



MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2021. MÁJUS 25-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

2021
MÁJUS

Közzététel időpontja: 2021. június 9. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2021. május 19-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.....	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

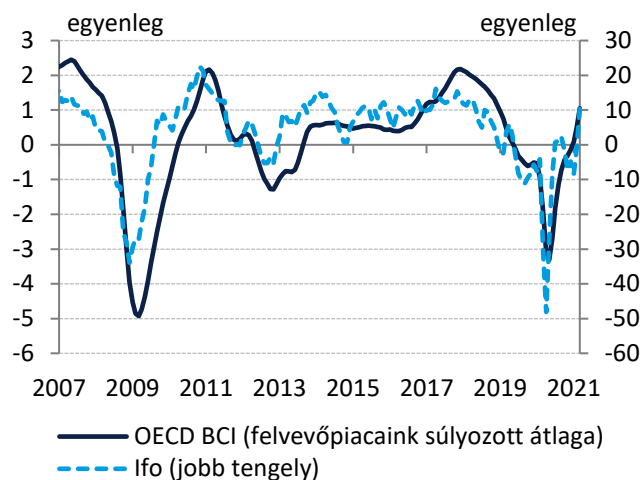
A koronavírus-járvány harmadik hulláma a világ számos országát a korábbi korlátozó intézkedések ismételt szigorítására kényszerítette. A beérkező első negyedéves GDP adatok azonban jellemzően a vártnál kedvezőbben alakultak. Az Európai Unió gazdaságainak kilábalása vegyes képet mutatott 2021 első negyedévében, az USA gazdasági teljesítménye enyhén a várakozások felett alakult, a kínai gazdaság pedig tovább bővült. Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index a márciusi 2,6 százalékról 4,2 százalékra emelkedett áprilisban, amely 2008 szeptembere óta a legmagasabb érték. Egyre több országban megkezdődött a gazdaságok újraindítása, amelynek ütemét a járványhelyzet alakulása és a lakosság áttöltöttségi szintje jelentősen befolyásolja.

A gazdasági teljesítmény alakulását továbbra is a koronavírus-járvány és az annak megfékezésére hozott intézkedések határozzák meg. A vírus újabb hullámai az ipari termelést jellemzően kevésbé vetik vissza, a szolgáltató szektor viszont továbbra is jelentősen kitett a járványügyi intézkedések hatásainak. A világkereskedelem és a világ ipari termelése már meghaladja a 2020. januári szintet. Jelentős bizonytalanság övezi ugyanakkor a globális turizmus jövőjét. A légi forgalom napi 80 ezer járat körül alakult az elmúlt időszakban (ezzel szemben 2019-ben az év ugyanezen időszakában 110 ezer környékén, míg tavaly 30 ezer alatt alakult). A szükséges áttöltöttségi szint eléréséig az iparág globális kilátásai meglehetősen bizonytalanok maradnak. Ugyanakkor egyre több országban megkezdődött a gazdaságok újraindítása, amelynek ütemét a járványhelyzet alakulása és a lakosság áttöltöttségi szintje jelentősen befolyásolja.

Az Egyesült Államok GDP-je 2021 első negyedévében 4,1 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index a márciusi 2,6 százalékról 4,2 százalékra emelkedett áprilisban, amely 2008 szeptembere óta a legmagasabb érték. Az emelkedés hátterében főként a tavalyi év bázishatása áll. Márciusban az amerikai ipari termelés 1,0 százalékkal bővült éves összevetésben, ami a koronavírus-válság kezdete óta az első pozitív érték. A feldolgozóipar teljesítménye 3,1 százalékkal nőtt. A kiskereskedelmi értékesítések 2021 márciusában 27,7 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A május 7-ével záruló héten a benyújtott új munkanélküliségkérelmek száma 473 ezer volt, ami további csökkenés az előző héthez képest. A munkanélküliségi ráta áprilisban az előző hónaphoz képest 0,1 százalékponttal 6,1 százalékra emelkedett.

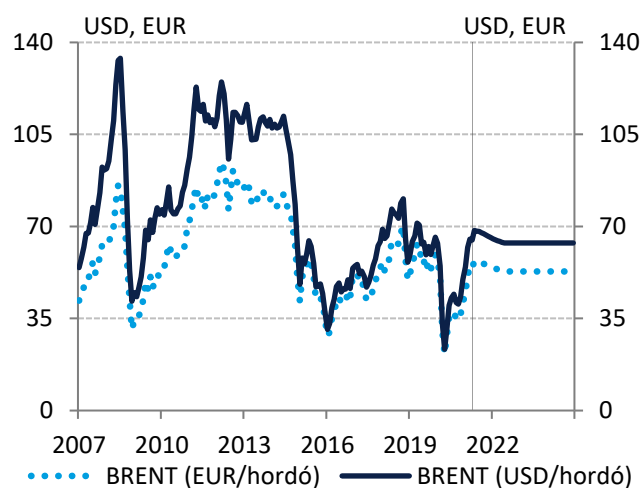
2021 első negyedévében a kínai gazdaság 18,3 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest, amiben a koronavírus-járvány miatti alacsony bázis hatása is

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

közrejátszott. A kínai konjunktúrahangulat romlott áprilisban, azonban a Beszerzési Menedzser Indexek továbbra is 50 pont feletti (növekedési) tartományban tartózkodnak. Márciusban az ipari termelés 14,1 százalékkal, míg a kiskereskedelmi forgalom 34,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Az Egyesült Királyság gazdasági teljesítménye éves összevetésben 6,1 százalékkal zsugorodott az első negyedévben. Az ipari termelés márciusban 3,6 százalékkal, a kiskereskedelmi forgalom pedig 7,2 százalékkal haladta meg a 2020 márciusában regisztrált szintet.

Az eurozóna gazdasági teljesítménye 2021 első negyedévében 1,8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva (míg az előző negyedévhez képest 0,6 százalékos mérséklődést regisztráltak a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok szerint). Az ipari termelés márciusban 10,9 százalékkal nőtt, míg a kiskereskedelmi forgalom volumene 12 százalékkal emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest, amit a lezárások miatt alacsony tavalyi bázis is magyarázott. A munkanélküliségi ráta tovább mérséklődött, márciusban 8,3 százalékon állt.

Az Európai Unió gazdaságainak kilábalása vegyes képet mutatott 2021 első negyedévében. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága az első negyedévben 3 százalékkal zsugorodott az előző év azonos időszakához képest, míg 1,7 százalékkal az előző negyedévhez képest. A német ipari termelés márciusban 5,1 százalékkal emelkedett éves bázison, míg a kiskereskedelmi forgalom jelentős mértékben, 11 százalékkal nőtt. A német üzleti hangulat (Ifo Business Climate Index) tovább javult áprilisban és 2019 júniusa óta a legmagasabb szinten alakult (1. ábra). A jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján az előző negyedévhez képest a legnagyobb GDP növekedést Romániában (2,8 százalék) és Bulgáriában (2,5 százalék) mérték az első negyedévben. A legnagyobb mértékű visszaesés pedig Portugáliában (-3,3 százalék) következett be negyedéves összevetésben. **Az eurozóna inflációja áprilisban az elemzői konszenzussal összhangban a márciusi 1,3 százalékos értéket követően 1,6 százalékra emelkedett, míg a maginfláció az elemzők várakozásától (0,8 százalék) enyhén elmaradva 0,7 százalékra mérséklődött.** Az eurozóna inflációjának emelkedésére a tavalyi évi bázishatások következtében lehetett számítani.

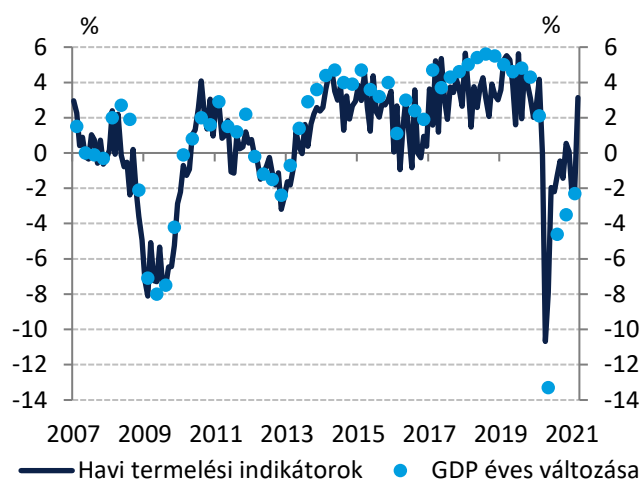
2021 áprilisában a Brent nyersolaj hordónkénti átlagos világpiaci ára 64,7 dollár volt, miközben az azonnali árfolyam – jelentős volatilitás mellett – az elmúlt időszakban megközelítette a 70 dollár/hordó szintet is (2. ábra). Áprilisban az olaj árának alakulását elsősorban a globális járványhelyzettel kapcsolatos hírek határozták meg:

míg az USA-ban, Európában és Ázsia bizonyos részein javuló fertőzési adatokat lehetett megfigyelni, addig Indiában a járványhelyzet jelentősen romlott, ami kihatott a globális keresletre is. Május első hetében a jegyzésárak megközelítették a 70 dollár/hordó szintet, miután kibertámadás érte az amerikai Colonial Pipeline kőolajszállító vezetékeit. A támadás következtében a Colonial 5500 mérföldnyi olajtávvezeték lezárására kényszerült, így az amerikai szárazföldi üzemanyag-szállítás akadozott. Az ellátási lánc biztosítása érdekében az amerikai kormány vészhelyzeti intézkedéseket tett, a rendszer teljes helyreállítása folyamatban van. **Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világpiaci ára egyaránt emelkedett áprilisban.**

1.2. Hazai reál gazdasági folyamatok

A magyar gazdaságot gyors helyreállítási potenciál jellemzi, amelyet a nemzetközi összevetésben is kiemelkedő átoltottság és az európai átlagnál korábbi nyitás is támogat. 2021 első negyedévében a bruttó hazai termék a kiigazított adatok alapján 1,8 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva, ugyanakkor negyedéves alapon 1,9 százalékkal növekedett. Az első negyedéves növekedési adat az MNB márciusi előrejelzését és a piaci várakozásokat is meghaladja. A gyors helyreállítás következtében – a járványügyi helyzet kedvező alakulásának fennmaradása esetén – idén már a harmadik, de legkésőbb a negyedik negyedévre visszatérhet a hazai GDP a 2019. év végi szintjére. A márciusi Inflációs jelentés előrejelzése az idei évre 4-6 százalékos növekedést vetített előre, az azóta beérkezett valós idejű adatok alapján azonban várhatóan a sáv felső részében, 6 százalék körül fog alakulni. Márciusban az építőipar teljesítménye emelkedett, az ipari termelés már meghaladta a válság előtti szintjét, és közel került a járvány előtti trendjéhez is. A kiskereskedelmi forgalom azonban mérséklődött márciusban. A munkaerőpiac alkalmazkodása eddig visszafogott volt hazánkban. 2021 márciusában a munkanélküliségi ráta 4 százalékon alakult, míg a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest 0,9 százalékkal 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

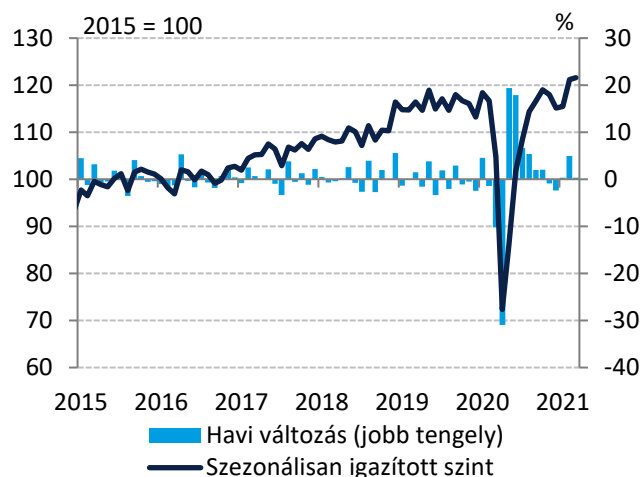
1.2.1. Gazdasági növekedés

A nyers adatok alapján 2021 első negyedévében a bruttó hazai termék 2,3 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva (3. ábra). A szezonálisan és naptárhatással kiigazított index 1,8 százalékos csökkenést mutatott éves összevetésben, míg az előző negyedévhez képest 1,9 százalékkal bővült a hazai gazdaság. A KSH közleménye szerint az első negyedévben elsősorban az ipar, valamint a pénzügyi, biztosítási tevékenység és az információ-kommunikáció ágazat kedvező teljesítménye járult hozzá a GDP előző negyedévhez viszonyított növekedéséhez. Az ágazatok teljesítményére jelenleg a havi termelési indikátorok állnak rendelkezésre. A hazai ipari termelés 3,9 százalékkal emelkedett az első negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A szolgáltató szektor ágazatainak növekedési hozzájárulása eltérően alakulhatott. A pénzügyi, valamint az információ és kommunikáció ágazat teljesítménye kedvező volt. Ezzel szemben a kiskereskedelmi értékesítések 2,1 százalékkal mérséklődtek, míg a kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák száma 86,2 százalékkal esett vissza éves összehasonlításban az első negyedévben. A szakstatisztika alapján az építőipar kibocsátása 2,1 százalékkal csökkent éves bázison.

A hazai gazdasági teljesítmény éves alapú visszaesése az eurozóna (-1,8 százalék) és az Európai Unió (-1,7 százalék) átlaga között helyezkedett el. Hazánk negyedéves összevetésben az európai rangsor élmezőnyében, míg éves összehasonlításban a középmezőnyben foglal helyet a GDP 2021 első negyedéves adatai alapján.

Az első negyedévben a hazai GDP 1,8 százalékkal csökkent az előző évhez képest, ami jóval kedvezőbb a márciusi Inflációs jelentésünkben prognosztizált 6,8 százalékos visszaesésnél. A 2021 második negyedévében teljessé váló újranyitás és a tavalyi alacsony bázis következtében kétszámjegyű növekedés valószínűsíthető. A magyar gazdaság a gyors helyreállítás következtében idén már a harmadik, de legkésőbb a negyedik negyedévben

4. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

visszatérhet a 2019. év végi GDP szintjére. A márciusi Inflációs jelentés előrejelzésében az idei évre 4,0-6,0 százalékos növekedést vetített előre. A jelenlegi információk alapján a GDP idei növekedése a márciusi előrejelzési sáv felső részében, 6,0 százalék közelében alakulhat. Ezzel az európai összevetésben kimagasló hazai oltási folyamatnak és a gyors és hatékony gazdaságpolitikai válaszainknak köszönhetően gazdaságunk helyreállási üteme Európa élmezőnyében, az országok első harmadában lesz.

2021 márciusában az ipari termelés 16,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva. A jelentős mértékű emelkedés a tavaly márciusi alacsony bázisnak is köszönhető. Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján 16,1 százalékos növekedést regisztráltak, havi bázison pedig 0,4 százalékkal emelkedett a termelés volumene (4. ábra). Márciusban az ipari termelés meghaladta a válság előtti szintjét és közel került a járvány előtti trendjéhez is de továbbra is az alatt alakult. Az ipari termelés emelkedéséhez a feldolgozóipar szinte mindegyik alága hozzájárult. A nyers adatok alapján a hazai termelésben legnagyobb súlyt kitevő járműgyártás kibocsátása kiugróan, 28,1 százalékkal nőtt éves bázison, ami főleg a tavaly márciusi átmeneti gyárleállások miatti alacsony bázisértékekkel van összefüggésben. Jelentős mértékű növekedést regisztrált a KSH a gumi- és műanyagiparban (+14,3 százalék), a vegyiparban (+14,3 százalék), a fa- és papíriparban (+14,0 százalék), valamint a számítógép, elektronikai, optikai termék gyártási ágazatában (+9,6 százalék). A villamos berendezések gyártása 37,3 százalékkal emelkedett, nagyrészt az akkumulátor- és a villamos motor gyártás felfutásának köszönhetően. Egyedül a textiliparban csökkent a termelés volumene (-1,9 százalék).

2021 márciusában az építőipari termelés volumene 4,3 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest, ezzel pedig a koronavírus-járvány kitörése előtti szint közelében alakult. 2021. februárhoz viszonyítva 11,5 százalékkal növekedett a kibocsátás szintje szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. Az épületek építése 6,4 százalékkal emelkedett, míg az egyéb építmények építése stagnált márciusban éves összevetésben. A megkötött új szerződések márciusi volumene 41,9 százalékkal emelkedett, míg az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállománya 13,2 százalékkal volt magasabb, mint tavaly márciusban.

Áprilisban az elmúlt két hónap után ismét az 50 pontos növekedési küszöbérték fölé emelkedett a feldolgozóipari Beszerzési Menedzser Index (BMI) hazánkban. A rendelkezésre álló magas frekvenciájú adatok alapján a kilábalás folytatódott, azonban a legtöbb ágazat továbbra is a válság előtti szintje alatt teljesít.

2021 márciusában az árukivitel euróban számított értéke 22,3 százalékkal, míg az áruimporté 15,3 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva a KSH előzetes adatközlése szerint. A külkereskedelmi termékforgalom többlete 1 milliárd 13 millió euro volt, ami az előző év azonos időszakához képest 685 millió eurós javulást jelent.

Márciusban a kiskereskedelmi értékesítések volumene (az üzemanyag-értékesítésekkel együtt) naptárhatástól megtisztítva 2 százalékkal maradt el az előző év azonos időszaki értékétől. Az élelmiszer és élelmiszer jellegű vegyes üzletek forgalma 2 százalékkal, a nem-élelmiszer jellegű üzleteké pedig 5,9 százalékkal csökkent márciusban. Az értékesítések volumene a bútor- és műszakcikk (-46 százalék), a textil-, ruházati és lábbeli-üzletek (-48 százalék), valamint a használtcikk (-59 százalék) körében csökkent legnagyobb mértékben. Az eladások a gépjármű- és járműalkatrész (+2,9 százalék), az iparcikk jellegű vegyes (+8,8 százalék) és a csomagküldő (+62 százalék) üzletek körében bővültek a naptárhatástól megtisztított adatok szerint. Az üzemanyag-forgalom 2,1 százalékkal nőtt a tavalyi év azonos havi szintjéhez képest.

Márciusban a hazai kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák száma 70 százalékkal volt alacsonyabb az egy évvel korábbinál. A beutazási korlátozások, illetve a kereskedelmi szálláshelyekre vonatkozó, a járvány megfékezésére irányuló intézkedések hatására a külföldi vendégek által eltöltött vendégéjszakák száma 74 százalékkal, míg a belföldiek által eltöltött vendégéjszakák száma 66 százalékkal csökkent éves összevetésben.

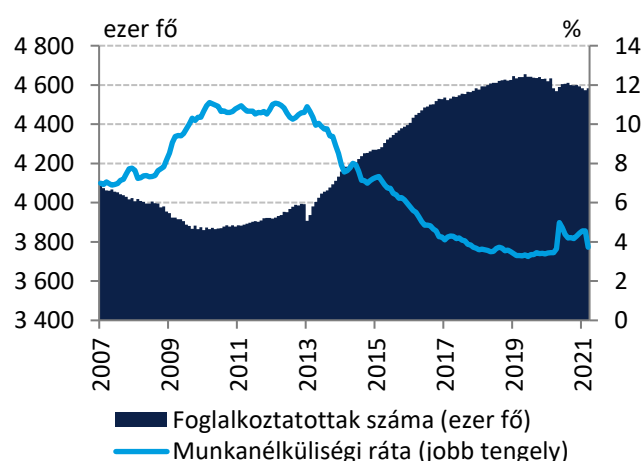
1.2.1. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés (MEF) adatai alapján 2021 márciusában a nemzetgazdasági foglalkoztatottak létszáma 4 millió 616 ezer fő volt, ami 41 ezer fővel több az előző év azonos időszakához képest (5. ábra). 2020 márciusa óta az elsődleges munkaerőpiacon dolgozók száma 72 ezer fővel nőtt, míg a közfoglalkoztatottak száma 24 ezer fővel csökkent, a külföldi telephelyen dolgozók száma pedig 7 ezer fővel mérséklődött.

A munkanélküliek száma 194 ezer fő volt márciusban, ami 25 ezer fővel magasabb az előző év azonos időszakához képest, így összességében a munkanélküliségi ráta 4,0 százalékon alakult. Az előző hónaphoz viszonyítva 5,4 ezer fővel csökkent a munkanélküliek száma. A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) adatai alapján márciusban 304 ezer (+22 ezer fő éves alapon), áprilisban pedig 288 ezer (-43 ezer fő éves alapon) regisztrált álláskereső volt Magyarországon.

2020 negyedik negyedében a versenyszférában 40,8 ezer betöltetlen álláshely volt, ami 23,3 százalékkal kevesebb,

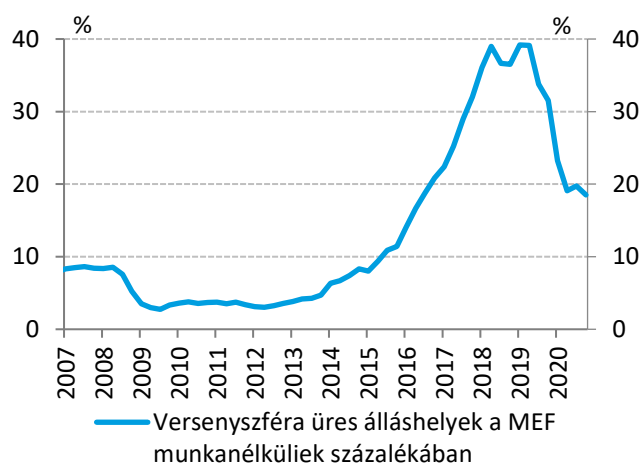
5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Megjegyzés: Az ábrán szezonálisan igazított, mozgóátlagok szerepelnek.

Forrás: KSH

6. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

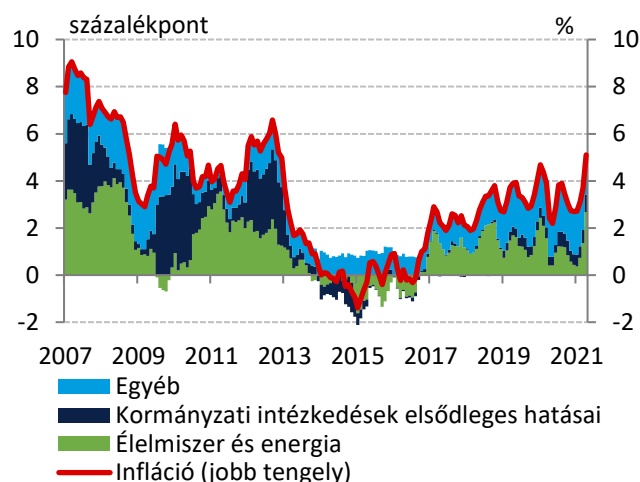
Forrás: NFSZ, KSH

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 közel 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 feszességet mérő 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 áprilisában az éves összevetésben számított infláció 5,1, a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció pedig egyaránt 3,1 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 februárjában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8,9 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.3.1. Bérezés

2021 februárjában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8,9 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az ágazatok részletes vizsgálata alapján a teljes munkaidősökre vonatkozó bruttó átlagkeresetben lévő torzítás mértéke emelkedett 2020 utolsó negyedéhez képest. A rendszeres átlagkereset enyhén csökkent januárhoz viszonyítva, míg a prémiumkifizetések mértéke nem változott jelentősen az előző évekhez képest.

A versenyszférán belül a piaci szolgáltatások bérdinamikája továbbra is meghaladja a feldolgozóiparét. A feldolgozóiparban az előző év azonos időszakához képest 7,9 százalékkal voltak magasabbak a bérek februárban. A legnagyobb súlyú járműgyártásban 7,8 százalékkal emelkedtek a bérek éves alapon. A piaci szolgáltatások körében 9,7 százalékos növekedést regisztrált a KSH. Az építőiparban 10,1 százalékkal, a kereskedelemben 10 százalékkal emelkedtek, míg a vendéglátásban 0,1 százalékkal csökkentek a bérek az előző év azonos időszakához képest.

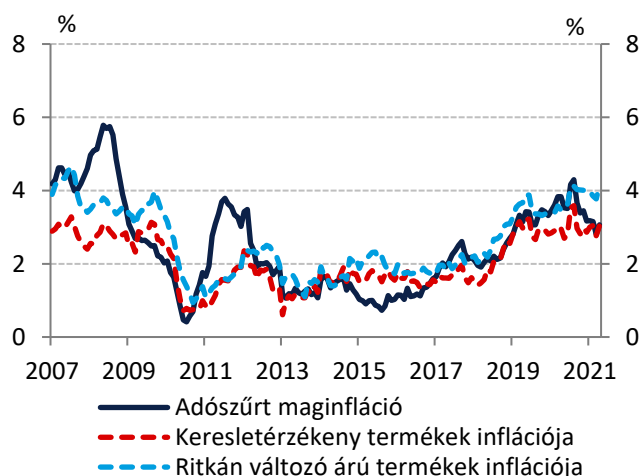
1.3.2. Inflációs folyamatok

2021 áprilisában az éves összevetésben számított infláció 5,1 százalék volt, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 3,1 százalékon alakult (7. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció 1,4 százalékponttal, míg a maginfláció 0,3 százalékponttal emelkedett. Az infláció emelkedését döntően az üzemanyagárak növekedése okozta, ami összességében 1,3 százalékponttal járult hozzá az infláció áprilisi emelkedéséhez. A piaci szolgáltatások árai az előző hónaphoz képest 0,4 százalékkal nőttek.

A Központi Statisztikai Hivatal 2021. május 4-én publikált közleményének megfelelően változott a maginfláció számítása. A KSH a 2021. áprilisi fogyasztóiár-index adatok publikációjától (2021. május 11.) a szeszes italokkal és a dohányárakkal szűkíti azon termékek körét, amelyek árváltozását figyelembe veszi a maginfláció kiszámításánál. A változtatás az MNB által számolt indirekt adóktól szűrt maginflációban, illetve a keresletérzékeny termékek inflációjában, jelentősebb változást nem okoz, mert azok az adókulcsok változásának hatását eddig is kiszűrték.

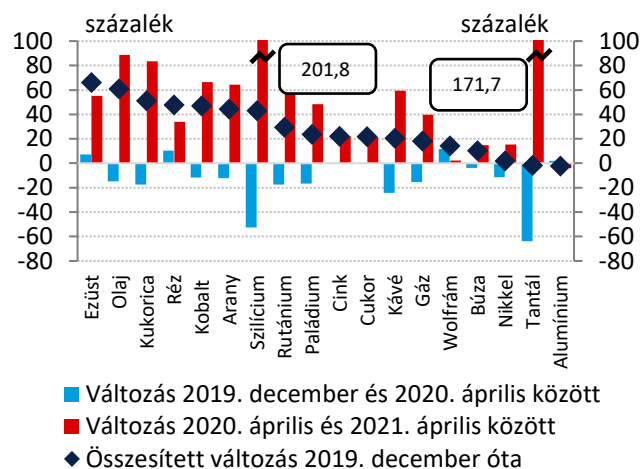
A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek árindexe és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – emelkedtek az

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



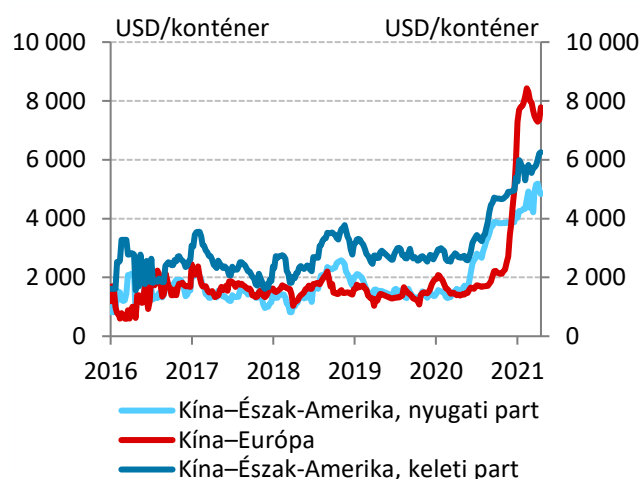
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

9. ábra: A fontosabb nyersanyagárak változása 2019 december óta



Forrás: Bloomberg

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



Forrás: Bloomberg

előző hónaphoz képest (8. ábra). 2021 márciusában a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 16,1 százalékkal, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 2,3 százalékkal emelkedtek.

1.3.3. Inflációs kockázatok

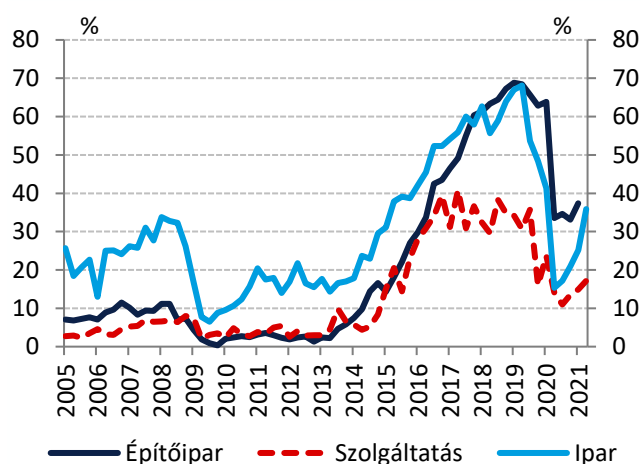
A márciusi Inflációs jelentés előrejelzésének megfelelően a beérkezett inflációs adatokban inflációs kiugrások jelentek meg. Bár a beérkezett adatok megfeleltek az MNB várakozásának, és továbbra is arra számítunk, hogy az inflációs a nyári hónapokban visszatér a jegybanksi toleranciasávba, ugyanakkor az elmúlt időszakban beérkezett adatok figyelembevételével megállapítható, hogy az inflációs kockázatok erősödtek.

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 államadósság ráták és a bővülő hitelezés, valamint a deglobalizáció és az értékláncok rövidülése egyaránt globálisan emelkedő infláció felé mutat. A fontosabb nyersanyagok árai jelentősen emelkedtek 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. februárra a 2020. júniusi szintről több mint ötszörösére nőtt (10. ábra). 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 a magyar gazdaságban is több tényező mutat a magasabb inflációs pálya irányába. Az első negyedévben a hazai GDP 1,8 százalékkal csökkent az előző évhez képest, ami jóval kedvezőbb a márciusi Inflációs jelentésünkben prognosztizált 6,8 százalékos visszaesésnél. 2021 második negyedévében a teljessé váló újranyitás és a tavalyi alacsony bázis következtében kétszámjegyű növekedés valószínűsíthető. A teljes foglalkoztatás már a jövő év során elérhető, azonban a válság előtti mintázatok alapján főként a szolgáltató szektorban és az építőiparban szűk keresztmetszetek érvényesülhetnek már a helyreállással párhuzamosan (11. ábra).

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

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 elérhetőségével a fogyasztási kiadások emelkedését vetíti előre. A gazdasági nyitás a tavalyi évben is megfigyelt keresleti-kínálati súrlódásokat okozhat, amelyek az infláció emelkedését eredményezhetik 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

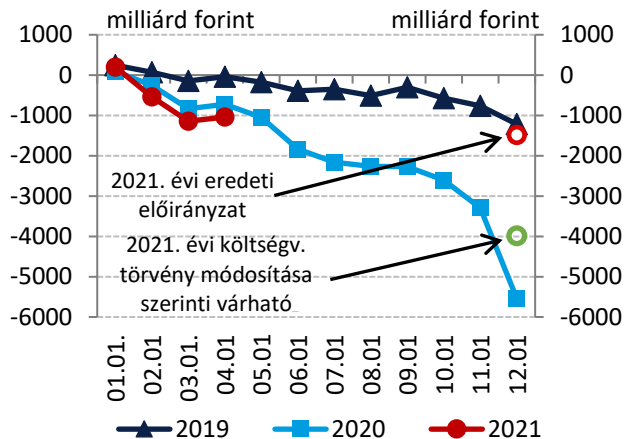


Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszerének egyenlege 2021 áprilisában – az elmúlt két év áprilisi egyenlegéhez hasonlóan – 101 milliárd forintos többletet mutatott, így a 2021. évi halmozott pénzforgalmi hiány 1044 milliárd forintra mérséklődött.

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



Forrás: 2021. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszerének egyenlege 2021 áprilisában – az elmúlt két év áprilisi egyenlegéhez hasonlóan – 101 milliárd forintos többletet mutatott, így a 2021. évi halmozott pénzforgalmi hiány 1044 milliárd forintra mérséklődött (13. ábra).

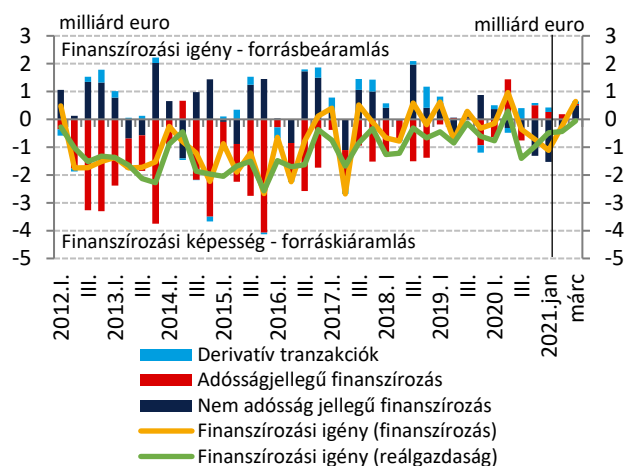
A központi alrendszer bevételei áprilisban érdemben alacsonyabban alakultak, mint egy évvel korábban. Ez ugyanakkor főként két egyedi tényezőnek köszönhető: a tárgyhavi európai uniós programokkal, illetve az állami vagyonkezeléssel kapcsolatos bevételek alacsonyabban alakultak a 2020. áprilisi bevételeknél. Az adó- és járulékbefizetések jelentősen emelkedtek áprilisban az előző évhez képest, amelyhez csaknem az összes adó- és járuléknem pozitívan járult hozzá.

A központi alrendszer kiadásai 2021 áprilisában elmaradtak a tavalyi negyedik havi értéküktől, amire elsősorban a hónap eleji munkaszüneti napok miatt márciusban megvalósult kiadások adnak magyarázatot. Emiatt a gyógyító-megelőző ellátások és a családtámogatási kiadások többsége, valamint a költségvetési intézmények egyes kiadásai már március végén kifizetésre kerültek. Ezt a hatást részben ellensúlyozta, hogy áprilisban az állami vagyonkezeléshez kapcsolódóan jelentős többletkiadás jelentkezett.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Márciusban a folyó fizetési mérleg többlete 330 millió euróra, a gazdaság külső finanszírozási képessége 442 millió euróra emelkedett. A növekedés hátterében az áru- és szolgáltatásegyenleg többletének bővülése mellett a nettó folyó transzferek emelkedése is áll. A finanszírozási folyamatokat tekintve a kifizetések emelkedése miatt kiáramlást mutató nettó közvetlen tőke mellett a gazdaság nettó külső adóssága nem változott jelentősen.

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

Tovább emelkedett a folyó fizetési mérleg többlete márciusban, ami így 330 millió eurót tett ki. Az áru- valamint a szolgáltatásegyenleg is hasonló mértékben emelkedett az előző hónaphoz képest, aminek hatására a külkereskedelmi többlet érdemben meghaladta az előző év azonos időszakában tapasztalt szintet. A folyó mérleg emelkedését a viszonyzatlan folyó átutalások egyenlegének növekedése is támogatta, miközben a jövedelemegyenleg hiánya nagyjából stabilan alakult (14. ábra).

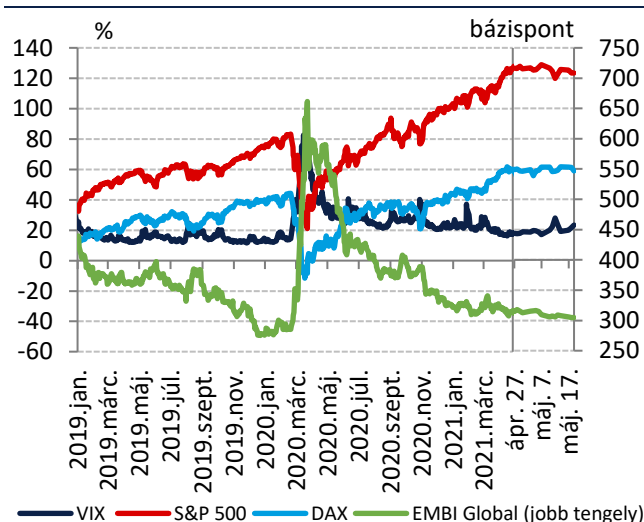
A pénzügyi mérleg adatai alapján a nettó közvetlentőke kiáramlás mintegy 170 millió eurót tett ki, miközben a gazdaság nettó külső adóssága összességében nem változott. Az FDI-források mérséklődése úgy alakult ki, hogy a beérkező közvetlentőke-befektetések nagyságát meghaladta a kifizetések bővülésének mértéke. A nettó külső adósság a tranzakciókból eredően nem változott érdemben, ugyanakkor a negyedév végén a jegybank által a bankoknak nyújtott devizalikviditás ismét szektorok közötti átrendeződést okozott – ennek hatására a bankok nettó külső adóssága csökkent, míg az MNB-vel együtt vett államháztartásé emelkedett.

2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban kedvezőtlenül alakult a pénzpiaci hangulat, amelyet elsősorban a nyersanyagárakban és az inflációs várakozásokban történt emelkedés magyaráz. A részvénytőzsi volatilitást mérő VIX-index 20 százalékos fölé emelkedett, bár az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár és a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index is kissé csökkent. Az elmúlt egy hónap során a fejlett és a feltörekvő kompozit tőzsdeindexek csökkentek, míg a fejlett piaci hosszú hozamok emelkedtek. A dollár a fejlett és a feltörekvő piaci devizákkal szemben is gyengült, az euróval szemben 1,1 százalékkal értékelődött le. Az olajárak az elmúlt hónap során tovább emelkedtek és több mint egyéves csúcsra kerültek.

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



Forrás: Bloomberg

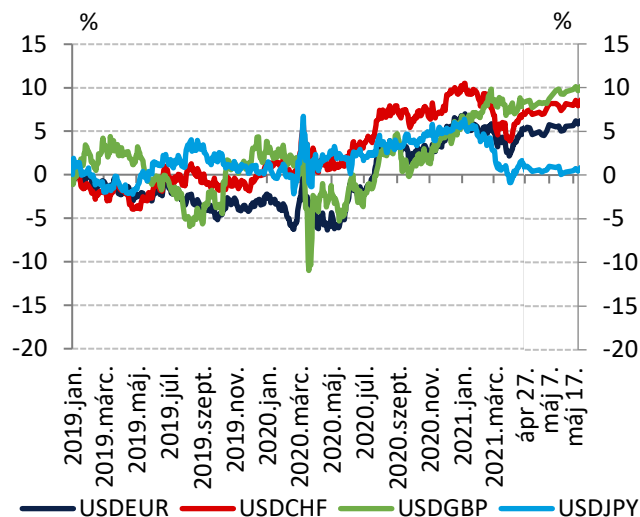
Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban romlott a globális pénzpiaci hangulat (15. ábra). A piaci szereplők fókuszában elődleges szerepe volt az inflációs várakozások emelkedésének, amelyre egyrészt a számottevő monetáris és fiskális stimulus, valamint a nyersanyagokban tapasztalt árfolyamemelkedés következményeként tekintenek a befektetők. Az elmúlt hónapban a nyersanyagárak, különösen az **olajárak** emelkedését főként egyedi tényezők – amerikai olajvezetékellátó elleni informatikai támadás – okozták. Másrészt pedig a kínálati oldalt érintő globális ellátási problémák – így például a globális chip és konténer hiány – is akadályt jelenthetnek majd az újranyitó gazdaságok várhatóan megugró keresletének kielégítésénél, ami a fogyasztói árak emelkedését vonhatja maga után.

A **kockázati indikátorok** közül a részvénytőzsi volatilitást mérő VIX index május közepi 25 százalékos szint fölé emelkedést követően kissé korrigálva az előző kamatdöntéskori szintjéhez képest közel 4 százalékponttal 21,3 százalékra emelkedett. Az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár viszont közel 10 bázisponttal 305 bázispontra, a fejlett kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index pedig 3 bázisponttal 57 bázispontra mérséklődött.

Az elmúlt egy hónap során a **fejlett és a feltörekvő kompozit tőzsdeindexek csökkentek**: az MSCI fejlett részvénytőzsiacokat reprezentáló tőzsdeindexe 0,8 százalékkal, addig feltörekvő kompozitindexe 2,1 százalékkal mérséklődött. **Míg a vezető amerikai tőzsdeindexnek számító S&P 500 közel 1,5 százalékkal csökkent, addig Európában a vezető tőzsdeindexek emelkedtek**: a brit tőzsde 1,1, a német 0,9, a francia és olasz pedig 0,5 százalékkal. A japán tőzsdeindex 3,3 százalékkal került lejjebb, míg a kínai tőzsde 1,6 százalékkal emelkedett az időszak során. **A régiós országok tőzsdeindexei emelkedtek**: a cseh 4,1, a magyar 4,9, míg a lengyel 5,7 százalékkal került feljebb.

A dollár a japán jen kivételével gyengült a fejlett piaci devizákkal szemben (16. ábra). Az euróval szemben 1,1, a

16. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



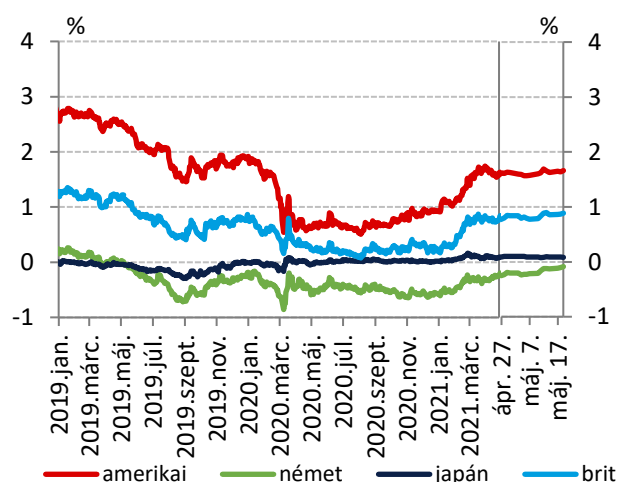
Megjegyzés: A pozitív értékek a változó (második) deviza erősödését jelentik.

Forrás: Reuters

svájci frankkal szemben 1,6, az angol fonttal szemben 2 százalékkal gyengült, míg a japán jennel szemben 0,3 százalékkal erősödött. Az euro-dollár árfolyam az időszak végén az 1,2-es szint felett tartózkodott. **A régiós devizák mindegyike erősödött a dollárral szemben.** Az arany árfolyama az előző kamatdöntés óta 5,3 százalékkal, unciánként 1870 dollárra emelkedett.

A fejlett kötvényhozamok a legutóbbi kamatdöntés óta az inflációs várakozások emelkedése következtében tovább nőttek (17. ábra). A német 10 éves hozam 17, a brit 12, az amerikai 5 bázisponttal került feljebb, így a német hozam -0,09, a brit 0,90, az amerikai 1,67 százalékos szint környékén zárta az időszakot. **A mediterrán országok hozamai szintén emelkedtek** és 20-30 bázisponttal kerültek magasabbra. A régiós országokban szintén a hozamok emelkedése volt a jellemző: a hazai 10 éves hozam 54, a lengyel 44, a román 30 bázisponttal emelkedett. Ezzel szemben a cseh hozam 5 bázisponttal mérséklődött.

17. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



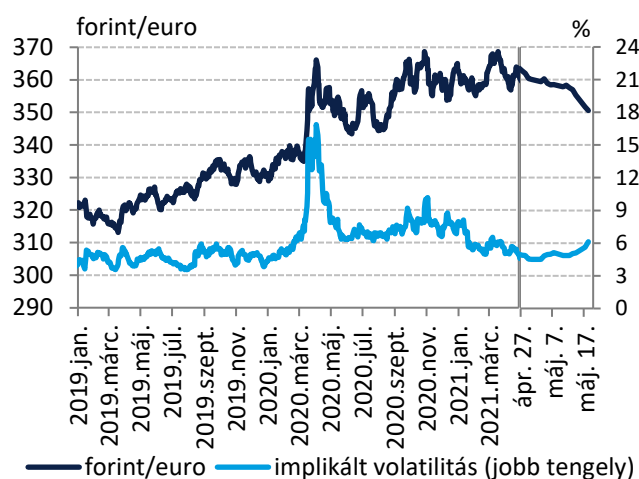
Forrás: Bloomberg

Az olajárak az elmúlt időszakban összességében tovább emelkedtek. A javuló növekedési kilátásokkal, valamint az amerikai olajvezeték elosztó rendszer elleni informatikai támadás következtében annak ellenére is nőtt az olajár, hogy a súlyos indiai járványhelyzet miatt a világ harmadik legnagyobb olajimportőrének kereslete mérséklődött. Az időszak elején az amerikai készletek vártnál nagyobb csökkenése, illetve az olajvezeték elleni támadás hatására nőtt az olaj ára. Majd az időszak második felében kissé emelkedtek az amerikai olaj készletek, illetve az iráni atomegyezményhez történő visszatéréssel kapcsolatos hírek is némileg az árfolyam csökkenésének irányába hatottak. **Így az időszak folyamán összességében a Brent ára 2,6 százalékkal 68,1 dollárra, míg az amerikai benchmark WTI olajár 3 százalékkal 64,8 dollárra emelkedett.**

2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

A forint az időszak során a zlotynál és a cseh koronánál nagyobb mértékben erősödött az euróval szemben. Az állampapírpiazi hozamgörbe emelkedett. Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat többségében erős kereslet jellemezte, az aukciós átlaghozamok viszont április közepéhez képest jellemzően emelkedtek.

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



Forrás: Bloomberg

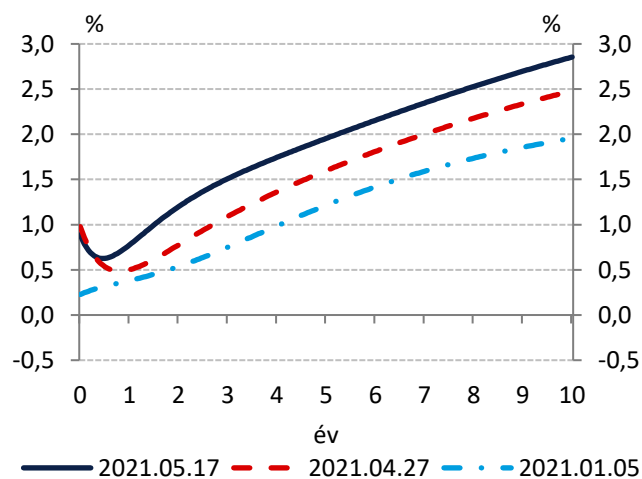
A forint az euróval szemben az áprilisi kamatdöntés óta a zlotynál és a koronánál nagyobb mértékben, **3,3 százalékkal erősödött**. A régiós devizák közül a cseh korona 2 százalékkal, a lengyel zloty 1,1 százalékkal erősödött az euróval szemben, míg a román lej árfolyama gyakorlatilag nem változott (18. ábra).

A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges **3 hónapos BUBOR** az előző kamatdöntés óta 10 bázisponttal 0,89 százalékra emelkedett.

Az állampapírpiazi hozamgörbe emelkedett (19. ábra). A hozamgörbe 1 év körüli szakaszán 25-30, a középső szakaszán 35-40, míg a leghosszabb részen közel 50 bázispont körüli emelkedés volt megfigyelhető.

Az elmúlt hónap során az államkötvény-aukciókat erős kereslet jellemezte. Az ÁKK a többségében erős kereslet mellett a 3 és 12 hónapos kincstárjegyauctionok esetében a meghirdetett mennyiséget értékesítette, illetve egy alkalommal a meghirdetettnél kevesebbet fogadott el. A 3 hónapos aukciós átlaghozama a legutóbbi kamatdöntés óta 0,54 százalékról 0,6 százalékra, míg a 12 hónapos DKJ-aukciós átlaghozama 0,68 százalékról 0,69 százalékra emelkedett. Az államkötvény aukciókat is jellemzően erős kereslet jellemezte, így az ÁKK a kötvényaukciókon több esetben a meghirdetettnél nagyobb mennyiségben fogadott el ajánlatokat, egy esetben (15 éves) viszont a meghirdetettnél kevesebbet fogadott el. A legutóbbi aukción a 10 éves papír átlaghozama 2,77 százalék volt, amely az áprilisi kamatdöntést megelőző aukciós átlaghozamhoz képest 4 bázispontos növekedést jelentett. Az 5 éves állampapír esetében 5 bázisponttal 1,68 százalékra csökkent, míg a 15 éves papír esetében 19 bázisponttal 3,19 százalékra nőtt az átlaghozam. A 30 éves állampapír aukciós átlaghozama 3,69 százalékon alakult. A hazai 5 éves CDS-felár az időszak során 1 bázisponttal 58 bázisponttal csökkent.

19. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

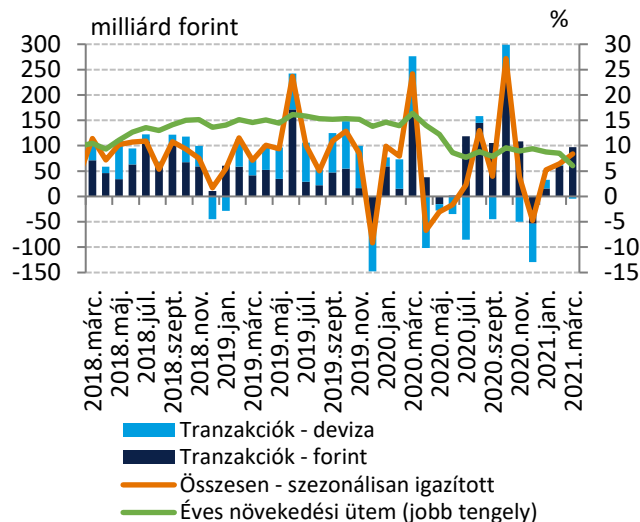


Forrás: MNB, Reuters

3. Hitelezési feltételek

2021 márciusában a vállalati hitelállomány 92 milliárd forinttal bővült a forinthitelek 97 milliárd forintos bővülésének és a devizahitelek 5 milliárd forintos mérséklődésének következtében. A hónap során a lakossági hitelállomány 114 milliárd forinttal bővült, ezzel az éves növekedési ütem az előző havi szinten, 13,7 százalékon maradt.

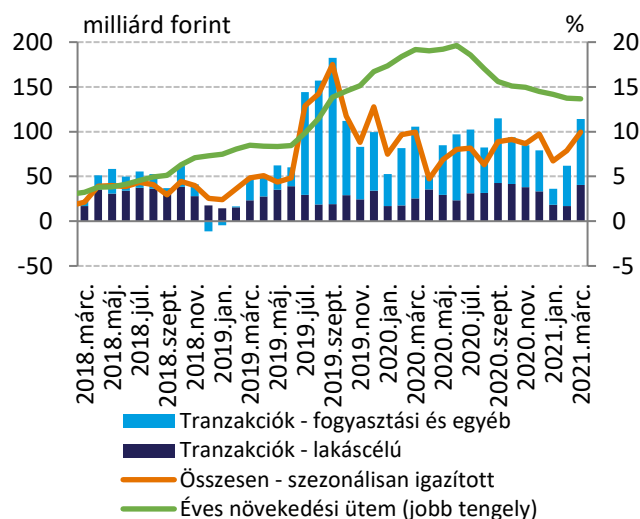
20. ábra: Nem pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

2021 márciusában a vállalati hitelállomány 92 milliárd forinttal bővült a forinthitelek 97 milliárd forintos bővülésének és a devizahitelek 5 milliárd forintos mérséklődésének következtében (20. ábra). A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 6 százalékra csökkent márciusban, amely jelentős lassulást jelent az előző havi 8,5 százalékhöz képest. A dinamika számottevő mérséklődése a tavaly márciusi, nagy volumenű ügyleteket tartalmazó tranzakciós bővülés 12 havi gördülő összegből való kikerülése miatt következett be. A hitelintézetek márciusban 406 milliárd forint összegben bocsátottak ki új hiteleket, amely 86 százalékkal haladja meg a tavalyi év márciusi adatát. A bankok a hónap során az NHP Hajrá keretében 100 milliárd forint összegben kötöttek nem folyószámla-jellegű forintszerződéseket a társas vállalkozásokkal, amely a márciusi teljes vállalati forintkibocsátás 27 százalékát teszi ki.

21. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele

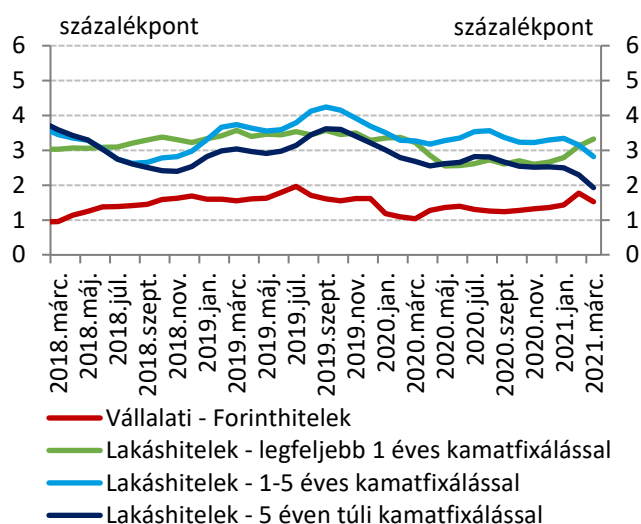


Forrás: MNB

Márciusban a lakossági hitelállomány 114 milliárd forinttal bővült, ezzel az éves növekedési ütem az előző havi szinten, 13,7 százalékon maradt (21. ábra). A fizetési moratórium törlesztéseket mérséklő hatása továbbra is nagymértékben támogatja a nemzetközi összehasonlításban is kimagaslónak számító hazai lakossági hiteldinamikát. A márciusban megkötött hitelszerződések volumene 4 százalékkal meghaladta a tavalyi év azonos időszakát. A lakáshitel-kihelyezések korábban nem tapasztalt volument, 104 milliárd forintot értek el, amelyben meghatározó szerepet játszottak az idei évtől hatályos – rövid felkészülési időszakot követően – immáron felfutó családtámogató intézkedések. A bankok termékkínálatában februártól elérhető kamattámogatott otthonfelújítási kölcsönből márciussal bezárólag 2,3 milliárd forintot helyeztek ki az otthonfelújítási támogatás előfinanszírozására. Az államilag támogatott hitelek szerepe a lakossági hitelezésben továbbra is jelentős, elsősorban a babaváró hiteleknek köszönhetően: a termék állománya márciusban 1192 milliárd forintot tett ki és ezzel már a lakossági hitelállomány 14 százalékáért felelt.

A vállalati forinthitelek simított kamatfelára 2021 márciusában 1,52 százalékpont volt, ami 0,25 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest (22. ábra). A változó kamatozású lakáscélú hitelek THM alapú simított átlagos kamatfelára növekedett a

22. ábra: A vállalati és háztartási hitelfelárak 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

hónap során, és 3,32 százalékpontot tett ki. Az 1 éven túl, legfeljebb 5 évre fixált termékek felárai és az 5 éven túl kamatfixált termékek felárai is csökkentek februárhoz képest. Az egy éven túl, legfeljebb 5 évre kamatfixált lakáshitelek átlagos felára 2,82 százalékpontot ért el márciusban, míg az 5 éven túli kamatfixált termékek felára 1,92 százalékpont volt.