



MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2021. AUGUSZTUS 24-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

2021
AUGUSZTUS

Közzététel időpontja: 2021. szeptember 8. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2021. augusztus 18-ig rendelkezésre álló információkat vettük figyelembe.

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

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

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

Tartalom

1. Makrogazdaság	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok	7
1.2.1. Gazdasági növekedés	7
1.2.2. Foglalkoztatás	9
1.3. Infláció és bérek	11
1.3.1. Bérezés	11
1.3.2. Inflációs folyamatok	11
1.3.3. Inflációs kockázatok	12
1.4. Költségvetési folyamatok	14
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok	15
2. Pénzügyi piacok	16
2.1. Nemzetközi pénzpiacok	16
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása	18
3. Hitelezési feltételek	19

1. Makrogazdaság

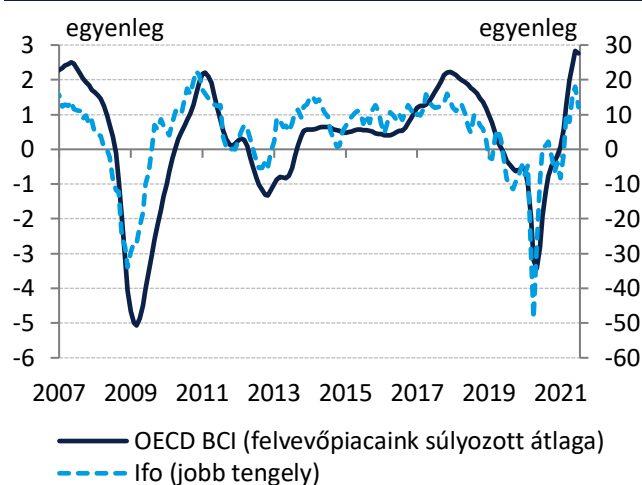
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Kína gazdasági teljesítménye 7,9, az Egyesült Államoké 12,2, míg az eurozóna gazdasága 13,6 százalékkal bővült 2021 második negyedében az előző év azonos időszakához viszonyítva. A nemzetközi feldolgozóipari és szolgáltató szektort érintő bizalmi indikátorok továbbra is pozitív kilátásokra utaltak júliusban, ugyanakkor előretekintve a koronavírus újabb hullámával kapcsolatos várakozások válhatnak meghatározóvá. Az esetszámok elmúlt hetekben megfigyelt felfutása a koronavírus-járvány negyedik hullámának megjelenését vonhatja maga után, ami megakaszthatja a gazdasági kilábalás folyamatát. Azon országokban, ahol magasabb az átoltottság mértéke, ott várhatóan mérsékeltebb lesz az esetleges korlátozások negatív hatása. 2021 második negyedében a külső inflációs környezet továbbra is magasan alakult. Az eurozóna inflációja a júniusi 1,9 százalékról júliusban 2,2 százalékra emelkedett. Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index 5,4 százalékon alakult júliusban. Lengyelországban a júliusi fogyasztóiár-index 5,0 százalék volt. Csehországban a júliusi infláció 3,4 százalékon alakult, ami számottevően meghaladta a cseh jegybank 2 százalékos inflációs célját.

A világ ipari termelése már 2020 szeptemberében meghaladta a járvány előtti szintjét, és azóta is fölötté alakul, miközben a gazdaságok újraindulásával a szolgáltató szektor kilátásai is jelentősen javultak. Az ipari termelés a globális félvezetőhiány ellenére is bővült. A szolgáltatószeaktor kilátásai az átoltottság emelkedésével párhuzamosan javultak, azonban így is lassabb helyreállítás várható. A napi kereskedelmi célú repülőjáratok száma a tavalyi második félévi átlagos 65-70 ezerről februárra enyhén csökkent, majd márciustól emelkedésnek indult és jelenleg a turisztikai szezon beindulásával 90-95 ezer körül alakul, azonban továbbra is jelentősen elmarad a 2019-es adatoktól.

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

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

sintjét, a második negyedév során pedig Lengyelországban, Dániában, Magyarországon, Finnországban és Lettországon is.

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

Az előretekintő feldolgozóipari és szolgáltatássektort érintő bizalmi indikátorok pozitív kilátásokra utaltak júliusban, ugyanakkor előretekintve a koronavírus újabb hullámával kapcsolatos várakozások válhatnak meghatározóvá. A kínai konjunktúrahangulat enyhén csökkent, azonban a Beszerzési Menedzser Indexek továbbra is az 50 pont feletti (növekedési) tartományban tartózkodtak. Az Egyesült Államok Beszerzési Menedzser Indexe tovább nőtt, az eurózónáé viszont csökkent júliusban. A német üzleti hangulat (Ifo Business Climate Index) enyhén romlott júliusban, de továbbra is historikusan magas szinten áll (1. ábra).

A nemzetközi munkaerőpiaci folyamatok tovább javultak.

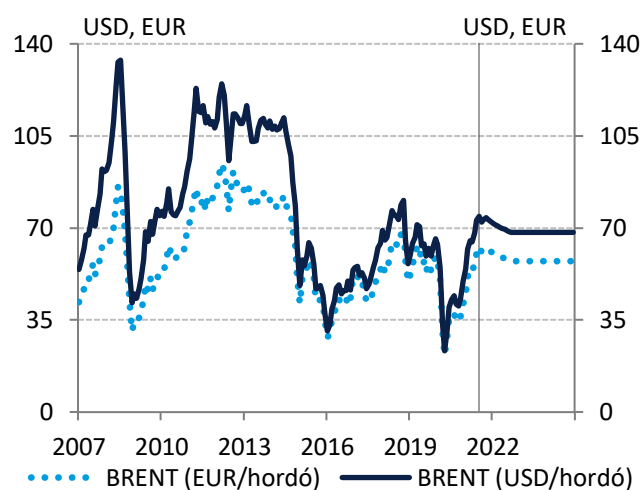
Az Egyesült Államokban a július 31-ével záruló héten a benyújtott új munkanélküliség-kérelmek száma 385 ezer volt, ami csökkenés az előző héthez képest, de továbbra is érdemben a 2019-es átlag (200 ezer) felett alakult. A munkanélküliségi ráta júliusban 5,4 százalékra csökkent. Az eurozóna munkanélküliségi rátája az előző hónaphoz képest 0,3 százalékponttal, 7,7 százalékra csökkent júniusban.

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

Az eurozóna inflációja a júniusi 1,9 százalékról júliusban 2,2 százalékra emelkedett, míg a maginfláció 0,9 százalékról 0,7 százalékra mérséklődött. A beérkezett adat az infláció esetén meghaladja az elemzők által várt 2,0 százalékot, míg a maginfláció megegyezett a piaci konszenzussal.

Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index 5,4 százalékon alakult júliusban. Lengyelországban a júliusi fogyasztóiár-index továbbra is a jegybanki cél felett, 5,0 százalékon tartózkodott. Csehországban a júliusi infláció 3,4

2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

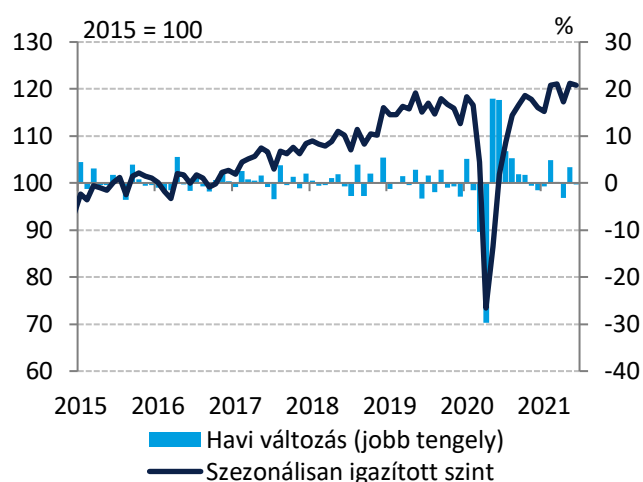
százalékon alakult, ami számottevően meghaladta a cseh jegybank 2 százalékos inflációs célját.

2021 júliusában a Brent nyersolaj hordónkénti átlagos világpiaci ára 74,4 dollár volt, miközben az azonnali árfolyam augusztus eleje óta a 71 dollár/hordó szint körül tartózkodik (2. ábra). Az elmúlt időszakban a Brent nyersolaj volatilis áralakulása volt megfigyelhető. Július közepén még átlagosan 75 dollár/hordó szint körül alakult a nyersolaj ára, majd miután az OPEC+ megállapodott a kínálat 2022-ig tartó fokozatos növeléséről, 68 dollár közelébe csökkent. Eközben a koronavírus delta variánsának terjedése továbbra is negatív kockázatot jelent a világ gazdasági fellendülés szempontjából. Az olaj iránti kereslet felépülését övező várakozások támaszt adtak az olajár emelkedésének, így az július végére 76 dollár közelébe emelkedett. Az augusztus elején megjelent vártnál gyengébb kínai BMI-adatok, illetve a delta variáns terjedése következtében néhány országban ismét bevezetett utazási korlátozások miatt augusztus elején ismét mérséklődött a Brent világpiaci ára, amit részben ellensúlyozott a közel-keleti feszültségek erősödése. Miután kiderült, hogy egy jelentés szerint a Fehér Ház tárgyalásokat folytat az OPEC+ tagokkal az olajtermelés növelése érdekében, ismét csökkent az olaj ára. **Az ipari nyersanyagok ára enyhén emelkedett, míg a nyers élelmiszerek világpiaci ára enyhén csökkent júliusban.**

1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

2021 második negyedévében a hazai GDP 17,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest, az előző negyedévhez képest pedig 2,7 százalékkal bővült a gazdaság teljesítménye. Ezzel a hazai GDP elérte a válság előtti szintjét. Hazánk éves és negyedéves összevetésben is az európai rangsor élmezőnyében foglal helyet a GDP 2021. második negyedéves adatai alapján. A valós idejű adatok a GDP növekedési ütemének lassulását jelzik a nyári hónapokban, amit a tavalyi évi, a korlátozások részleges feloldása miatti magasabb bázisok magyaráznak. Júniusban az ipari termelés meghaladta a válság előtti szintjét, és a járvány előtti trend közelében alakult, de 3,1 százalékkal elmaradt attól. Az építőipari termelés megközelítette a koronavírus előtti szintjét, de számottevően elmaradt az elmúlt évek növekedési trendjétől. A kiskereskedelmi üzletek forgalma továbbra is alacsonyabb a koronavírus kitörése előtti szintjénél. A munkaerőpiac ellenállónak bizonyult a koronavírus-járvánnyal szemben. 2021 júniusában nem változott érdemben a munkanélküliségi ráta a májusi 4,1 százalékról, míg a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest 98 ezer fővel emelkedett, ami szintén a bázishatásnak köszönhető.

3. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

1.2.1. Gazdasági növekedés

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

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

2021 júniusában az ipari termelés 22,0 százalékkal meghaladta az előző év azonos időszakának alacsony bázisszintjét. A szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján havi bázison 0,3 százalékkal mérséklődött a termelés volumene (3. ábra). Júniusban az ipari termelés 2,1 százalékkal meghaladta a válság előtti szintjét, és a járvány előtti trend közelében alakult, de 3,1 százalékkal elmaradt attól. Az előző év azonos időszakához viszonyított emelkedéshez a feldolgozóipar valamennyi alága hozzájárult. A nyers adatok alapján a hazai termelésben legnagyobb súlyt kitevő járműgyártás kibocsátása az ipari átlag alatti mértékben, 13,6 százalékkal bővült. A villamos berendezések gyártása 70,0 százalékkal emelkedett júniusban, elsősorban a villamosmotor- és akkumulátorgyártás felfutásának következtében.

2021 júniusában az építőipari termelés volumene 27,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest, ezzel megközelítette a koronavírus-járvány kitörése előtti szintjét, de számottevően elmaradt az elmúlt évek növekedési trendjétől. 2021 májusához viszonyítva 3,5 százalékkal emelkedett a kibocsátás szintje a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. Az épületek építése 25,0 százalékkal, míg az egyéb építmények építése 32,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A megkötött új szerződések volumene 65,9

százalékkal emelkedett, az építőipari vállalkozások június végi szerződésállományának volumene pedig 21,2 százalékkal haladta meg a 2020 júniusi szintet szezonálisan igazított adatok alapján.

A rendelkezésre álló valós idejű adatok alapján a GDP növekedési dinamikája a bázisok kifutásával mérséklődött a nyári hónapokban. Az online pénztárgép adatok alapján a forgalom júniusban 14 százalékkal, míg júliusban 10 százalékkal bővült nominálisan az előző év azonos időszakához viszonyítva. A **légi személyforgalom** a tavalyi alacsony bázisnak köszönhetően júniusban három-, júliusban kétszámjegyű bővülést mutatott, ám a két évvel korábbi szintjétől 66 százalékkal elmaradt július végén. A **vendéglátás nominális forgalma** már a 2019. év azonos időszaki szintjét is meghaladta. A **mozik látogatottsága** az újranyitást követően fokozatosan áll helyre, júniusban még 40 százalék körüli volt a visszaesés nagysága a két évvel korábbi sinthez képest, ami július végére mindössze 12 százalékra csökkent. A **közúti személyforgalom** március közepétől kezdve erőteljes javulásnak indult, júliusban átlagosan 6 százalékkal haladta meg a két évvel korábbi szintjét. A **villamosenergia-terhelési** és a **közúti teherforgalmi** adatok júliusban a tavalyi szint felett tartózkodtak.

A **lakossági hitelfelvétel** kedvezően alakult, júliusban az egy évvel korábbi szintjét 43 százalékkal, a két évvel korábbi szintjét pedig 8 százalékkal haladta meg. A **lakáspiaci tranzakciók** száma június végére 50 százalékkal volt alacsonyabb az előző év azonos időszakához képest. A **munkaerőpiac alkalmazkodása eddig visszafogott volt hazánkban.** 2021 júniusban a munkanélküliségi ráta 4 százalékon alakult, míg a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest 98 ezer fővel emelkedett. A munkanélküliséghez kapcsolódó **Google-keresések** szintén kedvező képet mutatnak. A „munkanélküli segély” és az „álláskeresési járadék” kifejezésekre történő hazai online keresések a járvány kitörése előtti szint közelében tartózkodnak.

2021 júniusában az árukivitel euróban számított értéke 21,9 százalékkal, míg az áruimporté 23,7 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva a KSH előzetes adatközlése szerint. A külkereskedelmi termékforgalom többlete 680 millió euro volt, ami az előző év azonos időszakához képest 1,7 millió eurós javulást jelent.

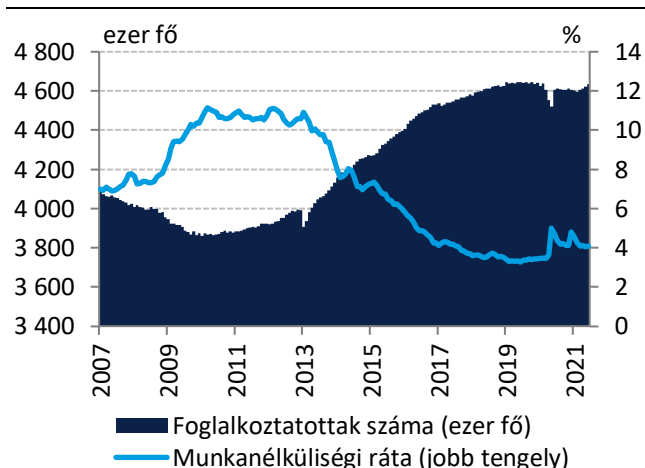
Júniusban a kiskereskedelmi értékesítések volumene naptárhatástól megtisztítva 5,8 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az előző hónaphoz mérten az értékesítések volumene enyhén növekedett (+0,6 százalék), azonban továbbra is elmaradt a koronavírus

kitörése előtti szinttől és az elmúlt évek növekedési trendje alatt alakult. Az élelmiszer és élelmiszer jellegű vegyes üzletek forgalma 7,2 százalékkal, a nem-élelmiszer jellegű üzleteké pedig 3,0 százalékkal bővült éves bázison a naptárhatástól megtisztított adatok szerint. Az üzemanyag-forgalom 8,6 százalékkal növekedett.

2021 júniusában a hazai kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák száma a járvány előtti szint kevesebb mint fele volt. A historikusan alacsony tavalyi bázis következtében az idei éves alapú növekedési indexek magasak. Júniusban 57,4 százalékkal emelkedett a vendégéjszakák száma az előző év azonos időszakához viszonyítva. A belföldi vendégéjszakák száma a tavalyi 733 ezer éjszakáról idén 1 107 ezer éjszakára emelkedett, 2019 júniusához viszonyítva ugyanakkor 32,8 százalékkal csökkent. A KSH adatközlése szerint a külföldi vendégek júniusban 222 ezer vendégéjszakát töltek el hazánkban, míg egy évvel korábban mindössze 111 ezret. Ez az érték azonban a két évvel korábbi időszaktól továbbra is 84,9 százalékkal elmaradt.

1.2.2. Foglalkoztatás

4. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Megjegyzés: Az ábrán szezonálisan igazított, mozgóátlagok szerepelnek.

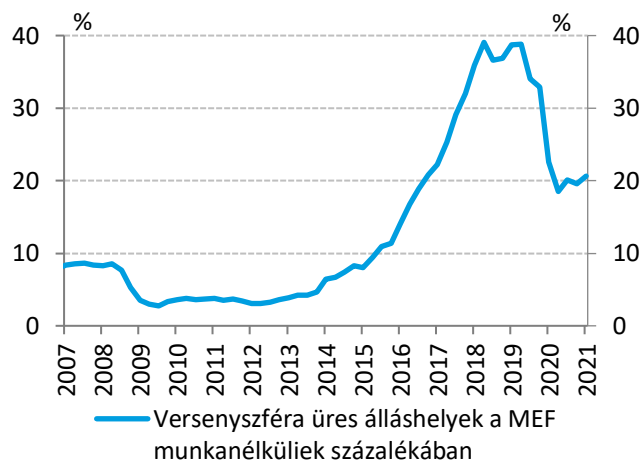
Forrás: KSH

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

A munkanélküliek száma 194 ezer fő volt júniusban, ami 47 ezer fővel alacsonyabb az előző év azonos időszakához képest, így összességében a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 4,1 százalékon alakult. Májusban 2 ezer fővel emelkedett a munkanélküliek száma. A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) adatai alapján júniusban 266 ezer (-111 ezer fő éves alapon), júliusban pedig 262 ezer (-104 ezer fő éves alapon) regisztrált álláskereső volt Magyarországon.

2021 első negyedévében a versenyszférában 41,8 ezer betöltetlen álláshely volt, ami 14 százalékkal több, mint az előző év azonos időszakában. **A munkaerő-kereslet a feldolgozóiparban nagymértékben, míg a piaci szolgáltatások esetében enyhén nőtt éves alapon.** A feldolgozóiparban közel 5 ezerrel több üres álláshely volt, mint egy évvel korábban. A piaci szolgáltató szektorban az ingatlanügyletek, szakmai és adminisztratív tevékenységek, valamint az információ és kommunikáció ágazatban kismértékben nőtt, a szállítás és kereskedelem szektorokban pedig csökkent az üres álláshelyek száma. Az oktatásban

5. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

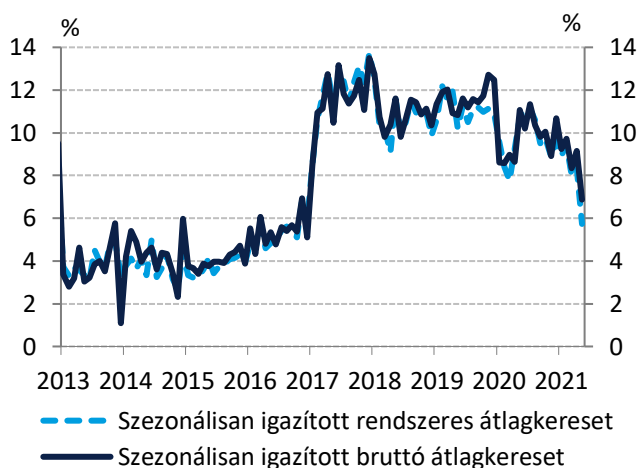
Forrás: NFSZ, KSH

emelkedett az üres álláshelyek száma éves alapon, de ez nem tudta ellensúlyozni az álláshelyek mérséklődő számát a többi, államhoz köthető ágazatban (egészségügy, közigazgatás). Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt **munkaerőpiaci feszességet mérő mutató összességében nőtt az előző negyedévhez képest**, azonban a válságot megelőző három év adataihoz képest továbbra is alacsonyabb értéket mutat (5. ábra).

1.3. Infláció és bérek

2021 júliusában az éves összevetésben számított infláció 4,6, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 3,5 százalékon alakult. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek árindexe és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – mérséklődtek az előző hónaphoz képest. 2021 májusában a bruttó átlagkeresetek 6,7 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest, ugyanakkor a versenyszféra bérdinamikája lassult az előző hónaphoz képest.

6. ábra: Az átlagkeresetek dinamikája a versenyszférában



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.3.1. Bérezés

2021 májusában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 6,7 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest (6. ábra). Az ágazatok részletes vizsgálata alapján a teljes munkaidősökre vonatkozó bruttó átlagkeresetben lévő torzítás mértéke nőtt és iránya megfordult az első negyedévhez képest. A rendszeres átlagkereset nagymértékben csökkent áprilishoz viszonyítva, míg a prémiumkifizetések mértéke kismértékben meghaladta az előző évek szintjét.

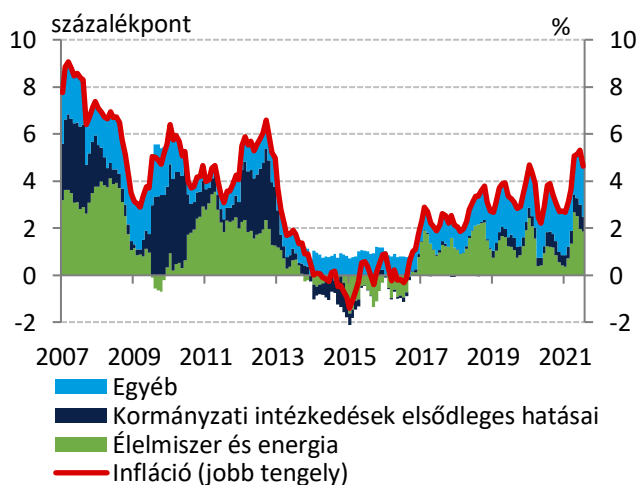
A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában mind a bruttó átlagkereset, mind a rendszeres átlagkereset éves dinamikája lassult az előző hónaphoz képest. A rendszeres átlagkereset az előző évekkel ellentétben jelentősen csökkent havi alapon. A versenyszférán belül a feldolgozóipar bérdinamikája meghaladta a piaci szolgáltatásokét. A feldolgozóiparban az előző év azonos időszakához képest 9,3 százalékkal voltak magasabbak a bérek májusban. A legnagyobb súlyú járműgyártásban 10,7 százalékkal emelkedtek a bérek éves alapon. A piaci szolgáltatások körében 4,9 százalékos növekedést regisztrált a KSH. Az építőiparban 8,9 százalékkal, a kereskedelemben 6,3 százalékkal, míg a vendéglátásban 6,6 százalékkal emelkedtek a bérek az előző év azonos időszakához képest.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2021 júliusában az éves összevetésben számított infláció 4,6 százalék volt, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,5 százalékon alakult (7. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció 0,7, míg a maginfláció 0,3 százalékponttal mérséklődött. Az infláció csökkenését döntően az üzemanyagokhoz, illetve az iparcikkekhez kapcsolódó bázishatások okozták.

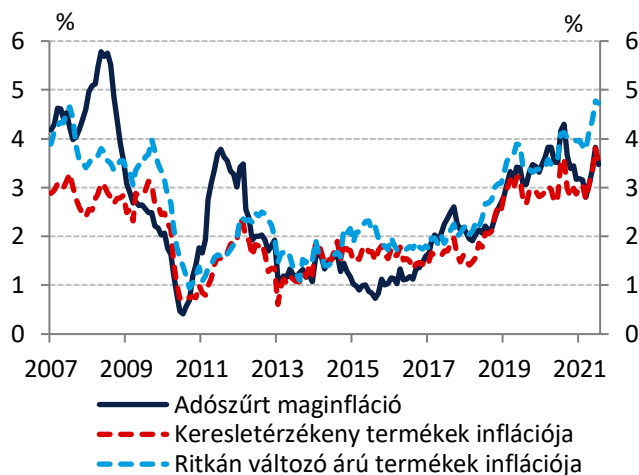
A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek árindexe és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – mérséklődtek az előző hónaphoz

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



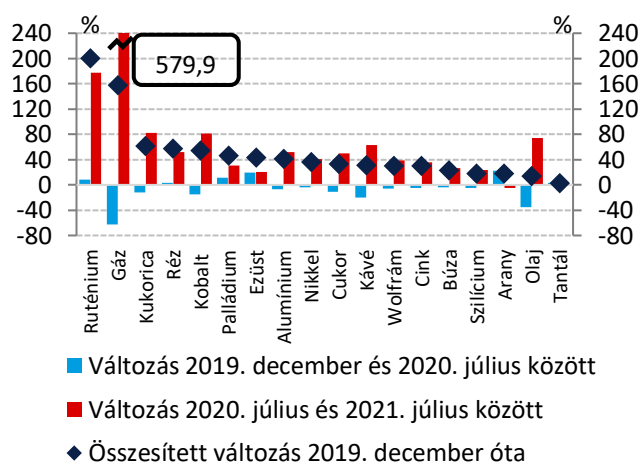
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



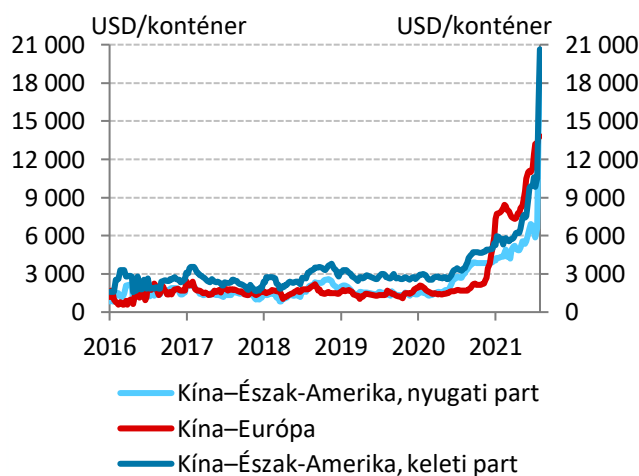
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

9. ábra: A fontosabb nyersanyagárak változása 2019 decembere óta



Forrás: Bloomberg

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



Forrás: Bloomberg

képest (8. ábra). 2021 júniusában a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 20,5 százalékkal, míg a fogyasztási cikket gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 4,8 százalékkal emelkedtek.

1.3.3. Inflációs kockázatok

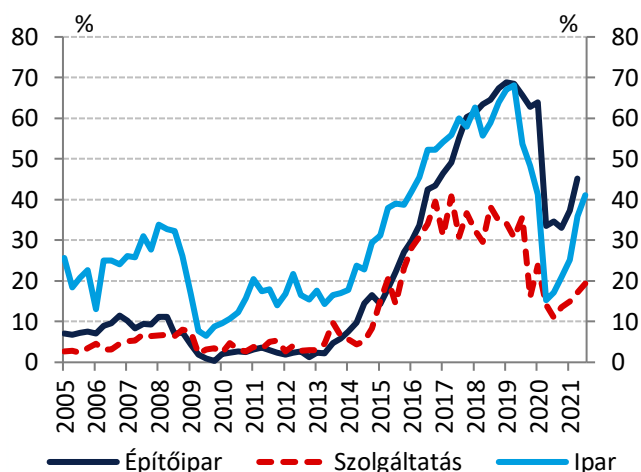
A júniusi Inflációs jelentés előrejelzésének megfelelően az infláció mérséklődése a korábban vártnál lassabban megy végbe. A mutató júniusban 5,3 százalékon tetőzött, majd júliusban 4,6 százalékra mérséklődött.

Az inflációs kockázatok növekedéséhez mind a nemzetközi, mind a hazai folyamatok hozzájárultak. A válság eltérő jellegéből és az eltérő válságkezelésből adódóan a globális gazdasági aktivitás és a munkaerőpiac helyreállása gyorsabb lehet a 2008/2009-es válságban tapasztaltnál. A gyors gazdasági helyreállítás mellett a laza fiskális és monetáris politikai irányultság, a magas államadósság-ráták és a bővülő hitelezés, valamint a deglobalizáció és az értékláncok rövidülése egyaránt a globálisan emelkedő infláció felé mutatnak. A fontosabb nyersanyagok árai jelentős emelkedést mutattak az év első hónapjaiban, mára pedig már a 2019. év végi szinteket is rendre meghaladják (9. ábra).

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

A nemzetközi folyamatok mellett több tényező is a korábban vártnál magasabb inflációs pálya irányába mutat a magyar gazdaságban. 2021 második negyedében a gazdaság újraindítása és a tavalyi alacsony bázis következtében 17,9 százalékkal bővült a hazai GDP éves alapon. A teljes foglalkoztatás már az év végén elérhető, azonban a válság előtti mintázatok alapján főként a szolgáltató

11. ábra: Munkaerő mint termelést korlátozó tényező Magyarországon



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

Forrás: Európai Bizottság

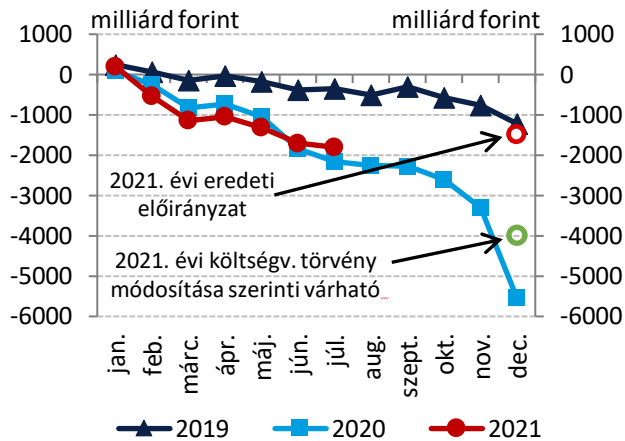
szektorban és az építőiparban szűk keresztmetszetek érvényesülhetnek a helyreállással párhuzamosan (11. ábra).

Az egyre inkább feszessé váló munkaerőpiac miatt egyes ágazatokban fennmaradhat a vártnál magasabb bérdinamika, amely a megtakarítások elmúlt évi növekedése, az elhalasztott fogyasztás és a szolgáltatások egyre szélesebb körének elérhetősége révén a fogyasztási kiadások emelkedését vetíti előre. Emellett a korábbi várakozásoknál magasabb jövő évi költségvetési hiány szintén egy magasabb inflációs pálya irányába mutat.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszerének hiánya 2021 júliusában 99 milliárd forintot tett ki. A tárgyévi halmozott pénzforgalmi deficit ezáltal 1804 milliárd forintra emelkedett, ami mintegy 360 milliárd forinttal alacsonyabb a 2020. hetedik havi kumulált hiánynál.

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



Forrás: 2021. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszerének hiánya 2021 júliusában 99 milliárd forintot tett ki, így az évkezdettől halmozott pénzforgalmi deficit 1804 milliárd forintra emelkedett, ami mintegy 360 milliárd forinttal alacsonyabb a 2020. első hét havi kumulált hiánynál (12. ábra).

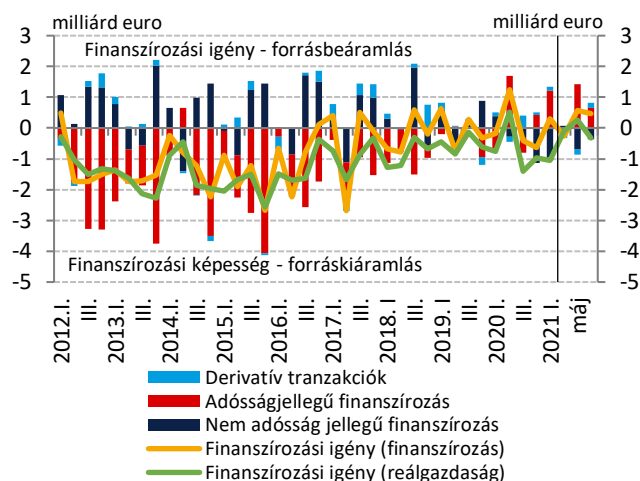
A központi alrendszer bevételei júliusban több mint 20 százalékkal, mintegy 370 milliárd forinttal meghaladták az előző év azonos időszaki bevételeket. Ez elsősorban az uniós bevételek alacsony bázisidőszaki szintjének, valamint az adó- és járulékbévételek emelkedésének következménye. Az adóbevételeken belül a nettó áfabevételek 92 milliárd forinttal, a gazdálkodó szervezetek befizetései 65 milliárd forinttal, míg a lakosság befizetései 42 milliárd forinttal emelkedtek 2020 júliusához képest.

A központi alrendszer 2021. júliusi kiadásainak értéke ugyanakkor mindössze 7 százalékkal lett magasabb a tavaly júliusi értékekhez képest. Az eltérést főként a gyógyító-megelőző ellátások és a központi szervek kiadásainak emelkedése okozta. A helyi önkormányzatok támogatása, valamint a nyugdíjak és nyugdíjszerű ellátások szintje is érdemben emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Júniusban a folyó fizetési mérleg 155 millió eurós többletbe váltott, míg a gazdaság külső finanszírozási képessége 326 millió eurót tett ki. A mutatók többletbe fordulása mögött elsősorban az áru- és szolgáltatásegyenleg emelkedése állt. A finanszírozási folyamatokat tekintve a nettó közvetlentőke-befektetések mérséklődése mellett bővültek a gazdaság adósságjellegű forrásai.

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



Megjegyzés: A pozitív értékek a finanszírozási igényt (forrásbeáramlást), míg a negatív értékek a finanszírozási képességet (forráskiáramlást) jelölnék.

Forrás: MNB

Júniusban a folyó fizetési mérleg 155 millió eurós többletbe váltott. A mutató emelkedése az áru- és szolgáltatásegyenleg bővüléséhez köthető, és az export importot meghaladó növekedése eredményezte. A szolgáltatásegyenleg többletének folytatódó emelkedése elsősorban a turizmus bővülésére vezethető vissza. A transzferegyenleg többlete az előző hónaphoz képest némileg mérséklődött, míg a jövedelemegyenleg hiánya enyhén bővült.

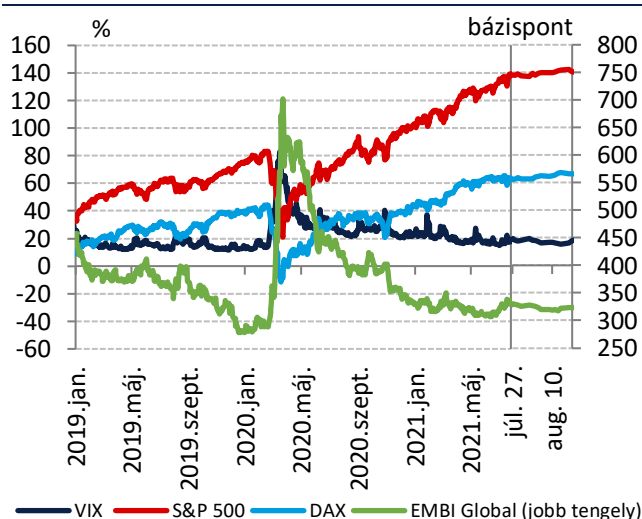
A pénzügyi mérleg adatai alapján a közvetlentőke-befektetések nettó kiáramlása elsősorban a kifizetések bővüléséhez kötődött, miközben nőtték a gazdaság adósság jellegű forrásai (13. ábra). A nettó külső adósság alakulását a negyedév végén érdemben befolyásolta a jegybank által bankoknak nyújtott devizalikviditás, ami a konszolidált államnál növelte, a bankoknál pedig csökkentette a nettó külső adósság értékét.

2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban kissé javult a pénzpiaci hangulat. A részvénypiaci volatilitást mérő VIX index 17,9 százalékra csökkent, az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár és a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index is mérséklődött. Az elmúlt egy hónap során fejlett és a feltörekvő piacokon is emelkedtek a tőzsdeindexek. A dollár a fejlett devizákkal szemben erősödött, az euróval szemben 0,9 százalékkal értékelődött fel. Az olajárak az elmúlt hónap során csökkentek, amit főként a kínai gazdaság lassulásához és a delta variáns terjedéséhez kötődő keresleti aggodalmak okoztak.

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



Forrás: Bloomberg

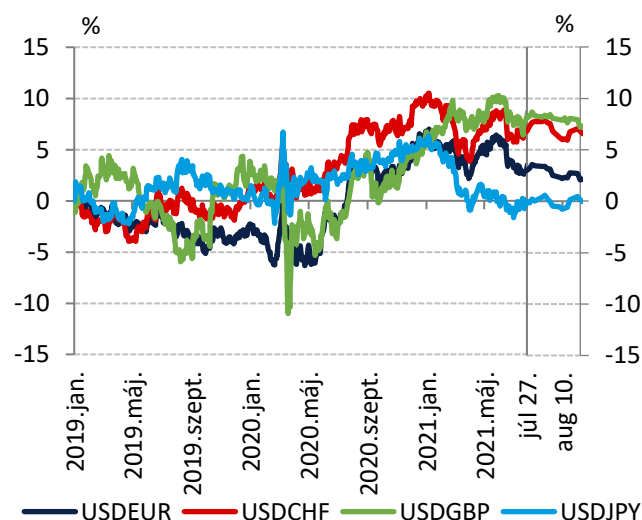
Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban kissé javult a globális pénzpiaci hangulat. A piaci szereplők továbbra is kiemelten figyelik a koronavírus delta variánsának terjedését és az ahhoz kapcsolódó szigorításokat. A beérkező makrogazdasági adatok ugyanakkor többnyire kedvező képet festettek a válság utáni kilábalásról, ami kedvezően hatott a befektetői hangulatra.

A kockázati indikátorok közül a részvénypiaci volatilitást mérő VIX index az előző kamatdöntéskori szintjéhez képest 1,5 százalékponttal 17,9 százalékra csökkent. Elemzők azonban felhívják a figyelmet arra, hogy a VIX index várható volatilitását mérő indikátor magas szinten áll, ami a kockázatok emelkedését jelentheti a következő időszakban. Ezt olyan események okozhatják, mint az augusztus 26-án kezdődő Jackson Hole-i konferencia, vagy a delta variáns vártnál gyorsabb terjedése. Az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár 7 bázisponttal 323 bázisponttra mérséklődött, míg a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index 10 bázispontos csökkenés után 60 bázisponton áll (14. ábra).

A delta variáns terjedése leginkább az ázsiai országokat érintette, melynek hatására több országban újabb korlátozó intézkedéseket tettek. Az elmúlt időszakban Malajziában és Thaiföldön is rekordot döntött az új esetek száma, de Vietnámban, Kínában és Ausztráliában is az esetszámok nagyobb mértékű növekedése volt megfigyelhető. A vírushelyzet romlásához kötődően az elmúlt hetekben a nagyobb országok közül korlátozó intézkedéseket vezettek be Új-Zélandon, Ausztráliában és Kínában is. Utóbbihoz kapcsolódóan több elemzőhöz is mérsékelte a kínai növekedésre vonatkozó ideai prognózisát, ami az egész globális gazdasági kilábalásra is hatással lehet. Emellett amerikai járványügyi szakértők felhívják a figyelmet arra, hogy bár a vakcinák beadása több országban is jól halad, a delta variáns gyorsabb terjedése miatt a nyájimmunitás eléréséhez a korábbi 60-70 százalékos átoltottságnál magasabb, 80, vagy akár 90 százalékos átoltottság lehet szükséges.

Az elmúlt egy hónap során a vezető amerikai tőzsdeindexek közül az S&P 500 1,1 százalékkal a Dow Jones pedig 0,8

15. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



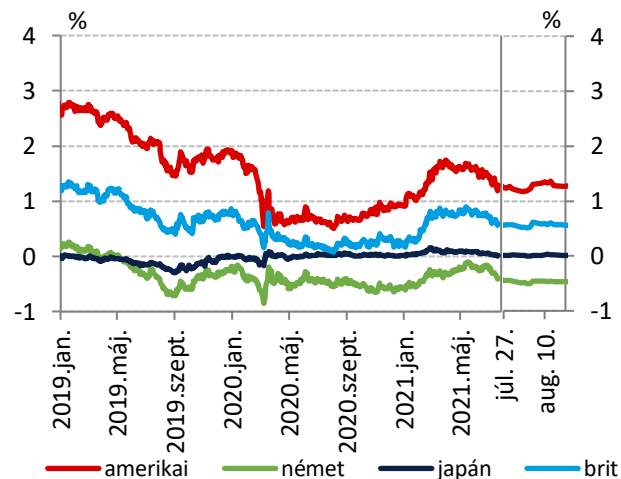
Megjegyzés: A pozitív értékek a változó (második) deviza erősödését jelentik.

Forrás: Reuters

százalékkal emelkedett. Az S&P 500 ezzel a növekedéssel megduplázta értékét a tavaly március végi mélyponthoz képest, míg a válság előtti szintjénél 30 százalékkal áll magasabban. **Az európai vezető tőzszeindexek még erőteljesebb növekedést mutattak: a német és a brit tőzsze 2,6, a francia 4,4 százalékkal emelkedett.** A japán tőzszeindex ugyanakkor 1,2 százalékkal csökkent, míg a kínai 2,6 százalékkal nőtt. Összességében a fejlett tőzszeindexeket reprezentáló MSCI kompozit index 1,0 százalékkal, míg a feltörekvő piaci index 0,3 százalékkal emelkedett. **A régiós országok tőzszeindexei is nagyobb mértékben növekedtek.** A legutóbbi kamatdöntéshez képest a hazai index 9,8 százalékkal nőtt, amihez hozzájárult az is, hogy a második negyedéves GDP adat megjelenését követően az OTP árfolyama rekordszintre emelkedett, és a BUX egy nap alatt 2,9 százalékkal nőtt.

A dollár erősödött a fejlett devizákkal szemben, amit a Fed döntéshozói részéről érkező szigorúbb hangvételű üzenetek is támogattak. Az euróval 0,99, az angol fonttal 1,0, míg a svájci frankkal szemben 0,1 százalékkal értékelődött fel az amerikai fizetőeszköz (15. ábra). Az euro-dollár árfolyam az időszak végén az 1,17-as szint közelébe került. **A régiós devizák árfolyama vegyesen alakult a dollárral szemben.** Az arany árfolyama az előző kamatdöntés óta 0,4 százalékkal, unciánként 1792 dollárra csökkent.

16. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

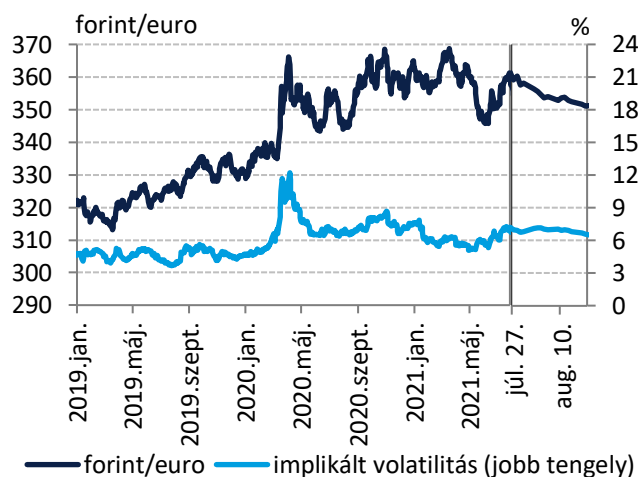
A fejlett kötvényhozamok a legutóbbi kamatdöntés óta vegyesen alakultak (16. ábra). Az amerikai 10 éves hozam 3 bázisponttal emelkedett, a német 3 bázisponttal csökkent, míg a japán és a brit hosszú hozam nem változott, így a német -0,47, az amerikai 1,27, a brit 0,56, a japán hozam pedig 0,01 százalékos szinten zárta az időszakot. **A mediterrán országok hozamai szintén enyhén mérséklődtek** és 4-8 bázisponttal kerültek lejjebb. A régiós országok hozamai ugyanakkor többnyire emelkedtek, kivételt csak a magyar hosszú hozam 7 bázispontos csökkenése jelentette. A lengyel 10 éves hozam 20, a cseh 15, a román 9 bázisponttal emelkedett.

Az olajárak az elmúlt időszakban csökkentek. Az olajárak augusztus eleji csökkenéséhez keresleti oldalon a kínai olajkezeslet körüli aggodalmak és a delta variáns terjedéséhez kapcsolódó kockázatok járultak hozzá. Kínai oldalon a befektetői bizonytalanságot növelte, hogy augusztus elején dróntámadás ért egy izraeli olajszállító hajót, ami a közel-keleti geopolitikai feszültségek növekedését okozhatja. **A júliusi kamatdöntés óta a Brent ára 6,6 százalékkal hordónként 69,6 dollárra, míg az amerikai benchmark WTI olajár 6,3 százalékkal 67,1 dollárra csökkent.**

2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

A forint az időszak során a régiós devizáknál nagyobb mértékben erősödött az euróval szemben. Az állampapírpiazi hozamgörbe középső és hosszabb szakasza feljebb tolódott, míg a bankközi hozamgörbe szintén emelkedett. Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat változó kereslet jellemezte, az aukciós átlaghozamok a hosszabb lejáratokon enyhén emelkedtek.

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



Forrás: Bloomberg

A forint az euróval szemben a júliusi kamatdöntés óta erősödött. A hazai fizetőeszköz összességében 2,2 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben, miközben az árfolyam volatilitása enyhén csökkent. A régiós devizák közül a cseh korona 0,8 százalékkal, a lengyel zloty 0,7 százalékkal erősödött az euróval szemben, míg a román lej árfolyama minimálisan gyengült (17. ábra).

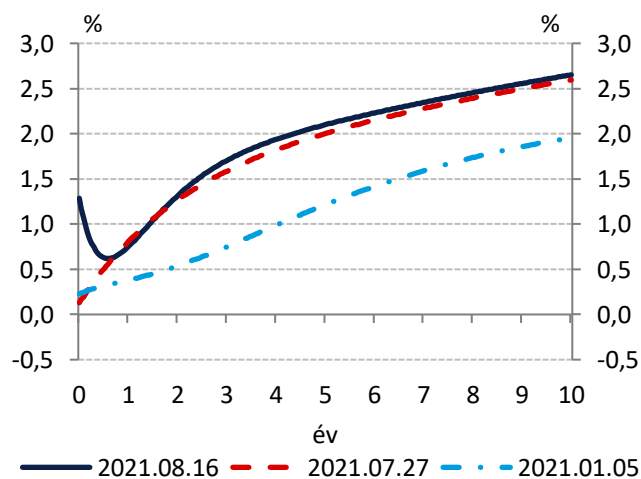
A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR az előző kamatdöntés óta 33 bázisponttal 1,4 százalékra emelkedett.

Az állampapírpiazi hozamgörbe középső és hosszabb szakasza enyhén feljebb tolódott (18. ábra). A hozamgörbe 1 év körüli szakaszán 5-6 bázispont körüli mérséklődés, míg a középső szakaszán 10 bázispontos, a 10 év körüli szakaszon pedig 6 bázispontos emelkedés volt megfigyelhető.

Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat változó kereslet jellemezte. Az ÁKK a 3 hónapos DKJ aukciókon két esetben a meghirdetett mennyiségnél kevesebbet, egyszer pedig többet fogadott el, míg a 12 hónapos kincstárjegyauctionok esetében a meghirdetettnél kevesebbet értékesített az adósságkezelő. A 3 hónapos aukciók átlaghozama a legutóbbi kamatdöntés óta 0,52 százalékról 0,65 százalékra emelkedett, míg a 12 hónapos DKJ-aukciók átlaghozama 0,97 százalék maradt. A kötvény aukciókat szintén változó kereslet jellemezte, az ÁKK több esetben a meghirdetettnél többet fogadott el, ugyanakkor egy alkalommal az 5 és 20 éves papírokból a meghirdetett mennyiség alatt értékesített. A legutóbbi aukción a 10 éves papír átlaghozama 2,84 százalék volt, amely a júliusi kamatdöntést megelőző aukciós átlaghozamhoz képest 2 bázispontos emelkedést jelentett. Az 5 éves állampapír esetében 4 bázisponttal 2,09 százalékra nőtt, míg a 20 éves állampapír esetében 1 bázisponttal 3,3 százalékra emelkedett az aukciós átlaghozam. A hazai 5 éves CDS-felár az időszak során 5 bázisponttal 50 bázispontra mérséklődött.

A külföldiek forint állampapír-állománya minimálisan csökkent. A nem rezidensek kezében lévő állomány 7 milliárd forinttal, 4644 milliárd forintra csökkent. Így a külföldiek által tartott forint állampapírok piaci aránya 20,5 százalékról 20,4 százalékra mérséklődött.

18. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

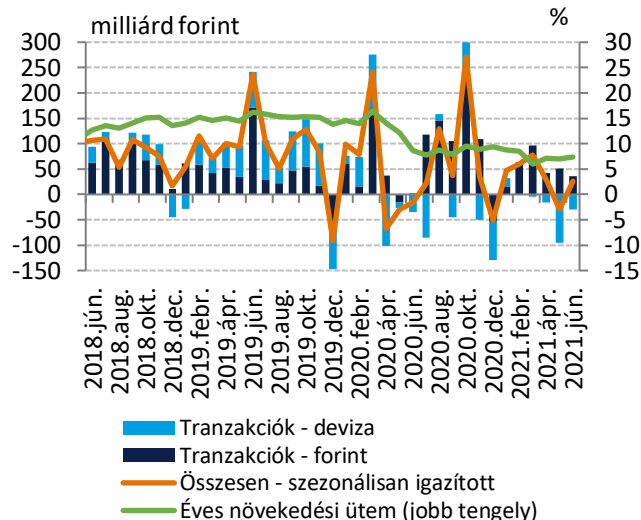


Forrás: MNB, Reuters

3. Hitelezési feltételek

2021 júniusában a vállalati hitelállomány 7 milliárd forinttal növekedett a forinthitelek 36 milliárd forintos növekedésének és a devizahitelek 29 milliárd forintos mérséklődésének eredőjeként. Júniusban erőteljesen, 158 milliárd forinttal bővült a lakossági hitelállomány, ezzel az éves növekedési ütem közel 16 százalékra emelkedett.

19. ábra: Nem pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



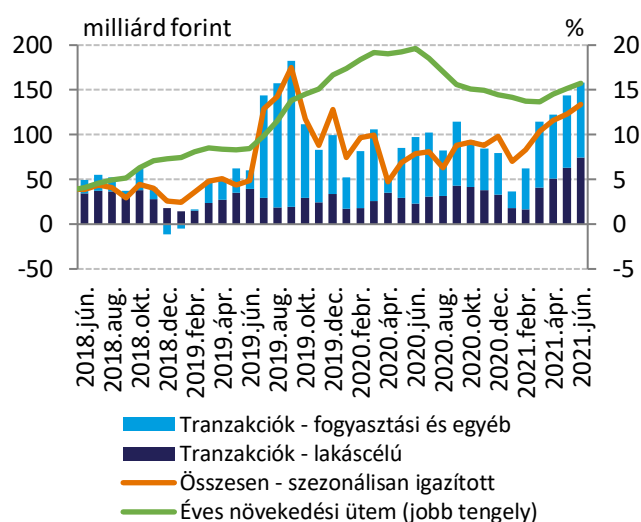
Forrás: MNB

2021 júniusában a vállalati hitelállomány 7 milliárd forinttal növekedett a forinthitelek 36 milliárd forintos növekedésének és a devizahitelek 29 milliárd forintos mérséklődésének eredőjeként (19. ábra). A visszafogott bővülés ellenére az éves növekedési ütem 7,4 százalékra emelkedett, az előző havi 7 százalékról. A hitelintézetek júniusban 463 milliárd forint összegben bocsátottak ki új hiteletet, amely a tavalyi év azonos – koronavírus-sal már érintett – időszakát 58 százalékkal, a két évvel korábbi értéket pedig 19 százalékkal haladja meg. A bankok a hónap során az NHP Hajrá konstrukció keretében 206 milliárd forint összegben kötöttek nem folyószámla-jellegű forintszerződéseket társas vállalkozásokkal, amely így a júniusi teljes vállalati kibocsátás 45 százalékaért felelt.

Júniusban erőteljesen, 158 milliárd forinttal bővült a lakossági hitelállomány, ezzel az éves növekedési ütem közel 16 százalékra emelkedett (20. ábra). A moratórium miatt elmaradt törlesztéseket is figyelembe véve szintén robusztus, becslésünk szerint több mint 7 százalékos éves dinamika adódna. Az intenzív hitelkiáramlást tükrözi, hogy a hónap során megkötött szerződések 270 milliárd forintos volumene a pandémiával nem érintett – de Babaváró hitelek indulását megelőző –, két évvel korábbi időszak kibocsátását is majdnem 60 százalékkal múlta felül. A lakáshitelek kibocsátása negyedik hónapja historikus csúcson tartózkodik. Mindebben szerepet játszhatnak az új otthonteremtési intézkedések is: a felújításra és korszerűsítésre igényelt lakáshitelvolumen a 2019. júniusi szint közel négyszeresére emelkedett. Emellett, a hónap során kibocsátott lakáshitelek több mint 29 százaléka, majdnem 40 milliárd forint kapcsolódott a Családi Otthonteremtési Kedvezményhez, amely az eddigi legmagasabb érték a CSOK indulása óta. A magas volumen ugyanakkor a lakáspiacon tapasztalható áremelkedés hatását is mutatja, amely az emelkedő hitelösszegekben és futamidőkben is tetten érhető. Emellett a fogyasztók folytatódó kamat- és áremelkedésre vonatkozó várakozásaiból fakadó, előrehozott keresletet is tükrözhet.

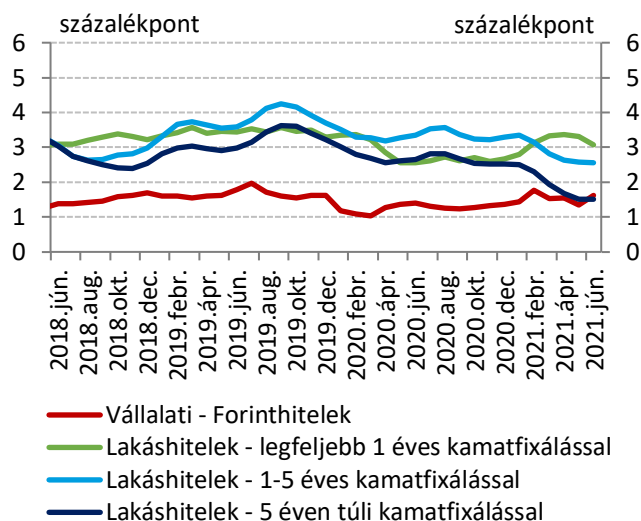
A vállalati forinthitelek simított kamatfelára 2021. júniusban 1,63 százalékpont volt, ami 0,28 százalékpontos növekedést jelent az előző hónaphoz képest (21. ábra). A változó kamatozású lakáscélú hitelek THM alapú simított átlagos kamatfelára csökkent a hónap során, és 3,08

20. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

21. ábra: A vállalati és háztartási hitelfelárok alakulása



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

Forrás: MNB

százalékpontot tett ki. Az 1 éven túl, legfeljebb 5 évre fixált termékek felárai és az 5 éven túl kamatfixált termékek felárai is csökkentek májushoz képest. Az egy éven túl, legfeljebb 5 évre kamatfixált lakáshitelek átlagos felára 2,56 százalékpontot ért el júniusban, míg az 5 éven túli kamatfixált termékek felára 1,51 százalékpont volt.