



# MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2018. MÁRCIUS 27-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

**2018**  
MÁRCIUS

Közzététel időpontja: 2018. április 11. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2018. március 22-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-rovidített-jegyzokonyvei>

# Tartalom

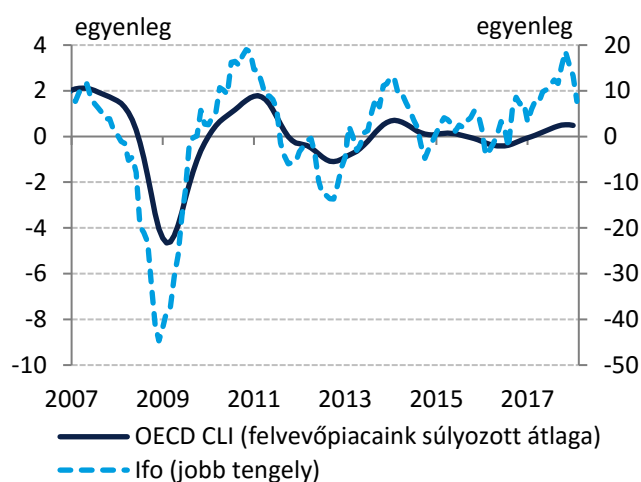
Tartalom .....	3
1. Makrogazdaság.....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet.....	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok .....	6
1.3. Infláció és bérek .....	8
1.4. Költségvetési folyamatok .....	9
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok.....	10
2. Pénzügyi piacok .....	11
2.1. Nemzetközi pénzpiacok .....	11
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása .....	13
3. Hitelezési feltételek .....	15

# 1. Makrogazdaság

## 1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

2017 negyedik negyedében a nemzetközi konjunktúra kedvezően alakult. Az eurozóna mellett az Egyesült Államokban is folytatódott a gazdaság bővülése az elmúlt negyedévben. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása a várakozásokat meghaladó ütemben bővült. Az Európa növekedési centrumának bizonyuló kelet-közép-európai régió dinamikus gazdasági növekedését elsősorban a belső keresleti tételek támogatták az elmúlt időszakban, amelyet az év eleji kiskereskedelmi adatok is alátámasztanak.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



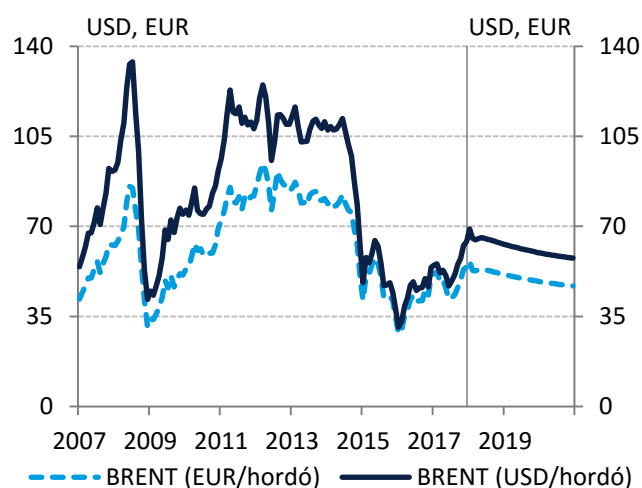
Forrás: OECD, Ifo

**A nemzetközi konjunktúra 2017 negyedik negyedében is kedvezően alakult. Az eurozóna folytatódó bővülése mellett az Egyesült Államokban az elemzői és piaci várakozásokat meghaladó mértékben bővült a gazdaság az elmúlt negyedévben.** A várakozások alapján a kedvező európai konjunktúra az elkövetkező időszakban is folytatódhat. **Az előretekintő indikátorok ugyanakkor vegyes képet jeleznek a globális konjunktúra várható alakulása tekintetében, mivel fő külkereskedelmi partnereink konjunktúrahangulata a különböző üzleti bizalmi indikátorok alapján enyhén mérséklődött az elmúlt hónapokban.**

Az elmúlt évben javuló pénzügyi kondíciók és az erős üzleti bizalom mellett a globális növekedési kilátásokat továbbra is bizonytalanság övezi. **Felfelé mutató kockázatként azonosítható a Trump adminisztráció infrastruktúra-beruházási programja.** A fejlesztési csomag elfogadása a fejlett országokban magasabb növekedést eredményezhet. A német választások kimenetele korábbi előrejelzésünkben kockázatot jelentett a növekedésre, **azonban a német koalíciós tárgyalások sikeres lezárása nyugtatólag hatott a piaci szereplőkre.** Lefelé mutató globális kockázat lehet a kínai gazdaság lassulása, illetve az, hogy az ország növekedését makroprudenciális kockázatok is övezik. További kockázatok hordoznak a Trump adminisztráció által bejelentett protekcionista intézkedések esetleges tovagyűrűző hatásai is. **Az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése és a kilépési tárgyalások körüli bizonytalanság továbbra is negatív kockázatot hordoz az európai növekedés ütemét illetően.**

**Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága érdemben bővült a negyedik negyedévben.** A német gazdasági növekedést a kedvező munkaerőpiaci folyamatok hatására stabilan emelkedő háztartási fogyasztás, a bővülő vállalati beruházások és az exportteljesítmény javulása is támogatta. A német ipari termelés bővülése tovább folytatódott az elmúlt időszakban, amelyhez az alágazatok széles köre hozzájárult. Fő külkereskedelmi partnerünk konjunktúrahangulata az idej

2. ábra: A Brent olaj világgpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

év elején azonban enyhe mérséklődést mutat, miután a német gazdasági kilátásokat megragadó Ifo várakozások csökkenése tovább folytatódott (1. ábra).

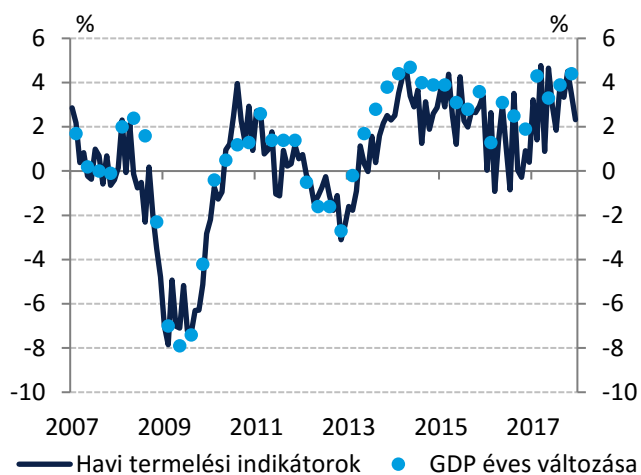
**A régiós országok élénk növekedését továbbra is elsősorban a dinamikus bővülő belső kereslet támogatja.** A régiós országok esetében a fogyasztás folytatódó bővülését a régiós kiskereskedelmi forgalom is alátámasztja, amely 6 százalékos bővülést mutatott az idei év elején. A fogyasztás bővülése a régió minden országában jelentős, amelyet a javuló munkaerőpiaci feltételek, az alacsony inflációs környezet és magas bérdinamika következtében bővülő reáljövedelmek és a kedvező lakossági bizalom is támogat. Emellett folytatódott a beruházások emelkedése is.

**A globális inflációs környezet érdemben nem változott, az eurozóna inflációs alapfolyamatai továbbra is visszafogottan alakulnak.** Az infláció februárban tovább mérséklődött az eurozónában, amit főként a feldolgozatlan élelmiszerek árindexében tapasztalt érdemi csökkenés magyaráz. Az olaj világgpiaci ára – jelentős volatilitás mellett – februárban és márciusban átlagosan 65-70 dollár körül alakult (2. ábra). A világgpiaci olajárak volatilitásának emelkedésében a szaúdi olajminiszter OPEC termeléskorlátozásra vonatkozó nyilatkozata és az amerikai kitermelés növekedése játszott kiemelt szerepet. Az ipari nyersanyagok ára lényegében nem változott, míg a nyers élelmiszerek világgpiaci ára emelkedett februárban.

## 1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

A KSH adatközlése alapján 2017 negyedik negyedében 4,4 százalékkal bővült a hazai GDP az előző év azonos időszakához képest. Az élénk ütemű gazdasági növekedést a rendelkezésre álló havi termelési indikátorok is alátámasztják. 2017. november-2018. januárban a munkanélküliségi ráta 3,8 százalékon alakult. A különböző statisztikákból számolt feszességi mutatók továbbra is historikusan feszes munkaerőpiaci környezetet jeleznek.

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

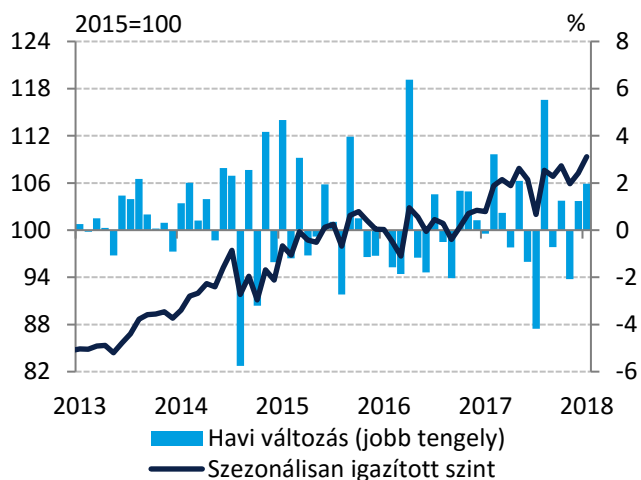
### 1.2.1. Gazdasági növekedés

**2017 negyedik negyedében a KSH adatközlése alapján a bruttó hazai termék 4,4 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, így az év egészében regisztrált gazdasági növekedés 4,0 százalékot tett ki. Az előző negyedévhez viszonyítva 1,3 százalékkal bővült a hazai GDP a szezonálisan igazított adatok alapján.** A gazdasági növekedést felhasználási oldalon a beruházások mellett elsősorban a fogyasztás, termelési oldalon pedig a szolgáltatások mellett az építőipar, valamint az ipar teljesítménye támogatta (3. ábra).

**2018 januárjában 6,9 százalékkal bővült az ipari kibocsátás az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg a termelés szintje 2,0 százalékkal emelkedett az előző hónaphoz képest (4. ábra). A feldolgozóipari alágazatok teljesítménye összességében nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva.** A nagy súlyú járműgyártás termelése tovább emelkedett, amit főként a járműalkatrészek gyártása támogatott. A vegyipar érdemi bővülését a gyógyszergyártás, illetve a gumi- és műanyaggyártás emelkedése segítette januárban. Emellett a fémipar és az egyéb gépipari alágazatok teljesítménye is kedvezően alakult. Az ipari értékesítések – a termeléssel összhangban – nőttek az előző hónaphoz képest. **Az előretekintő indikátorok összességében vegyes képet jeleznek a magyar ipar kilátásait illetően.** Fő külkereskedelmi partnereink konjunktúrahangulata, a különböző üzleti bizalmi indikátorok alapján enyhén mérséklődött, miközben a hazai iparra vonatkozó indikátorok közül az ESI tovább nőtt, és a feldolgozóipari BMI is kedvezően alakult az elmúlt időszakban.

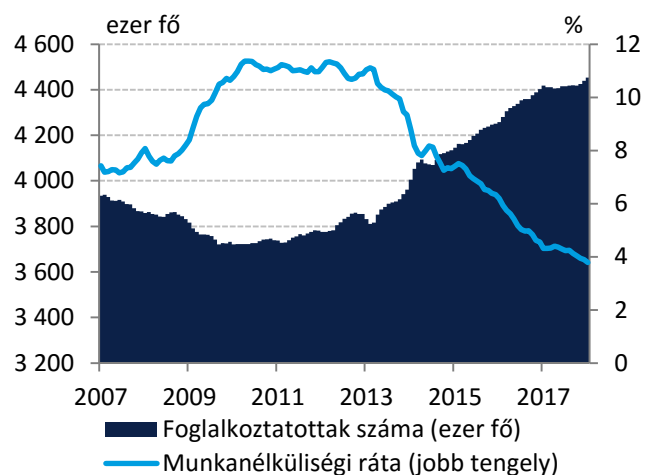
2018 januárjában az előzetes adatok szerint az ipari termelés alakulásával összhangban **az export euróban számított értéke 10,1, az importé 9,3 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, így a külkereskedelmi többlet 113 millió euróval nőtt.** 2017 decemberében a külkereskedelmi cserearány tovább javult az előző év azonos időszakához viszonyítva. A cserearány alakulásában az ásványi fűtőanyagok és az egyéb feldolgozott termékek relatív árváltozásának cserearányt rontó hatását a gépek és szállítóeszközök és az élelmiszerek relatív árváltozása ellensúlyozta.

4. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

2018 januárban 43,2 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest, míg az előző hónaphoz viszonyítva 6,4 százalékkal növekedett a kibocsátás. Az ágazat elmúlt időszak dinamikusan növekedését az uniós forrásból megvalósított projektek mellett a feldolgozóipari kapacitásbővítések és a lakásépítések is támogatták. Az előretekintő indikátorok az építőipar kedvező teljesítményét vetítik előre. A megkötött új szerződések volumene 5,3 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. Az épületekre kötött szerződések mögött lakóépületekkel, szállodaépítésekkel, ipari üzemekkel kapcsolatos szerződések állnak. Az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene éves összevetésben 108,5 százalékkal emelkedett.

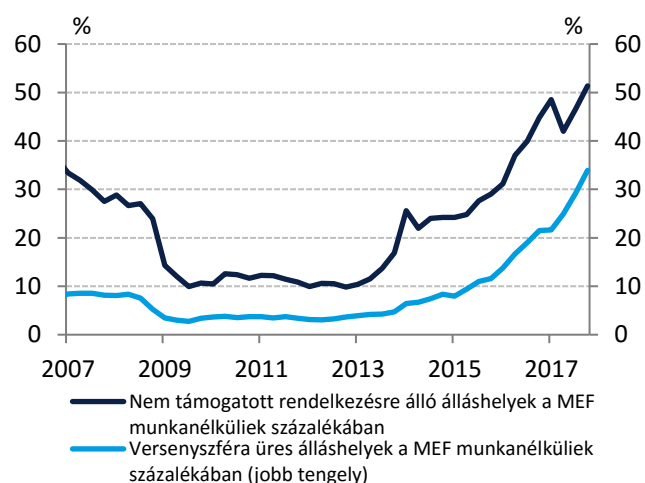
Januárban az előzetes adatok szerint a kiskereskedelmi értékesítések volumene 7,5 százalékkal bővült a tavalyi év azonos időszakához képest. Az elmúlt hónapokban a forgalom a termékek széles körében emelkedett. Az értékesítések növekedéséhez továbbra is elsősorban a nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek forgalmának számottevő bővülése járult hozzá. A régiós átlagban a forgalom bővülésének lassulását figyelhettük meg.

### 1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján 2017. november-2018. januárban a gazdaságilag aktívak számának enyhe növekedése mellett a nemzetgazdasági foglalkoztatottság emelkedett, a munkanélküliség pedig tovább mérséklődött. Összességében a munkanélküliségi ráta 3,8 százalékon alakult (5. ábra). 2017. negyedik negyedévben folytatódott a versenyszféra foglalkoztatottságának emelkedése, az állami szférán belül tovább csökkent a közfoglalkoztatásban résztvevők száma.

2018. februárban az NFSZ adatai alapján mind a vállalatok munkaerő-keresletét mutató nem támogatott új álláshelyek száma, mind a munkakereslet-kínálat illeszkedését megragadó nem támogatott betöltetlen álláshelyek száma enyhén csökkent az előző negyedévhez képest. 2017. negyedik negyedévben a KSH üres álláshely adatai alapján mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások szektorban tovább emelkedett a vállalatok munkaerő-kereslete. A különböző statisztikákból számolt feszségi mutatók továbbra is historikusan feszes munkaerőpiaci környezetet jeleznek (6. ábra).

6. ábra: A munkaerő-piaci feszséget mérő mutatók



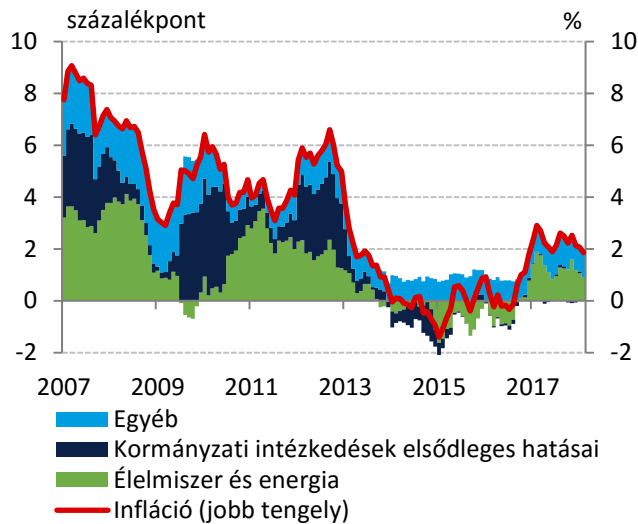
Megjegyzés: Negyedéves adatok.

Forrás: NFSZ, KSH

### 1.3. Infláció és bérek

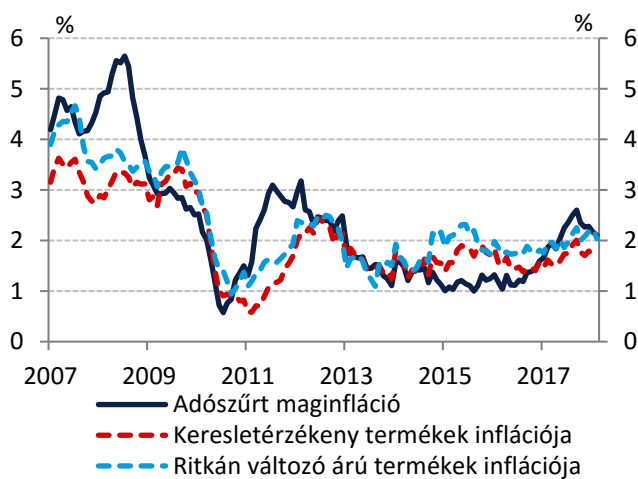
2018 februárjában az infláció 1,9, a maginfláció 2,4, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2,1 százalékos volt. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatóink érdemben nem változtak januárhoz képest, továbbra is 2 százalékos körül, a maginflációnál alacsonyabban alakultak. 2018. januárban a versenyszféra bruttó átlagkeresete 13,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A folytatódó erőteljes bérdinamikához a historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a bérmegállapodásban foglalt, év eleji adminisztratív béremelések hatása járult hozzá.

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

#### 1.3.1. Bérezés

**2018. januárban a versenyszférában a bruttó átlagkereset 13,2 százalékkal, a rendszeres átlagkereset 12,8 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.** Mind a bruttó, mind a rendszeres átlagkereset éves dinamikája az előző év végéhez hasonló, magas szinten alakult. A rendszeres átlagkereset az előző év januárhoz hasonlóan emelkedett havi alapon, a prémiumkifizetések mértéke enyhén alacsonyabb volt. A folytatódó erőteljes bérdinamikához a historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a bérmegállapodásban foglalt, év eleji adminisztratív béremelések hatása járult hozzá.

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

**2018 februárjában éves összevetésben az infláció 1,9, a maginfláció 2,4, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2,1 százalékos alakult (7. ábra).** Az előző hónaphoz képest az infláció 0,2 százalékponttal csökkent. Folytatódott a tavaly szeptember óta tartó mérséklődés a maginflációban; az előző hónaphoz képest 0,1 százalékpontos csökkenést figyeltünk meg a mutatóban. Az infláció csökkenése elsősorban a feldolgozatlan élelmiszerekhez köthető, míg a maginfláció mérséklődését – januárhoz hasonlóan – főként az iparcikkek árindexében tapasztalt csökkenés magyarázza.

**Az inflációs alapmutatók érdemben nem változtak januárhoz képest, továbbra is 2 százalékos körül, a maginflációnál alacsonyabban alakultak (8. ábra).** 2018 januárjában a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 2,1 százalékkal, míg a fogyasztási cikkeket gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 2,9 százalékkal emelkedtek.

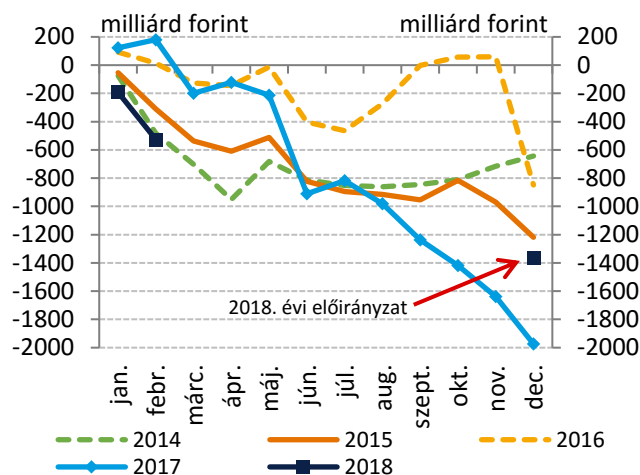
Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció rövid távon főként az üzemanyagokhoz kötődő bázishatások következtében emelkedik, de továbbra is a 2,0–2,5 százalékos sávban alakul. Az infláció 2019 közepétől éri el fenntarthatóan a 3 százalékos inflációs célt.



## 1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2018 februárjában 334 milliárd forintos hiánnyal zárt, míg a kumulált egyenleg 527 milliárd forintos deficitet mutatott, ami az elmúlt évek legmagasabb értéke.

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



Forrás: 2018. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

**Az államháztartás központi alrendszere 2018 februárjában 334 milliárd forintos hiánnyal zárt, míg a kumulált egyenleg 527 milliárd forintos deficitet mutatott, ami az elmúlt évek legmagasabb értéke (9. ábra).** A magas hiányt egyrészt az áfavisszatérítések jogszabály-változás által okozott emelkedése, másrészt az uniós kifizetések megelőlegezése és a költségvetési szervek magasabb kiadásai okozták. Előbbi kettő a pénzforgalmi hiányt növeli ugyan, de az ESA-hiányt nem érinti.

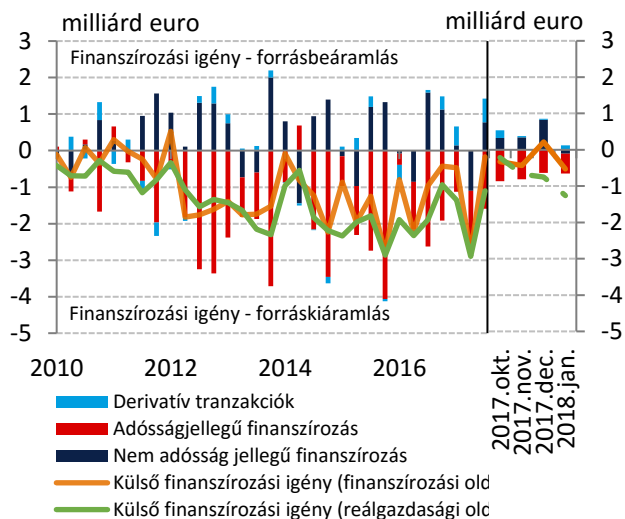
**A központi alrendszer bevételei** 2018 februárjában 174 milliárd forinttal elmaradtak a tavalyi év azonos időszakának értékétől. Az alacsonyabb bevételi szint a nettó áfabevételek szabályváltozásokra visszavezethető csökkenésével, valamint a társasági adóbevételek magas bázishoz képest megfigyelhető visszaesésével magyarázható. Mindezt némileg ellensúlyozta a személyi jövedelemadó jogcímén teljesített befizetések emelkedése, valamint a szociális hozzájárulási adó és egyéni járulékok magasabb értéke.

**A központi alrendszer kiadásai** 217 milliárd forinttal magasabban alakultak az előző év azonos időszakának értékénél. Az emelkedés elsősorban a központi költségvetési szervek saját, illetve EU-támogatásokkal kapcsolatos kiadásainak növekedésére vezethető vissza, de gyógyító-megelőző ellátások és a helyi önkormányzatok kifizetéseinek emelkedése is hozzájárult ehhez.

## 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Januárban a gazdaság külső finanszírozási képessége 1260 millió euro fölé emelkedett, amihez a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg bővülése egyaránt hozzájárult. A pénzügyi mérleg adatai alapján januárban 530 millió euro értékű forráskiáramlás valósult meg, ami döntően az adósságtípusú források csökkenéséhez kötődött.

10. 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

Januárban a gazdaság külső finanszírozási képessége historikus csúcstra, 1260 millió euro fölé emelkedett, amihez a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg bővülése egyaránt hozzájárult (10. ábra). A finanszírozási képesség igazítatlan adatok szerinti bővülésében a külkereskedelmi egyenleg és a transzferegyenleg emelkedése, illetve a jövedelemegyenleg hiányának év elején szokásos mérséklődése is szerepet játszott. Az áruegyenleg emelkedésének háttérében az importot meghaladó exportbővülés állt, amiben az ipari termelés élénkülésének hatása is tükröződött.

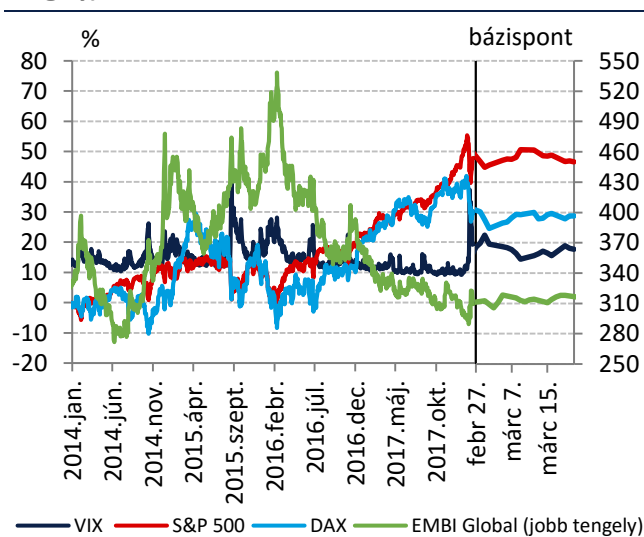
A pénzügyi mérleg adatai alapján januárban 530 millió euro értékű forráskiáramlás valósult meg, ami döntően az adósságtípusú források csökkenéséhez kötődött. Januárban a közvetlentőke befektetések is enyhén mérséklődtek, amihez egy korábban külföldi tulajdonban álló közműszolgáltató állami felvásárlása is hozzájárult. A tranzakciók alapján 540 millió euróval mérséklődött az ország nettó külső adóssága az államháztartás adósságkiáramlásának köszönhetően, amit részben ellensúlyozott a bankrendszer és a vállalatok nettó külső adósságának emelkedése. Az állam nettó külső adósságának csökkenésében a külföldiek állampapír-állományának csökkenése, az EU transferek jelentős felhasználása, illetve a devizatartalék bővülése is szerepet játszott. A bankrendszer nettó külső adósságának növekedése a külföldi tartozások emelkedése mellett alakult ki, míg a vállalatok esetében a külföldi követelések nagyobb mértékben csökkentek a tartozásoknál.

## 2. Pénzügyi piacok

### 2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban enyhén romlott a globális befektetői hangulat, melyhez főként a protekcionista gazdaságpolitika felerősödésétől való félelem, illetve a nagy jegybankok döntéseit megelőző várakozás járult hozzá. A fejlett és feltörekvő piaci tőzsdék összességében 1-2 százalékos körüli mértékben csökkentek, ezzel párhuzamosan a tőzsdei volatilitást mérő VIX index – az időszak közepi mérséklődés után – 18 százalékosra visszaemelkedett. A fejlett piaci állampapírhozamok közül az amerikai stagnált, míg az eurozónás hosszú hozam csökkent. A feltörekvő piaci hosszú hozamok vegyesen alakultak, azonban a feltörekvő piacokkal kapcsolatos kedvezőtlenebb megítélésre utalt az EMBI Global kötvényfelár 10 bázispontos növekedése. A devizapiacokon a dollár/euró árfolyam változatlanul az 1,23-as szint környékén mozgott, a kőolaj világszintű ára pedig 2 százalékosra emelkedett az időszak végére.

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



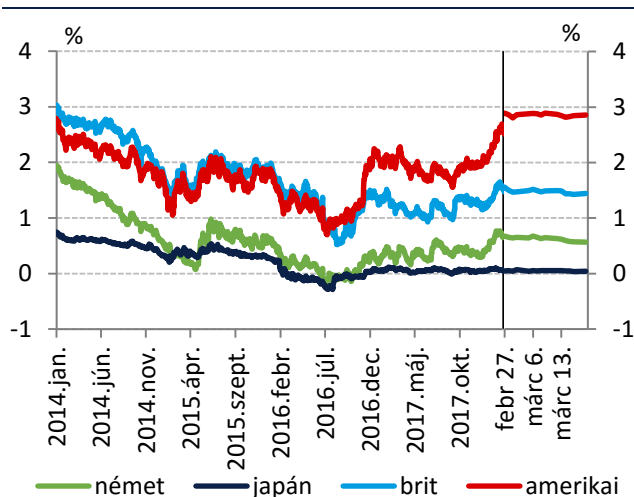
Forrás: Bloomberg

Összességében kissé romlott a globális befektetői hangulat az elmúlt időszakban, habár az időszak közepén egy átmeneti korrekció mutatkozott. A hangulatromláshoz az amerikai elnök által jóváhagyott importtarifák bevezetése, és az ehhez köthető – egy esetleges nemzetközi kereskedelmi háborúval kapcsolatos – aggodalmak járulhattak hozzá. A VIX-index az időszak elején, az új Fed-elnök kongresszusi meghallgatását követően átmenetileg 22 százalékosra emelkedett a tőzsdei csökkenéssel párhuzamosan, majd fokozatosan 15 százalékosra mérséklődött, ahogyan a részvénypiaci hangulat kismértékben javult. Az időszak végére azonban ismét 18 százalékosra nőtt (11. ábra).

A fejlett és feltörekvő piaci tőzsdeindexek enyhén csökkentek az elmúlt egy hónapban. Az időszak elején bekövetkezett csökkenés után ugyan fokozatosan emelkedtek a részvénypiaci mutatók, de az időszak második felében ismét mérséklődtek és az időszak eleji értékeikhez képest mind az MSCI fejlett, mind a feltörekvő piaci részvényindex 1-2 százalékkal alacsonyabban zárt. A hangulatromláshoz hozzájárulhatott az amerikai kormányon belüli személycserék okozta bizonytalanság, a protekcionista gazdaságpolitika felerősödésével kapcsolatos befektetői aggodalmak, illetve a növekvő amerikai olajkészletek okozta olajárcsökkenés is.

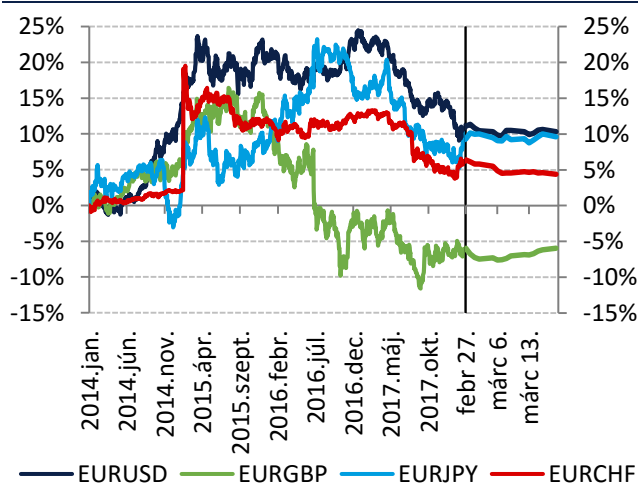
A fejlett piacokon az amerikai hozam stagnálásával szemben az eurozónás hosszú hozam csökkent, míg a feltörekvő piacokon belül a szűkebb régióban inkább emelkedtek a tízéves hozamok. A fejlett piacokon elsősorban az időszak második felében – a részvénypiaci csökkenéssel párhuzamosan – lehetett megfigyelni egy enyhébb hozamcsökkenést (12. ábra). Az Egyesült Államokban ugyanakkor a 10 éves hozam az időszak alatt összességében a 2,85 százalékos szint közelében stagnált, amiben érdemi változást a Fed kamatemelése sem okozott.

12. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

13. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Reuters

Az eurozónás hosszú hozam 8 bázispontos csökkenéséhez az is hozzájárulhatott, hogy az EKB márciusi ülésén nem került napvilágra lényeges új információ az eszköztársarlási program befejezésével kapcsolatban. A feltörekvő piacokon vegyes volt a kép, a KKE-régióban a hozamok emelkedése volt inkább jellemző. A feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés hatása márciusban a kisebb tőkeáramlásban és az EMBI Global kötvényfelár 10 bázispontos növekedésében is tükröződött.

A Fed márciusi 25 bázispontos kamatemelése nem okozott meglepetést, ugyanakkor fokozott várakozás előzte meg a Fed legfrissebb előrejelzését. **A márciusi döntéssel egyidőben publikált döntéshozói előrejelzések alapján az FOMC tagjai az idei évre akár további három 25 bázispontos emelést is megfelelőnek tarthatnak, míg decemberben az idei évre összesen három 25 bázispontos kamatemelést valószínűsítettek. Ettől is függően 2019-re két- három emelésre számítanak a tagok.** A piac a következő kamatemelését júniusra, a harmadikat pedig őszre árazza. Az EKB esetében nem vetít előre kamatemelést a piaci árazás 2018-ra.

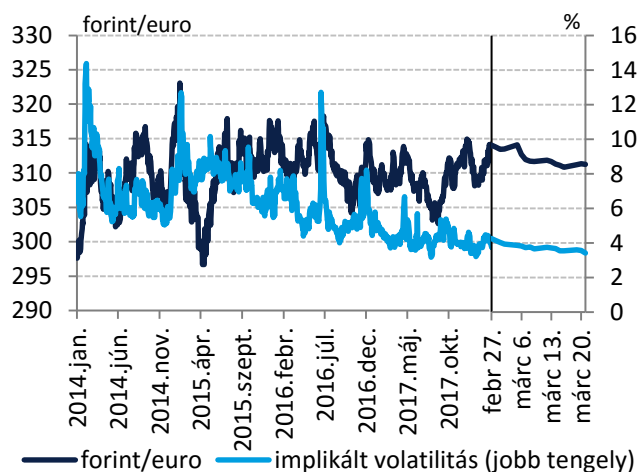
**Az euro-dollár árfolyam az időszak nagy részében az 1,23-as szint környékén mozgott.** A dollár a Fed döntés után közel egy százalékkal gyengült az euróval szemben. **Az angol font 1 százalékos erősödéssel reagált arra a hírre, hogy az EU és Nagy-Britannia között megszületett a megállapodás a brit kilépés utáni másfél éves átmeneti periódusra vonatkozóan** (13. ábra).

**A kőolaj világgpiaci ára a 65-70 dolláros sávban alakult.** Az olajár az időszak közepén erőteljesebb csökkenést mutatott, amelyhez hozzájárult az amerikai nyersolajtartalékok, valamint az amerikai olajkitermelés emelkedése, az időszak végén azonban az olajár ismét növekedett, miután meglepetésre az amerikai készletadatok csökkenést mutattak, illetve Irán és Szaúd-Arábia között ismét felerősödtek a geopolitikai feszültségek.

## 2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A forint a februári kamatdöntés óta a régiós devizáktól elszakadva kismértékben erősödött az euróval szemben. A 3 hónapos BUBOR továbbra is nulla közelében alakul. A külföldiek forint állampapír állománya az időszak végére tartósan 3500 milliárd fölé, az általuk tartott állomány aránya pedig 21 százalék fölé emelkedett. A hazai 5 éves CDS-felár enyhén, 2 bázisponttal 82 bázispontra nőtt, ami összhangban volt a régiós és globális folyamatokkal.

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



Forrás: Bloomberg

**A forint az időszak során a régiós devizáktól elszakadva enyhén erősödött az euróhoz képest.** A régiós, valamint a további európai devizák jellemzően gyengültek az euróval szemben, így a forint felülteljesítő volt. A február végi 314 körüli szintről 311 közelébe süllyedtek a jegyzések, ami közel 0,7 százalékos felértékelődésnek felel meg. Mindeközben a cseh korona és a román lej nem változott érdemben az euróval szemben, a lengyel zloty mintegy 1,3 százalékkal gyengült. Az euro/forint opciók implikált volatilitás mutatói a februári, átmenetinek bizonyult emelkedést követően ismét historikus mélypontok közelébe süllyedtek (14. ábra).

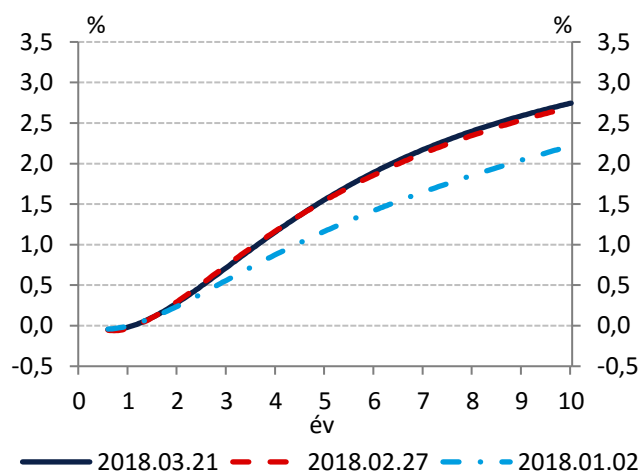
A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR minimális, 1 bázispontos emelkedést követően 0,03 százalékon, továbbra is nulla közelében áll.

**Az állampapír-piaci hozamgörbe hosszú vége 5 bázisponttal tololódott feljebb,** az 5 éves lejáratig ugyanakkor nem lehetett megfigyelni érdemi elmozdulást (15. ábra).

A német, valamint a régiós állampapírhozamokhoz viszonyított felárak azonban tovább emelkedtek az előző kamatdöntés óta. A német benchmarkhoz képest 13 bázispontos túgulás volt megfigyelhető, a közép-kelet-európai régiós átlaghoz képest pedig 3 bázisponttal emelkedtek a felárak.

**Erős kereslet volt tapasztalható a forint állampapír aukciókon és 10 év után ismét jenben bocsátott ki devizakötvényt a magyar állam.** A DKJ aukción közepes kereslet mutatkozott az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban: a három hónapos lejáraton a 40 milliárd forintóra meghirdetett aukciók során egy alkalommal 20 milliárd forinttal meg is emelte a kibocsátást az ÁKK. Az aukciós átlaghozam a legutolsó (0,02 százalék) kivételével 0 százalékon alakult. 12 hónapos futamidejű kincstárjegy értékesítésére egyszer került sor, 30 milliárd forint értékben, 3 bázispontos aukciós átlaghozam mellett. Az államkötvény aukciókat kifejezetten élénk érdeklődés kísérte: az időszak alatt összesen 128 milliárd forint értékben meghirdetett értékpapírokra összesen mintegy 356 milliárd forintnyi ajánlat érkezett, amiből 167,5 milliárd forintot fogadott el az Adósságkezelő. Ez összesen közel 40 milliárd forintos többletkibocsátást jelent. Az aukciós átlaghozam a 3, illetve 5 éves lejáraton mindkét alkalommal rendre 0,87, valamint 1,44 százalék lett, az ajánlatok szűk sávban mozogtak. A 10

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

éves benchmark esetében 3 bázisponttal emelkedett az aukciós átlaghozam.

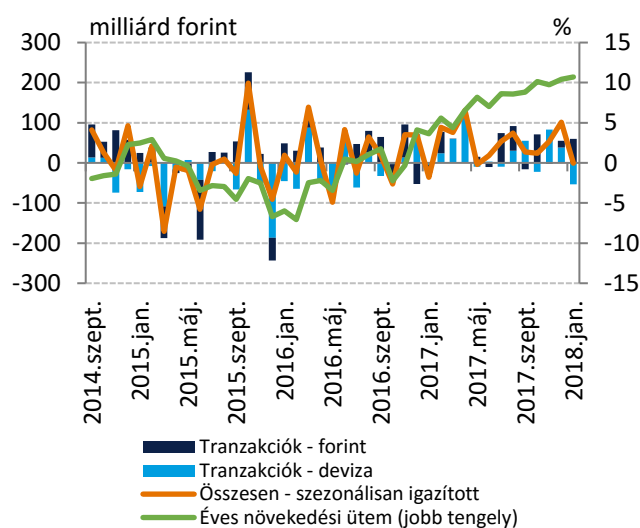
Március 14-én adta hírül az ÁKK, hogy 30 milliárd jen összegben 3 éves futamidejű szamuráj kötvényt bocsátott ki. A kötvény kibocsátáskori hozamfelára a jen swapgörbe felett 25 bázisponton alakult, ami az euro/jen devizaswap után 0,6 százalék alatti hozammal egyenértékű. Ezzel 10 év után tért vissza a jen piacra a magyar állam.

A külföldiek forint állampapír állománya az időszak végére tartósan 3500 milliárd fölé emelkedett. A legutolsó elérhető napon 3506 milliárd volt az állományuk, ami az előző havi kamatdöntéshez képest 52 milliárd forintos bővülésnek felel meg. A piaci forint állampapírok állományán belüli arányuk 21 százalék fölé emelkedett. A hazai 5 éves CDS-felár enyhén, 2 bázisponttal 82 bázispontra emelkedett, ami összhangban volt a régiós és globális folyamatokkal.

### 3. Hitelezési feltételek

Januárban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 6 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 1 milliárd forintos csökkenéssel egyenértékű. A hitelintézetek háztartási hitelállománya 5 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, amely szezonálisan igazítva 12 milliárd forintos emelkedésnek felel meg, így a hitelállomány éves bővülése 2,8 százalékot tett ki 2018 januárjában. A vállalati forinthitelek simított kamatfelára januárban 13 bázisponttal 1,5 százalékpontra csökkent.

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

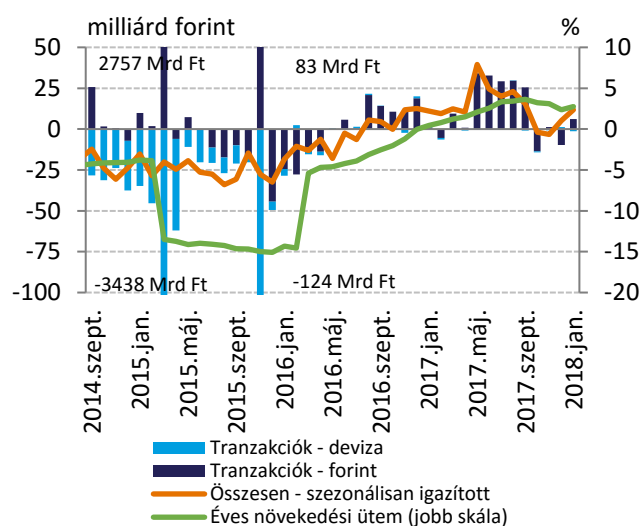


Forrás: MNB

Januárban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 6 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 1 milliárd forintos csökkenéssel egyenértékű (16. ábra). Devizális bontásban a forinthitelek állománya 60 milliárd forinttal nőtt, míg a devizahiteleké 54 milliárd forinttal csökkent. 2018 januárjában a vállalati hitelezés éves alapon 10,7 százalékkal bővült. A pénzügyi jellegű ügyletek nélkül a hitelkibocsátás volumene a hónap során 142 milliárd forintot tett ki, a pénzügyi jellegű ügyletek értéke 145 milliárd forint volt, így az új hitelkibocsátás bruttó összege januárban 40 százalékkal emelkedett éves átlagban.

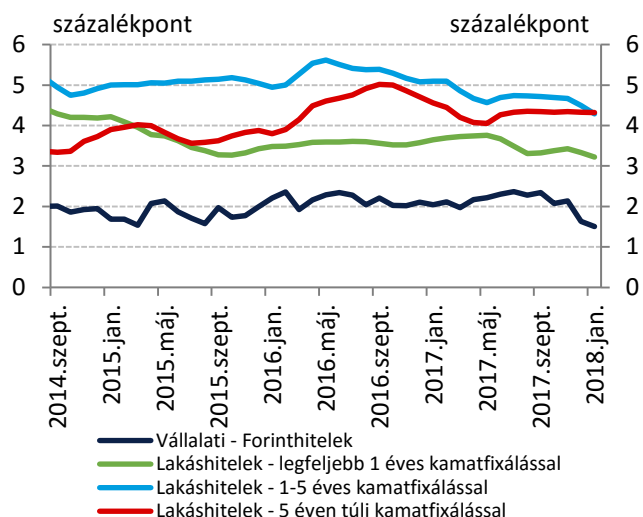
A hitelintézetek háztartási hitelállománya 5 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, amely szezonálisan igazítva 12 milliárd forintos emelkedésnek felel meg, így a hitelállomány éves bővülése 2,8 százalékot tett ki 2018 januárjában (17. ábra). Az új szerződéskötések értéke a hónapban 100 milliárd forintot tett ki, így 39 százalékos emelkedést mutatott éves átlagban. Az egyes részszegeket tekintve a lakáscélú hitelek kibocsátása 37 százalékkal, a személyi kölcsönöké 49 százalékkal emelkedett. A hónap során 11 milliárd forint értékben került kibocsátásra Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel, míg szeptember óta összesen 36 milliárd forint értékben történtek szerződéskötések.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

18. 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

**A vállalati forinthitelek simított kamatfelára januárban 13 bázisponttal 1,5 százalékpontra csökkent (18. ábra).** A kisösszegű piaci hitelek felára azonban – amelyet jellemzően kkv-k vesznek fel – 85 bázisponttal haladja meg a többi visegrádi ország átlagát.

**A változó kamatozású lakáscélú hitelek, THM alapú simított átlagos kamatfelára 2017 szeptemberéhez viszonyítva 10 bázisponttal, 3,2 százalékra csökkent.** A legfeljebb 5 évre fixált hitelek esetében ez az érték 43 bázisponttal 4,3 százalékpontra mérséklődött, az 5 éven túl fixáltak esetében pedig nem történt változás, értéke 4,3 százalékpont. A magas felárak problémája elsősorban az éven túl rögzített kamatozású ügyletek piacára koncentrálódik.