



MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2021. JÚNIUS 22-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

2021
JÚNIUS

Közzététel időpontja: 2021. július 7. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2021. június 17-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
1.2.1. Foglalkoztatás.....	10
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

A beérkező első negyedéves GDP adatok jellemzően a vártnál kedvezőbben alakultak. Az Európai Unió gazdaságainak kilábalása vegyes képet mutatott 2021 első negyedévében, az USA gazdasági teljesítménye enyhén a várakozások felett alakult, a kínai gazdaság pedig tovább bővült. Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index 5 százalékra emelkedett májusban, amely 2008 szeptembere óta a legmagasabb érték. Az eurozóna inflációja is a piaci várakozásokat meghaladva, 2 százalékra emelkedett. Egyre több országban megkezdődött a gazdaságok újraindítása, amelynek ütemét a járványhelyzet alakulása és a lakosság áttöltöttségi szintje jelentősen befolyásolja.

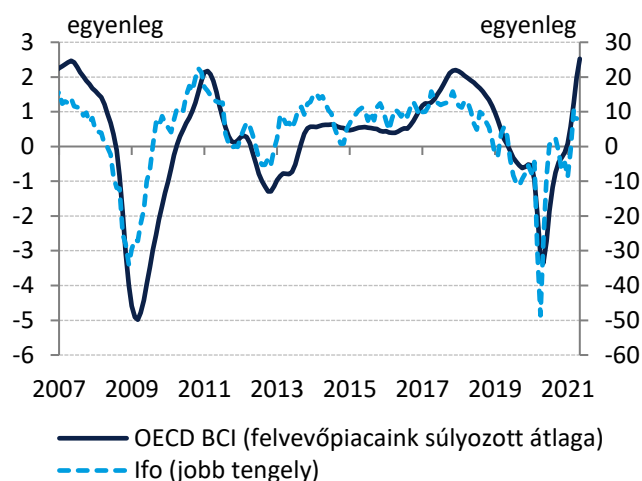
Egyre több országban zajlik a gazdaságok újraindítása, amelynek ütemét a járványhelyzet alakulása és a lakosság áttöltöttségi szintje jelentősen befolyásolja. A világkereskedelem és a világ ipari termelése már meghaladja a 2020. januári szintet, miközben a gazdaságok újraindulásával a szolgáltató szektor kilátásai is jelentősen javultak. Jelentős bizonytalanság övezi ugyanakkor a globális turizmus jövőjét.

Az Egyesült Államok GDP-je 2021 első negyedévében 0,4 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Áprilisban az amerikai ipari termelés 16,5 százalékkal bővült éves összevetésben, amit elsősorban a koronavírus első hulláma miatti jelentős bázishatás magyaráz. A feldolgozóipar teljesítménye 23 százalékkal nőtt. A kiskereskedelmi értékesítések 2021 márciusában 51,2 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest, ami a valaha volt legmagasabb érték. A június 5-ével záruló héten a benyújtott új munkanélküliségkérelmek száma 376 ezer volt, ami további csökkenés az előző héthez képest. A munkanélküliségi ráta áprilisban az előző hónaphoz képest 0,3 százalékponttal, 5,8 százalékra csökkent. Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index 5 százalékra emelkedett májusban, amely 2008 szeptembere óta a legmagasabb érték.

2021 első negyedévében a kínai gazdaság 18,3 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest, amiben a koronavírus-járvány miatti alacsony bázis hatása is közrejátszott. A kínai konjunktúrahangulat májusban is romlott, azonban a Beszerzési Menedzser Indexek továbbra is enyhén 50 pont feletti (növekedési) tartományban tartózkodnak. Áprilisban az ipari termelés 9,8 százalékkal, míg a kiskereskedelmi forgalom 17,7 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Az Egyesült Királyság gazdasági teljesítménye éves összevetésben 6,1 százalékkal zsugorodott 2021 első negyedévében. Az ipari termelés áprilisban 27,5 százalékkal,

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

a kiskereskedelmi forgalom pedig 42,4 százalékkal haladta meg a 2020 áprilisában regisztrált szintet.

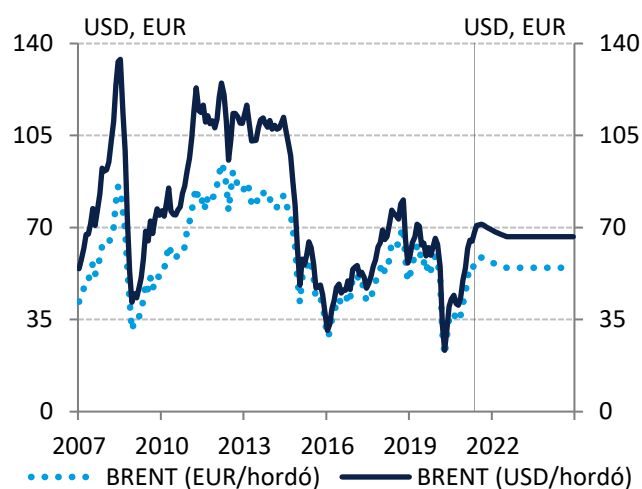
Az eurozóna gazdasági teljesítménye 2021 első negyedében 1,3 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva (míg az előző negyedévhez képest 0,3 százalékos mérséklődést regisztráltak a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok szerint). Az ipari termelés áprilisban 39,3 százalékkal nőtt, míg a kiskereskedelmi forgalom volumene 23,9 százalékkal emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest. A munkanélküliségi ráta tovább mérséklődött, áprilisban 8 százalékon állt.

Az Európai Unió gazdaságainak kilábalása vegyes képet mutat. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága az első negyedévben 3,1 százalékkal zsugorodott az előző év azonos időszakához és 1,8 százalékkal az előző negyedévhez képest. A német ipari termelés áprilisban 26,4 százalékkal haladta meg az alacsony tavalyi bázist, míg a kiskereskedelmi forgalom a márciusi jelentős növekedést követően, áprilisban mérsékeltebben, 4,4 százalékkal emelkedett. A német üzleti hangulat (Ifo Business Climate Index) tovább javult májusban és 2019 áprilisa óta a legmagasabb szinten alakult (1. ábra). Az előző év azonos időszakához képest az Európai Unióban a legnagyobb GDP-növekedést Írországban (12,8 százalék), Észtországban (5,0 százalék), és Luxemburgban (4,9 százalék) mérték az első negyedévben. A legnagyobb mértékű visszaesés pedig Portugáliában (-5,4 százalék) következett be.

Az eurozóna inflációja májusban az 1,9 százalékos elemzői konszenzust meghaladva az áprilisi 1,6 százalékos értéket követően 2,0 százalékra növekedett. A maginfláció az elemzői 0,9 százalékos várakozást enyhén meghaladva 1,0 százalékra emelkedett. Az eurozóna inflációjának emelkedésében a kétszámjegyű növekedést mutató energiaárak jelentős szerepet játszhattak.

2021 májusában a Brent nyersolaj hordónkénti átlagos világpiaci ára 68,0 dollár volt, miközben az azonnali árfolyam június eleje óta a 70 dollár/hordó szint fölött tartózkodik (2. ábra). Májusban az olaj árának változását elsősorban a globális kínálat alakulásával és az OPEC+ döntéssel kapcsolatos hírek határozták meg. A hónap második felében az olaj ára átmenetileg 65 dollárig csökkent, a növekvő amerikai készletek és az iráni kínálat bővülésével, valamint az Iránnal folytatott nukleáris tárgyalásokkal kapcsolatos hírek hatására. Az OPEC+ országok a június 1-jén tartott ülésen a kitermelés növeléséről döntöttek a javuló keresleti tendenciák hatására, így a kartell júliusban 841 ezer hordó addicionális kőolajjal jelenik meg a piacon. A döntés

2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



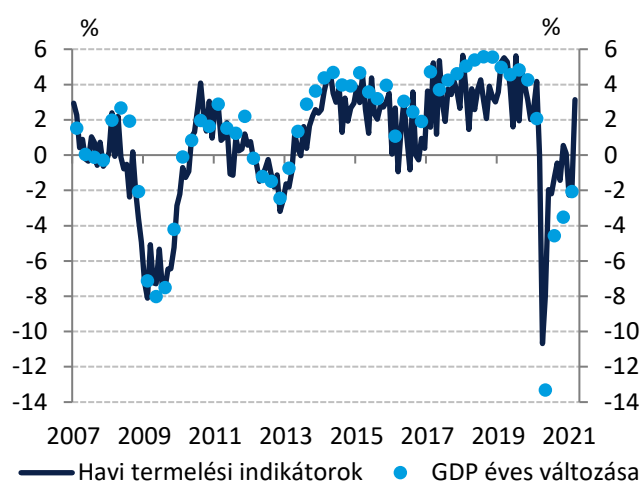
Forrás: Bloomberg

megfelelt a piac várakozásának, ami a Brent nyersolaj világpiaci árát 70 dollár/hordó fölé emelte. **Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világpiaci ára tovább emelkedett májusban.**

1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

A magyar gazdaság a koronavírus-járvány harmadik hulláma alatt is bővülni tudott. 2021 első negyedévében a hazai GDP 2,0 százalékkal növekedett az előző negyedévhez képest, míg az egy évvel korábbi szinttől 2,1 százalékkal elmaradt. A beérkezett adat érdemben meghaladta az előzetes várakozásokat. A gyors helyreállítás és az európai átlagnál korábbi nyitás következtében – a járványügyi helyzet kedvező alakulásának fennmaradása esetén – idén már a harmadik negyedévre elérheti a hazai GDP a 2019. év végi szintjét. A valós idejű adatok a második negyedévre kétszámjegyű gazdasági növekedést jeleznek. A növekedési kilátások javulása következtében az idei évben a magyar gazdaság 6,2 százalékkal bővülhet. Áprilisban az építőipar teljesítménye visszaesett, az ipari termelés pedig ismét a válság előtti szintje alá süllyedt. A kiskereskedelmi forgalom emelkedett áprilisban a tavalyi alacsony bázishoz képest. A munkaerőpiac alkalmazkodása eddig visszafogott volt hazánkban. 2021 áprilisában a munkanélküliségi ráta 4,4 százalékon alakult, míg a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest 36 ezer fővel emelkedett.

3. ábra: Havi termelési indikátorok és a GDP alakulása



Megjegyzés: A havi termelési indikátorok (ipar, építőipar, kiskereskedelem) súlyozott átlaga, ahol a súlyok a GDP növekedési ütemét magyarázó regresszióból származnak.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

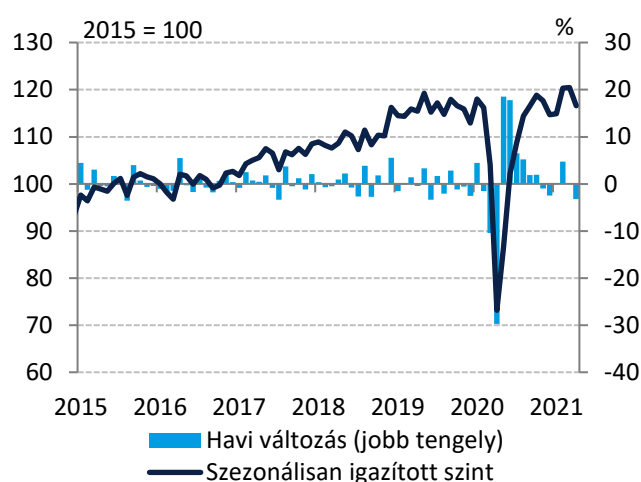
1.2.1. Gazdasági növekedés

A magyar gazdaság a koronavírus-járvány harmadik hulláma alatt is tovább bővült. A nyers adatok alapján 2021 első negyedévében a bruttó hazai termék 2,1 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva (3. ábra), míg a kiigazított adatok alapján 1,6 százalékkal maradt el az egy évvel korábbi szinttől. Az előző negyedévhez képest ugyanakkor 2,0 százalékkal bővült a hazai gazdaság. Az ipar teljesítménye 3,4 százalékkal, a mezőgazdaságé pedig 2,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához mérten. Ezzel szemben az építőipar hozzáadott értéke 2,4 százalékkal, a szolgáltatásoké pedig 3,5 százalékkal csökkent éves bázison. A legnagyobb visszaesést a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, valamint a szállítás és raktározás nemzetgazdasági ágakban regisztrálták. Növekedett a pénzügyi, biztosítási tevékenység, valamint az információ, kommunikáció ágazatok hozzáadott értéke. Felhasználási oldalon a háztartások fogyasztási kiadása 4,8 százalékkal csökkent 2021 első negyedévében az előző év azonos időszakához viszonyítva, a legnagyobb mértékben a szolgáltatások fogyasztása esett vissza. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetén 0,1 százalékos visszaesést regisztrált a KSH az előző éves bázison. Az építési beruházások volumene enyhén mérséklődött, a gép- és berendezésberuházások volumene növekedett. Az export és az import volumene egyaránt nőtt. A kivitel szerkezetében kettősség figyelhető meg: az áruexport a kedvező ipari teljesítménnyel összhangban emelkedett, ugyanakkor a szolgáltatások exportja visszaesett az előző év azonos időszakához képest.

A hazai gazdasági teljesítmény éves alapú visszaesése némileg nagyobb volt az eurozóna (-1,3 százalék) és az Európai Unió (-1,2 százalék) átlagánál. Hazánk negyedéves összevetésben az európai rangsor első harmadában, míg éves összehasonlításban a középmezőnyben foglal helyet az első negyedéves adatok alapján.

Az első negyedéves GDP-adat az MNB márciusi előrejelzését és a piaci várakozásokat is érdemben meghaladta. A rendelkezésre álló magas frekvenciájú

4. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

adatok alapján a kilábalás folytatódott, azonban a legtöbb ágazat továbbra is a válság előtti szintje alatt teljesít. 2021 második negyedévében a gazdasági újranyitás és a tavalyi alacsony bázis következtében kétszámjegyű növekedés valószínűsíthető. A magyar gazdaság a gyors helyreállítás következtében már 2021 harmadik negyedévében elérheti a 2019. év végi GDP szintjét. A márciusi Inflációs jelentés az idei évre 4,0-6,0 százalékos növekedést vetített előre, azonban a júniusi előrejelzés szerint a növekedés 6,2 százalék közelében alakulhat. Ezzel az európai összevetésben kimagasló hazai oltási folyamatnak, valamint a gyors és hatékony gazdaságpolitikai válaszainknak köszönhetően gazdaságunk helyreállási üteme Európa élmezőnyében lesz.

2021 áprilisában az ipari termelés 58,8 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva. A jelentős mértékű emelkedés a tavaly áprilisi alacsony bázisnak köszönhető. Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján havi bázison ugyanakkor 3,2 százalékkal csökkent a termelés volumene (4. ábra). Áprilisban az ipari termelés a korábbi hónapok kedvezőbb trendjét megtörve a válság előtti szint alatt alakult. Az előző év azonos időszakához viszonyított emelkedéshez a feldolgozóipar szinte mindegyik alága hozzájárult. A nyers adatok alapján a hazai termelésben legnagyobb súlyt kitevő járműgyártás kibocsátása kiugróan, 342,5 százalékkal nőtt éves bázison, ami főleg a tavaly áprilisi átmeneti gyárleállások okozta alacsony bázisértékekkel van összefüggésben. Jelentős mértékű növekedést regisztrált a KSH a villamos berendezések gyártásában (+76,8 százalék), a textiliparban (+55,9 százalék), valamint a számítógép, elektronikai, optikai termék gyártásában (+44,6 százalék).

2021 áprilisában az építőipari termelés volumene 7,2 százalékkal elmaradt az előző év azonos időszakához képest, ezzel pedig a koronavírus-járvány kitörése előtti szint közelében alakult. 2021 márciusához viszonyítva 7,3 százalékkal mérséklődött a kibocsátás szintje szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. Az épületek építése 0,8 százalékkal, az egyéb építmények építése 14,5 százalékkal csökkent áprilisban éves összevetésben. A megkötött új szerződések áprilisi volumene 15,3 százalékkal csökkent, míg az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállománya 12,8 százalékkal volt magasabb, mint tavaly áprilisban.

A rendelkezésre álló valós idejű adatok kétszámjegyű növekedést jeleznek a második negyedévre, miközben a korlátozó intézkedések visszavonásával a szolgáltató szektor teljesítménye is javulásnak indult. Az online pénztárgép adatok alapján a kereskedelmi forgalom áprilisban 21, májusban pedig 12 százalékkal bővült nominálisan, amihez a tavalyi alacsony bázis is hozzájárult. A légi személyforgalom a tavalyi alacsony bázisnak

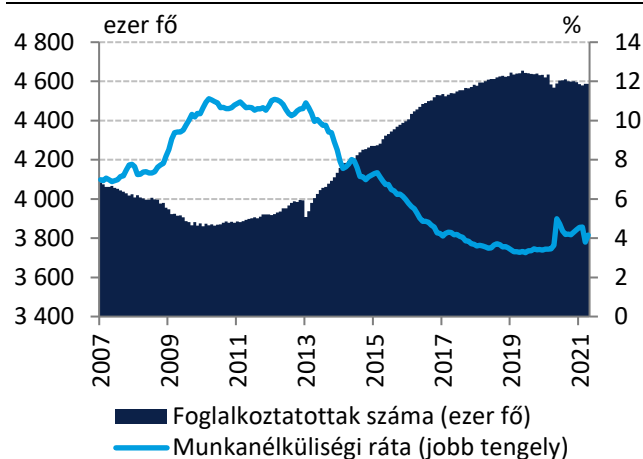
köszönhetően három számjeggyű bővülést mutatott májusban, ám a két évvel korábbi szintjétől még 94 százalékkal maradt el. A **vendéglátás forgalma** szintén két számjeggyel bővült májusban, valamint már a 2019 azonos időszak szintjét is enyhén meghaladta az enyhébb korlátozó intézkedések miatt. A **mozik látogatottsága** a nyitást követően lassan áll helyre, májusban továbbra is 90 százalék feletti volt a visszaesés nagysága. A **közúti személyforgalom** március közepétől erőteljesen javul az előző év azonos időszakához képest, májusban 6 százalékkal maradt el a két évvel korábbi szintjétől. Az ipari termelés áprilisban 59,2 százalékkal növekedett (szezónálisan és naptárhatással igazított adatok alapján) az előző év azonos időszakához képest, míg havi bázison 3,2 százalékkal csökkent a termelés volumene. A villamosenergia-terhelési és a **közúti teherforgalmi** adatok májusban a tavalyi szint felett tartózkodtak.

A **lakossági hitelfelvétel** dinamikája májusban lényegesen javult éves alapon. A **lakáspiaci tranzakciók** száma tavaly július óta ingadozó mértékben, de emelkedik az előző év azonos időszakához képest, áprilisban pedig különösen magasan alakult az éves növekedés a tavalyi alacsony bázisnak köszönhetően. A **munkaerőpiac alkalmazkodása eddig visszafogott volt hazánkban**. 2021 áprilisában a munkanélküliségi ráta 4,4 százalékra nőtt, míg a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest 36 ezer fővel emelkedett. A munkanélküliséghez kapcsolódó **Google-keresések** kedvezőbb képet mutatnak. A „munkanélküli segély” és „álláskeresési járadék” kifejezésekre történő hazai online keresések már a járvány kitörése előtti szinten tartózkodnak.

2021 áprilisában az árukivitel euróban számított értéke 73,3 százalékkal, míg az áruimporté 52,3 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva a KSH előzetes adatközlése szerint. A külkereskedelmi termékforgalom többlete 321 millió euro volt, ami az előző év azonos időszakához képest 888 millió eurós javulást jelent.

Áprilisban a kiskereskedelmi értékesítések volumene naptárhatástól megtisztítva 10,6 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az élelmiszer és élelmiszer jellegű vegyes üzletek forgalma 3,3 százalékkal, a nem-élelmiszer jellegű üzleteké pedig 21,3 százalékkal nőtt éves bázison. Az értékesítések volumene egyedül a bútór- és műszakcikk (-4,2 százalék) körében csökkent az előző év azonos időszakához képest. Az eladások a tavalyi alacsony bázisnak is köszönhetően a használtcikk (+215 százalék), valamint a textil-, ruházati és lábbeli (+539 százalék) üzletek körében bővültek a legnagyobb mértékben a naptárhatástól megtisztított adatok szerint. A csomagküldő és internetes kiskereskedelemben a tavaly áprilisi rekordnövekedés után

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Megjegyzés: Az ábrán szezonálisan igazított, mozgóátlagok szerepelnek.

Forrás: KSH

6,4 százalékkal tovább bővült a forgalom volumene. Az üzemanyagok forgalma 19,2 százalékkal nőtt a tavalyi év azonos havi szintjéhez képest.

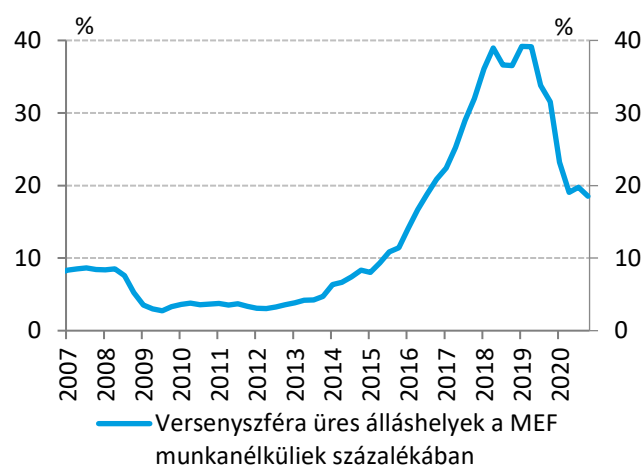
2021 áprilisában a hazai kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák száma a járvány előtti szint tizede körül alakult. A beutazási korlátozások, illetve a kereskedelmi szálláshelyekre vonatkozó, a járvány megfékezésére irányuló intézkedések a tárgyidőszakban is éreztették a hatásukat. A historikusan alacsony tavalyi bázis következtében az előző év azonos időszakához viszonyítva 170 százalékkal emelkedett a vendégéjszakák száma. A külföldi vendégek által eltöltött vendégéjszakák száma 326 százalékkal, míg a belföldiek által eltöltött vendégéjszakák száma 123 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszaki, rekordalacsony értékhez képest.

1.2.1. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés (MEF) adatai alapján 2021 áprilisában a nemzetgazdasági foglalkoztatottak létszáma 4 millió 559 ezer fő volt, ami 36 ezer fővel több az előző év azonos időszakához képest (5. ábra). 2020 áprilisa óta az elsődleges munkaerőpiacon dolgozók száma 53 ezer fővel, a közfoglalkoztatottak száma pedig 15 ezer fővel nőtt, míg a külföldi telephelyen dolgozók száma 32 ezer fővel mérséklődött.

A munkanélküliek száma 211 ezer fő volt áprilisban, ami 24 ezer fővel magasabb az előző év azonos időszakához képest, így összességében a munkanélküliségi ráta 4,4 százalékon alakult. Az előző hónaphoz viszonyítva 3,5 ezer fővel nőtt a munkanélküliek száma. A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) adatai alapján áprilisban 288 ezer (-43 ezer fő éves alapon), májusban pedig 274 ezer (-89 ezer fő éves alapon) regisztrált álláskereső volt Magyarországon.

6. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

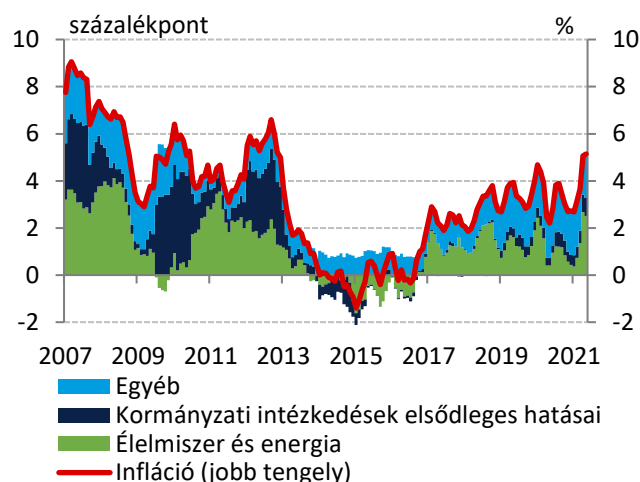
Forrás: NFSZ, KSH

2020 negyedik negyedében a versenykörűben 40,8 ezer betöltetlen álláshely volt, ami 23,3 százalékkal kevesebb, mint az előző év azonos időszakában. **Az előző negyedévhez képest enyhén mérséklődött a munkaerőkereslet éves visszaesése, kisebb mértékű javulás a feldolgozóiparban következett be.** A piaci szolgáltató szektorban azonban több mint 9 ezerrel kevesebb üres álláshely volt, mint egy évvel korábban, a csökkenés 80 százaléka a kereskedelemhez, a szállításhoz és a turizmus ágazatokhoz köthető. Egyedül az oktatásban 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 feszességi mutató összességében nem változott érdemben az előző negyedévhez képest, az elmúlt három év adataihoz képest továbbra is alacsonyabb értéken áll (6. ábra).**

1.3. Infláció és bérek

2021 májusában az éves összevetésben számított infláció 5,1, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 3,4 százalékon alakult. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek árindexe és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – emelkedtek az előző hónaphoz képest. 2021 márciusában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.3.1. Bérezés

2021 márciusában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az ágazatok részletes vizsgálata alapján a teljes munkaidősökre vonatkozó bruttó átlagkeresetben lévő torzítás mértéke csökkent januárhoz és februárhoz képest. **Becslésünk szerint a statisztikai hatásokat (részmunkaidősök, összetétel-hatás) kiszűrve az éves bérnövekedés 7,5 százalékot tenne ki a versenyszférában.** A rendszeres átlagkereset kis mértékben nőtt februárhoz viszonyítva, míg a prémiumkifizetések mértéke enyhén magasabb volt az előző évek szintjénél.

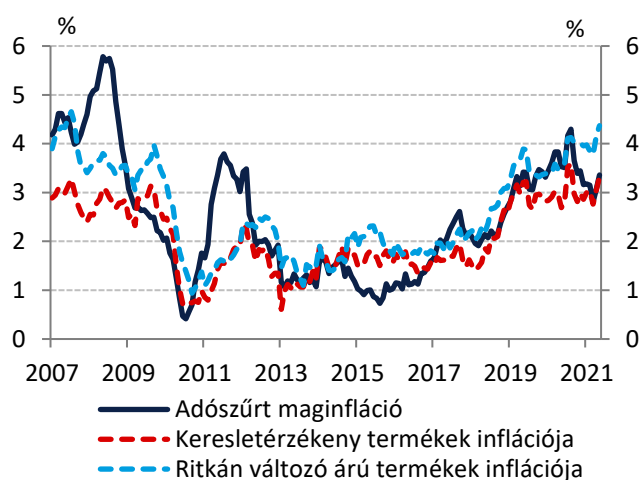
A versenyszférán belül a piaci szolgáltatások és a feldolgozóipar bérdinamikája hasonlóan alakult. A feldolgozóiparban az előző év azonos időszakához képest 8,2 százalékkal voltak magasabbak a bérek márciusban. A legnagyobb súlyú járműgyártásban 4,9 százalékkal emelkedtek a bérek éves alapon. A piaci szolgáltatások körében 7,9 százalékos növekedést regisztrált a KSH. Az építőiparban 10,4 százalékkal, a kereskedelemben 6,3 százalékkal, míg a vendéglátásban 5,6 százalékkal emelkedtek a bérek az előző év azonos időszakához képest.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2021 májusában az éves összevetésben számított infláció 5,1 százalék volt, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,4 százalékon alakult (7. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció nem változott, míg a maginfláció 0,3 százalékponttal emelkedett. A maginfláció emelkedését döntően az iparcikkek árnövekedése okozta. A piaci szolgáltatások árai az előző hónaphoz képest 0,6 százalékkal emelkedtek. A korábbi évek átlagánál magasabb árdinamika főként az éttermi szolgáltatások árváltozásához kapcsolódott. **Az infláció az MNB várakozásainak megfelelően alakult, azonban annak szerkezete megerősíti a gazdaság újranyitáshoz kapcsolódó inflációs kockázatok megjelenését.** Április óta a piaci szolgáltatások áremelkedése gyorsult, miközben az inflációs alapfolyamat-mutatók is emelkedtek.

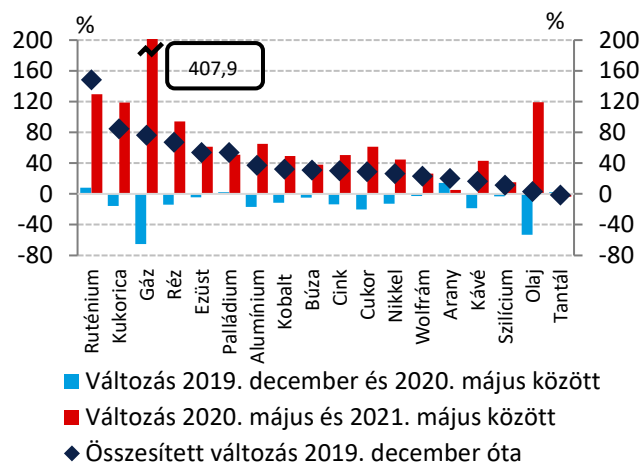
A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek árindexe és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – emelkedtek az előző hónaphoz képest (8. ábra). 2021 áprilisában a mezőgazdasági termelők árak éves összevetésben 15,5

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



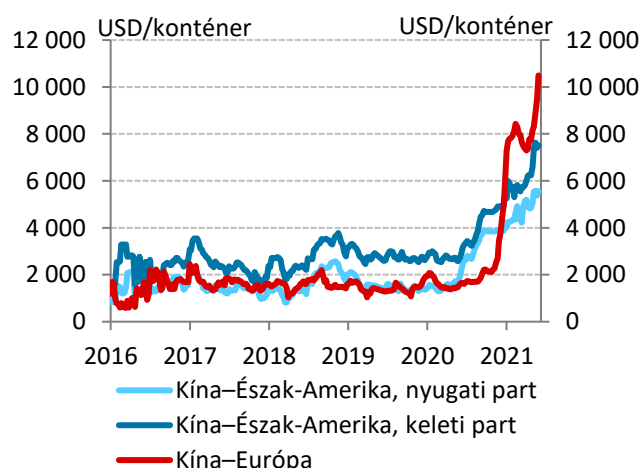
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

9. ábra: A fontosabb nyersanyagárak változása 2019 decembere óta



Forrás: Bloomberg

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



Forrás: Bloomberg

százalékkal, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 2,7 százalékkal emelkedtek.

1.3.3. Inflációs kockázatok

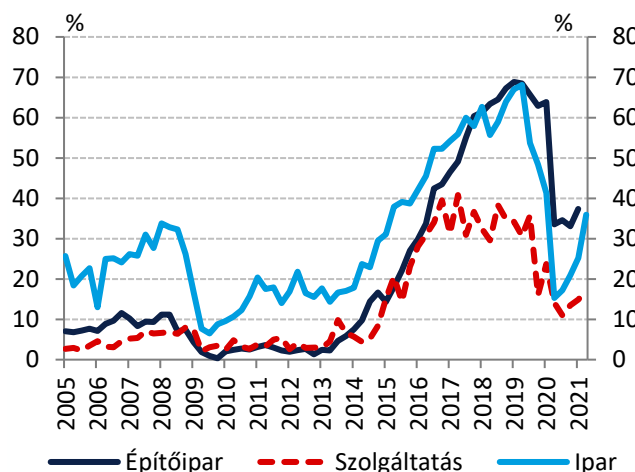
A márciusi Inflációs jelentés előrejelzésének megfelelően a beérkezett inflációs adatokban kiugrások jelentek meg, és a mutató a tavaszi hónapokban 5,1 százalékon tetőzött. Bár a beérkezett adatok megfeleltek az MNB várakozásának, júniusi előrejelzésünk alapján az infláció mérséklődése a korábban vártnál lassabban megy végbe. Továbbra is arra számítunk, hogy az infláció júliustól 4 százalék körüli mértékre, a jegybanki toleranciasáv felső részére csökken. Ugyanakkor az elmúlt időszakban beérkezett adatok és tapasztalt folyamatok figyelembevételével megállapítható, hogy a középtávú inflációs kilátásokat övező felfelé mutató kockázatok általánosan erősödtek és kiemelt jelentőségű a másodkörös hatások figyelemmel kísérése, illetve elkerülése.

A kockázatok növekedéséhez mind a nemzetközi, mind pedig 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 államadóssági ráták és a bővülő hitelezés, valamint a deglobalizáció és az értékláncok rövidülése egyaránt globálisan emelkedő infláció felé mutatnak. A fontosabb nyersanyagok árai globálisan jelentős emelkedést mutattak az év első hónapjaiban, mára pedig már a 2019. év végi szinteket is meghaladják (9. ábra). A globális nyersanyagárak emelkedése alapján egy újabb árupiaci szuperciklus indulhat.

A globális értékláncok a kereslethez képest lassabban állhatnak helyre, ami a globális szállítványozásban és az ipari termelésben fokozódó költségnyomáshoz vezethet. Például a Kínából Európába irányuló szállítmányok költsége 2021. június elejére a 2020. júniusi szintről közel 6,5-szeresére nőtt (10. ábra). A globális chiphiány a kereslet gyors helyreállása mellett fennakadásokat okozott az ipari termelésben, különösen az autópárházban, ami az árakra is kihat.

A nemzetközi folyamatok mellett a magyar gazdaságban is több tényező a korábban vártnál magasabb inflációs pályára irányába mutat. 2021 második negyedében a gazdaság újranyitása és a tavalyi alacsony bázis következtében kétszámjegyű növekedésre számítunk. A teljes foglalkoztatás már a jövő év során elérhető, azonban a válság előtti mintázatok alapján főként a szolgáltatási

11. ábra: Munkaerő mint termelést korlátozó tényező Magyarországon



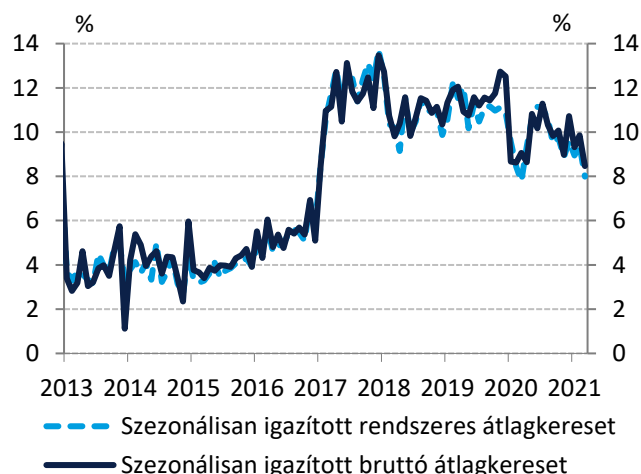
Megjegyzés: A megkérdezett vállalatok aránya, amelyek a munkaerő hiányát jelölték meg a termelést korlátozó fő tényezőként.

Forrás: Európai Bizottság

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

Az egyre inkább feszessé váló munkaerőpiac miatt fennmaradhat a magas bérdinamika (12. ábra), amely a megtakarítások elmúlt évi növekedése, az elhalasztott fogyasztás és a szolgáltatások egyre szélesebb körének elérhetősége révén a fogyasztási kiadások emelkedését vetíti előre. A hazai gazdaság gyors újraindulásával átmenetileg ismét fellépő keresleti-kínálati súrlódások és az egyes ágazatokban várhatóan újból szűkössé váló munkaerőpiaci kapacitások az élénk bérdinamikával párosulva az inflációs kockázatok növekedését okozzák. A gazdasági nyitás a tavalyi évben is megfigyelt keresleti-kínálati súrlódásokat okozhat, amelyek az infláció emelkedését okozhatják rövid távon. Emellett a korábbi várakozásoknál magasabb jövő évi költségvetési hiány szintén egy magasabb inflációs pálya irányába mutat.

12. ábra: Az átlagkeresetek dinamikája a versenyszférában

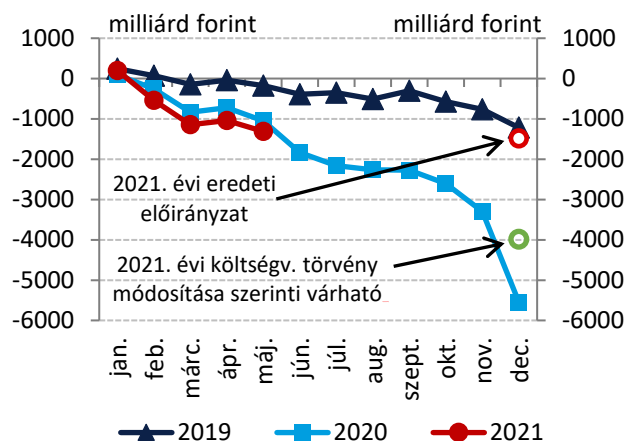


Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszerének egyenlege 2021 májusában a korábbi év azonos időszakához képest alacsonyabb, 269 milliárd forintos deficitet mutatott. A tárgyévi halmozott pénzforgalmi hiány így 1313 milliárd forintra emelkedett.

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



Forrás: 2021. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszerének egyenlege 2021 májusában a korábbi év azonos időszakához képest alacsonyabb, 269 milliárd forintos deficitet mutatott, így a tárgyévi halmozott pénzforgalmi hiány 1313 milliárd forintra emelkedett (13. ábra).

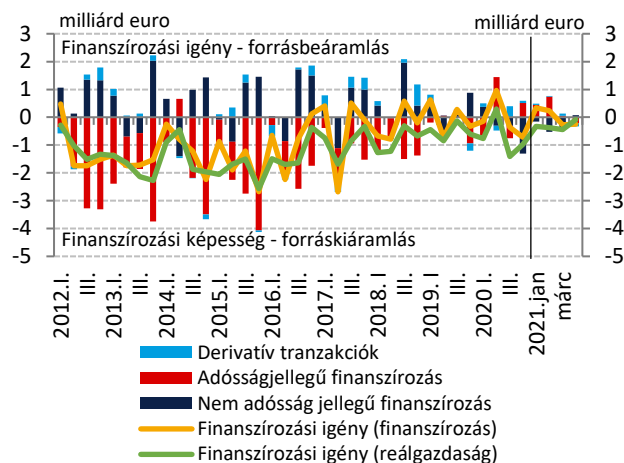
A központi alrendszer bevételei májusban jelentősen meghaladták az egy évvel korábbi szintjüket. Ez részben a 2020-as korlátozások, valamint az átmeneti időtávra bevezetett gazdaságvédelmi intézkedések következtében elmaradó bevételek miatti alacsony bázis következménye. Az adó- és járulékbefizetések általánosan erős dinamikájához kiemelten hozzájárultak a gazdálkodó szervezetek befizetései, illetve a nettó áfabevételek, de a munkát terhelő adó- és járulékbefizetések is jelentős mértékben növekedtek. Ezt a hatást részben ellensúlyozta, hogy az uniós programokhoz kapcsolódó bevételek májusban – a korábbi alacsony összegű hazai számlaküldés következtében – elmaradtak a tavalyi bázistól.

A központi alrendszer kiadásai 2021 májusában meghaladták a tavalyi év azonos időszaki értéküket. Ez elsősorban a központi költségvetési szervek kiadásai, a gyógyító-megelőző ellátások, valamint a nettó kamatkidadások emelkedésével magyarázható. A hatást részben ellensúlyozta az EU-támogatásokkal kapcsolatos kiadások elmaradása tavaly májushoz képest.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Áprilisban a folyó fizetési mérleg egyenlege 201 millió eurós hiányba fordult, miközben a gazdaság külső finanszírozási képessége 88 millió euróra mérséklődött. A csökkenés hátterében az áru- és szolgáltatásegyenleg többletének mérséklődése állt. A finanszírozási folyamatokat tekintve a nettó közvetlentőke-befeketések emelkedése mellett a gazdaság nettó külső adóssága kismértéken mérséklődött.

14. 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

A folyó fizetési mérleg egyenlege 201 millió eurós hiányba fordult áprilisban. A csökkenés az áru egyenleghez köthető, és az import exportot meghaladó dinamikája eredményezte. A szolgáltatásegyenleg többlete tovább javult áprilisban. A transzferegyenleg az előző hónaphoz képest jelentősen bővült, míg a jövedelemegyenleg hiánya enyhén mérséklődött (14. ábra).

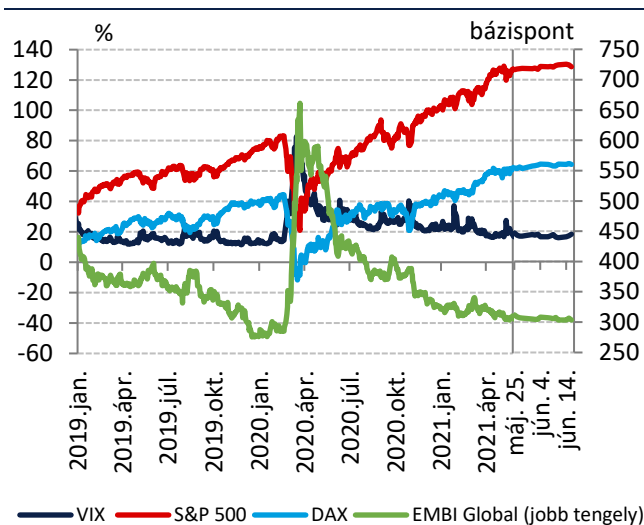
A pénzügyi mérleg adatai alapján a közvetlentőke-befektetések nettó beáramlása a bővülő újrabefektetett jövedelmekre volt visszavezethető. A nettó külső adósság kismértékben mérséklődött, aminek a szektorbontását jelentősen befolyásolta az előző hónap végén átmenetileg nyújtott jegybanki devizalikviditás utáni visszarendeződés. Ennek megfelelően az állam mutatója érdemben mérséklődött, amivel párhuzamosan a bankok nettó külső adóssága viszont bővült.

2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

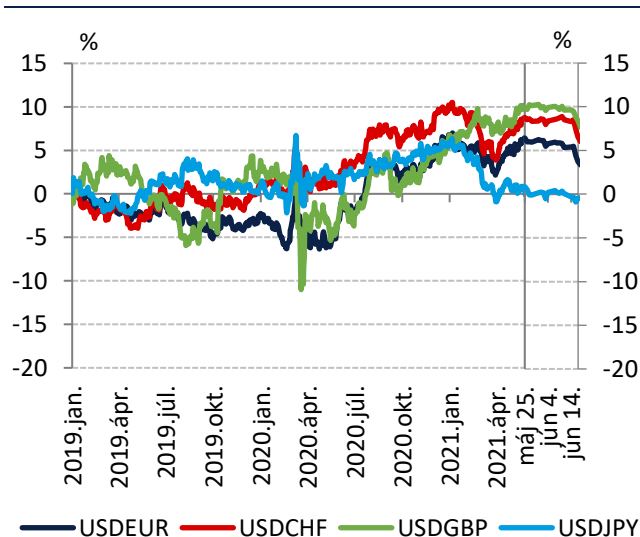
Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban kissé javult a pénzpiaci hangulat. A részvénypiaci volatilitást mérő VIX index 18,1 százalékra csökkent, az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár is kismértékben csökkent, míg a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index lényegében nem változott. Az elmúlt egy hónap során a fejlett és a feltörekvő piaci kompozit tőzsdeindexek emelkedtek, míg a fejlett piaci hosszú hozamok kissé mérséklődtek. A dollár a fejlett és a feltörekvő devizákkal szemben is erősödött, az euróval szemben 1,6 százalékkal értékelődött fel. Az olajárak az elmúlt hónap során tovább emelkedtek és ezzel több mint kétéves csúcsukra kerültek.

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



Forrás: Bloomberg

16. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Reuters

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban kissé javult a globális pénzpiaci hangulat. A piaci szereplők fókuszában a korlátozó intézkedések egyre szélesebb feloldása, a kedvező gazdasági kilátásokkal és az infláció alakulásával kapcsolatos várakozások alakulása, illetve a meghatározó jegybankok monetáris politikája és azok kommunikációja állt.

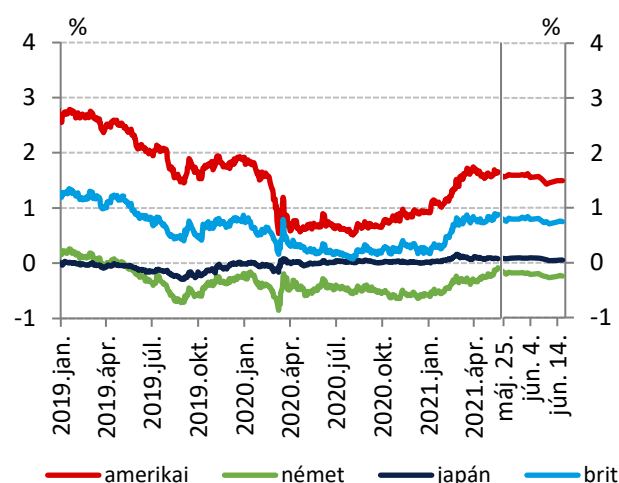
A kockázati indikátorok közül a részvénypiaci volatilitást mérő VIX index az előző kamatdöntéskori szintjéhez képest 0,7 százalékponttal 18,1 százalékra csökkent, az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár 5 bázisponttal 303 bázispontra mérséklődött, míg a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index lényegében nem változott (15. ábra).

Az elmúlt egy hónap során a fejlett és a feltörekvő kompozit tőzsdeindexek emelkedtek: az MSCI fejlett és feltörekvő részvénypiacokat reprezentáló tőzsdeindexe is 1,3 százalékkal nőtt. **A vezető amerikai tőzsdeindexnek számító S&P 500 0,7 százalékkal, a Nasdaq 2,2 százalékkal emelkedett,** míg a Dow Jones 0,8 százalékkal csökkent. **Az európai vezető tőzsdeindexek is emelkedtek:** a német tőzsde 1,8, a brit 2,3, míg az olasz és francia 4 százalékkal került feljebb. A japán tőzsdeindex 2,3 százalékkal nőtt, míg a kínai 2,5 százalékkal esett az időszak során. **A régiós országok tőzsdeindexei is emelkedtek:** a cseh 1,1, a lengyel 2,8, míg a magyar 4,6 százalékkal került feljebb.

A dollár erősödött a fejlett devizákkal szemben: az euróval szemben 1,6, a japán jennel szemben 1,4, a svájci frankkal szemben 1,2 és az angol fonttal szemben 0,9 százalékkal értékelődött fel. Az euro-dollár árfolyam az időszak végén az 1,2-es szint alá került (16. ábra). **A régiós devizák mindegyike gyengült a dollárral szemben.** Az arany árfolyama az előző kamatdöntés óta 3,2 százalékkal, unciánként 1836 dollárra mérséklődött.

A fejlett kötvényhozamok a legutóbbi kamatdöntés óta kissé csökkentek (17. ábra). Az amerikai 10 éves hozam 8, a német 4, a brit és a japán 1-2 bázisponttal került lejjebb, így az amerikai hozam 1,49, a német -0,24, a brit 0,75, a japán pedig 0,05 százalékos szint környékén zárta az időszakot. **A**

17. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

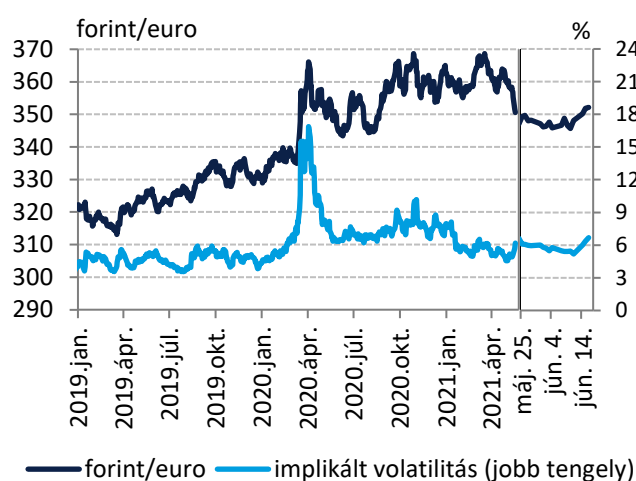
mediterrán országok hozamai szintén mérséklődtek és 7-10 bázisponttal kerültek lejjebb. A régiós országokban csak kismértékű hozamváltozás volt jellemző: a magyar és román 10 éves hozam 1-1, a lengyel 2 bázisponttal mérséklődött, ezzel szemben a cseh hozam 2 bázisponttal emelkedett.

Az olajárak az elmúlt időszakban tovább emelkedtek és ezzel több mint kétéves csúcsukra kerültek. Az olajárak emelkedését alapvetően a kedvező gazdasági kilátásokkal kapcsolatos várakozások támogatták, amelyet elsősorban az USA és az európai gazdaságok kilábalása fűt. Az amerikai olajkészletekben az elmúlt hónap során minden héten csökkenésről számolt be az Amerikai Energiainformációs Hivatal (EIA) és az Amerikai Olajintézet (API) is. A kedvező gazdasági kilátásokat támasztja alá az is, hogy a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) várakozása szerint az idei év végére a globális olajkereslet visszaáll a járvány előtti szintjére, míg 2022 második felére újra átlépi a napi 100 millió hordót. **A májusi kamatdöntés óta a Brent hordónkénti ára 7,1 százalékkal 73,8 dollárra, míg az amerikai benchmark WTI olajár 8,2 százalékkal 71,7 dollárra emelkedett.**

2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

A forint az időszak során a zlotyhoz hasonló mértékben gyengült az euróval szemben. Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat erős kereslet jellemezte, az aukciós átlaghozamok csökkentek. A külföldiek forint-állampapír állománya enyhén emelkedett.

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



Forrás: Bloomberg

A forint az euróval szemben a májusi kamatdöntés óta gyengült. Az időszak kezdetén a forint jelentős mértékű erősödése volt a jellemző, azonban az időszak végén gyengült a hazai fizetőeszköz. A gyengüléssel párhuzamosan az árfolyam volatilitása enyhén nőtt. A régiós devizák közül a lengyel zloty 1 százalékkal, a cseh korona 0,3 százalékkal gyengült az euróval szemben, míg a román lej árfolyama lényegében nem változott (18. ábra).

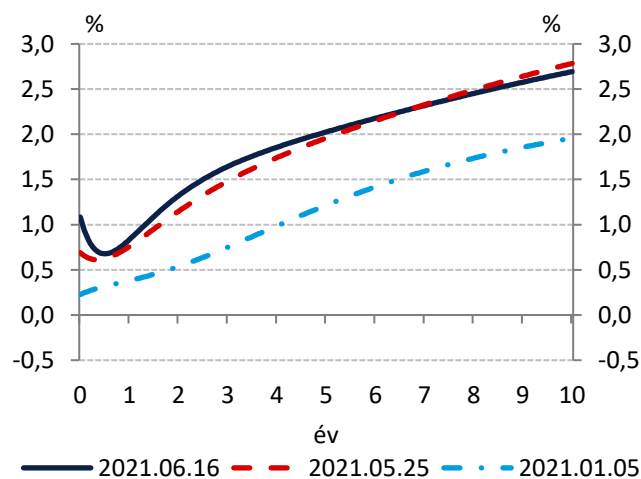
A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR az előző kamatdöntés óta 2 bázisponttal 0,93 százalékra emelkedett.

Az állampapírpiazi hozamgörbe laposabbá vált (19. ábra). A hozamgörbe 1 év körüli szakaszán 10 bázispont körüli, míg a középső szakaszán 10-20 bázispontos emelkedés volt, miközben a 10 év körüli szakaszon 10 bázispontos csökkenés volt megfigyelhető.

Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat többnyire erős kereslet jellemezte. Az ÁKK a 3 és 12 hónapos kincstárjegyauctionok esetében a meghirdetett mennyiséget értékesítette, illetve egy alkalommal a meghirdetettnél kevesebbet fogadott el. A 3 hónapos aukciók átlaghozama a legutóbbi kamatdöntés óta 0,6 százalékról 0,59 százalékra csökkent, míg a 12 hónapos DKJ-aukciók átlaghozama 0,69 százalékról 0,87 százalékra emelkedett. Az államkötvény aukciókat is erős kereslet jellemezte, így az ÁKK a kötvényaukciókon minden esetben a meghirdetettnél többet fogadott el. A legutóbbi aukción a 10 éves papír átlaghozama 2,9 százalék volt, amely a májusi kamatdöntést megelőző aukciós átlaghozamhoz képest 19 bázispontos csökkenést jelentett. Az 5 éves állampapír esetében 8 bázisponttal 2 százalékra csökkent az aukciós átlaghozam. A hazai 5 éves CDS-felár az időszak során 2 bázisponttal 60 bázispontra nőtt.

A külföldiek forint állampapír-állománya enyhén emelkedett. A nem rezidensek kezében lévő állomány 52 milliárd forinttal 4513 milliárd forintra nőtt, azonban a külföldiek által tartott forint állampapírok piaci aránya 20,3 százalékról 20 százalékra mérséklődött.

19. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

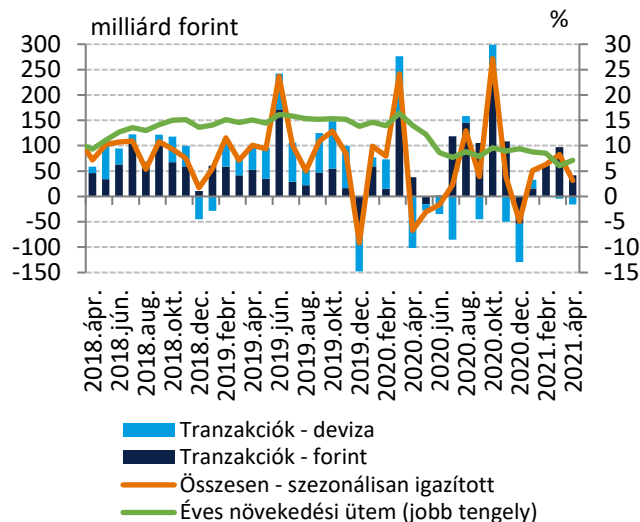


Forrás: MNB, Reuters

3. Hitelezési feltételek

2021 áprilisában a vállalati hitelállomány 26 milliárd forinttal bővült a forinthitelek 42 milliárd forintos növekedésének és a devizahitelek 16 milliárd forintos csökkenésének következtében. A hónap során a lakossági hitelállomány 122 milliárd forinttal bővült, ezzel az éves növekedési ütem 14,6 százalékra emelkedett.

20. ábra: Nem pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

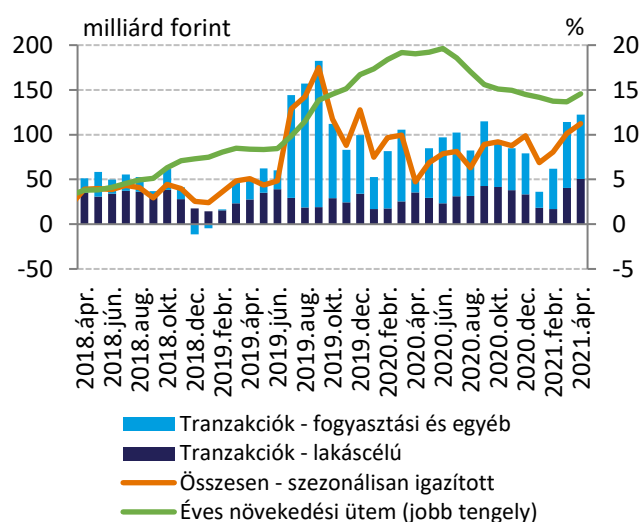


Forrás: MNB

2021 áprilisában a vállalati hitelállomány 26 milliárd forinttal bővült a forinthitelek 42 milliárd forintos növekedésének és a devizahitelek 16 milliárd forintos csökkenésének következtében (20. ábra). A mérsékelt havi bővülés ellenére az éves növekedési ütem az előző havi 6 százalékról 7,1 százalékra növekedett, amelyet alapvetően a tavalyi áprilisi tranzakciós adat 12 havi gördülő összegből való kikerülése magyaráz. A hitelintézetek áprilisban 178 milliárd forint összegben bocsátottak ki új hiteleket, amely 31 százalékkal haladja meg a tavalyi év áprilisi adatát. A bankok a hónap során NHP konstrukció keretében 83 milliárd forint összegben kötöttek nem folyószámla-jellegű forintszerződéseket társas vállalkozásokkal, amely az áprilisi teljes vállalati kibocsátás közel feléért felelt.

Áprilisban a lakossági hitelállomány 122 milliárd forinttal bővült, ezzel az éves növekedési ütem 14,6 százalékra emelkedett (21. ábra). A fizetési moratórium törlesztéseket mérséklő hatása továbbra is támogatta a nemzetközi összehasonlításban is kimagaslónak számító hazai hiteldinamikát, az első negyedév végén ugyanis az arra jogosult állomány fele esetében szünetelt a törlesztés. A 222 milliárd forintot kitevő új hitelvolumen számottevő növekedést jelent a tavalyi áprilisi, a járvány miatt jelentősen érintett kibocsátáshoz képest, de a két évvel ezelőtti, pandémiával még nem érintett áprilisi hónap szerződéskötését is több mint 30 százalékkal meghaladta. A lakáshitel-kihelyezések március után újra historikus csúcsot döntöttek, 108 milliárd forintot értek el a hónapban, amelyben meghatározó szerepet játszottak az idei évtől hatályos családtámogató intézkedések is. Az államilag támogatott hitelek (babaváró hitel, CSOK-hoz kapcsolódó hitelek, otthonfelújítási kölcsön) szerepe a lakossági hitelezésben továbbra is jelentős, áprilisban az új kibocsátás 32 százalékát tették ki ezek a termékek.

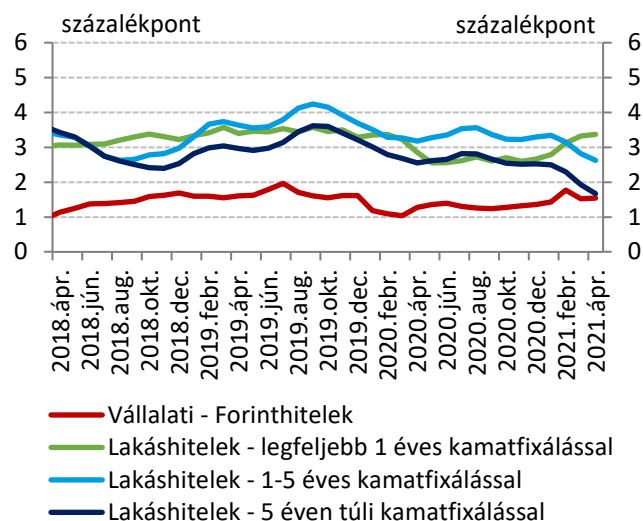
21. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

A vállalati forinthitelek simított kamatfelára 2021 áprilisában 1,55 százalékpont volt, ami 0,03 százalékpontos növekedést jelent az előző hónaphoz képest (22. ábra). A változó kamatozású lakáscélú hitelek THM alapú simított átlagos kamatfelára is enyhén növekedett a hónap során, és 3,37 százalékpontot tett ki. Az 1 éven túl, legfeljebb 5 évre fixált termékek felárai és az 5 éven túl kamatfixált termékek felárai viszont csökkentek márciusához képest. Az egy éven túl, legfeljebb 5 évre

22. ábra: A vállalati és háztartási hitelfelárak alakulása



kamatfixált lakáshitelek átlagos felára 2,63 százalékpontot ért el áprilisban, míg az 5 éven túli kamatfixált termékek felára 1,67 százalékpont volt.

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