



I. ÖSSZEFOGLALÓ

Lassuló növekedés, gyorsuló infláció

A vártnál kedvezőtlenebb harmadik negyedéves GDP adatok, valamint az ipari termelést és a járműgyártást visszafogó akut alkatrész- és félvezetőhiány miatt a **GDP 2021. évi növekedési prognózisunkat 6,9%-ra csökkentettük** a korábbi 8%-os várakozásunkról, **az idei évi növekedési előrejelzésünket pedig 6%-ra a korábbi 7%-ról. A járvány előtti szintet a GDP mintegy 0,7 százalékponttal meghaladta a harmadik negyedévben**, azonban egyes ágazatok, mint az ipar, építőipar, infokommunikáció, pénzügyi és ingatlanpiaci szolgáltatási szektorok már meghaladják, míg más ágazatok helyreállása idén folytatódhat. A következő negyedévekben az ipari termelés várható stabilizálódása, új kapacitások üzembe helyezése mellett a **fogyasztás adhat lendületet** a növekedésnek. A lakosság mintegy **1200 milliárd forint többletjövedelemben** részesül. A negyedik negyedévben már megjelenhet a **nyugdíjprémium** hatása, míg a következő év első negyedévéétől az **szja visszatérítés, a 13. havi nyugdíj, a katonák és rendőrök fegyverpénze, a 25 év alatti foglalkoztatottak szja mentessége, a minimálbér és a bérminimum közel 20%-os emelése, 20%-os béremelés számos költségvetési ágazatban** (egészségügyi, szociális, kulturális, bölcsődei dolgozók). A növekedést ugyanakkor lassíthatja a járvány újabb hullámainak felfutása, a meglóduló infláció, esetleges leállások az energiaárak robbanása által érintett egyes szektorokban. A tavalyi második félévben már újra fellépett **munkaerőhiány**, ami gyorsíthatja a bérnövekedést. **Tavaly átlagosan 5,1 százalék lehetett az infláció, ami idén 5,5%-ra gyorsulhat**, az energia-, a nyersanyag-, és agrárárak meredek emelkedése, valamint az erőteljes bérkirámlás **jelentős felfelé mutató kockázatot** jelent. Az MNB fokozatos további szigorítása és a hazai gazdaság vártnál gyorsabb kilábalás hatására **a forint kismértékben erősödhet** az előző évek leértékelődését követően.

A világgazdaság kilábalási folyamatát valamelyest lefékezte a **járvány negyedik**, egyes országokban pedig ötödik hulláma, valamint a továbbra is **akut alkatrész- és félvezetőhiány** a negyedik negyedévben. A globális szinten, különösen az európai országokban megjelenő **energiaválság** pedig további nehézségeket okozott, amelynek még nem láthatók előre a következményei. Noha a koronavírus delta-variánsa által okozott negyedik hullám a magas átoltottság miatt már jóval kevesebb súlyos, illetve halálos kimenetelű esettel járt, ami a korábbiakhoz képest enyhébb korlátozásokat tett szükségessé, az omikron-variáns korábbiaknál messze gyorsabb terjedése egyes országokban **ismételten szigorúbb korlátozásokhoz**, illetve lezárásokhoz vezetett az év vége felé, annak ellenére, hogy a súlyos és halálos kimenetelek száma a korábbiak töredékére esett vissza.

Az egyes ágazatokat és országokat továbbra is különböző mértékű felpattanás jellemzi. Az ipari termelés lendületét a gyors helyreállást követően **az általánossá váló alkatrész- és félvezetőhiány**, valamint a szállítási kapacitások-korlátok **törték meg**, noha a kilátások továbbra is kedvezőek lennének **a kifejezetten magas rendelés állománynak** köszönhetően. A **kiskereskedelem helyreállása** folytatódott, amit néhány országban az egyes cikkekkel érintő **áruhiány**, valamint korábbi **ösztönző intézkedések kifizetése** árnyékolta be. A **nemzetközi turizmus**, az erre épülő szolgáltatások, rendezvények felépülése **részlegesen** folytatódott, mivel az egyes országok **eltérő feltételeket** szabnak meg a beutazáshoz. A **transzkontinentális utazások**



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

helyreállításához több időre lesz szükség, különösen, hogy a koronavírus újabb, delta, valamint omikron variánsa több helyen már a negyedik, illetve ötödik hullámot indította el. Ennek megfelelően az egyes országok kilábalását nagymértékben határozza meg az **átoltottság alakulása, a gazdasági szerkezet**, így a kilábalás/helyreállítás mértéke is igen különböző maradhat. A turizmustól erőteljesen függő dél-európai országok jelentős hátrányból indultak. Ezt enyhítheti az uniós helyreállítási alap, amely döntően a nagyobb visszaesést elszenvedő országokat támogatja. A küldő, döntően északi országok mindazonáltal profitáltak az elmaradt nyaralásokból származó megtakarítások belső felhasználásából, amit az északi államok jóval kisebb tavalyi visszaesése és gyorsabb helyreállása tükröztek. A jelentősebb ipari, járműgyártási kapacitásokkal rendelkező gazdaságokban pedig a **beszállítói láncokkal kapcsolatos nehézségek** vezettek lassuláshoz. Ebből kifolyólag a **kilábalás továbbra is egyenlőtlen**.

A nagy jegybankok mellett számos további jegybank és szinte minden kormány soha nem látott méretű fiskális és monetáris támogatásról biztosította a gazdasági szereplőket a túléléshez, a likviditáshoz való hozzáféréshez, az újrainduláshoz. A Fed nullára csökkentette az irányadó kamatszintet, korlátlan eszközvásárlási programot és számos likviditáskönnyítő intézkedést jelentett be, az EKB 1850 milliárd euróra növelte a vészhelyzeti kötvényvásárlási programját, emellett szinte minden jegybank csökkentette a kamatokat, és több tucatnyi jegybank jelentett be mennyiségi lazításokat. Az Európai Bizottság német-francia közös javaslatra 750 milliárd euró összegű helyreállítási alapot jelentett be, közös kötvénykibocsátással finanszírozva. Ennek orosz-lánrészét a leginkább bajba jutott tagállamok kapják, nagyrészt vissza nem térítendő támogatás, kisebbrészt kedvezményes hitel formájában. A Fed egy időszakra vonatkozó, átlagos infláció elérését tűzte ki célul a korábbi fix inflációs cél helyett, ami jóval nagyobb rugalmasságot engedhet meg a monetáris politika alakítására. Az EKB a korábbi, 2%-nál kicsivel alacsonyabb inflációs célkitűzés helyett hajlandó tolerálni a 2%-ot meghaladó inflációt is, így a célkitűzést szimmetrikussá változtatta. Az Egyesült Államok új vezetése további 1900 milliárd dollár nagyságrendű fiskális mentőcsomagot fogadott el, ami többszörösen meghaladja a járvány által okozott, még be nem zárult kibocsátási rést. Emellett 1750 milliárd dollár értékben egy évtized alatt infrastrukturális beruházásokat és jóléti intézkedéseket tervez. A nyersanyagárak elszállása és a nyitással kapcsolatos kereslet-kínálati súrlódások ugyanakkor számottevően növelték az inflációs várakozásokat, ami már az inflációban is határozottan megjelent, így nőttek a szigorítással, vagy legalábbis a mennyiségi lazítások enyhítésével kapcsolatos várakozások. A meghatározó jegybankok közül az EKB továbbra is igyekszik hűteni a várakozásokat, mivel az infláció megugrását egyszeri, bázishatások által is befolyásolt jelenségnek tekinti. **Az EKB ezért a márciusban lejáró pandémiás vészhelyzeti eszközvásárlási program (PEPP) helyett átmenetileg 20 milliárd euróról 40 milliárd euróra növeli a korábban elindított eszközvásárlási program (AP) havi vásárlási keretét**, amit fokozatosan csökkent 2022 végéig. **A Fed Nyílt Piaci Bizottsága novembertől elkezdte az eszközvásárlási program kivezetését, amit decembertől felgyorsított, így 2022 márciusában futhat ki. A Fed döntéshozói mindazonáltal 2022-ben három, a következő két évben pedig további három és kettő kamatemelésre számítanak.**

[A növekvő jövedelmek élénkítik a gazdaságot](#)



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

6,1%-kal nőtt a hazai GDP a harmadik negyedévben az egy évvel ezelőttihez, míg szezonálisan és munkanappal kiigazítva **0,7%-kal bővült az előző negyedévhez képest, ami az első háromnegyed évben 7,1%-os bővülést eredményezett. A járvány előtti szintet a GDP mintegy 0,7 százalékponttal meghaladta a harmadik negyedévben.** A növekedést érdemben visszafogta chip- és más alkatrészek hiánya miatt akadozó járműgyártás, enélkül a növekedés akár másfél százalékponttal magasabb is lehetett volna. Amennyiben stabilizálódnának a beszállítói láncok, az ipari termelés élesen felpattanhatna a meglévő robosztus rendelésállománynak köszönhetően. A növekedést szintén lassíthatta, hogy a hazai gazdaságban a keleti vakcina beszerzéseknek köszönhetően korábban kerülhetett sor a korlátozások feloldására, így az érintett ágazatok már a korábbi negyedévekben elkezdhatték a kilábalást.

Az iparban a következő hónapokban a **chiphíány miatt többször leálló autógyárak** továbbra is fékezik a növekedést, azonban a **jelentős rendelésállomány**, valamint az **új kapacitások** üzembe helyezése ezt ellensúlyozhatja. Egyes előrejelzések szerint **az év során fokozatosan enyhülhet a félvezetőhiány.** Az **építőiparban** a lakásfelújítások, lakásépítések, állami, valamint uniós forrásokból finanszírozott beruházások, és az ipari beruházási boom ad lendületet, azonban az építőanyagárak elszállása, egyes építőanyagok hiánya, szállítási nehézségek az építőiparban is okoznak fennakadásokat. A járvány miatti korlátozások által érintett szektorok kilábalása az újabb hullám(ok) súlyosságától függ, **a belföldi turizmus, vendéglátás és szabadidős tevékenységek területén azonban folytatódhat a helyreállítás.** Az európai oltási folyamat gyorsulása és a járványhelyzet meredek javulása lehetővé tette a **fokozatos nyitást**, ezzel szemben a negyedik/ötödik hullámok ellen egyes országokban újabb korlátozásokat vezettek be. A kilábalás, **a GDP helyreállása korántsem egyenletes**, egyes ágazatok (élen az infokommunikációval) már jóval meghaladják a járvány előtti szintet, az idegenforgalomhoz, rendezvényszervezéshez kapcsolódó szolgáltatások ugyanakkor még elmaradnak. **A delta és az omikron variáns ugyan egyértelmű kockázatot** jelent, azonban ezen ágazatok folytathatják a helyreállást, ami még a következő évekre is áthúzódik (a tavalyi első és részben második negyedéves korlátozások miatt egyes ágazatokban még mély lesz a bázis az idei év első negyedévi növekedéshez). Ezért a következő negyedévekben még kifejezetten erős növekedésre számítnak, amit a munkaerőpiac helyreállása és az erőteljes bérdinamika is támogat. **Idén pedig a szja visszatérítés, a 20% közeli minimálbér és bérminimum emelés, a rendőröknek tervezett féléves bónusz, a további ágazati béremelések, a 13. havi nyugdíj kéthetes részlete, valamint a 25 év alattiak szja mentessége adhat további lökést a gazdaságnak.**

Élénkülő inflációs nyomás, idén és jövőre a középtávú cél felett lehet az infláció

7,4% maradt az infláció decemberben az igen széleskörű áremelkedés miatt, mivel a dohánytermékek jövedéki adójának egy évvel ezelőtti emelésének hatása elkezdett kiesni a bázisból, valamint az üzemanyagárak egy évvel ezelőtti megugrása, illetve a november második felében bevezetett 480 forintos árplafon, valamint az alá esése önmagában **0,8 százalékponttal mérsékelhette volna az inflációt.** Az erősödő árnyomást tükrözi, hogy **a maginfláció 6,4%-ra ugrott**, ami bőven felülmúlta a várakozásokat. A meglepetést az élelmiszerek és tartós fogyasztási cikkek vártnál lényegesen gyorsabb áremelkedése okozta. Az egyre tartósabbnak ígérkező magas infláció miatt szükséges volt a kamatemelési ciklus elindítása, ráadásul még számos felfelé mutató kockázatot



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

jelentenek a nyersanyagárak másodkörös hatásai, az újrainyitás miatt felrobbanó kereslet, amit a kínálat lassabban tud követni, a munkaerőhiány miatt várhatóan érdemben megugró bérek, így az MNB a kamatemelési ciklus gyorsítására kényszerülhet. Egyes alapvető élelmiszerek árainak rögzítése a következő hónapokban némileg mérsékelheti az inflációt, ugyanakkor a tőzsdei gázárak elszállásának még beláthatatlan következményei lehetnek. Noha a hazai háztartási energiaárak feltehetően nem változnak a közeljövőben, a **gázárak megötszöröződése, az áramárak megháromszorozódása számos ágazatban, és szinte minden ipari folyamatban megjelenhet**, így a pékáruktól az élelmiszertermeléshez szükséges műtrágyáig jelentős mértékű drágulást okozhat. Az inflációban ugyanakkor hangsúlyosan jelen vannak **egyszeri tényezők** is, mint a dohánytermékek jövedéki adóemelése, ami önmagában 1,2 százalékponttal növelte az inflációt, a tavalyi év végétől idén áprilisig pedig két lépésben ugyanennyivel vissza fogja húzni az inflációt, ezért **az idei év végére már visszatérhet az infláció a toleranciasáv felső szélé, 4% alá**. Ugyanakkor az előbb említett kockázatok hosszabb távú hatással járhatnak.

A következő hónapokban **bázishatások miatt már mérséklődhet az infláció**, azonban a számos terméket érintő nemzetközi hatások miatt messze magasabb lesz, mint amire korábban számítani lehetett. A vártnál jóval szélesebb körű, és meredekebb áremelkedések hatására **az idei inflációs várakozásunkat 5%-ról 5,5%-ra emeljük**, továbbra is érdemi felfelé mutató kockázatokkal, amit a globális alapanyag-, nyersanyag-, alkatrészhiány, a nemzetközi szállítási árak elszállása és a globális energiaválság okoz. Az inflációra emellett a jelentős béremelések, a bérköltségek érdemi növekedése, a lakosság többletjövedelmei miatt várható keresletélénkülés is kockázatot jelent.

Kamatemelési ciklus az inflációs kockázatok miatt

2,40%-ra emelkedett az alapkamat decemberben a korábbi 2,10%-ról, a Monetáris Tanács emellett 80p-tal 2,40%-ra emelte az egynapos betéti, valamint 30bp-tal 4,40%-ra az egynapos és egyhetes fedezett hitel kamatát. **Az egyhetes betéti kamat a tavalyi év végére 4,00%-ra emelkedett**. Az inflációs kockázatok fokozódása és a korábbi várakozásoknál messze magasabb infláció miatt az MNB a közelmúltban elválasztotta az effektív egyhetes betéti kamatot az alapkamattól, ezenkívül kiszélesítette, valamint aszimmetrikussá tette a kamatfolyosót, annak érdekében, hogy a pénz- és árupiaci mozgások kiszámíthatatlansága miatt növelje a mozgásterét. A Monetáris Tanács decemberi ülésén **Növekedési Kötvényprogram és az állampapír-vásárlási program lezárásáról** is döntött. A Monetáris Tanács megítélése szerint az inflációt övező **kockázatok** továbbra is **felfelé mutatnak**. Az inflációs várakozások emelkedtek az elmúlt hónapokban. A **tartósan magas nyersanyag- és energiaárak, a nemzetközi szállítmányozás költségeinek emelkedése**, valamint az egyre szélesebb körű **ellátási nehézségek** változatlanul tartósabb külső inflációs nyomás irányába mutatnak. Eközben a feszes munkaerőpiac az **élénkülő bérdinamikával** és a magasabb inflációs környezettel párosulva az inflációs várakozások további emelkedését és a **másodkörös inflációs kockázatok erősödését** eredményezheti. Ezért az **MNB proaktív jelleggel kamatemelési ciklust** kezdett, ami az MNB iránymutatása szerint **az idei év elején is határozott ütemben** folytatódhat, így a tavaszi hónapokig **további kamatemelésekre** számítunk. A tavaszi hónapokban véget érhet a kamatemelési ciklus, mivel az idei inflációs kilátásokat számos bázishatás javíthatja,



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

Így feltehetően nem lesz szükség további szigorításra. Az inflációs kockázatok számottevő fokozódása miatt azonban tovább emeljük a kamatemelési várakozásunkat, ennek megfelelően az első negyedévében **4,00%-ig emelkedhet az alapkamat**, ami az év végéig ezen a szinten maradhat, míg **az egyhetes betéti kamat az infláció alakulásának függvényében 4,75-5,00%-ig emelkedhet**. Az év végétől azonban elkezdődhet **az egyhetes betéti kamat mérséklése**, valamint fokozatos **visszazárása** az alapkamathoz, amennyiben az inflációs előrejelzések a bázishatások miatt arra utalnak, hogy az infláció 2023-ban visszatérhet a toleranciasávba.

Csúcson a foglalkoztatás, tartósan emelkednek a reálbérek

3,7%-ra csökkent a munkanélküliségi ráta szeptember és november között az előző háromhavi 3,8% után. **Egy év alatt 70 ezerrel, 4,687 millióra nőtt a foglalkoztatottak száma**, ami nem csupán a járvány előtti szintet haladja meg, hanem a rendszerváltás óta a legmagasabb érték. **Az elsődleges munkaerőpiacon 88 ezerrel nőtt a munkahelyek száma** egy év alatt, **a közfoglalkoztatottak száma 4 ezer fővel**, a külföldön dolgozók létszáma pedig 14 ezer fővel csökkent. **2021 novemberében** a foglalkoztatottak átlagos havi létszáma **4 millió 678 ezer fő volt**, 44 ezer fővel több, mint egy évvel korábban. **A munkanélküliek száma 7 ezer fővel csökkent** az előző háromhavi átlaghoz képest, míg **23 ezer fővel csökkent** az egy évvel ezelőttihez képest, így a munkanélküliségi ráta 3,7%-ra mérséklődött az egy évvel korábbi 4,2%-ról. A 15-74 éves korosztályban a gazdaságilag aktívak száma egy év alatt 45 ezer fővel 4,864 millióra nőtt. A 15-64 éves korcsoport esetében egy év alatt **a foglalkoztatási ráta 1,6 százalékponttal, 74%-ra nőtt**. A harmadik hullámos korlátozások végével hamar magára talált a hazai munkaerőpiac, történelmi csúcsra emelkedett a foglalkoztatottak száma, a nyitási lehetőséggel párhuzamosan láthatóan aktív toborzásba kezdtek a vállalatok, így a nyár végére visszatért a válság előtti feszesség a hazai piacra és újra emelkedik a betöltetlen álláshelyek száma. Várakozásunk szerint **tavaly 4.0%, idén pedig 3.3% lehet az átlagos munkanélküliségi ráta**.

8,5%-kal nőttek a bérek októberben, míg az első tíz hónapban **8,5%-kal bővültek** a keresetek, az alacsonyabb minimálbéremelés ellenére az idei évet is erősen kezdi a hazai bérdinamika. 2017 óta 56,5% a rendszeres bérek növekedése. **A nettó bérek szintén 8,5%-kal emelkedtek**, **a reálbérek növekedése így 1,9%-ra mérséklődött az erőteljes infláció miatt**, azonban **3,7% volt az első tíz hónapban**.

2020-ban 9,7%-kal emelkedtek a bérek a bérmegállapodás, a minimálbérek 8%-os, a garantált bérminimum 8%-os növelése, valamint az egyes ágazatokban folytatódó életpályamodellek miatt. Ez a 3,3%-os tavalyi infláció mellett 6,2%-os reálbér növekedést eredményezett, így **2013-tól 2020 végéig összesen 62,9%-kal nőttek a nettó reálbérek**. **Tavaly 8,5%-ra mérséklődhetett a bérnövekedés üteme**, ami a várt 5,1%-os infláció mellett **3,3%-os reálbér növekedést** eredményezhetett, ezzel **2013-2021 között közel 70%-kal emelkedhet az átlagos reálbér**. Idén a közel 20%-kal, **200 ezer forintra emelkedő minimálbér és 260 ezer forintra emelkedő garantált bérminimum**, valamint **több költségvetési ágazatban bejelentett 20%-os béremelés hatására 13%-ot megközelítő bérnövekedésre** van kilátás. A **rendvédelmi dolgozók** számára tervezett **hathavi fegyverpénz** kifizetése szintén hozzájárul a gyorsuló bérnövekedéshez. A nettó bérek pedig elszakadnak a bruttó bérektől, egyrészt a **25 év alatti munkavállalók szja mentessége**, másrészt a gyermeket nevelők **szja**



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

visszatérítése miatt, aminek hatására a nettó bérnövekedés több mint **4 százalékponttal haladhatja meg** a bruttó bérek dinamikáját. Az szja visszatérítés februári időpontja miatt februárban a nettó bérnövekedés elérheti a 60%-ot is. Mindezek hatására a **nettó bérek reálnövekedése meghaladhatja a 10%-ot, 2013-2022 között pedig a 86%-ot.**

Átmenetileg romló egyensúlyi folyamatok

A koronavírus-járvány felülírta az államháztartás számaint is, egyfelől **az egészségügyi és gazdasági védekezés, majd újraindítás költségei**, másfelől a gazdaság zsugorodása miatt **vi**sszaeső adóbevételek miatt. Az MNB által közzétett pénzügyi számlák adatai alapján 2020-ban **az államháztartás nettó finanszírozási igénye** (hiánya) **3878 milliárd forint, a GDP 8,1%-a volt, míg tavaly a harmadik negyedévben 588 milliárd forintot, azaz a GDP 3,8%-át érte el.** Tavalyelőtt a KSH által publikált, az európai módszertannak megfelelő **eredményezelmeletű államháztartási hiánya pedig 3870 milliárd forint volt, ami a GDP 8,1%-ának felelt meg, míg 2021 első háromnegyed évében 1570 milliárd forintot, a GDP 3,9%-át érte el.** Mivel a járvány 2021-re is áthúzódott, a kormány **a tavalyi, a GDP 6,5%-ának megfelelő hiánytervet 7,5%-ra módosította,** azonban a gazdaság élénkülésével az adóbevételek is kedvezőbben alakulhatnak, ennek megfelelően némileg alacsonyabb hiányra számítunk. Mivel a gazdaság sikeres újraindulása már kisebb mértékű élénkítést tesz szükségessé, a pénzügyi stabilitás javítása érdekében a kormány az ideai hiánycélt a GDP 5,9%-ról **4,9%-ra mérsékelte.** A gazdaság helyreállításával a következő években fokozatosan újra a 3%-os kritérium alá süllyedhet az államháztartás hiánya.

A járvány és a gazdasági válság elleni védekezés, valamint a beruházás ösztönzési támogatások hatására az **tavaly összességében 5102 milliárd forint deficit** keletkezett a központi költségvetésben. Az uniós bevételek és kiadások nélkül számolva azonban a hiány ennél lényegesen kisebb lett volna. 2020-ban a kifejezetten magas finanszírozási igény, és a tartalékok feltöltése miatt az **Eximbank beszámításával az államadósság a GDP 80%-ára emelkedett az egy évvel korábbi 65,5%-ról.** Az államadósság ráta a mérséklődő finanszírozási igény, az előfinanszírozás, valamint az érdemben megugró nominális növekedés hatására az idei évtől **ismét csökkenő pályára állhat, így 2021-ben 78,2%-ra, 2022-ben 75% alá süllyedhet az adósságráta.** Annak érdekében, hogy az uniós kifizetések késlekedése ne hátráltassa a pályázatokat meghirdetését és kifizetését, a kormány megelőlegezi a kifizetéseket, ami átmenetileg megnöveli az adósságot. Emiatt szeptemberben az ÁKK két dollár-, valamint egy eurókötvény kibocsátását hajtotta végre, 4,25 milliárd dollár, valamint 1 milliárd euró értékben.

81 millió euró többlet keletkezett a külkereskedelemben novemberben az októberi 302 millió euró deficitet követően, így négy hónap után újra szufficitessé lett a külkereskedelem. Az ipari termelés, ezen belül a járműgyártás javulásának köszönhetően **7,7%-kal nőtt az export euróértéke,** noha a chiphiány miatt járműgyártás továbbra is akadózik, ugyanakkor az erőteljes belső – döntően beruházási – kereslet és a drámaian dráguló nyersanyagok és energiaárak miatt **13,7%-kal nőtt az import euróértéke.** Ennek megfelelően a külkereskedelmi egyenleg 526 millió euróval romlott az egy évvel ezelőtti 607 millió euró többletéhez képest. Az első tizenegy hónapban az export euróértéke 13,2%-kal, az importé 17,2%-kal nőtt, így az egyenleg 2978 millió



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

euróval 2360 millió euróra romlott. Az áruforgalmi egyenleg romlása továbbra is érdemben rontja a GDP növekedését, bár ennek mértéke a harmadik negyedévinél kisebb lehet, miközben a forint árfolyamára is negatív hatással lehet. A beruházások és a fogyasztás élénkülésével a külkereskedelem többletének csökkenésére számítunk **az idei év első felében** is, míg tavaly összességében **2 milliárd euró közelébe mérséklődhetett** az egy évvel korábbi 5,62 milliárd euró után. A külkereskedelmi mérleg többletének csökkenését ugyanakkor nagyrészt a cserearányok energia- és nyersanyagárak miatti markáns romlása okozza. Mindezek hatására **jelentős bizonytalanságok** övezik az idei külkereskedelmi teljesítményt, azonban új kapacitások kiépülésével a **következő években jelentősen emelkedhet** a külkereskedelem többlete.

A globális járvány a külkereskedelmi folyamatokat is negatívan érintette. A járvány kitörésének következtében átmenetileg megszakadtak a szállítói láncok, valamint több iparág, köztük a járműgyártás is átmenetileg szünetelt, illetve csökkentett üzemmódban termelt. Emiatt átmenetileg drámai mértékben csökkent az áruexport, ezzel szemben az egészségügyi felszerelések beszerzése miatt jóval kisebb mértékben esett vissza az import, így érdemben romlott az áruforgalmi egyenleg. A tavaly nyári hónapoktól azonban az áruexport gyorsan helyreállt, míg a gyenge belső kereslet miatt az import ettől elmaradt, így szignifikánsan javult az áruforgalmi egyenleg. A szolgáltatások egyenlegét döntően a nemzetközi idegenforgalom leállása vetette vissza, de más – szállítási – szolgáltatások visszaesése is negatív hatással volt. A külföldi tulajdonosok visszaeső profitja miatt ugyanakkor javult a jövedelmek egyenlege.

Jelentős, 2263 millió euró hiány keletkezett a folyó fizetési mérlegben a harmadik negyedévben, ami közel 2,5 milliárd euróval alacsonyabb az egy évvel ezelőtti 226 millió euró többlethez képest. A tőkemérleggel együtt **a külfölddel szembeni nettó finanszírozási igény (hiány) 1668 millió euró volt szemben az egy évvel korábbi 964 millió euró finanszírozási képességgel (többlet)**, míg a szezonális hatások kiszűrésével 1228 millió euró volt, a negyedéves GDP 3,2%-a. A következő években **ismét javulhat a folyó fizetési mérleg többlete**, részben az áruforgalom, részben pedig az idegenforgalom fokozatos helyreállításának köszönhetően, miközben új exportkapacitások üzembe helyezése adhat lökést az exportnak. **2021-ben 4,5 milliárd euróra emelkedhetett a deficit a tavalyelőtti 2,1 milliárd euró hiányt követően, megközelítve a GDP 3%-át. A következő években azonban fokozatosan csökkenhet a folyó fizetési mérleg hiánya.** A tavaly enyhén csökkenő tőkemérleggel együtt **a külső finanszírozási igény 2 milliárd euró, a GDP 1,4%-a lehetett, így tizenhárom év óta először mutatott hiányt külfölddel szemben.** A hazai gazdaság finanszírozása ismét többletet mutathat külfölddel szemben, azaz újra pozitívvá válhat a finanszírozási képessége. Az uniós források visszatartása ugyanakkor kockázatot jelenthet a tőkemérleg és a külső finanszírozási képesség, valamint a külső adósságmutatók alakulására. A legtágabb értelmű (a működőtőke-befektetések közé sorolt egyéb tőke tételeket is tartalmazó) **bruttó külföldi adósság** a GDP 73%-a alá került 2019 végére, ami tavaly átmenetileg **85% közelébe** ugrott, míg **a nettó külső adósság 10%-ra emelkedett** az előző évi 7,1% után, tavaly pedig 17% fölé emelkedhetett. A következő években azonban **újra csökkenő pályára állhat**, középtávon pedig **nettó külső hitelezői** pozícióba kerülhet a hazai gazdaság.

Fundamentális, jegybanki és fiskális támaszok segíthetik a forintot idén



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

A tavalyi év végén a hazai fizetőeszköz ismét a 370-es szintig gyengült, majd januárban visszaerősödött 355 alá, ahonnan aztán a decemberi vártnál erőteljesebb hazai (mag)infláció hatására ismét gyengült némileg. Az év végi gyengülés oka alapvetően a kedvezőtlen feltörekvő piaci hangulat volt, amit a globális jegybankok egyre szigorúbb üzenetei, a dollárhozamok emelkedése, illetve az infláció várható tartósságával kapcsolatos megszólalások indukáltak, továbbá a hazai jegybank restriktív fellépéseit is kevesellték a befektetők, miután beindult az összrégiós szigorítási verseny. A 4%-ot elérő egyhetes MNB betéti kamat – az effektív alapkamat – szintje immár erőteljesebb védelmet nyújt a forintnak a nemzetközi hangulatingadozások közepette, így a korábbi régiós alulteljesítést a felülteljesítés váltotta fel az utóbbi időszakban, amire szükség is van a hazai infláció elleni harcban, hogy ne csak a belső árnyomás, hanem a forintgyengülés inflációs hatása is tompuljon. Az export dinamikája ugyan továbbra is erőteljes marad – bár az ipari chiphány ezt egyelőre mérsékeli - és az aktív magyarországi működőtőke befektetési szint is láthatóan fennmarad, ugyanakkor az import, mind fogyasztási, mind beruházási oldalról tovább erősödhet, **a folyó fizetési mérleg pedig minimális negatív egyenleget mutathat idén és jövőre. Ez alapvetően semleges a forint szempontjából, mivel ennek mértéke igen korlátozott maradhat**, viszont a folyamatos negatív nemzetközi sajtó erősíti a forint elleni short állomány felépülését, aminek a hatását a jelenlegi „védő kamatszint” illetve a konszolidálódó költségvetési hiányok mérsékelhetik az idei évben, kiváltképp amennyiben az infláció is lassulna, és érezhetően emelkedne a hazai reálkamatszint.

Ezen felül a tőkemérleg többlete megmarad, amit a 2021-2027-es új EU-s finanszírozási ciklus is támogat majd a jelenleg fennálló viták várható rendezése után, illetve a **teljes külső finanszírozási képesség pozitív lesz idén és jövőre, miközben mérséklődik az államadósság, ami szintén kedvező a hazai deviza szempontjából**. Ez segíthet kordában tartani és ismét csökkenő pályára terelni a külső adósságot, továbbá a hazai CDS felárakat, ami a piaci árazásban is meglátszik. A magyar csődcockázati felár már 50 pont alatti – némi emelkedés után - 49 bázispont, ami további csökkenést jelent a korábbi negyedévhez képest és csupán 8 bázispont felárt jelez a lengyel és 14bp-ot a cseh szinthez viszonyítva. A magyar gazdaság fundamentumainak stabilitását és várható javulását jelzi az is, hogy némileg váratlanul szeptember végén Baa3-ról Baa2-re minősítette fel a magyar adóosztályzatot a Moody's stabil kilátással. Tette arra hivatkozva, hogy 2021 első felében kiemelkedően erős volt a magyar gazdaság visszapattanása köszönhetően a hatékony fiskális és monetáris politikának és az erőteljes hazai, valamint FDI beruházásoknak köszönhetően pozitívak a középtávú növekedési kilátások, ami szintén pozitív fundamentum a nemzetközi piacon a hazai deviza számára. Azt azonban meg kell jegyezni, hogy a bizonytalan inflációs és monetáris szigorítások közepette egy negatív feltörekvő piaci turbulencia a jelenlegi volatilis kereskedés közepette érdemi irányváltásokat is eredményezhet, ezzel együtt is a szigorodó hazai monetáris és fiskális környezetnek köszönhetően az év végére a 350-355 közötti sávba várjuk a forint euró elleni értékét.

MAGYAR MAKROGAZDASÁGI ALAPPÁLYABELI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	TÉNY**				ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	4,6	5,4	4,6	-4,7	6,9	6,0	4,7



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

Háztartási fogyasztás, %	4,5	4,2	4,5	-2,0	3,4	6,0	4,5
Kormányzati fogyasztás, %	3,8	4,2	6,4	2,8	4,6	3,7	1,7
Állóeszköz-felhalmozás, %	19,7	16,3	12,8	-6,9	8,0	6,8	5,0
Export, %	6,5	5,0	5,4	-5,9	10,0	6,1	5,8
Import, %	8,4	7,0	8,2	-3,5	8,7	6,3	5,4
Ipari termelés, %	4,6	3,5	5,6	-6,1	11,8	5,3	5,5
Építőipari termelés, %	29,7	21,3	20,4	-9,1	9,4	8,5	5,0
Kiskereskedelmi forgalom, %	5,6	6,7	6,2	-0,2	3,3	11,2	5,8
Külkereskedelmi egyenleg, millió €	8.078	5.520	4.334	5.618	2.155	2.595	3.100
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	2,4	2,8	3,4	3,3	5,1	5,5	3,3
Maginfláció éves átlag, %	1,9	2,0	3,1	3,7	3,9	6,1	3,1
Munkanélküliségi ráta, %	4,0	3,6	3,3	4,1	4,0	3,3	3,2
Nemzetgazd. foglalkoztatottság, %	1,5	1,3	0,8	-0,9	0,9	1,2	0,4
Nemzetgazd. bruttó átlagkereset, %	12,9	11,3	11,4	9,7	8,5	12,8	8,4
Nettó reálbér, %	10,3	8,3	7,8	6,2	3,3	10,8	4,2
Háztart. nettó pü. vagyon, billió HUF	40,8	45,5	50,6	56,4	61,0	64,8	69,4
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-2,4	-2,1	-2,1	-8,1	-7,4	-4,8	-3,3
Bruttó államadósság, GDP %-a	72,1	69,1	65,5	80,0	78,2	74,8	71,9
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	2,0	0,2	-0,7	-1,6	-2,9	-1,3	-0,5
Külső finansz. képesség*, GDP %-a	2,8	2,4	1,2	0,4	-1,4	0,8	1,4
Bruttó külső adósság*, GDP %-a	83,4	79,5	72,7	81,9	84,7	78,0	68,6
Nettó külső adósság*, GDP %-a	13,1	9,3	7,1	10,0	17,4	15,4	13,1
GLOBALIS ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA							
EUR/USD év végi	1,2005	1,1469	1,1211	1,2215	1,1382	1,12	1,11
EUR/HUF év végi	310,68	321,15	330,52	365,10	365,70	353,90	351,70
EUR/HUF éves átlag	309,24	318,78	325,36	359,00	357,75	357,90	353,70
USD/HUF év végi	259,46	279,94	294,74	296,94	321,34	315,90	316,80
USD/HUF éves átlag	274,26	270,35	290,69	307,84	300,91	315,40	312,80
MNB alapkamat év végi	0,90%	0,90%	0,90%	0,60%	2,40%	4,00%	3,50%
EKB alapkamat év végi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
FED alapkamat év végi	1,50%	2,50%	1,75%	0,25%	0-0,25%	0,75-1,0%	1,5-1,75%
3-hónapos BUBOR év végi	0,03%	0,13%	0,16%	0,75%	4,21%	4,70%	4,45%
3-hónapos EURIBOR év végi	-0,33%	-0,31%	-0,38%	-0,55%	-0,57%	-0,40%	-0,25%
3-hónapos USD LIBOR év végi	1,69%	2,81%	1,91%	0,24%	0,21%	0,85%	1,55%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	1,20%	2,48%	1,17%	1,42%	4,35%	4,70%	4,20%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,20%	2,99%	2,01%	2,17%	4,51%	4,95%	4,35%
5-éves magyar CDS-felár év végi	87bp	89bp	71bp	60bp	45bp	48bp	45bp

*Tartalmazza a közvetlen külföldi tőkebefektetéseken belüli egyéb tőke állományát **Forrás: KSH, Eurostat, MNB, Bloomberg



II. RÉSZLETES MAKROGAZDASÁGI ÁTTEKINTÉS MAGYARORSZÁGRÓL

Gazdasági növekedés

6,1%-kal nőtt a hazai GDP a harmadik negyedévben az egy évvel ezelőttihez, míg szezonálisan és munkanappal kiigazítva **0,7%-kal bővült az előző negyedévhez képest, ami az első háromnegyed évben 7,1%-os bővülést eredményezett. A járvány előtti szintet a GDP mintegy 0,7 százalékponttal meghaladta a harmadik negyedévben.** A növekedést érdemben visszafogta chip- és más alkatrészek hiánya miatt akadozó járműgyártás, enélkül a növekedés akár másfél százalékponttal magasabb is lehetett volna. Amennyiben stabilizálódnának a beszállítói láncok, az ipari termelés élesen felpattanhatna a meglévő robosztus rendelésállománynak köszönhetően. A növekedést szintén lassíthatta, hogy a hazai gazdaságban a keleti vakcina beszerzéseknek köszönhetően korábban kerülhetett sor a korlátozások feloldására, így az érintett ágazatok már a korábbi negyedévekben elkezdheték a kilábalást.

A vártnál kedvezőtlenebb harmadik negyedéves GDP adatok, valamint az ipari termelést és a járműgyártást visszafogó akut alkatrész- és félvezetőhiány miatt **GDP 2021. évi növekedési prognózisunkat 6,9%-ra csökkentettük** a korábbi 8%-os várakozásunkról, **az idei évi növekedési előrejelzésünket pedig 6%-ra a korábbi 7%-ról.**

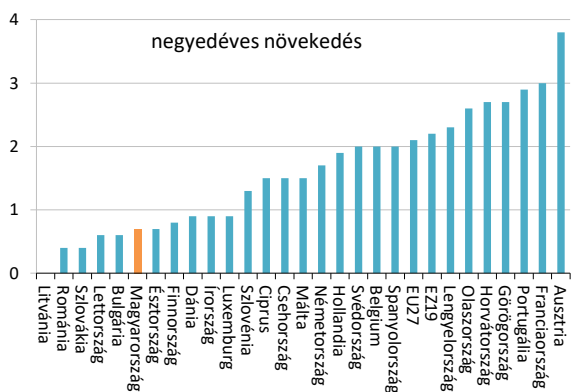
Az ipari termelés a járműgyártást és részben a számítógép, elektronikai termék gyártását sújtó **chip- és alkatrészhiány** miatt a harmadik negyedévben 2%-kal csökkent az előző negyedévhez képest, éves alapon a második negyedévi 40%-os növekedés után alig 3%-kal bővült. Az építőipar negyedéves alapon mintegy 2,7%-kal bővült, míg éves összehasonlításban 13,5%-ról 16%-ra gyorsult a növekedés. A **szolgáltatások** azonban érdemben javultak, mivel a második negyedévben még részlegesen érvényben voltak a korlátozások, amelyeket fokozatosan a **harmadik negyedév elejére enyhítettek**, ezért a legtöbb szolgáltatói ágazat meredeken felpattanhatott. Az is támogatta a kedvező teljesítményt, hogy a tavaly szeptemberben elrendelt határozat helyett idén jelentős nemzetközi események, konferenciák, kiállítások is húzhatták a növekedést. A kiskereskedelmi forgalom 1,2%-kal bővült a második negyedévhez képest, ugyanakkor az éves alapú növekedés 7,3%-ról 4,3%-ra mérséklődött. A harmadik negyedévben 23,5%-kal nőtt a vendéglátás árbevétele az egy évvel, míg 53,6%-kal az előző negyedévvel korábbihoz képest. A harmadik negyedévben 20,1%-kal nőtt a vendégéjszakák száma az előző évihez, míg 278,4%-kal az előző negyedévhez képest. A kereskedelem, vendéglátás, javítás ágazatok összesen 8,1%-kal növelték teljesítményüket. A harmadik negyedévben 139%-kal nőtt a légi utasforgalom az egy évvel ezelőttihez, míg 348%-kal a második negyedévhez képest. A személyszállítás többi formája is jelentősen növekedhetett, így a szállítási ágazatok 12,4%-os növekedést mutattak. Folytatódott a dinamikus növekedés az infokommunikáció ágazatokban (15,2%) is, csakúgy, mint a pénzügy, biztosítási szektorban (6,3%). A szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív ágazatok (8,7%), valamint a szabadidős, sport, kulturális stb. tevékenységek (6,5%) is impozáns teljesítményt nyújtottak. Így döntően a szolgáltatói ágazatok felpattanása, folytatódó helyreállása határozta meg a harmadik negyedévet.



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

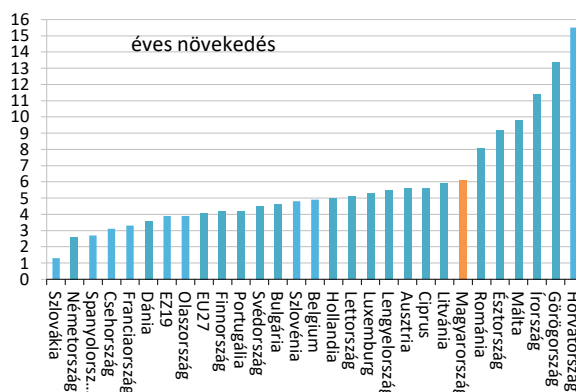
Az iparban a következő hónapokban a **chiphány miatt többször leálló autógyárak** továbbra is fékezhetik a növekedést, azonban a **jelentős rendelésállomány**, valamint az **új kapacitások** üzembe helyezése ezt ellensúlyozhatja. Egyes előrejelzések szerint **az év során fokozatosan enyhülhet a félvezetőhiány**. Az **építőiparban** a lakásfelújítások, lakásépítések, állami, valamint uniós forrásokból finanszírozott beruházások, és az ipari beruházási boom ad lendületet, azonban az építőanyagárak elszállása, egyes építőanyagok hiánya, szállítási nehézségek az építőiparban is okoznak fennakadásokat. A járvány miatti korlátozások által érintett szektorok kilábalása az újabb hullám(ok) súlyosságától függ, **a belföldi turizmus, vendéglátás és szabadidős tevékenységek területén azonban folytatódhat a helyreállítás**. Az európai oltási folyamat gyorsulása és a járványhelyzet meredek javulása lehetővé tette a **fokozatos nyitást**, ezzel szemben a negyedik/ötödik hullámok ellen egyes országokban újabb korlátozásokat vezettek be. A kilábalás, **a GDP helyreállása korántsem egyenletes**, egyes ágazatok (élen az infokommunikációval) már jóval meghaladják a járvány előtti szintet, az idegenforgalomhoz, rendezvényszervezéshez kapcsolódó szolgáltatások ugyanakkor még elmaradnak. **A delta és az omikron variáns ugyan egyértelmű kockázatot** jelent, azonban ezen ágazatok folytathatják a helyreállást, ami még a következő évekre is áthúzódik (a tavalyi első és részben második negyedéves korlátozások miatt egyes ágazatokban még mély lesz a bázis az idei év első negyedévi növekedéshez). Ezért a következő negyedévekben még kifejezetten erős növekedésre számítunk, amit a munkaerőpiac helyreállása és az erőteljes bérdinamika is támogat. **Idén pedig a szja visszatérítés, a 20% közeli minimálbér és bérminimum emelés, a rendőröknek tervezett féléves bónusz, a további ágazati béremelések, a 13. havi nyugdíj kéthetes részlete, valamint a 25 év alattiak szja mentessége adhat további lökést a gazdaságnak.**

1. ábra: Az EU tagállamainak negyedéves növekedése (negyedéves növ. ütem %-ban)



Forrás: Eurostat

2. ábra: Az EU tagállamainak éves növekedése (éves növ. ütem %-ban)



Forrás: Eurostat

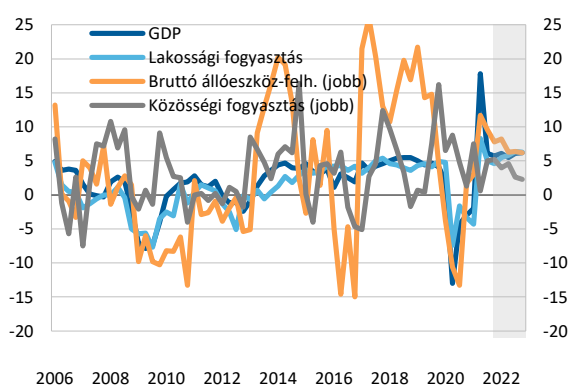
A világgazdaság kilábalási folyamatát valamelyest **lefékezte** a járvány **negyedik**, egyes országokban pedig **ötödik hulláma**, valamint a továbbra is **akut alkatrész- és félvezetőhiány** a negyedik negyedévben. A globális szinten, különösen az európai országokban megjelenő **energiaválság** pedig további nehézségeket okozott, amelynek még nem láthatóak előre a következményei. Noha a koronavírus delta-variánsa által okozott negyedik hullám a magas átoltottság miatt már jóval kevesebb súlyos, illetve halálos kimenetelű esettel járt, ami a



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

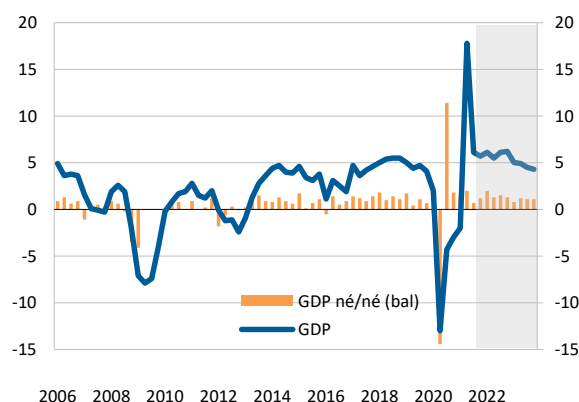
korábbiakhoz képest enyhébb korlátozásokat tett szükségessé, az omikron-variáns korábbiaknál messze gyorsabb terjedése egyes országokban ismételten szigorúbb korlátozásokhoz, illetve lezárásokhoz vezetett az év vége felé, annak ellenére, hogy a súlyos és halálos kimenetelek száma a korábbiak töredékére esett vissza. **A harmadik negyedévben az európai nemzetgazdaságok többsége már elérte a járvány kitörése előtti teljesítményét.** Többnyire azon országoknak sikerült, ahol elhanyagolható a turizmus súlya. A turizmus meghatározó szerepe miatt a **dél-európai országok még jelentős elmaradást** mutatnak, azonban a félvezető és más alkatrészek, alapanyagok hiányától szenvedő ipar miatt **a német, a cseh és a szlovák gazdaság is lemaradásban** van. Ezért igen komoly sikernek nevezhető, hogy a hazai gazdaság összességében már több mint fél százalékkal haladta meg a járvány előtt elért kibocsátást, mivel itthon magasabb a nemzetközi turizmustól és a járműgyártástól függő ágazatok súlya.

3. ábra: A GDP és a belföldi felhasználás komponenseinek alakulása (éves növ. ütem %-ban)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

4. ábra: A GDP negyedéves és éves növekedési ütemei (%-ban)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

Az egyes ágazatokat és országokat továbbra is **különböző mértékű** felpattanás jellemzi. Az ipari termelés lendületét a gyors helyreállást követően az **általánossá váló alkatrész- és félvezetőhiány**, valamint a **szállítási kapacitások-korlátok** törték meg, noha a kilátások továbbra is kedvezőek lennének a **kifejezetten magas rendelésállománynak** köszönhetően. A kiskereskedelem helyreállása folytatódott, amit néhány országban az egyes cikkek érintő **áruhiány**, valamint korábbi **öszöntő intézkedések kifutása** árnyékolt be. A nemzetközi turizmus, az erre épülő szolgáltatások, rendezvények felépülése részlegesen folytatódott, mivel az egyes országok **eltérő feltételeket** szabnak meg a beutazáshoz. A **transzkontinentális utazások** helyreállításához több időre lesz szükség, különösen, hogy a koronavírus újabb, delta, valamint omikron variánsa több helyen már a negyedik, illetve ötödik hullámot indította el. Ennek megfelelően az egyes országok kilábalását nagymértékben határozza meg **az átoltottság alakulása, a gazdasági szerkezet**, így a kilábalás/helyreállítás mértéke is igen különböző maradhat. A turizmustól erőteljesen függő **dél-európai országok jelentős hátrányból** indultak. Ezt enyhítheti az uniós helyreállítási alap, amely döntően a nagyobb visszaesést elszenvedő országokat támogatja.



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

A küldő, döntően északi országok mindazonáltal profitáltak az elmaradt nyaralásokból származó megtakarítások belső felhasználásából, amit az északi államok jóval kisebb tavalyi visszaesése és gyorsabb helyreállása tükröztek. A jelentősebb ipari, járműgyártási kapacitásokkal rendelkező gazdaságokban pedig a **beszállítói láncokkal kapcsolatos nehézségek** vezettek lassuláshoz. Ebből kifolyólag a **kilábalás továbbra is egyenlőtlen**.

2017 negyedik negyedévétől az EU tagállamai közül a hazai gazdaság negyedéves és éves alapon az élmezőnybe került, amit az előző két év során végig megtartott. **Tavalyelőtt** a hazai gazdaság teljesítménye továbbra is **közel két százalékponttal haladta** meg az uniós átlagot, míg tavaly **kismértékben szűkülhetett a növekedési különbség**. A következő években hazai gazdaság növekedése stabilan meghaladhatja az EU összesített növekedési ütemét, így **tartós maradhat a hazai gazdaság felzárkózása**. A következő években a fogyasztás további növekedése, a beruházások felfutása és újabb jelentős autóiipari kapacitásbővítések hatására átmenetileg viszonylag gyors lehet a felzárkózás. Középtávon a hazai gazdasági szereplők mérlegének érdemi javulása viszonylag gyors ütemű felzárkózásra ad lehetőséget, azonban a hosszabb távú felzárkózáshoz **a potenciális növekedést meghatározó tényezők** (humántőke, intézményi/szabályozási/üzleti környezet), **a versenyképesség és a termelékenység további javulása szükséges**.

A harmadik negyedévben **az ipar, valamint a feldolgozóipar hozzáadott értéke 2,5, ill. 2,6%-kal nőtt** az egy évvel ezelőtti sinthez képest, **meredeken lassulva a második negyedévben elért 36,6, illetve 39,8%-os növekedés után**. A feldolgozóipari ágazatok közül legnagyobb mértékben a villamos berendezés és a fémfeldolgozási termék gyártásának növekedése járult hozzá a bővüléséhez. **Az ipari termelés összesen 0,5 százalékponttal javította a gazdasági teljesítményt. Az építőipar teljesítménye 20,1%-kal emelkedett**, 1 százalékponttal növelve a GDP-t, az ágazat 4,9%-kal haladta meg a járvány előtti szintet. A **mezőgazdasági teljesítmény 3,8%-kal csökkent** a harmadik negyedévben, így mérsékelten, 0,2 százalékponttal csökkentette a GDP-t.

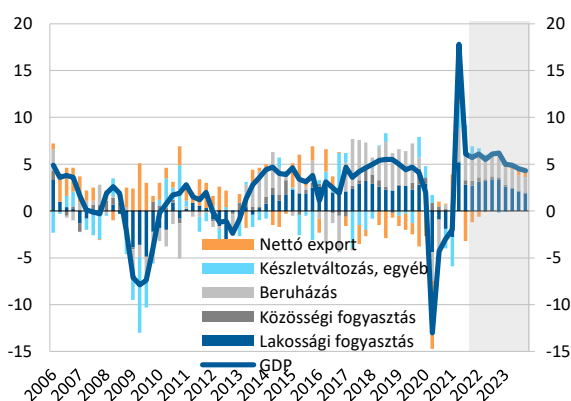
A **szolgáltatói ágazatok hozzáadott értéke 6,8%-kal nőtt**, így **3,8 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás teljesítménye 8,1%-kal nőtt**, ezen belül az előbbieket teljesítménye 5,9%-kal, az **utóbbiaké 21,6%-kal pattant fel** a tavalyi alacsony bázishoz képest. A **szállítás, raktározás** ágazat teljesítménye **12,4%-kal emelkedett**, az **információ, kommunikáció** ágazat teljesítménye **15,2%-kal nőtt**. A **pénzügyi, biztosítási tevékenység** hozzáadott értéke **6,3%-kal nőtt**. Az **ingatlanügyletek teljesítménye 5,4%-kal javult**. A közigazgatás, oktatás, egészségügy teljesítménye 1,8%-kal emelkedett, ezen belül a közigazgatás, védelem, társadalombiztosítás 0,2%-kal nőtt, az oktatás 1%-kal csökkent, az egészségügyi, szociális ellátás 5,8%-kal nőtt. **A szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív tevékenység teljesítménye 8,7%-kal, a művészet, szórakoztatás hozzáadott értéke pedig 6,5%-kal nőtt**. A gazdaság felpattanását tükrözve a termékadók- és támogatások egyenlege 0,9 százalékponttal javította a növekedést. A szolgáltatói ágazatok összességében 1,2%-kal haladják meg a járvány előtti, 2019 negyedik negyedévi szintet. Ezen belül a kereskedelem, járműjavítás, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás 2,7%-kal, a szállítás, raktározás 5,4%-kal, a szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív szolgáltatások 0,1%-kal, a



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

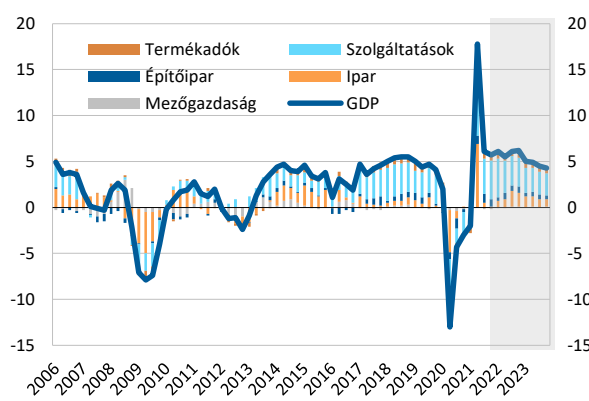
művészet, szórakoztatás, szabadidős szolgáltatások 10,7%-kal maradnak el. Ezzel szemben az infokommunikáció 15,5%-kal, a pénzügy, biztosítási szektor 6,8%-kal, az ingatlanpiaci szolgáltatások 3,2%-kal az állami szolgáltatások 0,2%-kal múlják felül a járvány előtti szintet.

5. ábra: A GDP felhasználási tételeinek növekedési hozzájárulása (%)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

6. ábra: A GDP termelési oldali tételeinek növekedési hozzájárulása (%)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

A GDP felhasználási oldalán a **lakosság** fogyasztási kiadása 5,2%-kal, tényleges (pénzbeni és nem-pénzbeni transfereket is tartalmazó) **fogyasztása 5%-kal emelkedett**, így a fogyasztás összesen 2,8 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A háztartások Magyarország területén realizálódó (hazai) fogyasztási kiadása 5,6%-kal lett nagyobb az egy évvel korábrinál. Ezen belül a tartós termékekre fordított hazai fogyasztási kiadások volumene 3,1%-kal, a féltartós termékeké 5,2%-kal, a nem tartós cikkeké 0,3%-kal, míg a szolgáltatásoké 10,4%-kal emelkedett. A háztartások fogyasztása **a korlátozások szinte teljes feloldása miatt a következő negyedévekben tovább emelkedhet**, amihez a foglalkoztatás teljes helyreállása, az egyes szektorokban megfigyelt, továbbra is dinamikus bérnövekedés, a minimálbér és a bérminimum jelentős emelése, a lakossági transferek, valamint a kényszermegtakarítások felhasználása is támogat. A lakosság pénzügyi vagyonának érdemi növekedésével együtt ugyanakkor még **jelentős tartalékok** állnak rendelkezésre a fogyasztás növekedésének fenntartásához, valamint megjelenhet az elhalasztott fogyasztás is. Továbbra is óvatos maradt költségezésében a lakosság, hiszen rendelkezésre álló jövedelmének változása komolyabb fogyasztás-bővülést is lehetővé tett volna az elmúlt években, a háztartások megtakarítási rátája tartósan 11-12% körül alakult. **A közösségi fogyasztás 5%-kal emelkedett**, 0,5 százalékponttal javítva a GDP növekedését.

A **bruttó állóeszköz-felhalmozás** a harmadik negyedévben **9,6%-kal nőtt** az előző év azonos időszakához képest. Az építési beruházások volumene nagyobb, a gép- és berendezés-beruházások volumene kisebb mértékben növekedett. A beruházásokon belül a legtöbb ágazatban bővülés volt megfigyelhető. Nagymértékű volt a növekedés a feldolgozóipar, a szállítás, raktározás, a mezőgazdaság, a kereskedelem, gépjárműjavítás és az üzleti szolgáltatások területén. A beruházások a harmadik negyedévben 2,7 százalékponttal járultak hozzá a GDP növekedéséhez. **A készletek növekedése** pedig 3,2 százalékponttal javította a GDP-t.

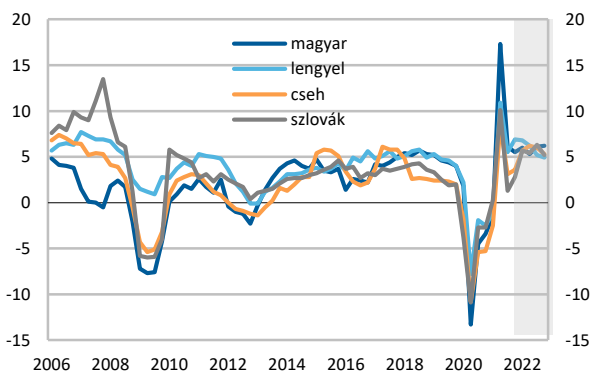


Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

A külkereskedelem 292 milliárd forint hiányt mutatott, így a külkereskedelmi egyenleg romlása 3,2 százalékponttal visszafogta a GDP növekedését. **Az export volumene 1,4%-kal, az importé 5,6%-kal nőtt.** A külkereskedelmen belül az áruforgalom kivitele 1,2%-kal csökkent, behozatala 4,3%-kal emelkedett, a szolgáltatások exportja pedig 13%-kal, míg importja 13,3%-kal nőtt.

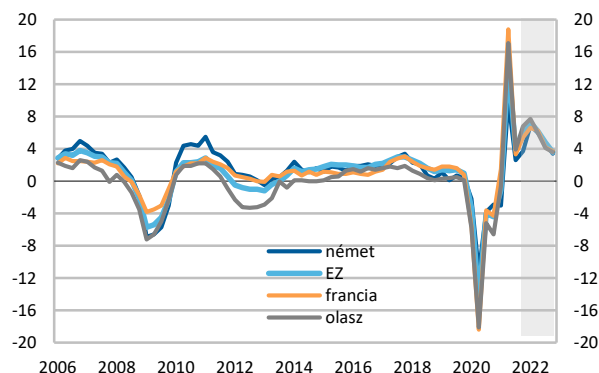
A járvány őszi/tavaszi hulláma ellen hozott újabb korlátozó intézkedések fokozatos feloldása eltérően érintették a régiós országok gazdaságait. A lengyel gazdaság 2,3%-kal bővült a második negyedévhez képest, így éves összehasonlításban 5,5%-os növekedést mutatott. A turizmustól legkevésbé függő, jelentős belső piaccal rendelkező lengyel gazdaság teljesítménye 2020-ban mindössze 2,7%-kal esett vissza. A cseh gazdaság 1,5%-kal bővült az előző negyedévhez képest, míg egy év alatt 3,1%-kal növekedett, 2020-ban összesen 5,6%-kal csökkent a teljesítménye. A szlovák gazdaság teljesítménye 0,4%-kal nőtt a második negyedévhez képest, éves szinten pedig az uniós országok között leglassabb mértékben, 1,3%-os növekedést mutatott, míg tavalyelőtt 5,2%-kal esett vissza. A cseh és a szlovák gazdaság kilábalását elsősorban a járműgyártást korlátozó félvezető és alkatrészhiány hátráltatja. 0,4%-os növekedést mutatott a román gazdaság egy negyedév alatt, aminek köszönhetően a harmadik negyedévben 8,1%-kal nőtt, tavalyelőtt pedig összességében 3,6%-kal csökkent a román gazdaság. **A következő években visszatérhet a viszonylag gyors ütemű a növekedés a régiós országokban,** részben az EU-források felfutása, részben az általános szakemberhiány miatt várhatóan újra gyorsuló bérdinamika miatt, így a régiós gazdaságokat elsősorban a belső kereslet fűtheti. A helyreállást ugyanakkor a járműgyártást sújtó alkatrészhiány és általában a beszállítói nehézségek fékezik.

7. ábra: GDP-növekedés a visegrádi térségben (év/év %)



Forrás: Eurostat, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

8. ábra: GDP-növekedés a főbb euró-övezeti országokban (év/év %)



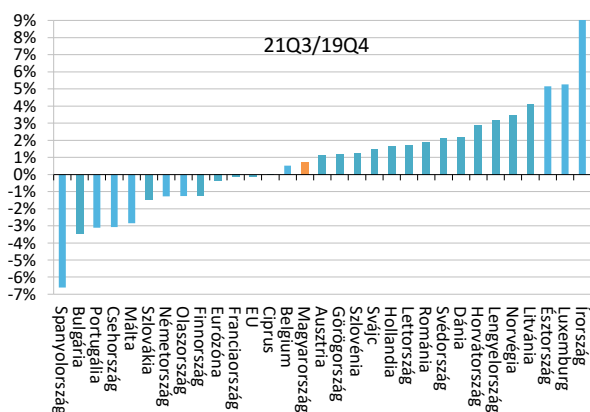
Forrás: Eurostat, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

Az EU gazdasága 2,1%-kal, az Euró-övezet gazdasága pedig 2,2%-kal nőtt a második negyedévhez képest, így az egy évvel ezelőttihez képest az EU gazdasága 4,1%-os, az euró-övezet gazdasága 3,9%-os növekedést mutatott. Németország gazdasága 1,7%-kal bővült egy negyedév, míg 2,6%-kal nőtt egy év alatt. A német gazdaság kilábalását hátráltatja a globális chiphiány és a beszállítói láncok akadozása. 2,7%-kal nőtt a spanyol, 3,3%-kal a francia, 3,9%-kal az olasz, 13,4%-kal a görög, 15,5%-kal a horvát gazdaság. Az ír gazdaság az adópolitikájának köszönhető tőkeallokációk hatására egy negyedév alatt 0,9%-kal, egy év alatt

Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

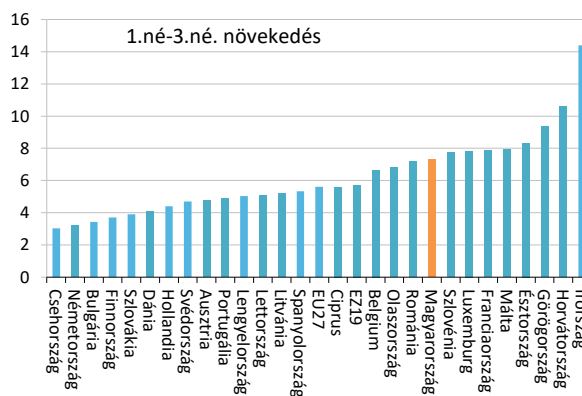
pedig 11,4%-kal bővült. Átfogóbb képet ad, amennyiben az egyes gazdaságok teljesítményét a járvány kitörése előtti, 2019 negyedik negyedévihez hasonlítjuk, amely alapján tizenhat európai gazdaság, köztük a hazai, már elérte a járvány előtti szintet. Többnyire azon országoknak sikerült, ahol elhanyagolható a turizmus súlya, valamint nagy meglepetésre a görög és horvát gazdaság teljesítménye már meghaladta a válság előtti szintet. A turizmus meghatározó szerepe miatt a dél-európai országok többsége még tetemes elmaradást mutatnak, köztük a spanyol 6,6%-kal, a máltai 2,8%-kal, a portugál 3,1%-kal, az olasz 1,3%-kal múlja alul. Ugyanakkor a félvezető és más alkatrészek, alapanyagok hiányától szenvedő ipar miatt a német, a szlovák és a cseh gazdaság 1,3%-os, 1,5%-os, illetve 3,1%-os lemaradásban van. Ezért igen komoly sikernek nevezhető, hogy a hazai gazdaság összességében már majdnem egy százalékkal haladta meg a járvány előtt elért kibocsátást, mivel itthon magasabb a nemzetközi turizmusból és a járműgyártástól függő ágazatok súlya. Az EU átlagosan 0,1%-kal, míg az euró-övezet 0,4%-kal marad el a járvány előtti szinttől.

9. ábra: Egyes uniós országok teljesítménye 2019 utolsó negyedévéhez képest



Forrás: Eurostat, Takarékbank számítás

10. ábra: Az uniós tagállamok első háromnegyedéves teljesítménye



Forrás: Eurostat, Takarékbank számítás

Infláció

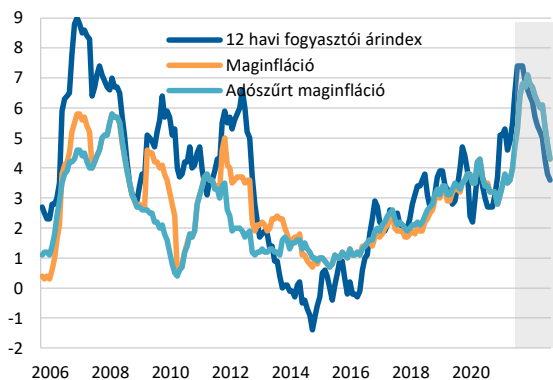
7,4% maradt az infláció decemberben az igen széleskörű áremelkedés miatt, mivel a dohánytermékek jövedéki adójának egy évvel ezelőtti emelésének hatása elkezdett kiesni a bázisból, valamint az üzemanyagárak egy évvel ezelőtti megugrása, illetve a november második felében bevezetett 480 forintos árplafon, valamint az alá esése önmagában **0,8 százalékponttal mérsékelhette volna az inflációt. Az erősödő árnyomást tükrözi, hogy a maginfláció 6,4%-ra ugrott,** ami bőven felülmúlta a várakozásokat. **A meglepetést az élelmiszerek és tartós fogyasztási cikkek vártnál lényegesen gyorsabb áremelkedése okozta.** Az egyre tartósabbnak ígérkező magas infláció miatt szükséges volt a kamatemelési ciklus elindítása, ráadásul még számos felfelé mutató kockázatot jelentenek a nyersanyagárak másodkörös hatásai, az újraindítás miatt felrobbanó kereslet, amit a kínálat lassabban tud követni, a munkaerőhiány miatt várhatóan érdemben megugró bérek, így az MNB a kamatemelési ciklus gyorsítására kényszerülhet. Egyes alapvető élelmiszerek árainak rögzítése a következő



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

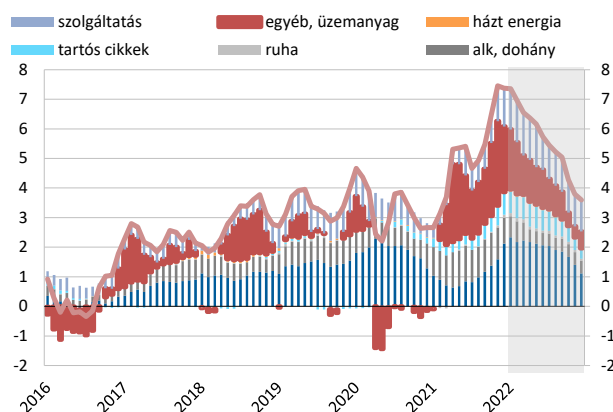
hónapokban némileg mérsékelheti az inflációt, ugyanakkor **a tőzsdei gázárak elszállásának még beláthatatlan következményei lehetnek**. Noha a hazai háztartási energiaárak feltehetően nem változnak a közeljövőben, a gázárak megötszöröződése, az áramárak megháromszorozódása **számos ágazatban, és szinte minden ipari folyamatban megjelenhet**, így a pékáruktól az élelmiszertermeléshez szükséges műtrágyáig jelentős mértékű drágulást okozhat. Az inflációban ugyanakkor hangsúlyosan jelen vannak **egyszeri tényezők is**, mint a dohánytermékek jövedéki adóemelése, ami önmagában 1,2 százalékponttal növelte az inflációt, a tavalyi év végétől idén áprilisig pedig két lépésben ugyanennyivel vissza fogja húzni az inflációt, ezért **az idei év végére már visszatérhet az infláció a toleranciasáv felső szélé, 4% alá**. Ugyanakkor az előbb említett kockázatok hosszabb távú hatással járhatnak.

11. ábra: A 12-havi infláció alakulása (növ. ütem %-ban)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

12. ábra: A fogyasztói árindex felbontása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

A következő hónapokban **bázishatások miatt már mérséklődhet az infláció**, azonban a számos terméket érintő nemzetközi hatások miatt messze **magasabb lesz**, mint amire korábban számítani lehetett. A vártnál jóval szélesebb körű, és meredekebb áremelkedések hatására **az idei inflációs várakozásunkat 5%-ról 5,5%-ra emeljük**, továbbra is jelentős felfelé mutató kockázatokkal, amit a globális alapanyag-, nyersanyag-, alkatrészhiány, a nemzetközi szállítási árak elszállása és a globális energiaválság okoz. Az inflációra emellett a jelentős béremelések, a bérköltségek érdemi növekedése, a lakosság többletjövedelmei miatt várható keresletélénkülés is kockázatot jelent.

A tavalyi év elején mérsékelte az inflációt a sertéspestis következtében elszálló sertéshúsárak kiesése a bázisból, valamint a sertéshúsárak csökkenése. Ezzel szemben az előző év elejéhez képest lényegesen gyengébb forint erősítette az inflációt, ami látszik a tartós fogyasztási cikkek esetében, az új autók árának emelkedését azonban a lényegesen magasabb műszaki tartalom is befolyásolja, azonban a faárak elszállása már érezteti hatását a bútórákban is. A tartós fogyasztási cikkek árait jelentősen növeli a nyersanyagárak elszállása, az alkatrészhiány, a szállítási költségek elszállása is. A széleskörű áremelkedést tükrözi, hogy időjárás tényezők, a klímaváltozás, a zöldségtermelés, valamint egyes geopolitikai feszültségek miatt még a gyapot és a cellulóz ára is elszállt, ami a



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

ruházati és papírtermékek árát fogja érdemben növelni. A lakbérek és más piaci szolgáltatások árnövekedése is gyorsul. Az üdülési szolgáltatások árait jelentősen mérsékeltek a járvány második hulláma miatt meghozott újabb utazási korlátozások és az idegenforgalom ismételt zuhanása, míg a korlátozások feloldása után érdemben növekedtek. Ellentétesen alakulnak az élelmiszerárak is, a sertés, és általában a húсарak az utóbbi néhány hónapban csökkentek, ugyanakkor a gabona- és takarmányárak elszállása előbb-utóbb megjelenik a fogyasztói árakban is. A katasztrófális tavalyi gyümölcsstermés miatt elszálltak a gyümölcsárak, ez azonban tavaly már kiesett a bázisból, a búzaárak emelkedése miatt azonban emelkedhetnek a lisztnagykereskedelmi és a pékáruk árai. A kínálati oldal gyengülése, kapacitások kiesése párosulva a felfutó kereslettel magasabb inflációhoz vezethet, ugyanakkor a folytatódó kamatemelési ciklus miatt a forint erősödhet, ami viszont mérsékelheti az inflációt.

Egy év alatt **az élelmiszerek árai 8%-kal nőttek**, ami érdemi gyorsulás a tavaszi hónapokban mért 3% körüli növekedéshez képest. Ezen belül a Kínában kitört afrikai sertéspestis következtében a tavalyielőtti év végétől kiemelkedő mértékben dráguló a sertéshús árak novemberben 1,6%-kal csökkentek az előző év első hónapjaiban mért 28% körüli növekedéssel szemben, azonban a Németországban kitört sertéspestis miatt az unióban maradt húskínálat is lenyomta az árakat. A baromfi árak azonban 13,4%-kal emelkedtek. A párizsi, kolbász árak 1%-kal nőttek, a szalámi, sonka árak pedig 0,1%-kal csökkentek. A tojás ára 9,4%-kal nőtt, a tej ára 12,1%-kal emelkedett, az étolaj 26,8%-kal, a liszté 23,7%-kal, a margariné 22,8%-kal, a munkahelyi étkezésé 9,9%-kal, az éttermi étkezésé 9,6%-kal emelkedett. Decemberben a kenyér 15,2%-kal, a cukor 9,4%-kal drágult, míg a gyümölcsök árai 3,6%-kal emelkedtek. A szeszes italok, dohányárak ára átlagosan 8,9%-kal, ezen belül **a dohányáraké 12,7%-kal emelkedett. A ruházkodási termékek árai 2,8%-kal nőttek, a tartós fogyasztási cikkek árai pedig 7,5%-kal emelkedtek**, részben az új személygépkocsi árak 8,4%-os emelkedése – amit nagyrészt a jóval magasabb műszaki tartalom és a károsanyagkibocsátás költségeinek áthárítása magyaráz –, míg egyre erőteljesebben érezhető a forint tavalyi gyengülésének hatása is, amit tükröz, hogy több termék kategóriában is gyorsult az áremelkedés mértéke, amit a faárak miatt dráguló bútorok (a szobabútorok 14,5%-kal, a konyhabútorok 15,3%-kal drágultak), vagy a réz- és acélárak miatt dráguló tartós háztartási cikkek is fokoznak. **A háztartási energiaárak 1,2%-kal nőttek**, a szén (9,8%), a tűzifa (9%) és a palackos gáz árainak emelkedése miatt. **Az egyéb cikkek árai 11,7%-kal nőttek**, ezen belül az **üzemanyagárak 25,9%-kal emelkedtek** az előző havi 37,7% után, de a kategórián belül szinte minden termék áremelkedése gyorsult. **5%-kal drágultak a szolgáltatások**, részben az alacsonyabb tavalyi bázis hatására, amit a parkolási díjak átmeneti felfüggesztése okozott, míg decemberben 4,6%-ra gyorsult az üdülési szolgáltatások árnövekedési üteme, ezen belül a belföldi árak 4,9%-kal, a külföldi utazások árai 3,6%-kal emelkedtek. Az albérleti piac lassú magára találása miatt 5,2%-ra gyorsult a lakbérek árainak növekedése decemberben. A lakásjavítás, karbantartás drágulása ugyanakkor továbbra is gyors, 14,5% volt, a háztartási szolgáltatásoké 9,1%, a járműjavításé pedig 9,6% volt decemberben.

[Monetáris politika, jegybanki alapkamat](#)



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

2,40%-ra emelkedett az alapkamat decemberben a korábbi 2,10%-ról, a Monetáris Tanács emellett 80p-tal **2,40%-ra emelte az egynapos betéti**, valamint 30bp-tal **4,40%-ra az egynapos és egyhetes fedezett hitel** kamatát. **Az egyhetes betéti kamat a tavalyi év végére 4,00%-ra emelkedett.** Az inflációs kockázatok fokozódása és a korábbi várakozásoknál messze magasabb infláció miatt az MNB a közelmúltban **elválasztotta az effektív egyhetes betéti kamatot az alapkamattól**, ezenkívül kiszélesítette, valamint aszimmetrikussá tette a kamatfolyosót, annak érdekében, hogy a pénz- és árupiaci mozgások kiszámíthatatlansága miatt **növelje a mozgásterét.** A Monetáris Tanács decemberi ülésén **Növekedési Kötvényprogram és az állampapír-vásárlási program lezárásáról** is döntött. A Monetáris Tanács szerint az állampapírpiac stabil likviditási helyzete előretételeként is kulcsfontosságú a monetáris transzmisszió hatékonysága szempontjából. Az MNB az állampapírpiac likviditási folyamatait a jövőben is szoros figyelemmel követi, és szükség esetén készen áll átmeneti és célzott állampapír-vásárlásokkal beavatkozni az állampapírpiac stabilitásának fenntartása érdekében. Az eseti állampapír-vásárlások nem jelentik a monetáris politikai irányultság megváltozását. A jegybank a tulajdonában lévő állampapírokat **lejáratig** tartja.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az inflációt övező **kockázatok** továbbra is **felfelé mutatnak.** Az inflációs várakozások emelkedtek az elmúlt hónapokban. A **tartósan magas nyersanyag- és energiaárak, a nemzetközi szállítványozás költségeinek emelkedése,** valamint az egyre szélesebb körű **ellátási nehézségek** változatlanul tartósabb külső inflációs nyomás irányába mutatnak. Eközben a feszes munkaerőpiac az **élénkülő bérdinamikával** és a magasabb inflációs környezettel párosulva az inflációs várakozások további emelkedését és a **másodkörös inflációs kockázatok erősödését** eredményezheti. A másodkörös inflációs kockázatok mérséklése és a várakozások megfelelő alakítása hosszabb ideig tartó, kiszámítható monetáris politikai szigorítást tesz szükségessé. A Tanács változatlanul az alapkamat-emelési ciklus havi ütemű folytatását tartja szükségesnek. Az egyhetes betéti rátában bekövetkező lépések tartósan beépülnek az MNB kamatemelési ciklusába. Az egyhetes betéti ráta emelésével az MNB továbbra is készen áll a rövid távú pénz- és árupiaci kockázatokra gyorsan és rugalmasan reagálni. A Monetáris Tanács a kamatemelési ciklust addig folytatja, ameddig az inflációs kilátások fenntartható módon a jegybanki célon stabilizálódnak, és az inflációs kockázatok a monetáris politika időhorizontján újra kiegyensúlyozottá válnak.

A szeptemberi kamatdöntés óta meredeken elszálltak a földgáz-, áram-, és olajárak, ami jelentős, és széleskörű inflációs nyomáshoz vezethet a háztartási energiaárak szinten tartása mellett is. Az MNB vezetése üzeneteiben már előkészítette a kamatemelési ciklus folytatását az inflációs kockázatok érdemi emelkedése miatt, amit szinte minden oldalról érkező külső nyersanyagár sokkok mellett az újraindítás kereslet –kínálati súrlódásai okoznak. Noha az infláció az év elején bázishatások miatt mérséklődhet, az előbb említett tényezők jóval magasabb inflációs pályát eredményeznek a következő hónapokban, miközben a minimálbér jelentős emelése mellett az szja visszatérítés, a rendvédelmi állomány hathavi bónusza, az idén kifizetésre kerülő nyugdíjprémium, valamint a februári 13. havi nyugdíj mintegy **1200 milliárd forinttal növeli a háztartások jövedelmét**, ami érdemi lökést adhat a **fogyasztásnak**, a gazdasági növekedésnek, ugyanakkor az **inflációnak** is. Az infláció a nyári átmeneti mérséklődés után érdemben emelkedett, ami világszerte megfigyelt jelenség. A következő hónapokban az

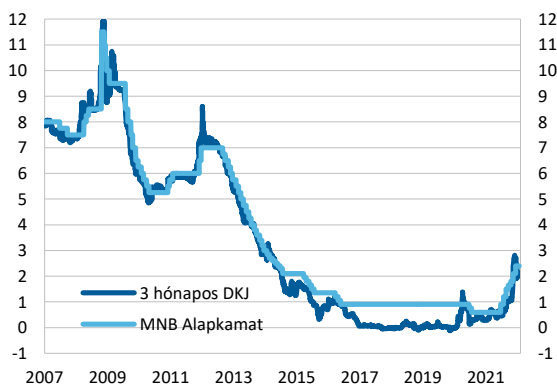


Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

enyhén mérséklődhet az infláció, mivel a dohánytermékek jövedéki adóemelése jövő év áprilisáig kiesik a bázisból, ami 1,2 százalékponttal csökkentheti az inflációt. A nyersanyagárak robbanásszerű emelkedése ugyanakkor továbbra is felfelé mutató kockázatokat jelent, mivel számottevő másodkörös hatással járhatnak, csakúgy, mint az újra megjelent munkaerőhiány hatására várhatóan élénkülő bérnövekedési dinamika. Az inflációt az MNB megítélése szerint a költségvetési kiadások tervezett növelése is fűtheti. Ezért az **MNB proaktív jelleggel kamatemelési ciklust** kezdett, ami az MNB iránymutatása szerint **az idei év elején is határozott ütemben** folytatódhat, így a tavaszi hónapokig **további kamatemelésekre** számítunk. A tavaszi hónapokban véget érhet a kamatemelési ciklus, mivel az idei inflációs kilátásokat számos bázishatás javíthatja, így feltehetően nem lesz szükség további szigorításra. Az inflációs kockázatok számottevő fokozódása miatt azonban tovább emeljük a kamatemelési várakozásunkat, ennek megfelelően az első negyedévében **4,00%-ig emelkedhet az alapkamat**, ami az év végéig ezen a szinten maradhat, míg **az egyhetes betéti kamat az infláció alakulásának függvényében 4,75-5,00%-ig emelkedhet**. Az év végétől azonban elkezdődhet **az egyhetes betéti kamat mérséklése**, valamint fokozatos **visszazárása** az alapkamathoz, amennyiben az inflációs előrejelzések a bázishatások miatt arra utalnak, hogy az infláció 2023-ban visszatérhet a toleranciasávba.

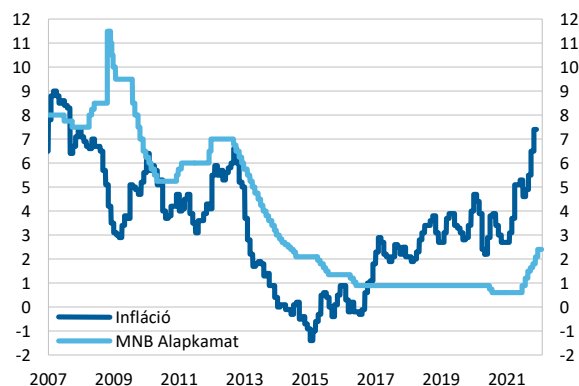
A jegybank számára változatlanul kiemelt szempont, hogy a rövid oldali kamatok minden részpiacon és minden időszakban a Monetáris Tanács által optimálisnak tartott rövid oldali kamatszinttel összhangban alakuljanak. Ezen cél érdekében az MNB ismét aktívan, mennyiségi korlát nélkül használja a devizalikviditást nyújtó swapeszközét, amelynek keretében 2021 decemberében összesen négy tendert tart. Emellett a rövid futamidejű diszkontkötvény aukció tovább erősíti a pénzügyi rendszerben lévő likviditás hatékony sterilizációját. Ugyanezen célt erősítve a jegybank a swappiaci folyamatokat figyelembe véve fokozatosan kivezette a forintlikviditást nyújtó swapeszközét.

13. ábra: A 3 hónapos DKJ-hozam és a jegybanki alapkamat alakulása (%)



Forrás: ÁKK, MNB

14. ábra: A 12 havi infláció és az MNB alapkamat alakulása



Forrás: KSH, MNB



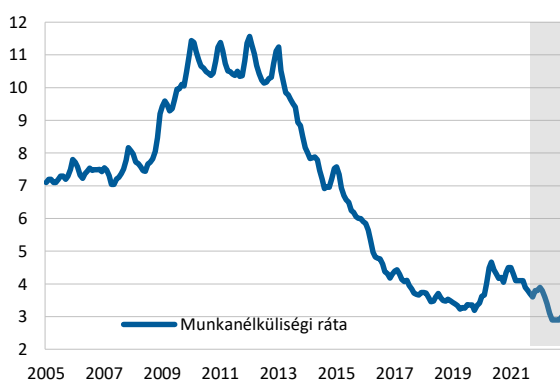
Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

Az infláció meredek emelkedése miatt a cseh és a lengyel jegybank is kamatemelési sorozatot indított el. Az előbbi agresszívbabban, 350 bázisponttal 3,75%-ra, az utóbbi 165 bázisponttal 1,75%-ra emelte az alapkamatot 2021 végére. A járvány kitörése óta szinte minden jegybank csökkentette a kamatokat, a Fed 0%-ra csökkentette a kamatcél, korlátlan eszközvásárlási programot jelentett be, az EKB 750 milliárd euró pandémiás eszközvásárlási programot jelentett be, amit 600, legutóbb pedig további 500 milliárd euróval bővített, emellett számos további jegybank is bejelentett már mennyiségi lazítást és kötvényvásárlási programot. Az inflációs nyomás fokozódása miatt azonban **a Fed elkezdte az eszközvásárlási program kivezetését, ami márciusra teljesülhet, ezt követően pedig idén és jövőre három-három, azt követően kettő kamatemeléssel számolnak.** Az EKB ezzel szemben továbbra is átmenetinek tekinti az infláció megugrását, ezért a piaci zavarok elkerülése érdekében a márciusban befejeződő pandémiás eszközvásárlási program (PEPP) ellensúlyozására átmenetileg 20-ról 40 milliárd euróra növeli a korábban elindított eszközvásárlási program (AP) havi vásárlási összegét.

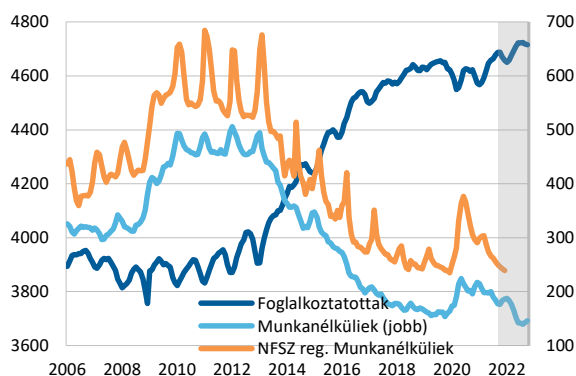
Foglalkoztatás, munkanélküliség és béralakulás

3,7%-ra csökkent a munkanélküliségi ráta szeptember és november között az előző háromhavi 3,8% után. **Egy év alatt 70 ezerrel, 4,687 millióra nőtt a foglalkoztatottak száma, ami nem csupán a járvány előtti szintet haladja meg, hanem a rendszerváltás óta a legmagasabb érték.** **Az elsődleges munkaerőpiacon 88 ezerrel nőtt a munkahelyek száma** egy év alatt, **a közfoglalkoztatottak száma 4 ezer fővel,** a külföldön dolgozók létszáma pedig 14 ezer fővel csökkent. **2021 novemberében a foglalkoztatottak átlagos havi létszáma 4 millió 678 ezer fő volt,** 44 ezer fővel több, mint egy évvel korábban. **A munkanélküliek száma 7 ezer fővel csökkent** az előző háromhavi átlaghoz képest, míg **23 ezer fővel csökkent** az egy évvel ezelőttihez képest, így a munkanélküliségi ráta 3,7%-ra mérséklődött az egy évvel korábbi 4,2%-ról. A 15-74 éves korosztályban a gazdaságilag aktívak száma egy év alatt 45 ezer fővel 4,864 millióra nőtt. A 15–64 éves korcsoport esetében egy év alatt **a foglalkoztatási ráta 1,6 százalékponttal, 74%-ra nőtt.**

15. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



16. ábra: A foglalkoztatás és a munkanélküliség alakulása





Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

A harmadik hullámos korlátozások végével hamar magára talált a hazai munkaerőpiac, történelmi csúcsra emelkedett a foglalkoztatottak száma, a nyitási lehetőséggel párhuzamosan láthatóan aktív toborzásba kezdtek a vállalatok, így a nyár végére visszatért a válság előtti feszesség a hazai piacra és újra emelkedik a betöltetlen álláshelyek száma. Várakozásunk szerint **tavaly 4.0%, idén pedig 3.3% lehet a munkanélküliségi ráta** a statisztikai módszertan szerint. A kormány munkahelyvédelmi intézkedései, a bértámogatások, az adócsökkentések, a vállalati és lakossági törlesztési moratórium érdemben hozzájárultak a munkahelymegőrzéshez és ahhoz, hogy a jelenlegi munkaerőpiaci válság jelentősen kisebb amplitúdójú (volt), mint az egy évtizeddel korábbi, amikor elérte a 700 ezret a munkanélküliek száma. A gyors helyreállítás ellenére még látszanak utóhatások, ami a munkanélküliség válság előttihez kissé magasabb szintjében is jelentkezik, néhány szektor, köztük a külföldiek keresletére építő budapesti turizmus teljes helyreállása még várta magára. Iparági források alapján az év végére újra elérkezett a másfél évvel ezelőtt látott munkaerőhiányos és erőteljes béversennyel járó munkaerőpiaci környezet a legtöbb szektorban, különösen, amelyekben jelentős munkaerőt kellene pótolni a pandémiás elbocsájtások után. Országos szinten a szakterületenként feladott álláshirdetések mennyiségéből kirajzolódik, hogy a vendéglátás-idegenforgalom emelkedett a legjobban, amelyet az SSC-k, a HR, a marketing, média és PR, valamint az adminisztráció és irodai állások követnek. Az újra megjelenő és várhatóan fennmaradó munkaerőhiányos helyzet egyben igazolja az aggodalmakat a felfelé mutató inflációs kockázatokról is, mivel a munkaerőpiaci feszesség gyors emelkedése a bérnövekedés ütemét is tovább gyorsítja, miközben a kínálati oldal több esetben még mindig nem épült fel teljesen, továbbra is jelen van a globális alapanyaghiány, kapacitáshiány és a jelentős energiadrágulás is nehezíti a vállalatok termelési szintjének helyreállítását. Lefelé mutató kockázat lehet egy újabb hullámból eredő korlátozás itthon és a nemzetközi piacokon egyaránt, bár ezektől láthatóan igyekeznek tartózkodni ahol csak lehetséges, így várhatóan az idei évet is növekedéssel és erőteljes bérnövekedéssel indíthatja a magyar munkaerőpiac, bár a rendelkezésre álló munkaerő mennyisége a végéhez közelít, a teljes foglalkoztatottság közelében áll a hazai piac és az extenzív növekedési fázis hamarosan lezárulhat.

2021 III. negyedévében igen erős képet mutatott a hazai munkaerőpiac szektoriális bontásban. A mezőgazdaságban 9 ezerrel, a feldolgozóiparban pedig minimális, 7 ezer fővel csökkent a foglalkoztatás, míg az építőiparban 10 ezerrel, a piaci szolgáltatások területén 31 ezerrel, a nem piaci szolgáltatások területén pedig 13 ezerrel nőtt a létszám, így nemzetgazdaság-szerte helyreállítás látszott az egyes iparágakban, egyedül a mezőgazdaság nem tud tartósabban felzárkózni, vélhetően a munkaerőhiány miatt emelkedő bérszinteket kevésbé tudják kigazdálkodni egyelőre..

A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai szerint decemberben egy hónap alatt, 3,5, egy év alatt 52 ezer fővel **238,7 ezerre csökkent** a regisztrált álláskereső száma, ami a 2020. júniusi csúcshoz képest 138 ezer fős csökkenés, ami már alig múlja felül a járvány előtti szintet.

8,5%-kal nőttek a bérek októberben, 2017 óta pedig 56,5% volt a rendszeres bérek növekedése. A vizsgált hónapban a bruttó átlagkereset 431 300 forint volt a teljes munkaidőben foglalkoztatottak esetében, míg a nettó



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

átlagkereset 286 800 forinton állt. Közfoglalkoztatás nélkül a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset 441 500 forint volt a hónapban. **A nettó bérek szintén 8,5%-kal emelkedtek, a reálbérek változása pedig 1,9%-ra mérséklődött az erőteljes infláció miatt.** A bérdinamika alapfolyamatait meghatározó és így a monetáris politika szempontjából is kiemelt mutató, a rendszeres bérek növekedése 8,4% volt a hónapban az előző havi 9,0% után. A keresetek a vállalkozások körében 6,9%-kal emelkedtek, míg a közszféra bérnövekedési üteme 9,4% volt a hónapban. A 2022. januártól további 21%-kal emelkedő egészségügyi szakdolgozói bérek illetve az idén januártól évenként kiugró mértékben növekvő orvosi bérek érdemben támogatják majd a dinamikát ebben a szektorban is. A nemzetgazdaságban **alkalmazásban állók létszáma 3,2%-ot emelkedett** éves alapon a tavalyi alacsony bázisról, így már meghaladja a pandémia előtti csúcsát a szint.

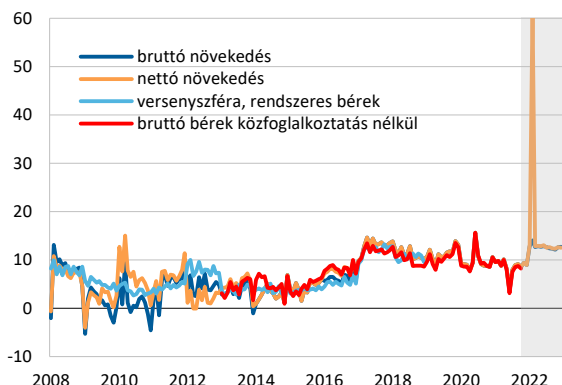
Továbbra is erőteljes a hazai bérdinamika és gyorsulás várható az idei évtől, a minimálbéremelés, továbbá a munkaerő megtartása és odavonzása érdekében illetve az inflációs környezet figyelembevételére miatt aktív béremelésre „kényszerülnek” a munkaadók. **A januártól 200 ezer forintra emelkedő minimálbér és 260 ezer forintra emelkedő szakmai bérminimum** miatt, illetve a 4%-kal csökkenő szociális hozzájárulási adó segítségével a teljes bérskála érdemben feljebb tolódhat a jövő évben és **13% körüli lehet az átlagbér emelkedése**, az idei 8,5%-os növekedés után. Ezt látszanak igazolni a szakszervezeti források is, amelyek szerint 7 és 27% között átlagos béremelésben állapodtak meg januártól a hazai vállalkozásoknál, a legtöbb általános megállapodás pedig 12 és 18% közötti növekedésről szól, ilyen mértékű emelés pedig tovább erősítheti a vállalatok áremelési szándékát, amit azonban könnyen meg is tehetnek a kiugróan erős fogyasztói kereslet mellett. Ez viszont akár elvezethet egy klasszikus ár-bér spirálhoz is, mikor az erőteljes inflációhoz erőteljes kereslet párosul, a vállalatok pedig a kereslet következtében rekord számban keresnek új munkaerőt, ami szintén felfelé hajtja a béreket és egyelőre az inflációs kockázatok is inkább felfelé, mint lefelé mutatnak. Ennek az erősödő alapfolyamatnak, az szja visszatérítésnek, a 6 havi fegyverpénznek és több egyszeri transzfernek köszönhetően jövőre a nettó bérek érdemben el fognak szakadni a bruttó szinttől és még a várható erőteljes inflációt figyelembe véve is **10% feletti reálbér növekedés lehet 2022-ben**, ami jelentős fogyasztásélénkítő erővel bír, támaszt adva a GDP-nek fogyasztási oldalról. Ágazati bontásban átlag feletti volt a bérnövekedés a hónapban a vendéglátásban, a pénzügyi szektorban, az ingatlanügyletek alágban, a tudományos-műszaki területeken, az oktatásban, illetve kiugró a növekedés az egészségügyben, míg láthatóan átlag alatti a bérnövekedés az energiaszektorban, az iparban, a logisztikában és a közigazgatásban.

17. ábra: A bruttó és nettó bérek alakulása

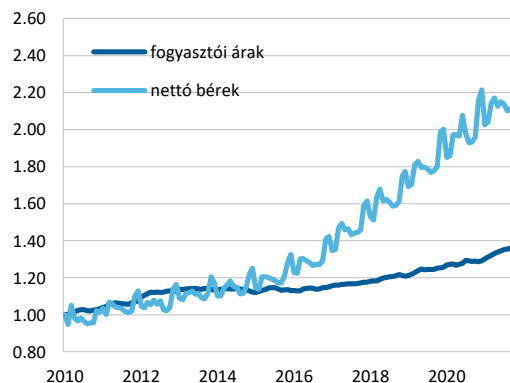
18. ábra: A fogyasztói árindex és a nettó bérek alakulása fix bázison



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

2020-ban 9,7%-kal emelkedtek a bérek a bérmegállapodás, a minimálbérek 8%-os, a garantált bérminimum 8%-os növelése, valamint az egyes ágazatokban folytatódó életpályamodellek miatt. Ez a 3,3%-os infláció mellett **6,2%-os reálbér növekedést** eredményezett, így **2013-tól 2020 végéig összesen 62,9%-kal nőttek a nettó reálbérek**. Tavaly **8,5%-ra mérséklődhetett a bérnövekedés** üteme, ami a várt 5,1%-os infláció mellett **3,3%-os reálbér növekedést** eredményezhetett, ezzel **2013-2021 között közel 70%-kal emelkedhet az átlagos reálbér**. Idén a közel 20%-kal, **200 ezer forintra emelkedő minimálbér és 260 ezer forintra emelkedő garantált bérminimum, valamint több költségvetési ágazatban bejelentett 20%-os béremelés hatására 13%-ot megközelítő bérnövekedésre** van kilátás. A **rendvédelmi dolgozók** számára tervezett **hathavi fegyverpénz** kifizetése szintén hozzájárul a gyorsuló bérnövekedéshez. A nettó bérek pedig elszakadnak a bruttó bérektől, egyrészt a **25 év alatti munkavállalók szja mentessége**, másrészt a gyermeket nevelők **szja visszatérítése** miatt, aminek hatására a nettó bérnövekedés több mint **4 százalékponttal haladhatja meg** a bruttó bérek dinamikáját. Az szja visszatérítés februári időpontja miatt februárban a nettó bérnövekedés elérheti a 60%-ot is. Mindezek hatására a **nettó bérek reálnövekedése meghaladhatja a 10%-ot, 2013-2022 között pedig a 86%-ot**.

A válság utáni években elhalasztott fogyasztás, a mérlegkiigazítási folyamat előrehaladása, a devizahitelek rendezése és a fix kamatozású hitelek elterjedése során kiszámíthatóvá váló törlesztő részletek, valamint a háztartások nettó pénzügyi vagyonának rekordszintre emelkedése miatt a következő években a **háztartások fogyasztása a gazdasági növekedés fontos támasza maradhat**. Eközben pedig kiemelkedő mértékben folytatódhat a lakosság vagyonának növekedése is.

A szochó évenkénti csökkentése miatt a **bérköltség közel négy százalékponttal lassabb mértékben emelkedik** a bruttó bérek növekedéséhez képest.

Költségvetési folyamatok

A koronavírus-járvány felülírta az államháztartás számait is, egyfelől **az egészségügyi és gazdasági védekezés, majd újraindítás költségei**, másfelől a gazdaság zsugorodása miatt **visszaeső adóbevételek**



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

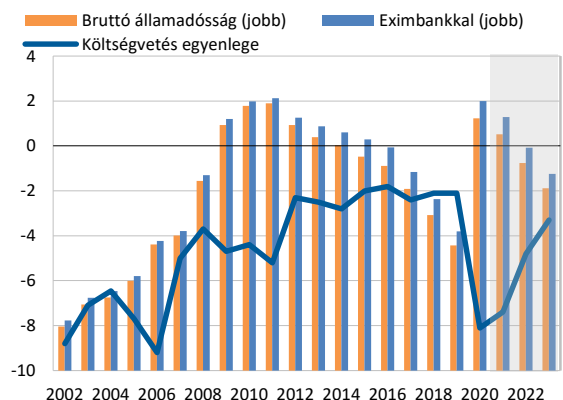
miatt. Az MNB által közölt pénzügyi számlák adatai alapján 2020-ban **az államháztartás nettó finanszírozási igénye (hiánya) 3878 milliárd forint, a GDP 8,1%-a volt, míg tavaly a harmadik negyedévben 588 milliárd forintot, azaz a GDP 3,8%-át érte el.** Tavalyelőtt a KSH által publikált, az európai módszertannak megfelelő **eredményeszemléletű államháztartási hiánya pedig 3870 milliárd forint** volt, ami **a GDP 8,1%-ának** felelt meg, míg 2021 első háromnegyed évében 1570 milliárd forintot, a GDP 3,9%-át érte el. A kormány tavalyelőtt eredetileg még ambiciózusabb, 1%-os államháztartási hiányt tervezett, azonban a járványhelyzet miatt jelentős bizonytalanság mellett **lényegesen nagyobb lett a hiány**, ami megfelel a régiós és nemzetközi trendeknek, egyes országokban még nagyobb hiánnyal számoltak a gazdaág élénkítése céljából. A kimagasló hiányt az is lehetővé tette, hogy a járvány európai kitörését követően az EU felfüggesztette a szigorú költségvetési elvárásait. A kormány számos, az egészségüggyel és gazdaságvédelemmel kapcsolatos intézkedést hozott, többek között egyes adónemek felfüggesztésével a bajba jutott ágazatok megsegítésére, valamint bértámogatási, és a munkahelyek megtartását, újak létrehozását célzó bér- és beruházás támogatási pályázatokat hirdetett meg. Emellett egyes állami bankokon keresztül támogatja a vállalatok hitelezését, amelyhez jelentős garanciaprogramot is bejelentett. Mivel a járvány 2021-re is áthúzódott, a kormány **a tavalyi, a GDP 6,5%-ának megfelelő hiánytervet 7,5%-ra módosította**, azonban a gazdaság élénkülésével az adóbevételek is kedvezőbben alakulhatnak, ennek megfelelően némileg alacsonyabb hiányra számítunk. Mivel a gazdaság sikeres újraindulása már kisebb mértékű élénkítést tesz szükségessé, a pénzügyi stabilitás javítása érdekében a kormány az ideai hiánycélt a GDP 5,9%-ról **4,9%-ra mérsékelte**. A gazdaság helyreállításával a következő években fokozatosan újra a 3%-os kritérium alá süllyedhet az államháztartás hiánya.

A központi költségvetés pénzforgalmi egyenlege 2020-ban a tervezett több mint tizenötszörösét, **5549 milliárd forintos hiányt** mutatott, szemben az egy évvel korábbi időarányos 1219 milliárd forintos deficittel. Az uniós támogatások kifizetése elérte a 2025 milliárd forintot, amelyet az unió utólag megtérít, ezzel szemben az EU 1684 milliárd forintot utalt át. Mivel az uniós kifizetéseket az uniós módszertan szerint számolt eredményeszemléletű hiányban nem kell kiadásként elszámolni, így **ettől megtisztítva 5207 milliárd forint hiány keletkezett volna.**



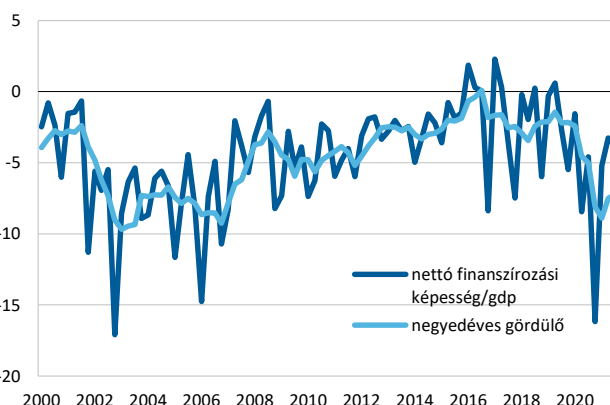
Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

19. ábra: Az államháztartás fő mutatószámai (a GDP %-ában)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

20. ábra: Az államháztartás finanszírozási képessége



Forrás: MNB

A járvány és a gazdasági válság elleni védekezés, valamint a beruházás ösztönzési támogatások hatására tavaly **5102 milliárd forint deficit** keletkezett a központi költségvetésben. Az uniós bevételek és kiadások nélkül számolva azonban a hiány ennél lényegesen kisebb lett volna.

2020-ban a kifejezetten magas finanszírozási igény, és a tartalékok feltöltése miatt a GDP 78,1%-ára ugrott az államadósság az előző évi 63,9%-ról. **Az Eximbank beszámításával az államadósság a GDP 80%-ára emelkedett az egy évvel korábbi 65,5%-ról.** Az államadósság ráta a mérséklődő finanszírozási igény, az előfinanszírozás, valamint az érdemben megugró nominális növekedés hatására az idei évtől **ismét csökkenő pályára állhat, így 2021-ben 78,2%-ra, 2022-ben 75% alá süllyedhet az adósságráta.** Annak érdekében, hogy az uniós kifizetések késlekedése ne hátráltassa a pályázatok meghirdetését és kifizetését, a kormány megelőlegezi a kifizetéseket, ami átmenetileg megnöveli az adósságot. Emiatt szeptemberben az ÁKK két dollár-, valamint egy eurókötvény kibocsátását hajtotta végre, 4,25 milliárd dollár, valamint 1 milliárd euró értékben. Az uniós kifizetések teljesülést követő elszámolása miatt azonban a következő években támogathatja a költségvetés pénzforgalmi hiányának mérséklését, ami meredekebb GDP arányos államadósság csökkenést eredményezhet. Az államadósság alakulásában kedvező, hogy folytatódott a lakosság állampapír állományának dinamikus növekedése, ami csökkenti az államadósság finanszírozásának sérülékenységet. A jelentős méretű devizakötvény kibocsátások hatására átmenetileg központi költségvetés adósságának **20%-a fölél emelkedett a devizaadósságok aránya**, amely azonban így is érdemben elmarad a 2008-as válság mélypontján jellemző 45-50%-os arányhoz képes.

Külső egyensúlyi helyzet

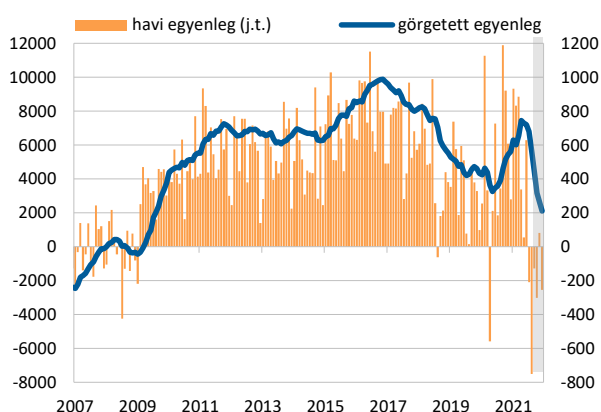
81 millió euró többlet keletkezett a külkereskedelemben novemberben az októberi 302 millió euró deficitet követően, így négy hónap után újra szufficitessé lett a külkereskedelem. Az ipari termelés, ezen belül a járműgyártás javulásának köszönhetően **7,7%-kal nőtt az export euróértéke**, noha a chiphiány miatt



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

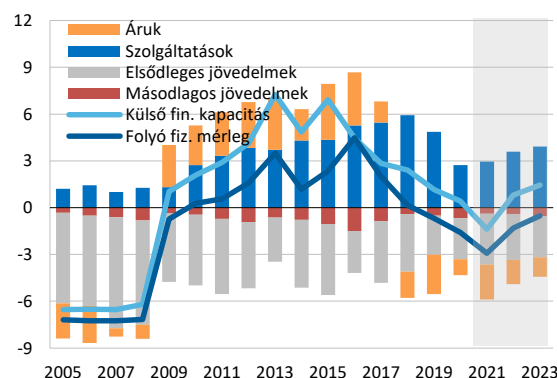
járműgyártás továbbra is akadozik, ugyanakkor az erőteljes belső – döntően beruházási – kereslet és a drámaian dráguló nyersanyagok és energiaárak miatt **13,7%-kal nőtt az import euróértéke**. Ennek megfelelően a külkereskedelmi egyenleg **526 millió euróval romlott** az egy évvel ezelőtti 607 millió euró többlethez képest. **Az első tizenegy hónapban az export euróértéke 13,2%-kal, az importé 17,2%-kal nőtt**, így az egyenleg 2978 millió euróval **2360 millió euróra** romlott. Az áruforgalmi egyenleg romlása továbbra is érdemben rontja a GDP növekedését, bár ennek mértéke a harmadik negyedévinél kisebb lehet, miközben a forint árfolyamára is negatív hatással lehet.

21. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (ármékolt terület)

22. ábra: A külső finanszírozási kapacitás és komponenseinek alakulása (GDP %-a)



Forrás: MNB, Takarékbank előrejelzés (ármékolt terület)

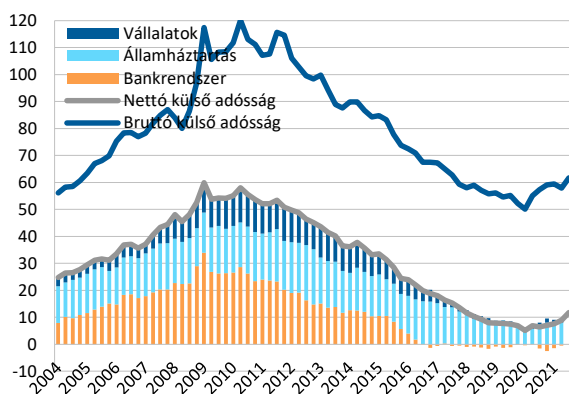
A beruházások és a fogyasztás élénkülésével a külkereskedelem többletének csökkenésére számítunk az **idei év első felében** is, míg **tavaly összességében 2 milliárd euró közelébe mérséklődhetett** az egy évvel korábbi 5,62 milliárd euró után. A kivitel kilátásai továbbra is kedvezőek lennének, mivel a korlátozások feloldásával jelentősen élénkülnek külpiacaink, tavaly nyár elején az euró-övezeti és német konjunktúramutatók egy része történelmi, illetve több évtizedes csúcsokat ért el. A német ipari vállalatok, és különösen az autógyártók exportkilátásai biztatók lennének, amit a csúcson levő megrendelésállomány mellett a beszerzési menedzser indexek, az Ifo index és más bizalmi indexek is alátámasztottak, azonban a chip- és más alkatrészek hiánya, az ellátási láncok szakadozása és a szűk szállítási kapacitások jelentősen hátráltatják a folyamatos termelést. A külkereskedelmi mérleg többletének csökkenését ugyanakkor nagyrészt a cserearányok energia- és nyersanyagárak miatti markáns romlása okozza. Mindezek hatására **jelentős bizonytalanságok** övezik az idei külkereskedelmi teljesítményt, azonban új kapacitások kiépülésével a **következő években jelentősen emelkedhet** a külkereskedelem többlete. 2020-ben az áruforgalmi egyenleg többletének jelentős emelkedése mellett a szolgáltatások egyenlege meredeken romlott, így a folyó fizetési mérleg mérsékelt deficitet mutatott, míg tavaly az áruforgalmi egyenleg romlását csak részben ellensúlyozhatja a szolgáltatások egyenlegének fokozatos javulása, így a folyó fizetés mérleg várhatóan átmenetileg tovább romlik, a következő években azonban ismét javulhat.



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

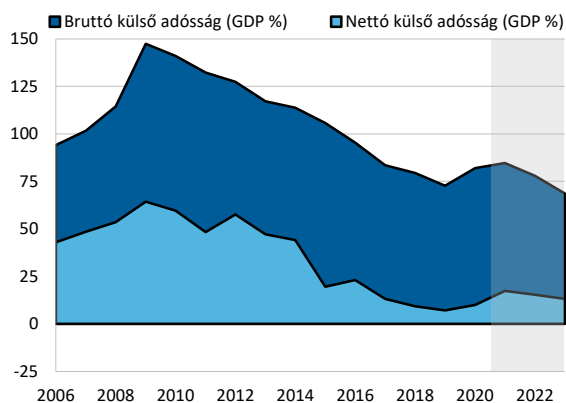
A globális járvány a külkereskedelmi folyamatokat is negatívan érintette. A járvány kitörésének következtében átmenetileg megszakadtak a beszállítói láncok, valamint több iparág, köztük a járműgyártás is átmenetileg szünetelt, illetve csökkentett üzemmódban termelt. Emiatt átmenetileg drámai mértékben csökkent az áruexport, ezzel szemben az egészségügyi felszerelések beszerzése miatt jóval kisebb mértékben esett vissza az import, így érdemben romlott az áruforgalmi egyenleg. 2020 második felében azonban az áruexport gyorsan helyreállt, míg a gyenge belső kereslet miatt az import ettől elmaradt, így **szignifikánsan javult az áruforgalmi egyenleg. A szolgáltatások egyenlegét pedig döntően a nemzetközi idegenforgalom leállása vetette vissza**, de más – döntően szállítási – szolgáltatások visszaesése is negatív hatással volt. A külföldi tulajdonosok visszaeső profitja miatt ugyanakkor javult a jövedelmek egyenlege.

23. ábra: A bruttó és nettó külföldi adósság alakulása (GDP %-a), tulajdonosi hitelek nélkül



Forrás: MNB

24. ábra: A bruttó és nettó külföldi adósság alakulása (GDP %-a)



Forrás: MNB, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

Jelentős, 2263 millió euró hiány keletkezett a folyó fizetési mérlegben a harmadik negyedévben, ami közel 2,5 milliárd euróval alacsonyabb az egy évvel ezelőtti 226 millió euró többlethez képest. A tőkemérleggel együtt **a külfölddel szembeni nettó finanszírozási igény (hiány) 1668 millió euró volt szemben az egy évvel korábbi 964 millió euró finanszírozási képességgel (többlet)**, míg a szezonális hatások kiszűrésével 1228 millió euró volt, a negyedéves GDP 3,2%-a. A külkereskedelmi mérleg érdemi romlását tükrözve **2397 millió euróra ugrott az áru egyenleg hiánya az egy évvel ezelőtti 124 millió euró hiányhoz képest**, míg a szolgáltatások – ezen belül az idegenforgalom és szállítási szolgáltatások – **egyenlegének többlete 1406 millió euróról 1573 millió euróra emelkedett**. A külföldön dolgozók számának visszaesése, és jövedelmeinek csökkenése, valamint a befektetések jövedelmei miatt emelkedett az elsődleges jövedelmek hiánya, míg enyhén mérséklődött a másodlagos jövedelmek hiánya. Az alacsonyabb uniós kifizetések miatt **a tőkemérleg többlete 738 millió euróról 594 millió euróra esett vissza**. A bruttó külső adósság 90,5 milliárd euróra nőtt az egy évvel ezelőtti 80,2 milliárdról, míg tulajdonosi hitelekkel számolva 127,3 milliárd euróra a tavalyelőtti 110,5 milliárdról. A nettó külső adósság 17,3 milliárd euróra emelkedett az egy évvel ezelőtti 10,6 milliárdról, míg a tulajdonosi hitelekkel együtt 25,9 milliárdra a tavalyelőtti 12,3 milliárdról. Az adósság megugrását részben az okozta, hogy



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

a nem allokált aranyszámlákat átsorolták tömbarannyá, ami a nemzetközi módszertan szerint nem tekinthető külfölddel szembeni követelésnek.

A legtágabb értelmű (a működőtőke-befektetések közé sorolt egyéb tőke tételeket is tartalmazó) **bruttó külföldi adósság** a GDP 73%-a alá került 2019 végére, ami tavaly átmenetileg **85% közelébe** ugrott, míg a **nettó külső adósság 10%-ra emelkedett** az előző évi 7,1% után, tavaly pedig 17% fölé emelkedhetett. A következő években azonban **újra csökkenő pályára állhat**, középtávon pedig **nettó külső hitelezői** pozícióba kerülhet a hazai gazdaság.

A következő években **ismét javulhat a folyó fizetési mérleg többlete**, részben az áruforgalom, részben pedig az idegenforgalom fokozatos helyreállításának köszönhetően, miközben új exportkapacitások üzembe helyezése adhat lökést az exportnak. A **tőkemérleg pedig az uniós források lehívásának köszönhetően emelkedhet** meg a következő években, így **folytatódhat a külső adósság leépülése**, a nettó külső adósság pedig középtávon eltűnhet, a hazai gazdaság pedig a történelemben először **nettó külső hitelező** lehet. Ez pedig a **világ legstabilabb országai közé** emelheti a hazai gazdaságot, így egyrészt folytatódhatnak a felminősítések, másrészt meredeken visszaerősödhet a forint az alacsonyan tartott kamatok ellenére is. **2021-ben 4,5 milliárd euróra emelkedhetett a deficit a tavalyelőtti 2,1 milliárd euró hiányt követően, megközelítve a GDP 3%-át.** **A következő években azonban fokozatosan csökkenhet a folyó fizetési mérleg hiánya.** A tavaly enyhén csökkenő tőkemérleggel együtt **a külső finanszírozási igény 2 milliárd euró, a GDP 1,4%-a lehetett, így tizenhárom év óta először mutatott hiányt külfölddel szemben.** A hazai gazdaság finanszírozása ismét többletet mutathat külfölddel szemben, azaz újra pozitívvá válhat a finanszírozási képessége. Az uniós források visszatartása ugyanakkor kockázatot jelenthet a tőkemérleg és a külső finanszírozási képesség, valamint a külső adósságmutatók alakulására.

Ipar

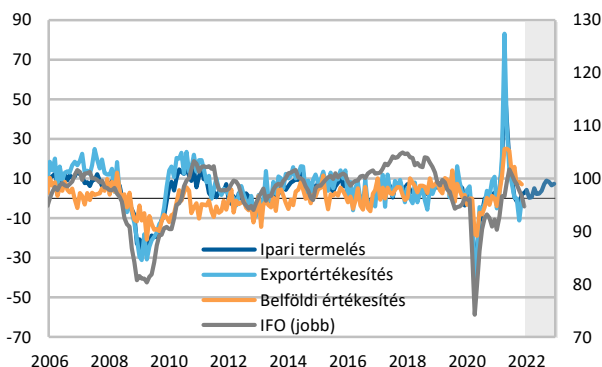
2,6%-kal nőtt az ipari termelés novemberben, míg munkanaphatással megtisztítva a termelés 2,1%-kal növekedett. A szezonálisan és munkanappal kiigazított adatok alapján az ipari kibocsátás **az előző hónapoz képest 2,9%-kal emelkedett**, mivel a chiphiány feltehető enyhülése, valamint egy új modell gyártása javíthatta a járműgyártás teljesítményét, miközben más ágazatok jó teljesítménye részben ellensúlyozza a járműgyártás területén továbbra is fennálló problémákat. Augusztusban a Mercedes leállása a tervezettnél tovább tartott, ráadásul szeptemberben ismét leállt a termelés a chiphiány miatt, csakúgy, mint a Suzukinál. Októberben a hazai autógyárakban újraindulhatott a termelés, miközben október végétől a Mercedes egy új, teljesen elektromos modell gyártását kezdte el Kecskeméten, így a kisebb javulásra lehetett számítani. A Mercedes karácsonyi leállása azonban megint hosszabb volt a szezonálisnál. **A félvezetők és más alkatrészek hiánya nélkül az ipari termelés volumene akár 9-12%-kal is meghaladhatná a jelenlegi szintet.**

25. ábra: Az ipari termelés alakulása

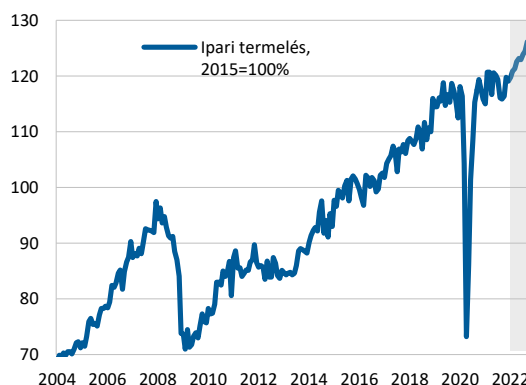
26. ábra: Ipari termelés 2015. évi bázison



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság



Forrás: KSH, Ifo, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

Az ipari termelés 2020 októberéig teljesen kilábalta a járvány okozta válságból, a további lendületes növekedést azonban a chiphiány fékezi, így ismét a járvány előtti szint alá esett az ipari termelés. Novemberben **a 2020 áprilisi mélyponthoz képest 63,7%-kal nőtt** az ipari termelés. 2015. évi átlaghoz viszonyítva 19,8%-kal bővült az ipari termelés, míg 42,3%-kal haladja meg a 2010. évi átlagos termelési szintet, így az ipari termelés történelmi csúcson maradt. Az első tíz hónapban 9,9%-kal bővült az ipari termelés.

Az autógyárak termelése 2020 októberében már meghaladta a járvány előtti szintet, azonban tavaly augusztusban már 36%-kal alulmúlta, így mintegy **10 százalékponttal mérsékelte az ipari termelés volumenét**. A chiphiány ellenére azonban biztató, hogy **a járműgyártás új rendelései, valamint rendelésállománya** a tavalyelőtti őszi hónapoktól **jelentősen emelkedett**, az autógyártók a 2020 harmadik negyedévéől kifejezetten kedvező eredményekről számoltak be – és a járvány miatti bizonytalanságok mellett – rendkívül kedvezőnek látták a rövidtávú keresleti kilátásokat, amit azonban a chiphiány, és más ellátási és szállítási nehézségek jelentősen beárnyékolnak, így **nem tudják teljesíteni a megrendeléseket**. Az autógyártók a szűk beszállítói kapacitások miatt rövidtávon elsősorban a drágább, nagyobb profitmárral rendelkező modellek rendeléseit teljesítik. A német ipar gyengélkedése ellenére a német feldolgozóipari beszerzési menedzser index továbbra is magas, noha némileg mérséklődött a tavaly márciusi történelmi csúcshoz képest, az euró-övezeti pedig a májuséhoz képest, amit elsősorban a beszállítói láncok akadozása, a chiphiány és más alkatrészek, alapanyagok hiánya, valamint az elszálló termelési költségek okoztak. A német ipari rendelésállományok mindenestre olyan magas szinten állnak, hogy a beszállítói problémák enyhülése azonnal éles felpattanást eredményezhetne.

A következő hónapokban **újra növekedési pályára állhat az ipari termelés**, azonban **a félvezetőhiány még sokáig fennmaradhat**, amit csak minimálisan enyhíthet, hogy az Infineon a közelmúltban Ausztriában nyitott egy új üzemet. **Az autógyártók ugyanakkor abban bíznak, hogy a chiphiány a második félévben már érdemben enyhülhet új chipgyártó kapacitások üzembe helyezésének köszönhetően, ami meredek felpattanást okozhatna az ipari termelésben**. A beszállítói láncok szakadozása továbbra is jelentős kockázatot jelenthet, csakúgy, mint számos nyersanyag és az energia árainak elszállása, aminek következtében más ágazatokban, így például a műtrágya gyártásban is leállásokat eredményezhet. A külső keresletet a



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

helyreálló európai és amerikai gazdaságok, az európai helyreállítási alap, az amerikai költségvetési élénkítések is húzhatják. Ugyanakkor továbbra is élénkítheti az ipart az elhalasztott kereslet megjelenése, valamint a készletek feltöltése is, így a következő hónapokban fokozatos élénkülésre számítunk az ipari termelésben, amit új – főleg az akkumulátorgyártáshoz és autópárhhoz kapcsolódó – kapacitások várható üzembe helyezése is támogathat. **Tavaly bázishatások és új kapacitások üzembe helyezése miatt 10%-os növekedés várható, amit idén 5-6%-os növekedés követhet.**

A részletes adatok szerint novemberben **az ipar exportértékesítése 0,4%-kal csökkent, míg a belföldi eladások 6,9%-kal nőttek** az egy évvel korábbi adatokhoz képest. Ez utóbbin belül a feldolgozóipari eladások 11,3%-kal nőttek az egy évvel korábbihoz képest. Az ipar ágai közül **a feldolgozóipari termelés 1,3%-kal nőtt**, a bányászat 37%-kal, míg az energiaipar kibocsátása 10,1%-kal emelkedett. A feldolgozóipar tizenhárom alága közül a nyolc növekedett. **A járműipar kibocsátása 15,1%-kal csökkent, mivel a globális félvezetőhiány miatt a gyárak kisebb kapacitással, illetve egyműszakos munkarendben dolgoztak. Enélkül az ipari termelés növekedése 5-6 százalékponttal lehetett volna magasabb.** A közúti gépjármű gyártásának volumene **11,5%-kal**, míg **a közúti jármű alkatrészeinek gyártása 21%-kal esett vissza**. A számítógép, elektronikai, optikai termékek gyártása 2,1%-kal csökkent, szintén a chip-, és alapanyaghiány miatt. A két legnagyobb alágazat közül az elektronikus fogyasztási cikk gyártása 4,6%-kal emelkedett, míg a kisebb súlyú elektronikai alkatrész, áramköri kártya gyártása 24%-kal csökkent. Jelentős mértékben, **15,7%-kal bővült a villamos berendezés gyártása**, nagyrészt a járműgyártáshoz köthető **akkumulátorgyártás** felfutásának, valamint a villamosmotor- és áramfejlesztő gépek gyártásának köszönhetően. A feldolgozóiparból 11%-kal részesülő **élelmiszer**, ital és dohánytermék termelése kiemelkedően, **17,4%-kal** növekedett az egy évvel korábbihoz képest, mind a külföldi, mind a hazai eladások növekedésének következtében. A legnagyobb súlyú (24%) képviselő húsfeldolgozás, -tartósítás, húskészítmény gyártása 17,5%-kal nőtt. A feldolgozás 4,1%-kal, a vegyipar termelése 7,3%-kal, a gumigyártás 9,3%-kal, a fémalapanyag és fémfeldolgozás 16,2%-kal, a kocsigyártás, kőolaj-feldolgozás 12,3%-kal, az egyéb feldolgozóipar 10,7%-kal nőtt. Ezzel szemben a gép, gépi berendezés gyártása 6,6%-kal, gyógyszergyártás 10,2%-kal, a textil, ruházati termék gyártása 1,2%-kal esett vissza. **Az új megrendelések novemberben 2,2%-kal csökkentek**, ezen belül az új exportrendelések 3,7%-kal estek vissza, míg az új belföldi rendelések 7,3%-kal nőttek. **A rendelésállomány ugyanakkor 11,7%-kal haladta meg az egy évvel ezelőtti szintet.**

Beruházások

2021 harmadik negyedévében **12,4%-kal nőtt a beruházások** volumene - részben az egy évvel ezelőtti alacsony bázis hatására - az előző év azonos időszakához képest, míg 1,8%-kal bővült az előző negyedévihez képest szezonálisan kiigazítva, így **a beruházások volumene már bőven meghaladta a járvány előtt szintet, sőt, a 2019-ben elért csúcst is.** Ehhez leginkább a feldolgozóipar járult hozzá. A fejlesztések folytatódó felfutása a **vállalkozásoknak** volt köszönhető, esetükben **22%-kal nőtt a volumen** az előző év azonos időszakához képest. A beruházásokon belül a teljesítményérték közel 60%-át képviselő **építési beruházásoké 14,1%-kal**, a 40%-ot kitevő **gép- és berendezésberuházásoké 10,3%-kal emelkedett.** A gépberuházások mintegy harmadát kitevő



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

belföldi gyártású gépek volumene jelentősebben bővült. A beruházási teljesítmény több mint 57%-át megvalósító, legalább 50 főt foglalkoztató vállalkozások körében a fejlesztések volumene 21,8%-kal gyarapodott. A növekedésben szerepet játszottak a Covid19-járvány tavalyelőtti mélypontja után kezdődött új vállalati fejlesztések is. Ugyanakkor a beruházások 13%-át realizáló **költségvetési szerveknél a fejlesztések 11,7%-kal csökkentek** a bázisidőszakhoz képest, ezen belül mind a központi szervek, mind az önkormányzatok csökkentették beruházásaikat a bázisidőszakhoz képest. A 2015. évi átlaghoz képest 58,1%-kal bővültek, **2010-hez képest 95,1%-kal nőttek** – közel megduplázódtak – a beruházások. Mivel a beruházások növekedése érdemben meghaladta a GDP növekedését, **a beruházási ráta 27,5%-ra emelkedett.**

A beruházások a **nemzetgazdasági ágazatok többségében** növekedtek. A járvány negatív gazdasági hatásait – más intézkedések mellett – a kormány a vállalatok beruházásainak igen nagyvolumenű **közvetlen támogatásával**, a jegybankkal és állami bankok támogatásával **alacsony kamatozású hitelekkel** és **garanciaprogramokkal** sikeresen ellensúlyozta, ennek hatása már a tavalyi évben határozottan jelentkezett. A feldolgozóipari beruházások a rekordszintű működő tőke beáramlás is támogatja. **A lakossági beruházásokat** az 5%-os kedvezményes újjalakás áfa visszavezetése mellett számos családtámogatási és a bürokráciát és egyéb költségeket csökkentő programjai, valamint a lakásfelújítási támogatások is élénkítik. Érdemi felfutás várható az állami beruházások, valamint az uniós források által támogatott beruházások területén, az uniós helyreállítási alap (Next Generation EU) pedig soha nem látott többletforrást biztosít – az utóbbi késlekedését a költségvetés megelőlegezi. Mindezek hatására tavaly **7% feletti lehetett növekedés** a beruházások területén, bőven ellensúlyozva a tavalyelőtti 3%-os visszaesést, így a beruházások volumene idén bőven meghaladhatja a járvány előtti szintet.

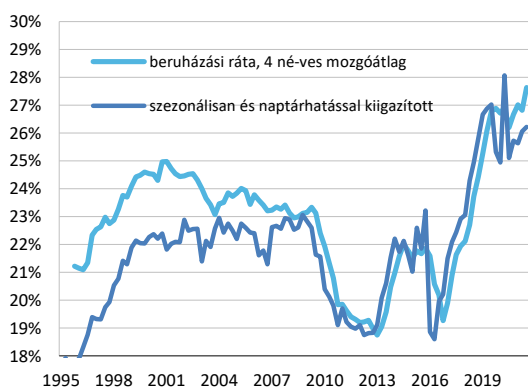
A nemzetgazdasági beruházások több mint negyedét megvalósító **feldolgozóipar fejlesztései 24,9%-kal bővültek** az egy évvel ezelőtti alacsony bázishoz képest. Az alágak túlnyomó többségében emelkedett a teljesítmény, köztük a három legnagyobb súlyú **villamosberendezés-gyártásban, járműgyártásban és az élelmiszeriparban** is. A villamos berendezés gyártása területén az elektromos autók akkumulátorgyártásához kapcsolódóan óriási volumenű fejlesztések zajlanak, tekintve az alág termékei iránti erős nemzetközi keresletet, ami a következő években még érdemben fokozódhat az egyre szigorodó követelmények miatt. Ezen a területen idén az SK Innivation Iváncsán 680 milliárd forintos, az LG Chem és a Toray közösen 267 milliárd forintos (Nyergesújfalu), az EcoPro BM 264 milliárd forintos (Debrecen) beruházást jelentett be a Samsung SDI 390 milliárd (Göd), az SK Innovation 239 milliárd (Komárom), a Toray 127 milliárd forint (Nyergesújfalu) értékű beruházásainak tavalyelőtti bejelentései után. Kedvező, hogy idén indul a BMW 1 milliárd euró értékű gyárának beruházása. A Mercedes 50-50 milliárd forintból új présüzemet és karosszéria üzemét épített, az utóbbiban már az idei év végétől kezdődött egy új elektromos modell gyártása. A tavaly bejelentett közel 2090 milliárd forintnyi, valamint az előző két évben bejelentett, rekord volumenű, 5,7 milliárd eurónyi (1700 milliárd forint) új beruházásokkal együtt folytatódhat a feldolgozóipari beruházások bővülése, amelyek közül már meghatározóvá vált a távol-keleti, azon belül is elsősorban a dél-koreai tőke, emellett számottevő beruházásokat jelentettek be



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

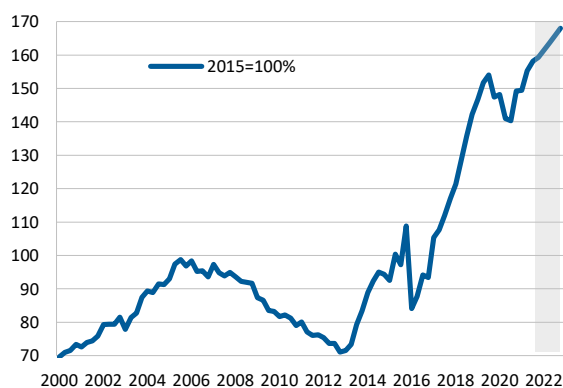
Japan, kínai és indiai vállalatok is. A feldolgozóipari kapacitások növeléséhez a kormányzati támogatások is hozzájárulhatnak.

27. ábra: A beruházási ráta alakulása a GDP százalékában



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

28. ábra: A beruházások volumenindexe (2015=100%)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

A legnagyobb súlyú nemzetgazdasági ágak közül az ingatlanügyletek beruházási teljesítménye 5,7%-kal bővült. Míg lakásépítések csökkentették, a bérbeadást is szolgáló üzleti létesítményekbe (pl. kereskedelmi egységek, irodák, raktárak) növelték az ágazat beruházási teljesítményét. Az elmúlt években elindult az irodaátadási hullám, tavaly 160 ezer négyzetméternyi irodát adtak át, míg további több százezer négyzetméternyi iroda van fejlesztés és kivitelezés alatt, ugyanakkor az üresedési ráta az irodaházaknál történelmi mélypontról, 6% közeléből 9% fölé emelkedett, a raktározás területén pedig 2% alá süllyedt, így ez az ágazat továbbra is kiemelkedően teljesíthet.

A szállítás, raktározás beruházásainak volumene 20,8%-kal nőtt, az állami infrastruktúra-fejlesztések mellett a logisztikával, fuvarozással foglalkozó vállalkozások is növelték a beruházásaikat. A következő években azonban mintegy 5000 milliárd forintnyi forrás jut közúti és vasúti fejlesztésekre, így ezen a területen érdemi növekedés várható.

A kereskedelem, gépjárműjavítás beruházási teljesítménye 21,5%-kal nőtt. Jelentősen bővültek a kiskereskedelmi, elsősorban élelmiszer jellegű és vegyes kiskereskedelmi ületek fejlesztései. A megugró online és csomagküldő kiskereskedelem további jelentős raktár és logisztikai, kiszállítási beruházásokat is generálhat.

A mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat beruházásai a tárgynegyedévben jelentősen, 37%-kal nőttek. A mezőgazdaságra is jellemző és várhatóan egyre kritikusabb munkaerőhiány miatt ugyanakkor a precíziós gazdálkodásra való áttérés számottevő beruházási igényt generálhat. A mezőgazdasági fejlesztéseket a soha nem látott pályázati támogatások is élénkíteni fogják.

Az államhoz kötődő beruházások közül a közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás területén 31,5%-kal csökkentek a beruházások. A művészet, szórakoztatás, szabadidő nemzetgazdasági ágazatban a sporttal,



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

és kultúrával kapcsolatos beruházások, főleg **tornatermek, tanuszodák építése**, gyógyfürdőkkel kapcsolatos fejlesztések növekedése miatt **31,9%-kal emelkedtek** a beruházások. A járványhelyzet miatt egy évvel ezelőtti magas bázis hatására **a humán egészségügyi, szociális ellátásban 33,6%-kal csökkentek** a beruházások, míg a távoktatás bevezetésével összefüggésben és felsőoktatási fejlesztések következtében az **oktatásban 15,1%-kal emelkedett a beruházások volumene**. Az oktatási beruházásokat érdemben növelni fogja az uniós forrásból a felsőoktatásra szánt 1500 milliárd forintos fejlesztési terv. A víz- és hulladékgazdálkodás területén 9,1%-kal csökkentek a beruházások. Az egészségügyben a következő években az Egészséges Budapest Program 700 milliárd forintos fejlesztési kerete érdemben járulhat hozzá a beruházásokhoz. A következő években a Liget Projekt mellett a Modern Városok Program és a turisztikai beruházások tovább növelhetnék az ágazat beruházásait.

Az információ, kommunikáció beruházási teljesítmény értékének volumene 19,3%-kal nőtt, a digitális hálózatépítésekkel (5G), mobiltelefonos szolgáltatásokkal és kábelhálózat építésekkel kapcsolatos fejlesztések miatt további növekedés várható.

A **szálláshely-szolgáltatás, vendéglátásban** a szálláshely felújítások és az egy évvel ezelőtti alacsony bázis miatt **53%-kal növekedtek** a beruházások. Noha a járvány miatt visszaeső turizmus megállíthatja a jelentős volumenű tervezett és folyamatban levő beruházásokat (csak Budapesten hozzávetőleg 50 szállodafejlesztés van/volt folyamatban, illetve tervezés alatt), egyes szállodaláncok a visszaesést felújításokra használják ki, amihez óriási állami támogatásokat is igénybe vehetnek. Szintén jelentős forrásokat biztosít a panziók felújítására **Kisfaludy-program**.

33,6%-kal csökkentek az energetikai beruházások az egy évvel ezelőtti magas bázishoz képest. A jelentős számú naperőmű pályázat és a paksi beruházások hatására a következő években érdemi növekedés várható. A bányászat, kőfejtés beruházásai a 25,1%-kal emelkedtek. **A pénzügyi, biztosítási tevékenység fejlesztései 32,9%-kal növekedtek** nagyrészt informatikai eszköz-beszerzések nyomán. **Az építőipari ágazat beruházásai 3%-kal nőttek** főleg a kedvező kilátásoknak és járműbeszerzéseknek köszönhetően, további állami támogatásoknak köszönhetően a következő években tovább növekedhetnek az ágazat beruházásai.

2020-ban a járványhelyzet és az előző évek kimagasló bázisa miatt a vártnál kisebb mértékben a beruházások, amit érdemben javított az év végi erőteljes élénkülés. Ezt tükrözte **az építőipari szerződésállomány és a folyamatban levő beruházások** év közepén tapasztalható átmeneti megingása is. A vállalatokat beruházásait az átmeneti meredek gazdasági visszaesés mellett a bizonytalanság, és egyes szektorokban a teljesen visszaeső bevételek és likviditás is csökkenhette. A beruházásokat az **iroda átadási hullám** mellett **az uniós támogatású és tisztán állami beruházások** (Liget, Egészséges Budapest Program, Paks, múzeum, oktatási és sport beruházások, várfejlesztések stb. önmagukban is évente több 100 milliárd forinttal növelhetik a beruházásokat a következő években) továbbra is támogatják. A Brüsszelbe kiküldött, a teljesítésalapú számlák eddig a jelenlegi, **2014-2020-as ciklus kb. 71%-ánál tartanak**, így az uniós beruházások közel egyharmada még a következő években valósulhat meg. A beruházásokat szintén húzzák további feldolgozóipari, döntően járműgyártással kapcsolatos beruházások is. A vállalatokat a következő években **technológiai, automatizálási,**



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

digitalizációs beruházásokra ösztönözheti a következő években feltehetően újra kialakuló **munkaerőhiány**, **valamint a bérköltségek várható további jelentős emelkedése**. Az emelkedő kamatok ellensúlyozására számos állami támogatás, a Széchenyi Kártya GO, az MFB, és az Eximbank által bejelentett programok is támogathatják a további beruházásokat. **A beruházási ráta tavaly megközelítette a 28%-ot, ami az idén is fennmaradhat.**

Kiskereskedelem

A nyers adat szerint 3,8%-kal, naptárhatástól megtisztítva szintén 3,8%-kal bővült a kiskereskedelmi forgalom volumene az előző év azonos időszakhoz képest. Az előző hónaphoz képest 0,1%-kal mérséklődött a kiskereskedelmi forgalom. A háztartások növekvő jövedelme, valamint a munkaerőpiac teljes helyreállításának köszönhetően a háztartások fogyasztása nem csupán a megnyíló szabadidős tevékenységek, hanem a vásárlások területén is elkezdett élénkülni.

Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes kiskereskedelmi üzletekben 2,1%-kal, a nem élelmiszer-kiskereskedelmi üzletekben 4,9%-kal, az üzemanyag-kiskereskedelemben 6,2%-kal nőtt az értékesítés naptárhatástól megtisztított volumene. Az eladások volumene a hasznáلتicikk-üzletekben 28%-kal, a textil-, ruházati és lábbeliüzletekben 29%-kal, az iparcikk jellegű vegyes üzletekben 2,9%-kal, a gyógyszer-, gyógyászatitermék-, illatszerüzletekben 11%-kal, a könyv-, számítástechnika-, egyéb iparcikk-üzletekben 6,6%-kal nőtt. A forgalom volumene 7,4%-kal csökkent a bútór-, műszakicikk-üzletekben. Az árucikkek széles körére kiterjedő, a kiskereskedelmi forgalomból 12%-kal részesedő csomagküldő és **internetes kiskereskedelem** volumene mindössze **0,9%-kal bővült** az egy évvel korábbi bázis hatására.

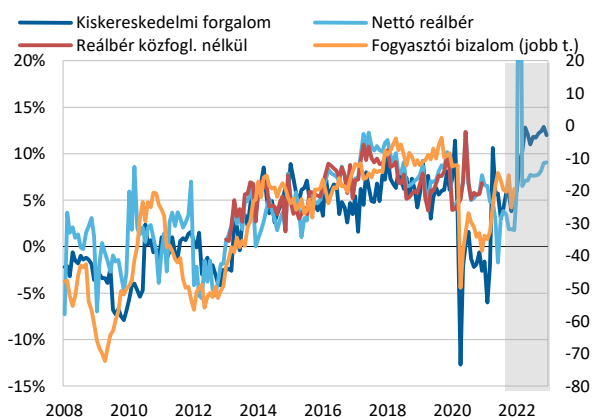
17,1%-kal bővült a forgalom a 2020 áprilisi mélyponthoz képest, míg alig 1%-kal marad el a járvány előtti szinttől. 2015. év átlagához képest a kiskereskedelmi forgalom 30,9%-kal, 2010-hez képest 44%-kal emelkedett. A KSH heti monitorja szerint december 4 - december 31. között a bolti kiskereskedelem forgalma (ami nem tartalmazza az internetes kiskereskedelmet) a pénztárgépek jelentései alapján 11,7%-kal bővült a két évvel korábbihoz képest, ami lényeges gyorsulást mutat a korábbi hónapokhoz képest, ezt azonban részben az árváltozások is okozzák.

29. ábra: Kiskereskedelmi forgalom

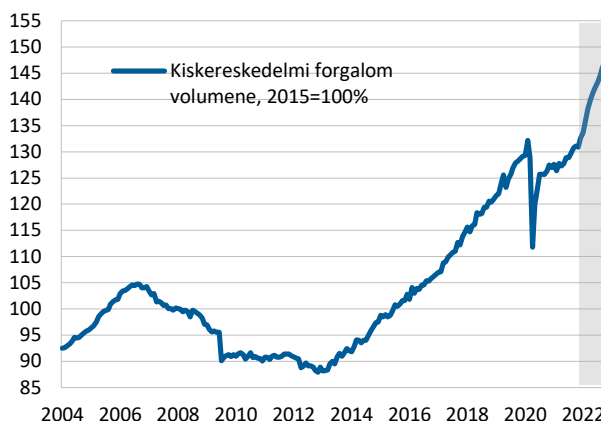
30. ábra: Kiskereskedelmi forgalom 2015. évi bázison



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság



Forrás: KSH, GKI, Takarékbank előrejelzés (áryékolt terület)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (áryékolt terület)

A forgalom növekedését a fokozatos nyitás után támogatja **a munkaerőpiac teljes helyreállása** (a nyári hónapokban a rendszerváltás óta a legmagasabb szintre ugrott a foglalkoztatottak száma, noha a járvány előttihez képest más szerkezetben), valamint a korlátozásokkal nem érintett ágazatokban továbbra is **dinamikus a bérnövekedés**, egyes ágazatokban pedig megjelent a munkaerőhiány, ami további érdemi bérnövekedéshez vezethet. A dinamikus bérnövekedés hatását ugyanakkor **a meglóduló infláció tompítja**. A közszféra béremelése szintén támogatják a fogyasztás bővülését, a tavalyi év végétől pedig további lendületet adhat **a rekordösszegű nyugdíjprémium**, amellyel 200 milliárd forint került a nyugdíjasokhoz. Emellett az **elhalasztott fogyasztás** is szerepet játszhat a kiskereskedelmi forgalom várható stabilizálásában. Tavaly 3,4% körül nőhetett a kiskereskedelmi forgalom, idén azonban az **tavalyi év eleji alacsony bázis**, a gyermeket nevelők **szja visszatérítése**, a **13. havi nyugdíj**, valamint a rendőri, hivatásos állomány számára tervezett **féléves bónusz** hatására (ezekkel összességében mintegy 1200 milliárd forint többletjövedelem kerülhet a háztartásokhoz), valamint a közel **20%-os minimálbér és bérminimum emelés**, illetve **egyes ágazatokban** (egészségügyi, szociális, bölcsődei, kulturális dolgozók) szintén mintegy **20%-os béremelés** hatására kétszámjegyű, **11% feletti növekedésre** számítunk. A járványhelyzet előtti szint elérése a következő hónapokban várható a kiskereskedelemben. A külföldi vásárlókra építő üzletek kilábalása későbbre várható, azonban kedvező, hogy a külföldi vendégek száma is fokozatosan élénkül. Mivel a járvány előtt a hazai **kiskereskedelmi forgalom közel 7%-át a külföldi vásárlók és a bevásárló turizmus** adták, a külföldiek visszatérése később jelentős lendületet adhat, azonban feltehetően fokozatosan valósulhat meg, mivel több országban megjelent a delta és legújabban az omikron variáns, ami visszafoghatja a nemzetközi turizmust, valamint az Európán kívüli országokból még nem várható a turizmus megjelenése. A határmenti forgalmat azonban egyes beszámolók szerint fellendítette a gyenge forint, az üzemanyagárak hazai befagyasztása, valamint a nem létfontosságú üzletek átmeneti bezárása Szlovákiában.

Autópiac



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

Decemberben **8.742 személygépjármű került az utakra, 31,2%-kal kevesebb az előző év azonos időszakához képest.** Tavaly így összesen 121.920 új személygépkocsit helyeztek forgalomba, 4,8%-kal kevesebbet, mint az előző évben. A forgalomba hozatalt elsősorban a chiphiány miatt akadozó termelés akadályozza, azonban sok vevőt elriaszthat az új autók árainak drasztikus emelkedése. A kihívásokkal teli 2021-es év a kishaszon gépjárművek piacára is rányomta a bélyegét, ennek ellenére tavaly összesen 22 984 járművet értékesítettek, amely 4,3 százalékos növekedést jelentett 2020-hoz képest. A forgalomba helyezett nagy haszonjárművek száma 420 volt novemberben, amely 6,1%-os növekedés a tavalyi azonos időszakhoz képest. A január-novemberig forgalomba helyezett 3760 nagy haszonjármű 38%-kal volt több, mint az előző év hasonló időszakában. A nagyhaszon gépjármű eladások érdemi bővülését a járványhelyzet miatt megugró szállítási feladatok mellett a globális kereskedelem fellendülése indokolja. Novemberben 33 új buszt helyeztek forgalomba, 21%-kal kevesebbet, mint tavaly ilyenkor, az első tizenegy hónap során pedig 894 buszt, ez 54%-os növekedés éves összevetésben.

A hazai autópiacon gyorsuló ütemű kilábalást mutatott az előző években, ugyanakkor az eladások a válság előtti szinttől még közel egyötödével maradtak el. A járvány kitörése megtörte a kedvező trendet, azonban az április-májusi mélypont után fokozatos javulást mutattak az új autók forgalomba hozatali adatai. A korábbi évek vásárlási szerkezte a hitelezési és lízingpiaci aktivitás zuhanása miatt a készpénzes vásárlások arányának növekedése irányába tolódott, a szerkezeti arány gyakorlatilag megfordult. A finanszírozási feltételeken ugyanakkor az MNB kamatcsökkentései, valamint a növekedési hitelprogramjának lízingfinanszírozásra való kiterjesztése szignifikánsan javított. Az elmúlt években már a lakosság is bátrabban vásárolt lízingkonstrukció segítségével új autót, az új személy- és kisteherautók több mint 30 százaléka lízingkonstrukciók segítségével kelt el. Az eladásokat a vállalati flottavásárlások uralják - **az újautó-eladások közel 50%-a köszönhető a vállalati vásárlásoknak**, ennek azonban adózási okai is lehetnek. Az autópiacon a következő években fokozatosan magára találhat, amit támogat a munkaerőpiac stabilizálódása, a bérek továbbra is dinamikus növekedése, a finanszírozási feltételek javulása, valamint a hazai autóállomány elmaradása a nyugati országokhoz képest a lakosság arányában. Az egyre magasabb követelmények és műszaki tartalom miatt érdemben emelkedő újautó árak azonban fékezhetik az eladásokat.

Ingyatlanpiac

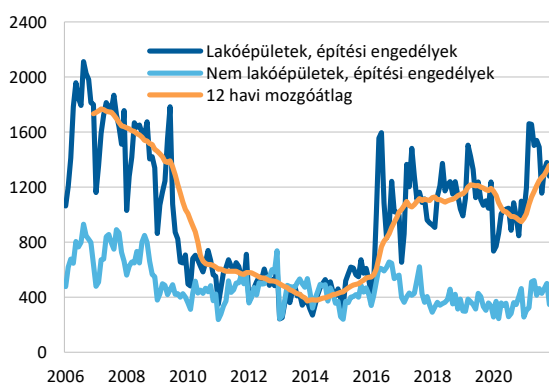
1,7%-kal 12642-re csökkent a lakás átadások száma az első háromnegyed évben, míg 29,8%-kal 22430-ra nőtt az építési engedélyek száma. 2020-ban összesen 33,5%-kal több, 28208 lakás épült, ami 11 éves csúcs, míg az építési engedélyek száma 35,8%-kal 22556-re csökkent. 2016 eleje óta a lakásépítési engedélyek száma 186 384, míg az átadások száma 104 052 volt, azaz **82 332-vel több engedélyt adtak ki, mint amennyi lakás megépült, ami tükrözi a kivitelezések igen jelentős csúszását.** Tavaly még viszonylag magas volt a lakásátadások száma a korábban építési engedélyt kapott, folyamatban levő építkezések miatt. A kedvezményes lakásáfa korábban tervezett kivezetésének hatása tükröződött az építési engedélyek tavalyi visszaesésében, azonban a kedvezményes lakásáfa ismételt bevezetése, valamint a számtalan a családtámogatás (a CSOK-kal rendelkezők áfa visszaigénylése, illetékmentesség) új lendületet adhat az építkezéseknek. Tavaly az előző



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

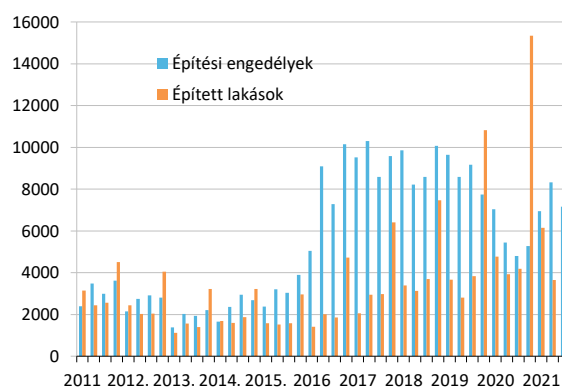
évben visszaeső engedélyek miatt lassulhat a lakásépítések növekedési üteme, ezt azonban ellensúlyozhatja a korábban építési engedélyt kapott, de eddig meg nem valósított lakásépítések, építési tervek esetleges megvalósítása. Az alapanyagok esetenkénti hiánya, valamint az építőanyagárak meredek emelkedése szintén hátráltathatja az építkezéseket.

31. ábra: A kiadott építési engedélyek száma (darab)



Forrás: KSH

32. ábra: Lakásépítések, építési engedélyek



Forrás: KSH

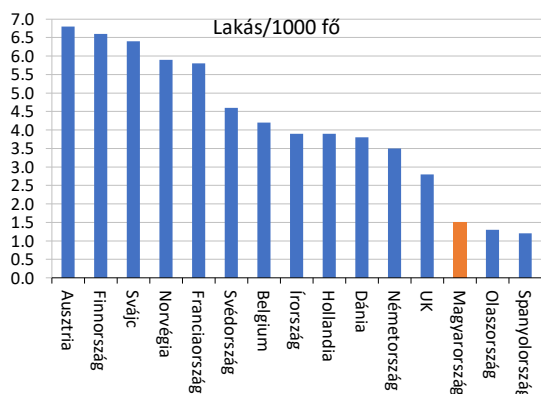
2021 első háromnegyed évében **Budapesten 23%-kal csökkent a lakásépítési engedélyek száma**, azonban kiugróan, **108,4%-kal nőtt az átadások száma**. A megyei jogú városokban 43%-kal nőtt az engedélyek, míg 37%-kal csökkent az átadások száma, az egyéb városokban 57%-kal nőtt az engedélyek, 16%-kal csökkent az átadások száma, a községekben pedig 60%-kal nőtt az engedélyek, ugyanakkor 29%-kal csökkent az átadások száma. A családiház-építők a várható szabályozás szigorítása miatt arra törekedtek, hogy 2020 végéig használatba vegyék a felépült lakásokat. Az előrehozott családiház-építések miatt 2021 során lakásépítésében a többlakásos épületek domináltak.

A lakásépítések igen egyenlőtlenül oszlanak el az országban. Budapesten 4215 engedélyt adtak ki, Pest megyében 5855-öt, Győr-Moson-Sopron megyében 1641-et Somogy megyében 1607-et, Hajdú-Biharban 1372-öt, Fejér megyében 1402-öt, további hét megyében meghaladta a 400-at, a sereghajtó pedig továbbra is Nógrád 100-zal, Békés 166-tal, Borsod-Abaúj-Zemplén 195-tel, Tolna 229-cel. Budapesten 790 lakást, Pest megyében 4004-et, Győr-Moson-Sopron megyében 1227-et, Fejér megyében 920-at, további hat megyében meghaladta a 400-at. A sereghajtó itt is Nógrád 80-nal, Tolna 115-tel, Békés és Csongrád 121-gyel.



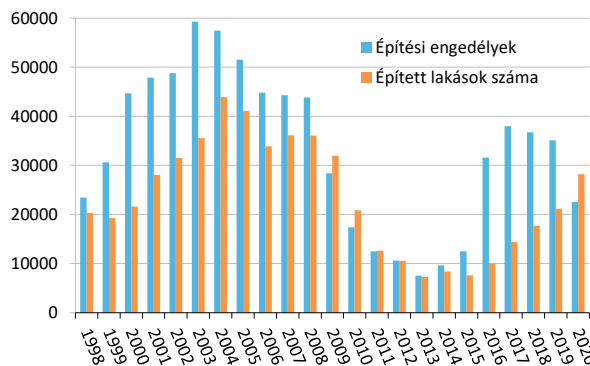
Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

33. ábra: Lakásépítések száma 2017-ben (darab)



Forrás: Scope, Portfólió

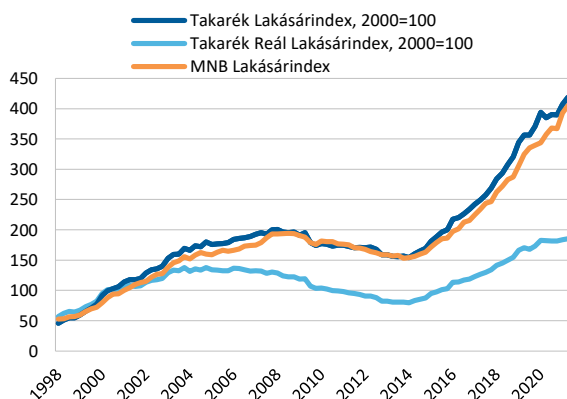
34. ábra: Lakásépítések, építési engedélyek



Forrás: MNB, Takarék

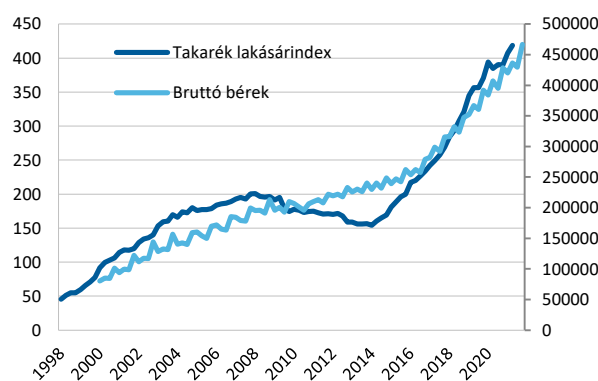
A válság előtti teljesítményhez, a nemzetközi rátákhoz, valamint a hazai lakásmegújítás kívánatos mértékéhez képest a lakásépítések továbbra is elmaradnak. **A válság előtt évente 35-40 ezer lakást adtak át.** A tavaly átadott mintegy 28,2 ezer lakás **1000 lakosra 2,8 lakás építését** jelenti, míg **az európai átlagos érték 3-3,5 lakás.** A hazai lakásállomány százévenkénti **megújításához** is évente **35-40 ezer lakás** építésére lenne szükség. Mindezek alapján látható, hogy a hazai lakásépítések száma semmilyen túlfűtöttséget nem tükröz, sőt, még **a 2008-as pénzügyi válság utáni visszaesést sem pótolta.** Részben pedig éppen a szűkös új kínálat okozta az elmúlt években látott lakásár robbanást, azonban a beruházások széles körű fellendülése és a forint gyengülése a költségeket is érdemben növelte. A külpiaci hatásokat tükröző **meredek nyersanyagár robbanás érdemben növeli a kivitelezés költségeket** és így az újlakás árakat, az árak naponta változhatnak, ez pedig egyes nyersanyagok hiányával átmenetileg **fékezheti a lakásépítéseket**, elbizonytalaníthatja, vagy elhalasztása kényszerítheti a beruházókat, ami kockázatot jelenthet az ideai teljesítményre.

35. ábra: Lakás reálárindex



Forrás: Takarék, MNB

36. ábra: Lakásárindex és bruttó bérek



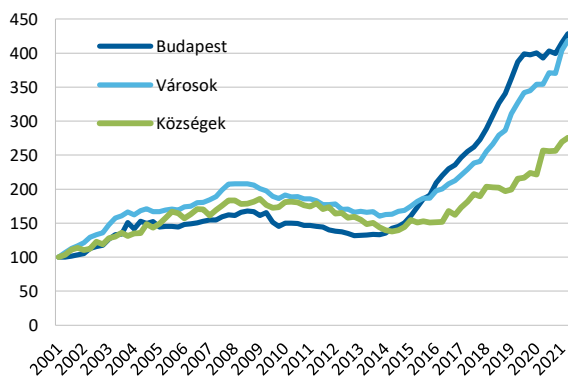
Forrás: KSH, Takarék



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

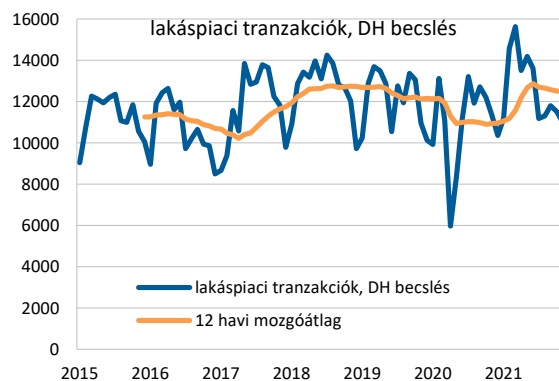
A tavaszi hónapokban mért rekordok után némileg lassult a lakóingatlan piac. Márciusban **az elmúlt 10 évben először** lépte át a **15 ezres** határt az adásvételek száma. A Duna House tranzakciószám becslése szerint tavaly decemberben 11422 ingatlan adás-vétel realizálódott, amely a tavalyinál 10,3, a 2019-esnél pedig 12,8%-kal mutat élénkebb adásvételi aktivitást. Az év utolsó havi eredményével a hazai ingatlanforgalom elérte, sőt, túl is lépte a 150 ezres határt: a Duna House becslése szerint 150.974 tranzakció realizálódott 2021-ben. Éves szinten így 15%-os volt a növekedés az ingatlanpiacon 2020-hoz viszonyítva. A Duna House elemzői szerint az aktív piacot és a továbbra is erős keresletet, a nemzetközileg is tapasztalható koronavírus járvány okozta lakhatási igények változása miatti többlet tranzakciók és hazai környezetben az erre ráerősítő otthonteremtési támogatások okozzák. A szakemberek szerint ez a piaci trend éves szinten akár kétszámjegyű árnövekedést is okozhat az ingatlanoknál. **2022-ben az előrejelzések szerint a tranzakciók száma ismét elérheti a 150 ezres szintet.**

37. ábra: Lakásárindexek



Forrás: MNB

38. ábra: Tranzakciószám becslés



Forrás: Duna House

A lakáspiac gyorsan kiheverte a járvány miatti két évvel ezelőtti visszaesést, a **kereslet azonban érdemben eltolódott a családi házak, illetve egyes üdülőhelyek, kiemelkedően pedig a balatoni térség irányába**, míg a belvárosban a rövid távú lakáskiadás megszűnése okozott növekvő kínálatot. Az elmúlt években felfutó forgalom háttérében nemcsak a megnövekedett kereslet, hanem az ugyancsak megnövekedett kínálat áll, amelyet a CSOK és más családtámogatási eszközök miatt új lakásba vágyók értékesítési kedve is erősített. Az elmúlt években a keresletet érdemben növelte az alacsony kamatszint, amely növelte a befektetői érdeklődést és a lakáshitelek iránti keresletet, az internetes szálláshely megosztással elérhető jelentős hozamok, a kedvezőbb munkapiaci helyzet hatására javuló fogyasztói bizalom, valamint a korábbi évek elhalasztott kereslete is. Az érdeklődés azonban továbbra is döntően a fővárosra, az agglomerációra, illetve egyes kiemelt megyeszékhelyekre koncentrálódott, ahol a lakásárak érdemi felfutása is megfigyelhető volt. Noha a lakásárak több ismert tényező miatt is „elszálltak”, azonban az elmúlt négyévnyi meredek emelkedést követően is csak a

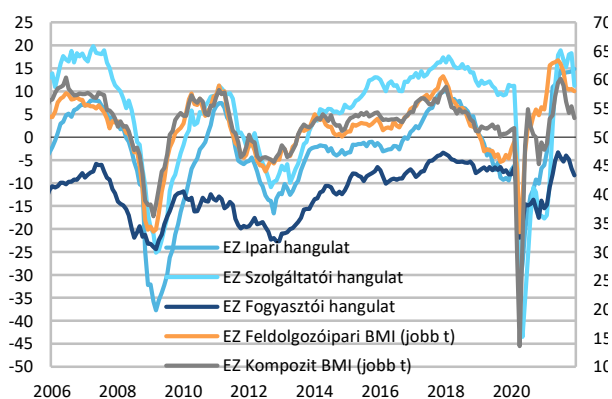


Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

2008-ban megtört trendhez, illetve a bérszínvonalhoz igazodtak vissza, így a hat-hét évvel ezelőtti hullámvölgyhöz viszonyítva tűnik csak meredeknek az áremelkedés. **Buborékról** legfeljebb csak **Budapest** esetén **beszélhetünk**, ahol az árak behozták régiós lemaradásukat, a fent említett járvány utáni új lakáspiaci trendeknek megfelelően pedig egyes kerületekben már az árak csökkenése is elindult, ami feltehetően nem lesz tartós.

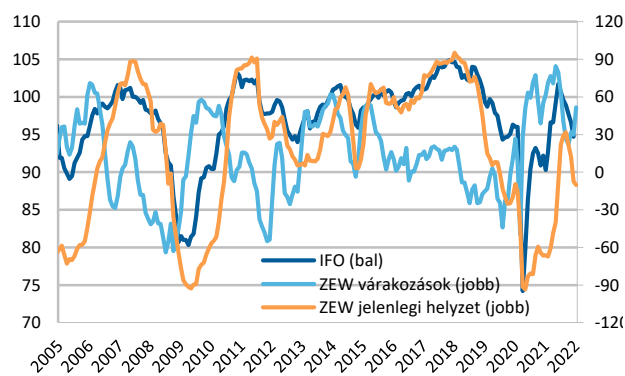
Konjunktúra-kilátások

39. ábra: Euró-övezeti konjunktúramutatók (egyedi módszertanú indexértékek)



Forrás: Reuters, Bloomberg

40. ábra: A német Ifo és ZEW index (egyedi módszertanú indexértékek)



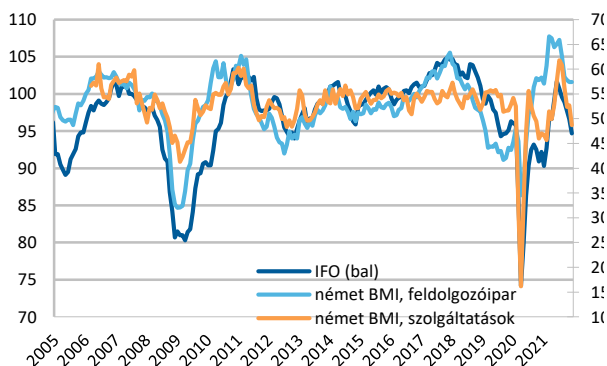
Forrás: Reuters, Bloomberg

Az oltási folyamat gyorsulásával és a járvány lecsengésével újraindító gazdaságok hatására a nyári hónapokban meredeken felpattantak a bizalmi mutatók. A világkereskedelem helyreállításával a feldolgozóipari indexek már korábban elérték történelmi csúcsaikat, azonban innen lefordultak a beszállítói láncok és a szállítási kapacitások akadozása miatt. A nyersanyagárak robbanása és a szállítási költségek elszállása miatt az áremelési szándék is soha nem látott magasságba ugrott. A korlátozások fokozatos enyhítése a szolgáltatói ágazatok bizalmi mutatóinak adott éles lendületet, majd a delta variáns által okozott negyedik hullám hatására kissé visszaestek. A konjunktúra indexek azonban továbbra is erőteljes gazdasági növekedést jeleznek előre a harmadik negyedévre.



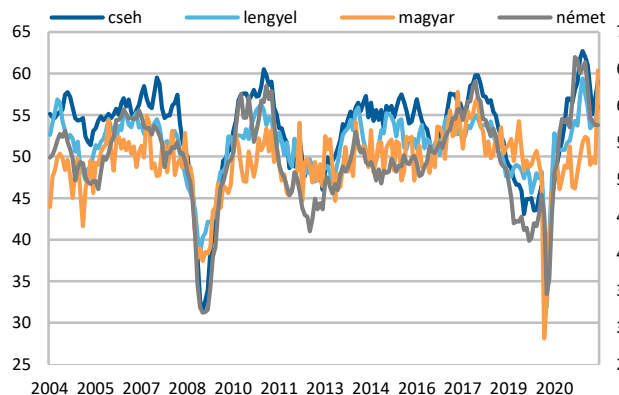
Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

41. ábra: A német Ifo és BMI indexek



Forrás: Reuters

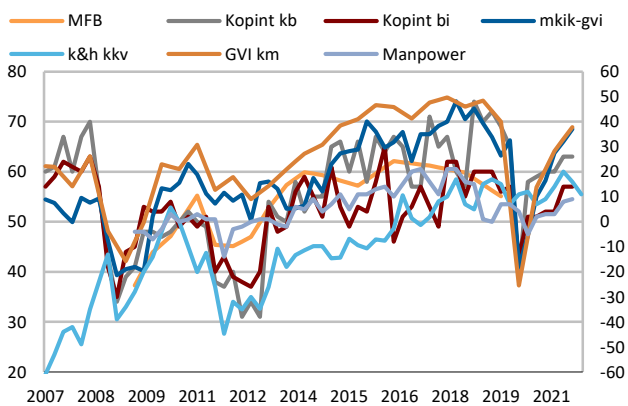
42. ábra: Régiós BMI-k



Forrás: Reuters

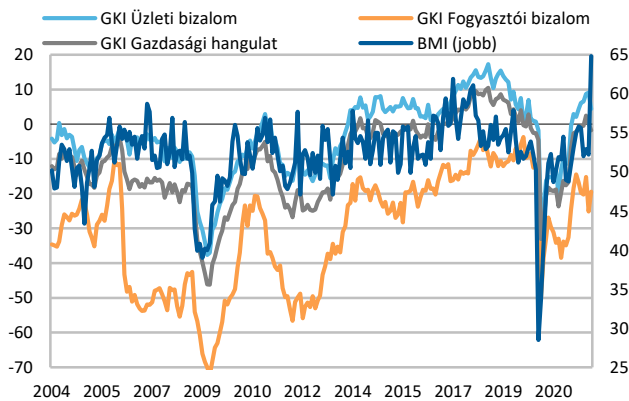
A gyors hazai oltásoknak és gazdasági nyitásnak köszönhetően a hazai bizalmi indexek többsége meredek felpattanással már elérte a járvány előtti szintet. Az üzleti bizalom javulását eleinte a kedvező kilátásokkal rendelkező ipari és építőipari mutatók vezették, azonban az elmúlt hónapokban már a szolgáltató szektor hangulata is igen meredeken javult. A fogyasztói bizalom a meredek javulást követően kissé megtorpant, a lakosság saját pénzügyi helyzetének megítélése romlott nagyobb mértékben.

43. ábra: Hazai konjunktúra-mutatók



Forrás: MFB, Kopint, MKIK, K&H

44. ábra: GKI bizalmi indexek és a BMI



Forrás: GKI, MLBKT



III. GLOBÁLIS ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

Globális monetáris politikai fejlemények

A jelenleg is még teljes fordulatszámom pörgő expanzív monetáris politikák világszerte mostanában kezdenek némileg szigorúbb hangot megütni, miután az inflációs célok érdemi túllépésének lehetünk szemtanúi, például a Fed már novemberben elkezdte a kötvénnyvásárlások csökkentését, majd idén a kamatemelési ciklust, igaz eközben az EKB még továbbra is átmenetinek tekinti a jelenlegi pénzromlást. A finanszírozási költségek csökkentése, az inflációs cél elérésének szándéka illetve a munkahelyteremtés és a növekedés ösztönzése érdekében indokoltan levágott kamatok illetve a korlátlan volumenben bevetett QE más területeken is látványos hatást gyakoroltak és gyakorolnak a mai napig. A részvénypiacok árazására – és azon belül is elsősorban a globális tech papíroké –, ami látványosan elszakadt a fundamentumoktól, a továbbra is a rendszerben keringő plusz likviditás keresi a helyét, és a mélyen negatív reálhozamokat kínáló kötvénypiacok, a nem létező betéti hozamok mellett jobbra csak a részvénypiac és az ingatlanpiac marad, ahol lecsapódhat ez a forrástömeg, az amerikai lakáspiac áremelkedése például 30 éves csúcsra gyorsult tavaly nyáron. A részvénypiaci pénzösség volumenét pedig jól jelzi, hogy 2020 novembertől tavaly tavaszig 569 milliárd dollárnyi friss tőke érkezett a részvényalapokba, miközben az ezt megelőző 11 évben mindössze 452 milliárd volt ez az összeg a folyamatos tőzsdei emelkedés ellenére is.

Az euró zóna inflációs dinamikájában immár láthatóan kezd jelentkezni az aktív monetáris és fiskális stimulus hatása illetve a karantén feloldások keresletre gyakorolt hatása, augusztusban 3.0%-ra ugrott a mutató, az előző havi 2.2% után, ami már elérte a jegybanki célsáv szélét, kérdés a dinamika tartóssága. Ezzel összevetve a 2000-es évek kétharmadában 2 százalék körüli, de többnyire azt kissé meghaladó volt az eurózóna inflációja, a 2008-es pénzügyi válságot megelőzően felpattant 4 százalékig, majd defláció és 3 százalék között hullámozott, 2013 óta pedig csak egyszer érte el néhány hónapra a célt. Az euró januárig tartó látványos, 3 éves csúcsra erősödése rövidtávon akadályozta, hogy közeledjen a céljához az EKB, viszont a felerősödött amerikai inflációs félelmek és látványosan emelkedő kötvényhozamok miatt véget ért az euró erősödő trendje és a fenti okok, plusz akár a kínai ingatlanpiaci problémák miatti menedékkeresés miatt immár 1.17 alá erősödött a dollár.

A laza kondíciók lehetséges fenntartása érdekében eközben új fejezetet nyitott a Fed is a monetáris politika történetében, miután az eddigi horgonyozott inflációs célkövetési rendszerét módosítva nem egy meghatározott, fix inflációs cél elérését, hanem egy – meg nem határozott hosszúságú – gazdasági ciklusban átlagosan megvalósuló inflációt tűzött ki, így kell teljesülnie a 2%-os inflációs célnak. Ez a mutató csak 2004 közepe és a 2008-as pénzügyi válság őszi kitörése között tartózkodott enyhén e felett, míg azóta csupán kétszer lépte át átmenetileg néhány hónapra a kitűzött célt, az elmúlt tíz év átlaga pedig mindössze 1,6 százalék volt. Jelenleg még kérdéses, hogy az amerikai infláció 5% körüli szintje mennyire lesz tartós illetve az elhalasztott kereslet, a nyersanyag áremelkedés, a deglobalizáció és az ellátási láncok átalakulásával, kiegészülve az egyelőre még továbbra is havi 120 milliárd dolláros volumenben zajló kötvénnyvásárlásokkal. De ez alapján a Fed elméletileg azt is megtehetné, hogy amennyiben 2 százalék fölé kerül az árindex tartósan, akár hosszú évek távlatban sem

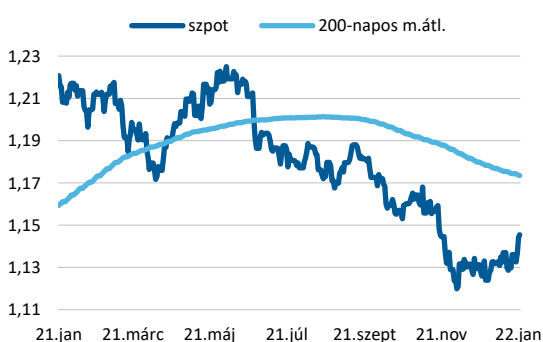


Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

kezd neki a szigorításnak, amennyiben csak annyival haladja meg a jövőbeli átlagos infláció a 2 százalékot, mint amennyivel a korábbi évtizedben elmaradt attól, igaz az elmúlt hónapok adatai már láthatóan a jegybank tűréshatárát is elérték. **A világ leginkább figyelemmel kísért jegybankjánál az eszköztár bővítésének hatására továbbra is (!) szédítő tempóban emelkedik a mérleg tavalay februártól kezdve, az akkori 3900 milliárd dolláros szintről idén szeptember végéig elérte a 8000 milliárdos szintet folyamatos emelkedést követően, ami immár az amerikai GDP 38%-a.** A növekedési volumen szinte egészét immár az amerikai állampapírok adják, míg a folyamat kezdetén jelentős arányt képviseltek a vásárlásokban a likviditási swapok és az MBS jelzálogpapírok is, bár ez utóbbiak állománya továbbra is 2000 milliárd dollár és nem csökken.

Nemzetközi devizapiacok és a forint

45. ábra: Az EUR/USD keresztárfolyama



Forrás: Bloomberg

46. ábra: Az USD/JPY keresztárfolyama



Forrás: Bloomberg

Az EUR/USD kereszt esetében a jelenleg ismét várhatóan divergensé váló monetáris politikai lépéseken túl **fundamentális szempontból továbbra is az euró moderált erősödése lenne indokolt, mivel az euróövezetben továbbra is masszív fizetési mérleg többlet van,** amit az ipar gyors helyreállása is hajt az ipari exportra erősen építő Európában (2021 Q3: +78.8Mrd EUR). Ellentétben az amerikai, a pandémia előtti szinthez képest is méginkább negatív szinttel (2021 Q3: -214.8Mrd USD), ami összefüggésben áll a – személyes kontaktust igénylő - szolgáltatások gyengélkedésével és ehelyett az iparcikkek fogyasztásának és importálásának felpörgésével, amit nagyrészt az ázsiai import fedez. A jegybanki kommunikáció és szóbeli intervenciók azonban továbbra is elsődleges fontosságúak lesznek a devizaárfolyamok alakulásában, különösen a jelenlegi helyzetben és ez jól tükröződik az EUR-USD devizakeresztben is. Az európai jegybank továbbra is elkötelezett a laza monetáris politika iránt – és a megugró infláció átmeneti mivolta mellett -, míg a Fed immár teljes gőzzel elkötelezett az ideai látványos szigorítás mellett, egyes piaci vélemények szerint akár az 50bp-s kamatemelés is elképzelhető márciusban a kötvénnyvásárlások kivezetésével párhuzamosan. Ezen felül amennyiben a járványhelyzet pozitív irányba fog változni az év második felében, az az eltűnt kockázatvállalási kedv várható visszatéréssel szintén a dollár gyengülési irányába hatna és kedvezne a kockázatosabb eszközöknek, többek közt a forintnak is.

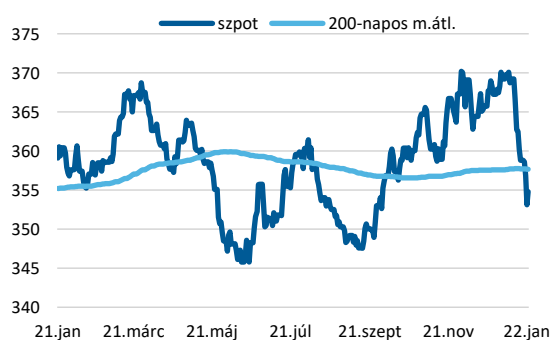
A tavalyi év végén a hazai fizetőeszköz ismét a 370-es szintig gyengült, majd januárban visszaerősödött 355 alá, ahonnan aztán a decemberi vártnál erőteljesebb hazai (mag)infláció hatására ismét gyengült némileg. Az év végi



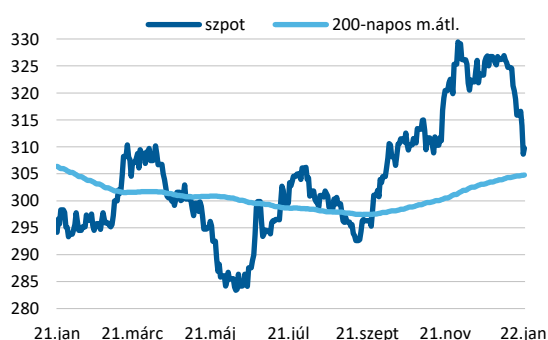
Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

gyengülés oka alapvetően a kedvezőtlen feltörekvő piaci hangulat volt, amit a globális jegybankok egyre szigorúbb üzenetei, a dollárhozamok emelkedése, illetve az infláció várható tartósságával kapcsolatos megszólalások indukáltak, továbbá a hazai jegybank restriktív fellépéseit is kevesellték a befektetők, miután beindult az összrégiós szigorítási verseny. A 4%-ot elérő egyhetes MNB betéti kamat – az effektív alapkamat – szintje immár erőteljesebb védelmek nyújt a forintnak a nemzetközi hangulatingadozások közepette, így a korábbi régiós alulteljesítést a felülteljesítés váltotta fel az utóbbi időszakban, amire szükség is van a hazai infláció elleni harcban, hogy ne csak a belső árnyomás, hanem a forintgyengülés inflációs hatása is tompuljon. Az export dinamikája ugyan továbbra is erőteljes marad – bár az ipari chiphány ezt egyelőre mérsékeli - és az aktív magyarországi működőtőke befektetési szint is láthatóan fennmarad, ugyanakkor az import, mind fogyasztási, mind beruházási oldalról tovább erősödhet, **a folyó fizetési mérleg pedig minimális negatív egyenleget mutathat idén és jövőre. Ez alapvetően semleges a forint szempontjából, mivel ennek mértéke igen korlátozott maradhat**, viszont a folyamatos negatív nemzetközi sajtó erősíti a forint elleni short állomány felépülését, aminek a hatását a jelenlegi „védő kamatszint” illetve a konszolidálódó költségvetési hiányok mérsékelhetik az idei évben, kiváltképp amennyiben az infláció is lassulna és érezhetően emelkedne a hazai reálkamatszint.

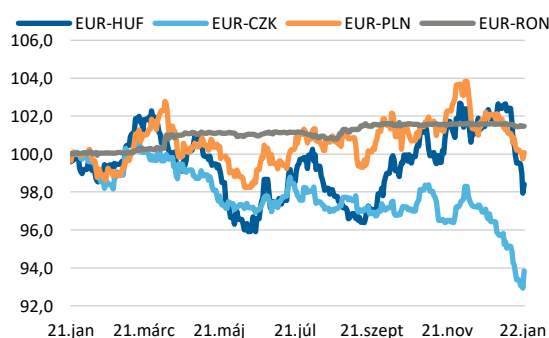
47. ábra: Az EUR/HUF keresztárfolyama



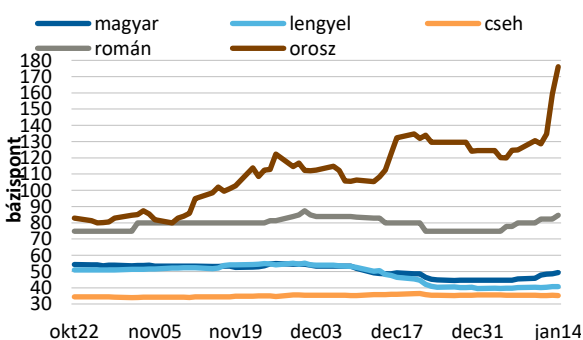
48. ábra: Az USD/HUF keresztárfolyama



49. ábra: Az EUR/régiós devizák keresztárfolyama (előző év azonos n.év kezdete=100)



50. ábra: A régiós 5 éves CDS felárak alakulása



Forrás: Bloomberg

Forrás: Bloomberg



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

Ezen felül a tőkemérleg többlete megmarad, amit a 2021-2027-es új EU-s finanszírozási ciklus is támogat majd a jelenleg fennálló viták várható rendezése után, illetve a **teljes külső finanszírozási képesség pozitív lesz idén és jövőre, miközben mérséklődik az államadósság, ami szintén kedvező a hazai deviza szempontjából**. Ez segíthet kordában tartani és ismét csökkenő pályára terelni a külső adósságot, továbbá a hazai CDS felárakat, ami a piaci árazásban is meglátszik. A magyar csőd kockázati felár már 50 pont alatti – némi emelkedés után - 49 bázispont, ami további csökkenést jelent a korábbi negyedévhez képest és csupán 8 bázispont felárt jelez a lengyel és 14bp-t a cseh szinthez viszonyítva. A magyar gazdaság fundamentumainak stabilitását és várható javulását jelzi az is, hogy némileg váratlanul szeptember végén Baa3-ról Baa2-re minősítette fel a magyar adósságot a Moody's stabil kilátással. Tette arra hivatkozva, hogy 2021 első felében kiemelkedően erős volt a magyar gazdaság visszapattanása köszönhetően a hatékony fiskális és monetáris politikának és az erőteljes hazai, valamint FDI beruházásoknak köszönhetően pozitívak a középtávú növekedési kilátások, ami szintén pozitív fundamentum a nemzetközi piacon a hazai deviza számára. Azt azonban meg kell jegyezni, hogy a bizonytalan inflációs és monetáris szigorítások közepette egy negatív feltörekvő piaci turbulencia a jelenlegi volatilis kereskedés közepette érdemi irányváltásokat is eredményezhet, ezzel együtt is a szigorodó hazai monetáris és fiskális környezetnek köszönhetően az év végére a 350-355 közötti sávba várjuk a forint euró elleni értékét.

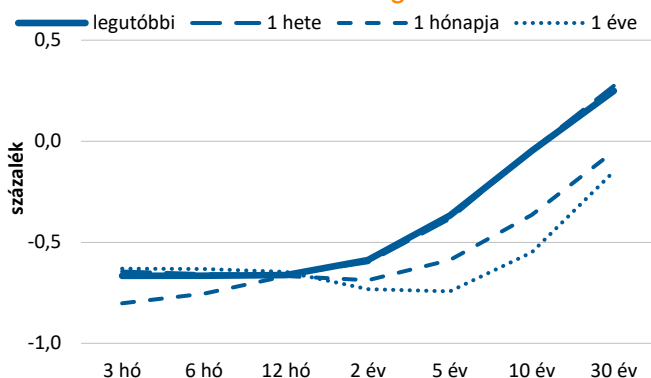
Nemzetközi és magyar állampapírpiac, hozamszintek

A transzatlanti ellenpárok, a német, illetve az amerikai hozamgörbe összehasonlítása alapján jól látszik, hogy az amerikai görbe inverzsége megszűnt és mindhárom lenti görbe főként hosszú oldala feljebb jött az egy évvel korábbi szintjéhez képest, ami értelemszerű következménye az inflációs várakozások masszív emelkedésének és a kamatemelési várakozásoknak. A hozamgörbe inverzségének jeleit továbbra is mutatja a német görbe, a közép-hosszú hozamok minimálisan a rövidek alatt állnak még mindig, de mivel ez egy negatívban lévő, mesterséges, QE és a globális tőke menedékkeresése által befolyásolt hozamkörnyezet, így nem feltétlen érdemes valós jelentéstartalommal felruházni a jelenlegi helyzetet. Az EKB kötvényvásárlása láthatóan szorítja lefelé az államadósság (re)finanszírozási költségeket Európa-szerte, például a súlyosan eladósodott olasz 10 éves referenciahozam kevesebb, mint két éve még 2.6%-on állt, míg jelenleg továbbra is csupán 0.82% az világszerte erősödő inflációs félelmek és kamatemelések ellenére is, így nem indokolatlan a megállapítás, hogy az EKB tartja lélegeztető gépen az európai adóssághegyek egy részét. Erre vélhetően a pandémia következtében elszabaduló államadósságokat figyelembe véve szükség lesz továbbra is, ami erősen korlátozza az európai monetáris hatóság mozgásterét, ami meg is jelenik az EKB továbbra is expanzív monetáris kommunikációjában, ami divergens az amerikai társának elmúlt hónapban már lezajlott szigorítást kilátásba helyező fordulatával. Ebben az is szerepet játszhat, hogy a jegybank(ok) jelen helyzetben nem feltétlen bánnák a mandátumukkal ellentétes magasabb inflációt sem, ami segítséget nyújtana az élesen megugró államadósságok reálértékének csökkenésében és így a finanszírozási helyzet stabilizálásában.

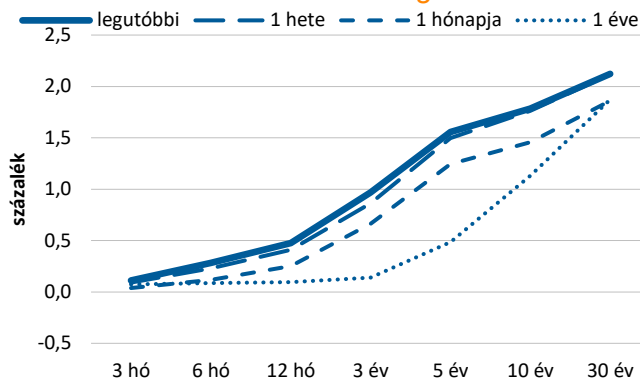


Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

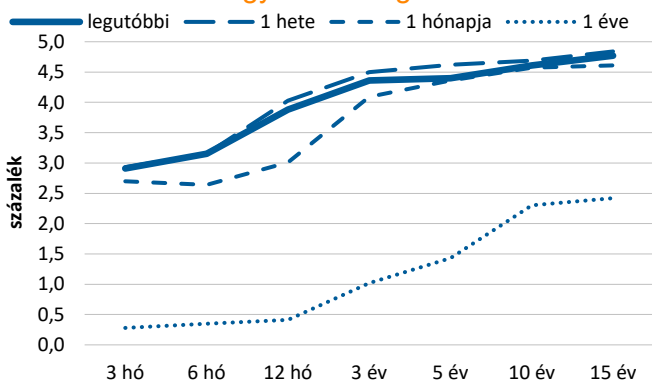
51. ábra: A német hozamgörbe alakulása



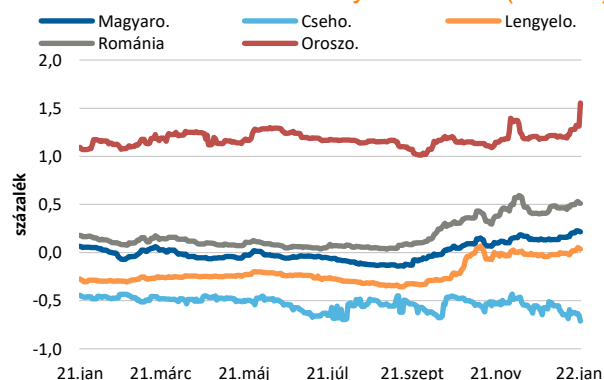
52. ábra: Az amerikai hozamgörbe alakulása



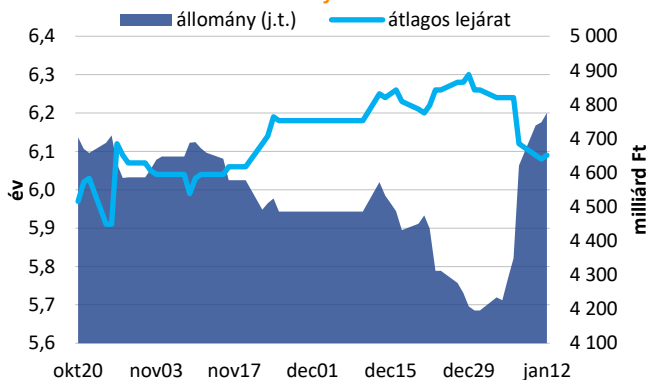
53. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása



54. ábra: CEE Eurokötvény-hozamok (5 éves)

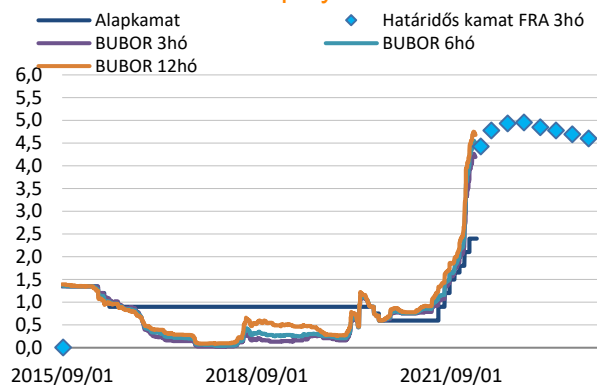


55. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és a lejárat



Forrás: Bloomberg, ÁKK

56. ábra: BUBOR-ok és a magyar határidős kamatpálya lefutása



Forrás: Bloomberg, MNB

A magyar állampapír-piac finanszírozási helyzete továbbra is stabil, az ÁKK rendszeres aukcióin elégséges kereslet látszik minden lejáraton, kiegészítve az MNB – csökkentett - vásárlásaival, amik igyekeznek a hosszabb oldalt kontroll alatt tartani. A külföldiek továbbra is stabilan keresik a magyar állampapírokat, 4800 milliárd forint körül áll az állományuk, a háztartások pedig aktívan veszik a lakossági kötvényeket, elsősorban a MÁP Pluszt, így a háztartások kezében a teljes, 37 744 milliárdos állomány 26%-a van jelenleg. A teljes állományon belüli



Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

egyharmados kormányzati célszint minden bizonnyal belátható időn belül elérhetőnek tűnik, köszönhetően a kiemelkedően magas fix kamatnak illetve a hozam adómentességének, de amennyiben a hazai infláció a jelenlegi szint környékén stabilizálódik, akkor az inflációkövető PMÁP vonzóbb lehetőséggé válhat a fix kamatú papírokkal szemben, igaz az 5 éves futamidő esetében az infláció feletti kamatfelár már 1.25%-ra csökkent legutóbb.

A teljes államadósságon belül **az adósság devizaaránya 17% volt** a negyedév végén, a korábbi negyedévhez hasonlóan. Bár az eddigi kormányzati kommunikáció alapján továbbra sem cél kifejezetten a devizakötvény kibocsátás és a devizaarány növelése, szeptemberben 10 éves dollárkötvényből 2,25 milliárd dollárnyit, 30 évesből pedig 2 milliárd dollárnyit bocsátott ki az ÁKK nemzetközi devizaötvény tenderen, a hozamszint az előbbi esetében 2.29%, utóbbi esetében pedig 3.36% volt. Ezt követően pedig euróban is bocsátott ki kötvényt Magyarország, méghozzá 1 milliárd eurónyi összeget, 7 éves futamidővel, négy és félszeres túljegyzés mellett, kiugróan alacsony, 32 bázispontos hozamszinttel. A „hirtelen” kibocsátás indokai közt szerepel a jelenleg még rendkívül kedvező nemzetközi finanszírozási környezet, ami jól látszik a kialakult hozamszinteken is, így ésszerű refinanszírozási forrást jelent, illetve az EU-s források folyósításának késlekedése is indokoltá teheti. Az ÁKK stratégiája szerint a fő cél, hogy továbbra is **20% alatt maradjon a teljes adósságállomány devizaaránya** és az ehhez szükséges mértékben kész aktívan menedzselni az adósságot visszavásárlásokkal, és ha a hozamszint indokolja, új kibocsátásokkal.

Az 56. ábrán látható **bankközi határidős kamatlábak meredeksége tovább emelkedett** a korábbi negyedévhez képest és az elkezdett kamatemelési ciklushoz idomulva látványos emelkedést mutat, bár a meredeksége – mint általában - túlzó, **igen valószínűtlen, hogy ezen az időtávon 3%-ig emelkedik a kamatszint**. A hazai gazdaság megtakarítási többlete, a továbbra is fennmaradó külső finanszírozási többlet, a költségvetés megugró hiánya mellett is stabil finanszírozási helyzete, a nagy jegybankok egyelőre zéró szinten maradó irányadó rátái egyaránt támogatóak a hazai immár óvatosan szigorító monetáris politikát illetően, és segítenek a hazai jegybanknak, hogy némi „(reál)kamatelőnyt” szerezzen a hazai devizának, erősítve ezzel, hogy némileg fékezze az importált inflációt. Idén év elejéig úgy tűnt, hogy még némi dezinflációs segítséget is kapnak a jegybankok a laza monetáris politikához, mivel a pandémia miatt csökkenő aggregált kereslet és kényszer megtakarítások visszafogják a fogyasztást/árakat, de az aktív újraindulás óta ennek stabilan az ellenkezője látszik és elkezdett megjelenni a pénznyomtatások következménye a makrogazdasági/inflációs folyamat szintjén is az eszközár felfúvódások után, ami előbb-utóbb reakcióra késztetni a monetáris politikai irányítóit is.

Részvénypiaci helyzetkép

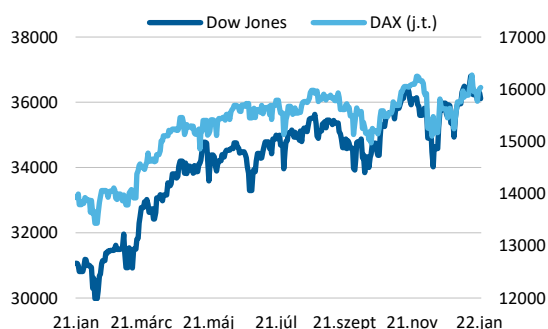
A tavaly tavaszi beszakadás óta töretlenül folytatódott a részvénypiaci emelkedés, az elmúlt negyedév volt az első, hogy korrekciót láthattunk, többek közt a várt monetáris szigor miatt illetve a kínai ingatlanpiacon megjelenő adósságproblémák is rájlesztettek a hangulatra. De továbbra is igaz, hogy az emelkedés – főként az amerikai piacok esetében - legnagyobb részt a masszív pénznyomtatásból eredő likviditást összegyűjtő tech papíroknak volt köszönhető, igaz a kötvényhozamok emelkedésével látványos korrekciót mutat be a technológiai Nasdaq,



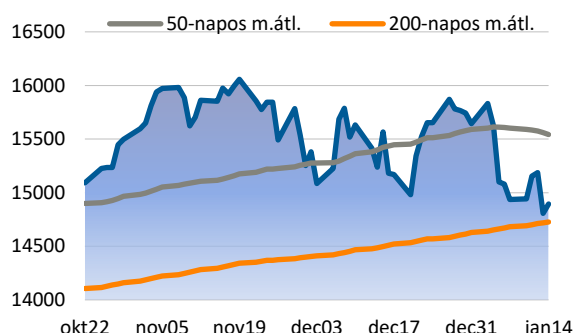
Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

miután a növekedési tech részvények legnagyobb „ellensége” a magasabb jövőbeli diszkontráta, ami így egyre növekszik.

57. ábra: A Dow Jones és a DAX alakulása az elmúlt egy évben

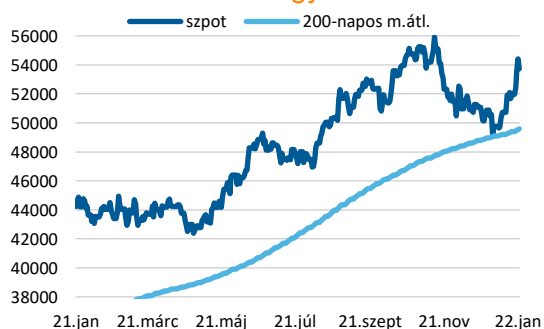


58. ábra: A Nasdaq, mint a technológiai és egyben a legnagyobb vállalatok indikátora

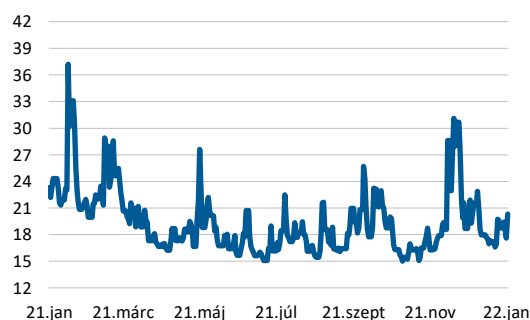


Az amerikai és európai részvénypiac együttmozgása – az elmúlt 12 hónap horizontján - továbbra is szinte teljes korrelációt mutat, a VIX index pedig kisebb átmeneti „Evergrande-megugrást” követően visszatért 20 pont alá, bár a legutóbbi napokban ismét növekvő 30 napos előretekintő volatilitást jelez. A világ legértékesebb tőzsdéi vállalatainak rangsorában 2021 harmadik negyedévében továbbra is négy darab ezermilliárd dollár feletti kapitalizációt köszönhetünk és továbbra is jól látszik az eszközár infláció a tech papírok esetében, további közel 10%-kal emelkedtek az árfolyamok az előző negyedévhez képest. A legértékesebb cégek között az – amerikai – technológiai vállalatok egyeduralmát jelzi, hogy az első ismét az Apple lett, tovább emelkedve és elérve a 2382 milliárd dolláros értéket, ami továbbra is erősen elrugaszkodott a cég valós fundamentumaihoz és igencsak eltűnően lévő innovációs potenciáljához képest. A második a Microsoft 2211 milliárdos értékkel, ami szintén erős túlértékeltiséget jelez, de ebben az esetben legalább valós, stabil, minőségi fundamentumok és termékek állnak a háttérben. A harmadik és negyedik helyen is természetesen FAANG papír található, a harmadik az Alphabet (Google) 1874 milliárdos értékkel, a negyedik az Amazon 1694 milliárdos számmal, az ötödik helyen ismét a Facebook található 982 milliárdos értékkel, a hatodik a lufi csúcstartó Tesla 768 milliárd dollárral, az első nem amerikai cégig pedig a 8. helyig kell mennünk, érdemi csökkenés után 572 milliárd dollárt ér az itt található Tencent.

59. ábra: A BUX alakulása az elmúlt egy évben



60. ábra: A VIX, tőkepiaci volatilitást jelző, „félelem index” alakulása





Negyedéves áttekintés - Reálgazdaság

A budapesti tőzsde a nyár közepén ismét elkapta az emelkedő hullámot és 52 ezer pont fölé emelkedett, ezzel felülteljesítve az oldalazó nemzetközi mezőnyt, amit az OTP és a MOL erős eredményei illetve előbbi szlovén bankvásárlása is segített, míg a MOL-t a látványos olajár növekedés támogatja. A hazai tőzsdére általában elsősorban a globális piaci tendenciák hatnak, mivel a BÉT befektetői körének 60%-a nemzetközi intézményi szereplő, azon belül is globális alapok, melyek jelentős részben figyelmen kívül hagyják a kisebb lokális eseményeket és makrorégiók alapján módosítják befektetési politikájukat és ez pontosan látszik a régiós tőzsdeindexek együttmozgásán is. A hazai blue chippek közül a MOL ledolgozta a leginkább lemaradó papír szerepét és jelenleg éves csúcán áll, amit az erős gyorsjelentése és a masszívan növekvő olajárak is segítenek, és a globális nyitásokból eredő növekvő olajkereslet középtávon is alapvetően jót jelez a MOL árfolyamával kapcsolatban. A korábbi kiugró Richter visszavett a lendületből, immár „csak” 29%-os éves pluszban tartózkodik, de egyre több készítménnyel illetve licenccel sikerül betörnie a globális piacokra a hazai gyógyszercégnek, amik továbbra is javítják a középtávú fundamentumait, illetve a meglevő értékesítési csatornák is stabilnak tűnnek. A defenzív MTelekom ismét a legkevésbé mozgalmass papír, de a folyamatosan erősödő a digitalizáció stabil felfelé mutató kockázatot jelent a cég számára, és így is a harmadik helyen áll az éves árfolyam-teljesítményt tekintve. Az OTP némi korrekciót szenvedett el az utóbbi hetekben, de az éves teljesítménye így is 91%-os (!) nyereséget mutat, a korábbi, hosszú ideig agyonnyomott kamatokot váró piaci hangulat némileg fordult az inflációs félelmek, és az ebből következő emelkedő kamatok miatt, ami segíti a banki marzsokat, de az újabb sikeres bankvásárlási hírek, és ebből következően masszívan növekvő mérlegfőösszeg és eredményesség is segítik a legnagyobb hazai pénzintézetet, így indokoltnak tekinthető a jelenlegi emelkedés. A fejlett piaci rallyval összevetve sikerült nagyjából ledolgozni a lemaradásukat a hazai – és a régiós papíroknak -, de továbbra is látható diszkont mutatkozik a régió javára, annak ellenére, hogy a vírus utáni nyitás a hazai gazdaságban kezdődött meg az egyik leghamarabb, sőt hitelminősítők szerint is nálunk lehet a legstabilabb helyreállítás, így akár továbbra is jó beszállókat kínálhatnak a jelenlegi értékeltségi szintek a hazai piacon a legtöbb papír esetében.