkumulátor-gyártás feljutásának következtében.

**2021 júliusában az építőipari termelés volumene 22,5 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest a nyers adatok szerint. Az építőipari termelés szintje enyhén meghaladta a koronavírus kitörése előtti szintet, de az elmúlt évek növekedési trendje alatt alakult.** 2021 júniusához viszonyítva 0,4 százalékkal csökkent a kibocsátás szintje a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. Az épületek építése 21,1 százalékkal, míg az egyéb építmények építése 25,4 százalékkal volt magasabb a 2020. júliusi alacsony bázisnál. A megkötött új szerződések volumene 47,3 százalékkal emelkedett, míg az építőipari

vállalkozások július végi szerződésállományának volumene 19,1 százalékkal meghaladta a 2020. július végét.

**A rendelkezésre álló valós idejű adatok alapján a GDP növekedési dinamikája a bázisok kifutásával mérséklődött a nyári.** Az online pénztárgép adatok alapján a forgalom júliusban 6 százalékkal, augusztusban 11 százalékkal bővült nominálisan az előző év azonos időszakához viszonyítva. A légi személyforgalom a tavalyi alacsony bázisnak köszönhetően júliusban és augusztusban is kétszámjegyű bővülést mutatott, ám a két évvel korábbi szintjétől 55 százalékkal elmaradt augusztus végén. A vendéglátás nominális forgalma már a 2019. év azonos időszaki szintjét is meghaladja június közepe óta. A mozik látogatottsága az újranyitást követően fokozatosan áll helyre, júliusban átlagosan még 20 százalék körüli volt a visszaesés nagysága a két évvel korábbi szinthez képest, míg augusztusra 15 százalékra csökkent. A közúti személy- és teherforgalom március közepétől kezdve egyaránt erőteljes javulásnak indult, és augusztusban már meghaladták a két évvel korábbi szintjüket. A villamosenergia-terhelési adatok augusztusban a tavalyi szint közelében tartózkodtak.

**A lakossági hitelfelvétel kedvezően alakult, augusztusban az egy évvel korábbi szintjét 47 százalékkal, a két évvel korábbi szintjét pedig 5 százalékkal haladta meg.** A lakáspiaci tranzakciók száma júliusban átlagosan 4 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. **A munkaerőpiac alkalmazkodása visszafogott volt hazánkban.** 2021 júliusában a munkanélküliségi ráta 3,9 százalékon alakult, míg a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest 94 ezer fővel emelkedett. 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 júliusban az előző év azonos hónapjához képest **az árukivitel euróban számított értéke 10,0, míg az importé 14,7 százalékkal növekedett.** 2021 júliusában a külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 193 millió euro hiányt mutatott.

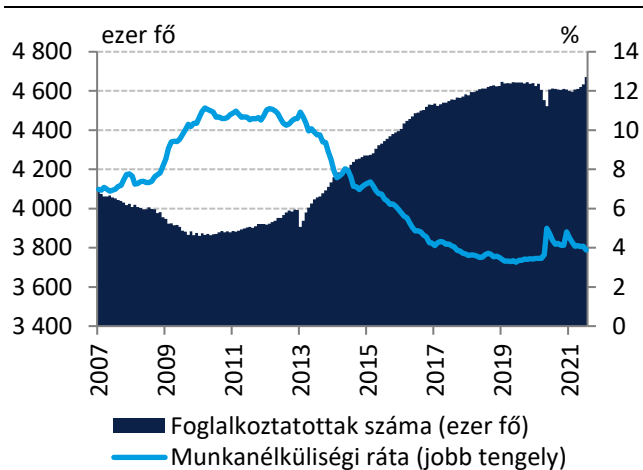
**2021. júliusban a kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumene nyers adatok szerint 2,5 százalékkal, naptárhatástól megtisztított adatok szerint 3,0 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest.** A kiskereskedelmi üzletek forgalma továbbra is elmaradt a koronavírus kitörése előtti szinttől és az elmúlt évek növekedési trendje alatt alakult. Az előző hónaphoz mérten az értékesítések volumene enyhén csökkent (-0,3 százalék). Az értékesítések volumene az üzlettípusok többségében



emelkedett júliusban. Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes üzletekben 3,7, a nem élelmiszer-kiskereskedelemben 2,6, az üzemanyag-kiskereskedelemben 1,9 százalékkal nőtt az értékesítés naptárhatástól megtisztított volumene az előző év azonos időszakához viszonyítva.

**A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák száma 2021 júliusában a járvány előtti szint kevesebb mint fele volt, azonban a tavalyi év azonos hónapjához mérten közel 10 százalékos a növekedés.** A belföldi vendégéjszakák száma a tavaly júliusi 2118 ezer éjszakáról 2290 ezer éjszakára emelkedett, viszont a 2019 júliusi szinttől 11 százalékkal marad el. A belföldi vendégéjszakák 59 százalékát szállodákban töltötték el, ahol a vendégéjszakák az előző év azonos időszakához képest közel 8 százalékkal növekedtek. A külföldi vendégek 571 ezer vendégéjszakát töltöttek el hazánkban, míg egy évvel korábban mindössze 492 ezret a KSH közlése szerint. A külföldi vendégéjszakák száma 70 százalékkal csökkent 2019 júliusához viszonyítva. A külföldi vendégek 64 százaléka szállodában szállt meg, az ott eltöltött éjszakák száma 32 százalékkal bővült 2020 júliusához képest.

4. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Megjegyzés: Az ábrán szezonálisan igazított, mozgóátlagok szerepelnek.

Forrás: KSH

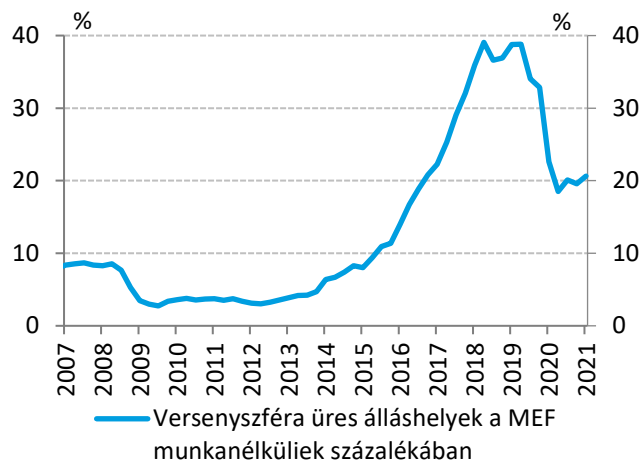
#### 1.2.2. Foglalkoztatás

**A Munkaerő-felmérés (MEF) adatai alapján 2021 júniusában a nemzetgazdasági foglalkoztatottak létszáma 4 millió 692 ezer fő volt, ami 98 ezer fővel több az előző év azonos időszakához képest (4. ábra).** 2021 júniusa óta az elsődleges munkaerőpiacon dolgozók száma 103 ezer fővel, a közfoglalkoztatottak száma 4 ezer fővel nőtt, míg a külföldi telephelyen dolgozók száma 10 ezer fővel mérséklődött.

**A munkanélküliek száma 189 ezer fő volt júliusban, ami 29 ezer fővel alacsonyabb az előző év azonos időszakához képest,** így összességében a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,9 százalékon alakult. Júliusban 6 ezer fővel csökkent a munkanélküliek száma júniushoz képest. A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) adatai alapján júliusban 262 ezer (-104 ezer fő éves alapon), augusztusban pedig 256 ezer (-89 ezer fő éves alapon) regisztrált álláskereső volt Magyarországon.

**A munkaerő-kereslet mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások esetében nagymértékben nőtt éves alapon.** 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 feldolgozóiparban 4,2 ezerrel több üres álláshely volt, mint egy évvel korábban. A piaci szolgáltató szektorban az ingatlanügyletek, szakmai és adminisztratív tevékenységek

5. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

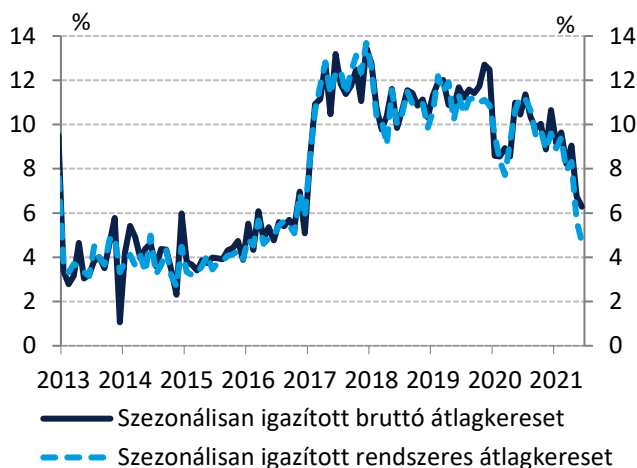
Forrás: NFSZ, KSH

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 augusztusában az éves összevetésben számított infláció 4,9, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 3,6 százalékon alakult. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek árindexe és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – enyhén emelkedtek az előző hónaphoz képest. 2021 júniusában a bruttó átlagkeresetek 3,5 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A nemzetgazdasági átlagkereset visszafogottabb éves növekedési üteme bázishatással indokolható.

6. ábra: Az átlagkeresetek dinamikája a versenyszférában



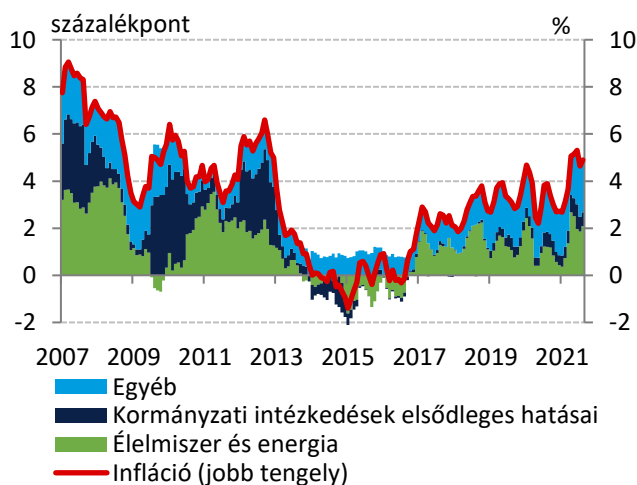
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

#### 1.3.1. Bérezés

**2021 júniusban a versenyszféra bruttó átlagkeresete 6,4 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.** Az ágazatok részletes vizsgálata alapján a teljes munkaidősökre vonatkozó bruttó átlagkeresetben lévő torzítás mértéke nőtt és iránya megfordult az első negyedévhez képest. A rendszeres átlagkereset kismértékben nőtt májushoz viszonyítva, míg a prémiumkifizetések mértéke meghaladta az előző évek szintjét.

**A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában mind a bruttó átlagkereset, mind a rendszeres átlagkereset éves dinamikája lassult az előző hónaphoz képest (6. ábra).** A versenyszférán belül a feldolgozóipar bérdinamikája meghaladta a piaci szolgáltatásokat. A feldolgozóiparban az előző év azonos időszakához képest 8,7 százalékkal voltak magasabbak a bérek júniusban. A legnagyobb súlyú járműgyártásban 11,9 százalékkal emelkedtek a bérek éves alapon. A piaci szolgáltatások körében 3,7 százalékos növekedést regisztrált a KSH. Az építőiparban 11,8 százalékkal, a kereskedelemben 6,6 százalékkal emelkedtek, míg a vendéglátásban 1,9 százalékkal csökkentek a bérek az előző év azonos időszakához képest.

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



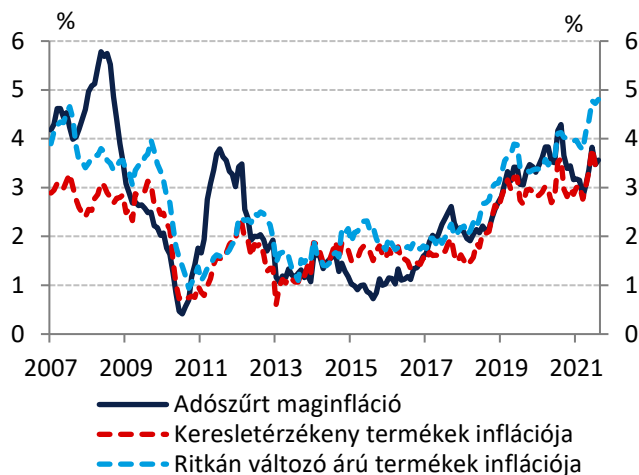
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

**2021 augusztusában az éves összevetésben számított infláció 4,9 százalék volt, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,6 százalékon alakult (7. ábra).** Az előző hónaphoz képest az infláció 0,3, míg a maginfláció 0,1 százalékponttal emelkedett. Az infláció növekedésének háttérében az üzemanyagok, az iparcikkek és a feldolgozatlan élelmiszerek inflációjának emelkedése állt.

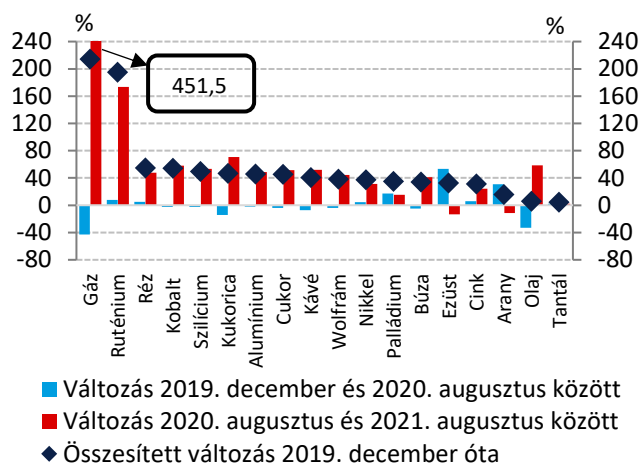
**A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek árindexe és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – enyhén emelkedtek az előző hónaphoz**

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



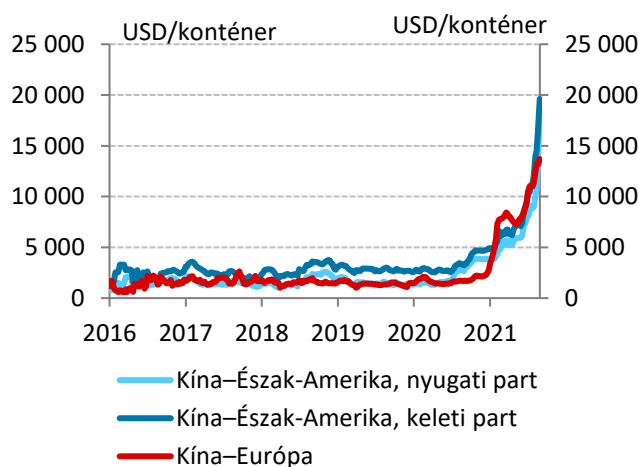
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

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

képest (8. ábra). 2021 júliusában a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 21,3 százalékkal, míg a fogyasztási cikket gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 5,1 százalékkal emelkedtek.

### 1.3.3. Inflációs kockázatok

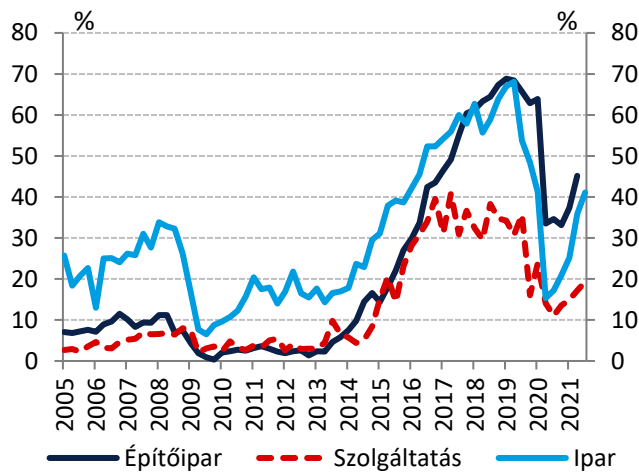
Az infláció mérséklődése a korábban vártnál lassabban megy végbe. A mutató júniusban 5,3 százalékon tetőzött, majd augusztusban 4,9 százalékon alakult.

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 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 jelentős emelkedést mutattak az év első hónapjaiban, mára pedig már a 2019. év végi szinteket is meghaladják (9. ábra).

A globális értékláncok a kereslethez képest lassabban állhatnak helyre, ami a globális szállítmányozásban és az ipari termelésben fokozódó költségnyomáshoz vezethet. A Kínából Európába irányuló szállítmányok költsége 2021. szeptember elejére a 2020. júniusi színtről több, mint 8,5-szeresére nőtt (10. ábra). Az ebből fakadó pluszköltségek egy részét a kereskedők vélhetően a fogyasztókra háríthatják át, így idővel a hazai fogyasztói árakban is megjelenhet a jelentős mértékben megemelkedett szállítási költségek árnövelő hatása. A globális chiphiány a kereslet gyors helyreállása mellett fennakadásokat okozott az ipari termelésben, különösen az autóiiparban, ami az árakra is kihat.

A nemzetközi folyamatok mellett több tényező is a korábban vártnál magasabb inflációs pályára irányába mutat a magyar gazdaságban. 2021 második negyedében a gazdaság újraindítása és a tavalyi alacsony bázis következtében 17,9 százalékkal bővült a hazai GDP. A foglalkoztatást illetően főként a szolgáltató szektorban és az építőiparban szűk keresztmetszetek

**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

érvényesülhetnek a helyreállással párhuzamosan (11. ábra).

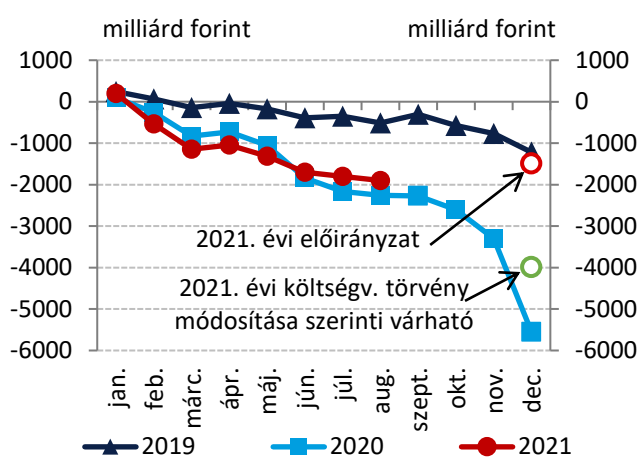
**Az egyre inkább feszessé váló munkaerőpiac miatt egyes ágazatokban fennmaradhat a vártnál magasabb bérdinamika,** amely a megtakarítások elmúlt évi növekedése, az elhalasztott fogyasztás és a szolgáltatások egyre szélesebb körének elérhetősége révén a fogyasztási kiadások emelkedését vetíti előre.

**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 augusztusában 97 milliárd forintot tett ki, így a tárgyévi halmozott pénzforgalmi deficit 1901 milliárd forintra emelkedett, ami mintegy 360 milliárd forintra alacsonyabb a 2020. nyolcadik havi kumulált hiánynál.

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



Forrás: 2021. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

**Az államháztartás központi alrendszerének hiánya 2021 augusztusában 97 milliárd forintot tett ki, így a tárgyévi halmozott pénzforgalmi deficit 1901 milliárd forintra emelkedett, ami mintegy 360 milliárd forintra alacsonyabb a 2020. nyolcadik havi kumulált hiánynál (12. ábra).**

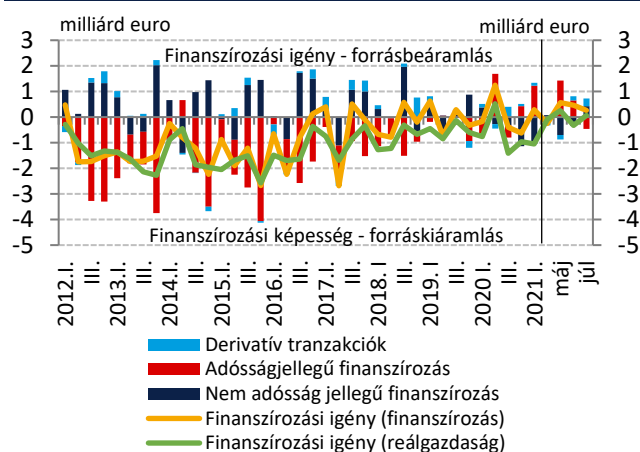
**A központi alrendszer bevételei** augusztusban 7 százalékkal (mintegy 111 milliárd forinttal) meghaladták az előző év azonos időszaki bevételeket, ami elsősorban az adó- és járulékbévételek emelkedésének következménye. Az adóbevételeken belül a társasági adó bevételei 11 milliárd forinttal, míg a munkát terhelő adóbevételek 75 milliárd forinttal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest.

**A központi alrendszer 2021. augusztusi kiadása** szintén 7 százalékkal lett magasabb a tavalyi augusztusi értékhez képest. Az emelkedéshez hozzájárult az állami vagyonnal kapcsolatos kiadások és a kamatkifizetések növekedése. Érdemben emelkedett a helyi önkormányzatok támogatása, valamint a gyógyító-megelőző és a nyugdíjak és nyugdíjszerű ellátások szintje is a tavalyi év azonos időszakához képest.

### 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Júliusban a folyó fizetési mérleg 267 millió eurós deficitet mutatott, amivel párhuzamosan 66 millió eurós külső finanszírozási igény alakult ki. A mutatók hiányba fordulása mögött a külkereskedelmi egyenleg csökkenése állt. A finanszírozási folyamatokat tekintve a nettó közvetlentőke-befektetések érdemi emelkedése mellett csökkentek 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.

Forrás: MNB

**Júliusban a folyó fizetési mérleg 267 millió eurós hiányba váltott.** A mutató csökkenése az áruegyenleg mérséklődéséhez kötődött, mely az import exportot meghaladó növekedésével állt összefüggésben. A lassuló export elsősorban a járműipar visszafogott teljesítményével állt összefüggésben. A szolgáltatás egyenleg többletének folytatódó emelkedése mögött döntően a turizmus bővülése húzódott meg. A transzferegyenleg többlete az előző hónaphoz képest emelkedett, míg a jövedelem egyenleg hiánya nem változott érdemben.

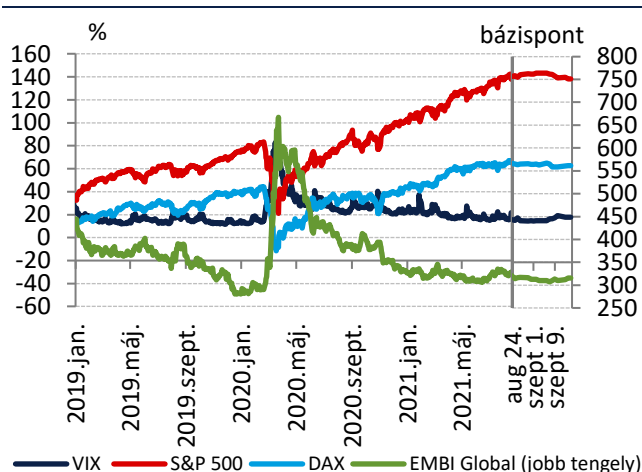
**A pénzügyi mérleg adatai alapján a nettó közvetlentőke-befektetések emelkedése az újrabefektetések bővüléséhez kötődött,** miközben a gazdaság adósság jellegű forrásai csökkentek (13. ábra). A nettó külső adósság szektorális alakulását érdemben befolyásolta az előző negyedév végén a jegybank által bankoknak nyújtott devizalikviditás utáni visszarendeződés, ami a konszolidált államnál csökkentette, a bankoknál pedig növelte a nettó külső adósság értékét.

## 2. Pénzügyi piacok

### 2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban lényegében változatlan maradt a globális pénzügyi hangulat. A részvénypiaci volatilitást mérő VIX index 19,5 százalékra emelkedett, az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár és a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index viszont mérséklődött. Az elmúlt egy hónap során a fejlett piacokon csökkentek, míg a feltörekvő piacokon emelkedtek a tőzsdeindexek. A dollár árfolyama a fejlett devizákkal szemben vegyesen alakult, az euróval szemben 0,3 százalékkal értékelődött le. Az olajárak növekedéséhez keresleti oldalon a globális olajkereslet körüli aggodalmak és a delta variáns terjedéséhez kapcsolódó kockázatok enyhe mérséklődése járultak hozzá. Kínálati oldalon az amerikai kitermelési területeket ért hurrikán okozta kiesés magyarázta az árfolyamok emelkedését.

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



Forrás: Bloomberg

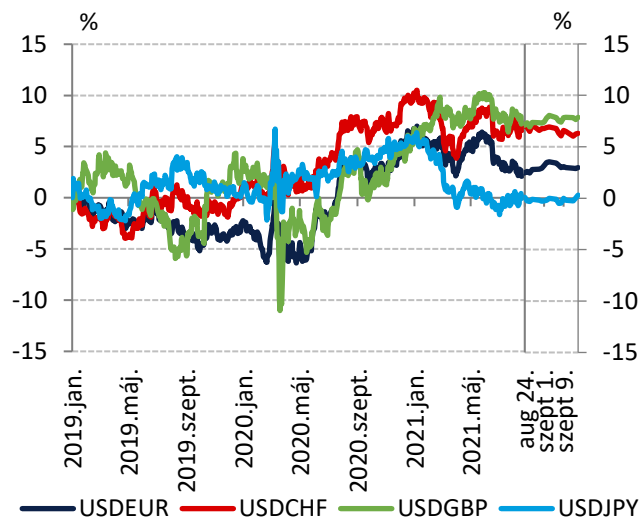
**Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban lényegében változatlan maradt a globális pénzügyi hangulat.** A piaci szereplők továbbra is kiemelten figyelik a koronavírus delta variánsának terjedését és az ahhoz kapcsolódó szigorításokat, valamint a beérkező inflációs adatokat és a nagy jegybankok üzeneteit. A beérkező makrogazdasági adatokban enyhe romlás volt megfigyelhető az időszak során, de a válság utáni kilábalás továbbra is kedvezőnek mondható.

**A kockázati indikátorok közül a részvénypiaci volatilitást mérő VIX index az előző kamatdöntéskori szintjéhez képest 2,2 százalékponttal 19,5 százalékra emelkedett.** Elemzők továbbá felhívják a figyelmet arra, hogy a VIX index várható volatilitását mérő indikátor is magas szinten áll, ami a kockázatok emelkedését jelentheti a következő időszakban. Ugyanakkor az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár 3 bázisponttal 315 bázispontra mérséklődött, míg a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index 12 bázispontos csökkenés után 51 bázisponton áll (14. ábra).

**A delta variáns terjedése globális szinten csökkenésnek indult, ugyanakkor az Egyesült Államokban és több európai országban még csak most kezd felfutni.** Az elmúlt időszakban az ázsiai térségben voltak megfigyelhetők emelkedő esetszámok, azonban a korlátozó intézkedések hatására sikeresen visszaszorították a járvány terjedését. Japán esetében a veszélyhelyzetet ugyan szeptember végéig meghosszabbították, azonban az új esetek száma már a szigetország esetében is lassú csökkenésnek indult. Európa és az USA esetében azonban jelenleg a vírus felfutása zajlik és az esetszámok érdemben emelkednek. Így a kormányzatok az oltási programok hatékonyabbá tétele érdekében hoznak intézkedéseket, valamint egyéb szigorításokat vezetnek be. Mindeközben Kolumbiában és Ecuadorban a koronavírus mű variánsának előfordulási aránya növekszik. Jó hír viszont, hogy míg Dél-Amerikában jelentős a variáns elterjedése, addig nemzetközi vizsgálatok szerint a mű nevű vírustörzs globális előfordulási aránya csökkent, és a világszerte feljegyzett koronavírus-fertőzéses esetek kevesebb mint 0,1 százalékát



15. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



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

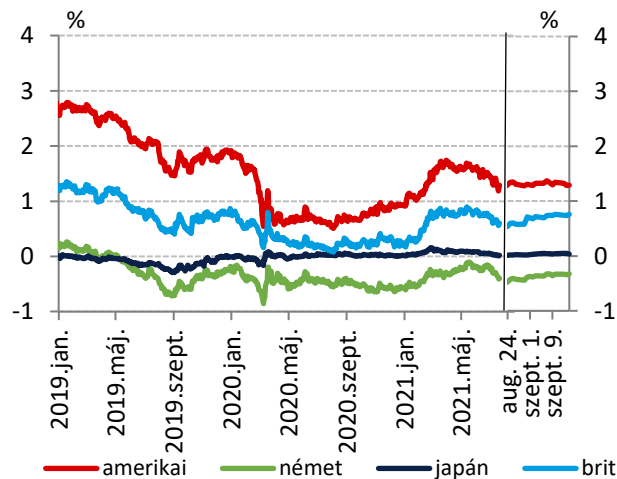
Forrás: Reuters

teszi ki az ezzel a variánssal fertőzötték száma. Ezzel párhuzamosan a vírus egy új, jelenleg C.1.2 nevet viselő variánsát mutatták ki a kutatók Dél-Afrikában, amely sokkal gyorsabban mutálódik, mint az eddig ismert variánsok.

**Az elmúlt egy hónap során a vezető amerikai tőzszeindexek közül az S&P 500 0,8 százalékkal a Dow Jones pedig 2,9 százalékkal mérséklődött.** Az európai vezető tőzszeindexek hasonló mértékben csökkentek: a német tőzsze 1,3, a brit 1,7, míg a francia 2,7 százalékkal csökkent. A japán tőzszeindex ugyanakkor 10,9, míg a kínai 4 százalékkal nőtt. Összességében a fejlett tőzszeindexeket reprezentáló MSCI kompozit index 0,2 százalékkal csökkent, míg a feltörekvő piaci index 1,9 százalékkal emelkedett. A régiós országok tőzszeindexei is növekedtek. A legutóbbi kamatdöntéshez képest a hazai index 4,6, a lengyel 4,7, a román pedig 1,9 százalékkal nőtt.

**A dollár vegyesen alakult a fejlett devizákkal szemben. Míg az euróval szemben 0,3 százalékkal gyengült, addig az svájci frankkal 0,8, míg az angol fonttal szemben 0,2 százalékkal értékelődött fel az amerikai fizetőeszköz (15. ábra).** Az euro-dollár árfolyam az időszak végén az 1,18-as szint közelébe került. A régiós devizák árfolyama erősödött a dollárral szemben, a forint 0,8, a korona 0,5, míg a zloty 0,4 százalékkal értékelődött fel. Az arany árfolyama az előző kamatdöntés óta 0,7 százalékkal, unciánként 1800 dollár környékére nőtt.

16. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

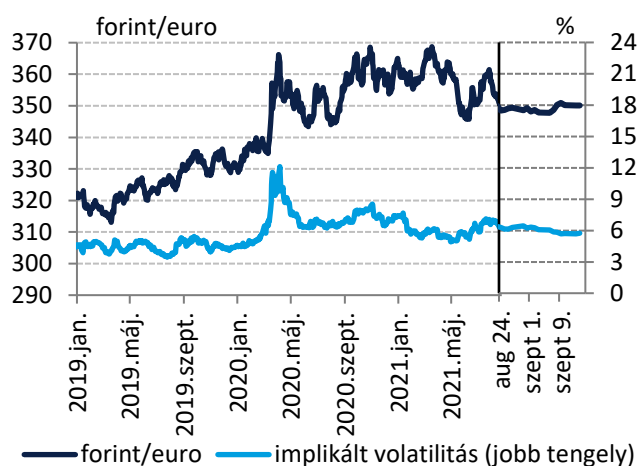
**A fejlett kötvényhozamok a legutóbbi kamatdöntés óta összességében emelkedtek (16. ábra).** A német 10 éves hozam 14, míg a japán és az amerikai 2-2 bázisponttal emelkedett, így a német -0,33, az amerikai 1,29, a japán hozam pedig 0,03 százalékos szinten zárta az időszakot. A mediterrán országok hozamai szintén emelkedtek és 10-20 bázisponttal kerültek feljebb. A régiós országok hozamai is hasonló tendenciát mutattak: a magyar és a lengyel hosszú hozam 25-25, a cseh 9, míg a román 30 bázisponttal emelkedett.

**Az olajárak az elmúlt időszakban emelkedtek.** Az olajárak növekedéséhez keresleti oldalon a globális olajkereslet körüli aggodalmak és a delta variáns terjedéséhez kapcsolódó kockázatok enyhe mérséklődése járult hozzá. Kínálati oldalon pedig az amerikai kitermelési területeket ért hurrikán okozta kiesés magyarázta az árfolyamok emelkedését. Az augusztusi kamatdöntés óta a Brent ára 6,9 százalékkal hordónként 74,3 dollárra, míg az amerikai benchmark WTI olajár 5,7 százalékkal 71,1 dollárra nőtt.

## 2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

A forint euróval szembeni árfolyama az augusztusi kamatdöntés óta lényegében nem változott. Az állampapíripiaci és a bankközi hozamgörbe jelentősen feljebb toldott. A 3 hónapos BUBOR 16 bázisponttal 1,6 százalékra emelkedett. Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat eleinte mérsékelt, majd erős kereslet jellemezte, ugyanakkor az aukciós átlaghozamok összességében emelkedtek.

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



Forrás: Bloomberg

A forint az euróval szembeni árfolyama az augusztusi kamatdöntés óta lényegében nem változott. Az időszak első felében a forint változatlansága beleillett a régiós folyamatokba, ugyanakkor az időszak közepén országspecifikus gyengülés volt megfigyelhető. Az elmúlt heti korrekcióval együtt, összesen 0,3 százalékkal gyengült a forint az euróval szemben, ami a román lej gyengülésénél kisebb, ugyanakkor a cseh korona és a lengyel zloty erősödtek az időszak során. A forint implikált volatilitása lényegében nem változott az elmúlt hónapban (17. ábra).

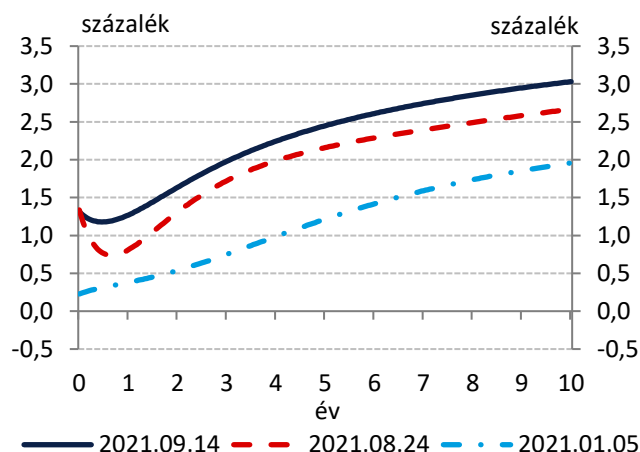
A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR az előző kamatdöntés óta 16 bázisponttal 1,6 százalékra emelkedett.

**Az állampapíripiaci hozamgörbe feljebb toldott (18. ábra).** A hozamgörbe 1 év körüli szakaszán 30 bázispont körüli emelkedés, míg a középső szakaszán 25 bázispontos, a 10 év körüli szakaszon pedig 36 bázispontos emelkedés volt megfigyelhető.

**Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat eleinte mérsékelt, majd erős kereslet jellemezte.** Az ÁKK a 3 hónapos DKJ aukciókon egy esetben a meghirdetett mennyiségnél többet, kétszer pedig a felajánlott értékben fogadott el, ugyanakkor a 12 hónapos kincstárjegyaukciók esetében a meghirdetettnél kevesebbet értékesített az adósságkezelő. A 3 hónapos aukciókon kialakult átlaghozam a legutóbbi kamatdöntés óta 0,65 százalékról 1,1 százalékra emelkedett, míg a 12 hónapos DKJ-aukciók átlaghozama 1,57 százalékra nőtt. A kötvény aukciókat eleinte mérsékelt, majd erős kereslet jellemezte, így az augusztus végén meghirdetettnél kevesebb, míg szeptember első felében annál nagyobb mennyiségben fogadott el ajánlatokat az ÁKK. A legutóbbi aukción a 10 éves papír átlaghozama 3,07 százalék volt, amely az augusztusi kamatdöntést megelőző aukciós átlaghozamhoz képest 23 bázispontos emelkedést jelentett. Az 5 éves állampapír esetében 44 bázisponttal 2,53 százalékra nőtt, míg a 20 éves állampapír esetében 26 bázisponttal 3,56 százalékra emelkedett az aukciós átlaghozam. A hazai 5 éves CDS-felár – kisebb emelkedést, majd korrekciót követően – továbbra is 50 bázisponton áll.

**A külföldiek forint állampapír-állománya minimálisan csökkent.** A nem rezidensek kezében lévő állomány 3

18. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



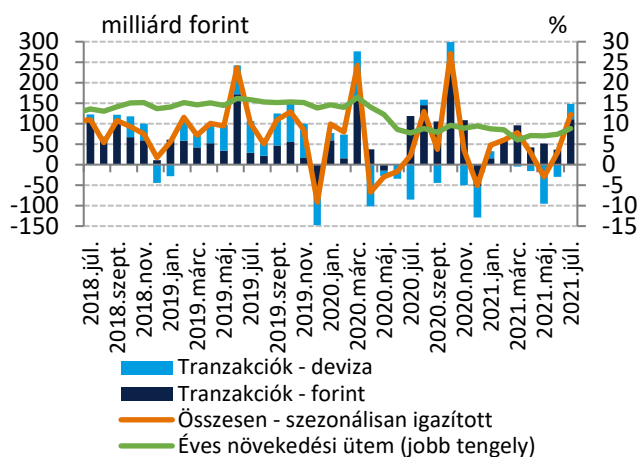
Forrás: MNB, Reuters

milliárd forinttal, 4713 milliárd forintra mérséklődött. A külföldiek által tartott forint állampapírok piaci aránya ugyanakkor 20,6 százalékról 20,7 százalékra nőtt.

## 3. Hitelezési feltételek

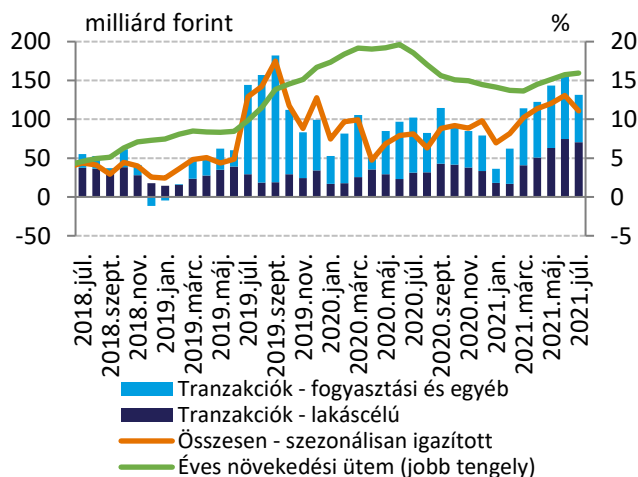
2021 júliusában a vállalati hitelállomány 148 milliárd forinttal növekedett a forinthitelek 111 milliárd forintos és a devizahitelek 37 milliárd forintos bővülésének következtében. Júliusban 132 milliárd forinttal bővült a lakossági hitelállomány a tranzakciók eredőjeként, ezzel az éves növekedési ütem 15,9 százalékra emelkedett

19. ábra: Nem pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

20. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



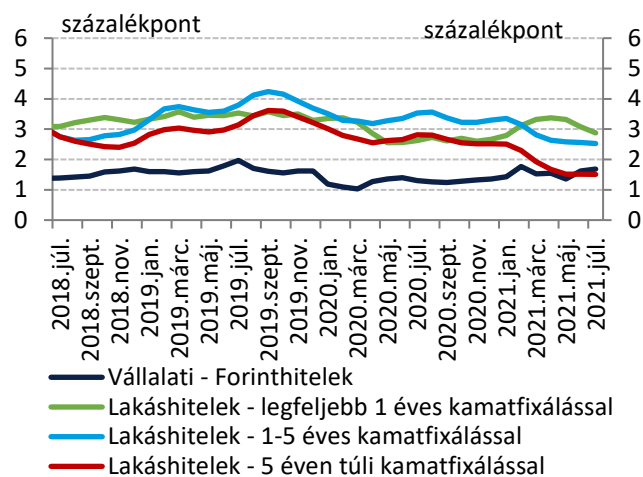
Forrás: MNB

2021 júliusában a vállalati hitelállomány 148 milliárd forinttal növekedett a forinthitelek 111 milliárd forintos és a devizahitelek 37 milliárd forintos bővülésének következtében (19. ábra). A jelentősebb bővülés miatt az éves növekedési ütem 8,8 százalékra emelkedett az előző havi 7,4 százalékról. A hitelintézetek júliusban 224 milliárd forint összegben bocsátottak ki új hiteleket, amely a tavalyi év azonos – koronavírus és támogatott hitelprogramokkal már érintett – időszakától 27 százalékkal marad el, a két évvel korábbi értéket viszont 2 százalékkal meghaladja. A havi kibocsátáson belül – a járvány előtti időszak tendenciájához visszatérve – jelentős, közel 80 százalékos részarányt képviseltek a piaci alapú hitelkihelyezések az új volumenben belül. A bankok a hónap során NHP Hajrá konstrukció keretében már csak 13 milliárd forint összegben kötöttek nem folyószámla-jellegű forintszerződéseket társas vállalkozásokkal.

Júliusban 132 milliárd forinttal bővült a lakossági hitelállomány a tranzakciók eredőjeként, ezzel az éves növekedési ütem 15,9 százalékra emelkedett (20. ábra). A moratórium miatt elmaradt törlesztéseket is figyelembe véve becslésünk szerint 8 százalékos éves dinamika adódna. A lakossági új hitelkibocsátás 257 milliárd forintot tett ki a hónap során, ami az előző év azonos időszakát 34 százalékkal haladta meg. Ugyanakkor a pandémiával nem érintett, két évvel korábbi időszak kibocsátásától 2 százalékos elmaradás figyelhető meg, amit a babaváró hitelek 2019. júliusi indulását követő erőteljes felfutása okozta magas bázis magyaráz. A 132 milliárd forint volumenű lakáshitelkibocsátásban a 2021-től elérhető új otthonteremtési támogatások érdemi szerepet játszottak. Az otthonfelújítási támogatás előfinanszírozására az év elején bevezetett otthonfelújítási kölcsönből júliusban a bankok 6 milliárd forint kamattámogatott lakáshitelt bocsátottak ki, ezzel elérve a 30 milliárd forintos kumulált szerződött volument. A hónap során kibocsátott lakáshitelek 28 százaléka kapcsolódott a Családi Otthonteremtési Kedvezményhez.

A vállalati forinthitelek simított kamatfelára 2021. júliusban 1,69 százalékpont volt, ami 0,06 százalékpontos növekedést jelent az előző hónaphoz képest (21. ábra). A változó kamatozású lakáscélú hitelek THM alapú simított átlagos kamatfelára csökkent a hónap során, és 2,88

21. ábra: A vállalati és háztartási hitelfelárok 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

százalékpontot tett ki. Az 1 éven túl, legfeljebb 5 évre fixált termékek felárai és az 5 éven túl kamatfixált termékek felárai is csak minimálisan változtak a hónap során. Az egy éven túl, legfeljebb 5 évre kamatfixált lakáshitelek átlagos felára 0,04 százalékpontos csökkenést követően 2,52 százalékpontot ért el júliusban, míg az 5 éven túli kamatfixált termékek felára az előző hónaphoz hasonlóan 1,51 százalékpont volt.