



MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2018. július 24-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

2018
július

Közzététel időpontja: 2018. augusztus 8. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2018. július 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

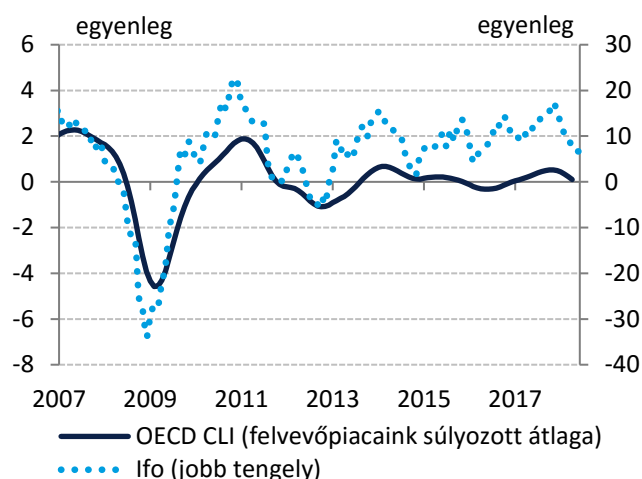
Tartalom	3
1. Makrogazdaság.....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok	6
1.2.1. Gazdasági növekedés.....	6
1.2.2. Foglalkoztatás	8
1.3. Infláció és bérek.....	9
1.3.1. Bérezés.....	9
1.3.2. Inflációs folyamatok.....	9
1.4. Költségvetési folyamatok.....	10
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok	11
2. Pénzügyi piacok	12
2.1. Nemzetközi pénzpiacok	12
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása	14
3. Hitelezési feltételek	15

1. Makrogazdaság

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

2018 első negyedében az eurozóna gazdasági növekedése és az Egyesült Államok GDP bővülése is tovább folytatódott, azonban a regionális különbségek növekedése volt megfigyelhető. A legfrissebb nemzetközi előrejelzések alapján az EU és az eurozóna növekedési kilátásai összességében romlottak az első félév során. Az elmúlt időszakban a kereskedelmi háborúhoz köthető bizonytalanság jelentősen növekedett.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

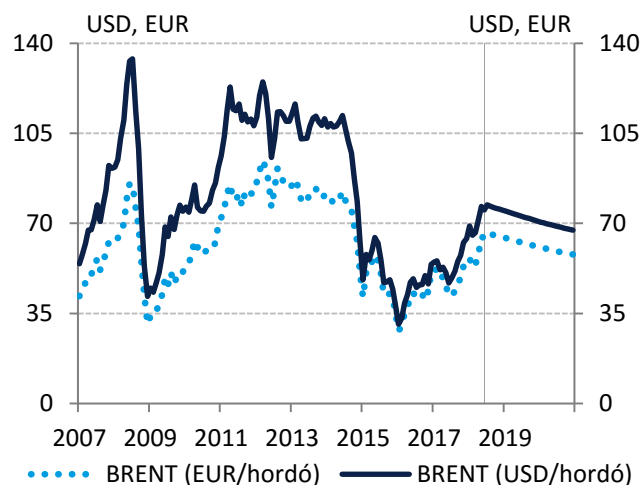
2018 első negyedében folytatódott a világgazdaság és azon belül az eurozóna növekedése. Az első negyedév kedvező növekedésének folytatódása várható az Egyesült Államok gazdaságában, amit a beruházások mellett a lakossági fogyasztás és a kormányzati intézkedések is támogatnak. Elsősorban a költségvetési politikában bekövetkező változások következtében azonban újra előtérbe kerülhet **az amerikai gazdaság eladósodottsága és sérülékenysége.**

Több uniós gazdaság (Egyesült Királyság, Franciaország, Olaszország) **teljesítménye is elmaradt a várakozásoktól,** illetve a korábbi negyedévekben tapasztalttól 2018 első negyedében. Továbbá, a második negyedév során az **uniós és az egyéb országok konjunktúra hangulatát megragadó indikátorok jellemzően mérséklődtek** (1. ábra). Az első negyedévi beérkező GDP adatok, valamint a romló konjunktúrahangulat következtében az Európai Bizottság európai gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzését csökkentette (az eurozónát és az Európai Unió egészét nézve egyaránt). A növekedési kilátások mérséklése elsősorban a beérkezett tényadatokon következménye, amik a várakozásoknál gyengébb exportot és visszafogott konjunktúrahangulatot jeleznek. További lefele mutató kockázatok is azonosíthatók, amik az első félévben tapasztalt ideiglenesnek vélt lassulást elnyújthatják. Az európai növekedés elsősorban a belső keresleti tételek élénkülésére vezethető vissza, előretekintve azonban a külkereskedelelem alakulása kulcsfontosságú tényező lehet.

Az unión belül a régiók közt jelentős növekedési különbségek mutatkoznak. **A közép-kelet-európai gazdaságok lényegesen gyorsabb növekedést mutattak az első negyedév során** a fejlettebb, nyugati tagországokhoz képest. A különbség előretekintve is fennmaradhat, a második negyedévre rendelkezésre álló termelési mutatók szintén kedvezőbben alakultak a KKE régióban (bár lefele mutató kockázatok is azonosíthatók).

Az előrejelzések továbbra is kedvező gazdasági növekedést mutatnak globális, valamint európai szinten egyaránt. Az unió gazdaságának bővülését azonban továbbra is jelentős kockázatok övezik, ráadásul **a lefele mutató kockázatok**

2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

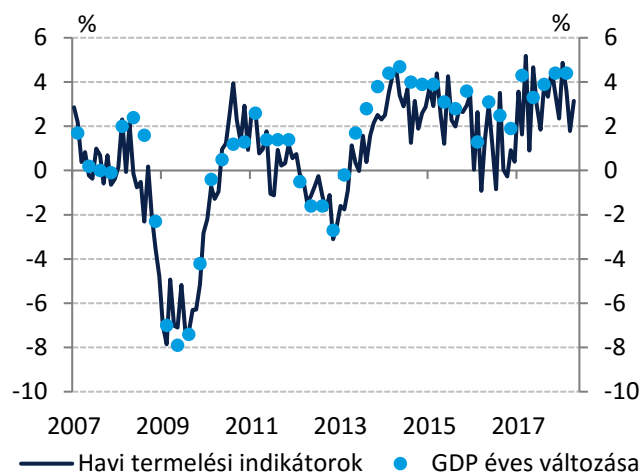
mértéke is megnőtt. A legjelentősebb felfele mutató kockázat az **USA fiskális élénkítése** (a bejelentett infrastrukturális beruházási program és adócsökkentések), ugyanakkor az elmúlt időszakban bejelentett **importvámok** – az Egyesült Államok világimporton belüli jelentős súlya miatt – **negatívan érinthetik a globális gazdaságot és benne Európát is.** További negatív kockázatot jelent az Európai Unió középtávú növekedésére az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése, illetve a folyamat körülményeinek tisztázatlansága. Ezen felül a pénzpiacokon tapasztalt megnövekedett volatilitás veszélyt jelenthet az európai konjunktúra ciklus felívelő szakaszában.

A globális infláció emelkedett az elmúlt hónapban, ugyanakkor az eurozóna inflációs alapfolyamatai továbbra is visszafogottan alakulnak. Az infláció júniusban – az előzetese adatok alapján – emelkedett az eurozónában, amit elsősorban az üzemanyagok árának emelkedése magyaráz. Az olaj világpiaci ára az elmúlt hónapban érdemi ingadozásokat mutatva átlagosan 75 dollár körül alakult (2. ábra). Az olajárak elmúlt havi volatilis alakulását számos tényező magyarázza, melyek közül a legfontosabbak a Közel-Keleten tapasztalható geopolitikai feszültségek; a venezuelai válság; az OPEC június végi bécsi találkozájának eredménye, mely szerint júliustól elkezdődik a kitermelés mérsékelt emelése; az amerikai kőolajkészletek csökkenése; továbbá az USA felszólítása szövetségesei felé az iráni olajimport teljes megszüntetésére. A nyers élelmiszerek világpiaci ára csökkent júniusban.

1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

A KSH részletes adatközlése alapján 2018 első negyedében 4,4 százalékkal bővült a hazai GDP az előző év azonos időszakához képest. A gazdasági növekedést felhasználási oldalon a fogyasztás és a beruházások támogatták, termelési oldalon pedig a piaci szolgáltatások járultak hozzá legnagyobb mértékben a növekedéshez. 2018. március-májusában a munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra csökkent. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt feszességi mutató továbbra is historikusan feszes munkaerőpiaci környezetet jelez.

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

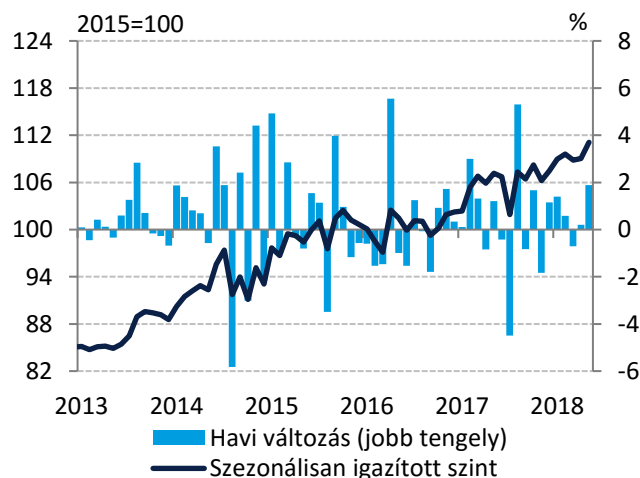
1.2.1. Gazdasági növekedés

2018 első negyedében a KSH adatközlése alapján a **bruttó hazai termék 4,4 százalékkal emelkedett** az előző év azonos időszakához képest. Az **előző negyedévhez viszonyítva 1,2 százalékkal** bővült a hazai GDP a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján. A gazdasági növekedést felhasználási oldalon elsősorban a **fogyasztás és a beruházások** támogatták, termelési oldalon pedig a **piaci szolgáltatások** járultak hozzá legnagyobb mértékben a növekedéshez (3. ábra).

A GDP növekedése 2018 második negyedében is élénk ütemben folytatódhat, amit a rendelkezésre álló havi termelési indikátorok is alátámasztanak. 2018 májusában **0,4 százalékkal emelkedett az ipari kibocsátás** az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg a termelés szintje **1,9 százalékkal növekedett az előző hónaphoz képest** (4. ábra). A májusi munkanapok száma egyel kevesebb volt az előző évinél, így a munkanaphatástól tisztított termelési szint 3,8 százalékkal növekedett. **A feldolgozóipari ágazatok teljesítménye vegyes képet mutatott az előző év azonos időszakához viszonyítva.** A nagy súlyú járműgyártás termelése összességében mérséklődött, ezen belül a járműalkatrészek gyártása emelkedett, míg a gépjárműgyártás érdemi csökkenést mutatott. A vegyipari termelés bővülése folytatódott, ami továbbra is a gumi- és műanyaggyártáshoz kapcsolódott elsősorban. Emellett a fém és élelmiszeripari termelés növekedése volt megfigyelhető. Az **ipari értékesítések** összességében kismértékben csökkentek a belföldi értékesítések élénkülésének, valamint az export értékesítések csökkenésének eredményeként. **Az előretekintő indikátorok az év elejéhez viszonyítva jellemzően mérséklődtek.**

2018 májusában az **export euróban számított értéke 0,1 százalékkal mérséklődött**, míg az **importé 2,9 százalékkal emelkedett** az előző év azonos időszakához viszonyítva, így a külkereskedelmi többlet 245 millió euróval csökkent. 2018 áprilisában a külkereskedelmi cserearány romlott az előző év azonos időszakához viszonyítva. A cserearány romlását elsősorban az ásványi fűtőanyagok és vegyi anyagok relatív árának emelkedése okozta, amit az élelmiszerek és különféle

4. ábra: Az ipari termelés alakulása



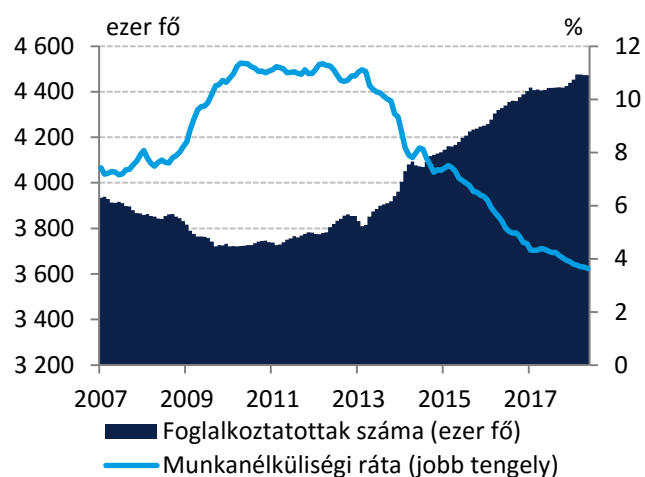
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

feldolgozott termékek relatív árának javulása csak részben tudott ellensúlyozni.

2018 májusában 15,1 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest, míg **az előző hónaphoz viszonyítva 6,1 százalékkal emelkedett a kibocsátás.** A termelés az épületek és az egyéb építmények építése esetén is élénkülést mutatott. A termelés növekedése mögött az épületek építése esetében továbbra is ipari épületek álltak. Az egyéb épületek építése az állami beruházásoknak (ezek elsősorban infrastruktúrafejlesztések) köszönhetően továbbra is jelentősen emelkedett. A megkötött új szerződések volumene mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva, amihez az épületek építésére kötött szerződések pozitívan járultak hozzá. Az épületek építésére kötött új szerződések emelkedése mögött elsősorban iroda, raktár és oktatási épületekre kötött szerződések állnak. Az egyéb építmények építésére kötött új szerződések csökkenése elsősorban az erős tavalyi évi bázishoz, így az uniós források lekötéséhez kapcsolódhat. Az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene jelentősen meghaladja az előző évit, ami elsősorban a lakáspiac 2019-ig lekötött szerződéseit és a már lekötött uniós forrásokat mutatja.

Májusban az előzetes adatok alapján a **kiskereskedelmi értékesítések volumene a nyers adatok szerint 7,2 százalékkal bővült a tavalyi év azonos időszakához képest,** míg a naptárhatással igazított adatok alapján 7,8 százalékos növekedést mutatnak. Az elmúlt hónapokban a forgalom a termékek széles körében emelkedett. Az **élelmiszer-eladások az előző időszak átlagát meghaladó mértékben növekedtek,** de tovább folytatódott a nem élelmiszerjellegű tartósabb termékek forgalmának számottevő bővülése is. A hazai kiskereskedelmi forgalom alakulása kiemelkedő mind uniós, mind régiós összevetésben, az előzetes hazai adatokhoz képest csak Romániában és Lettországon regisztráltak hasonló mértékű növekedést.

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



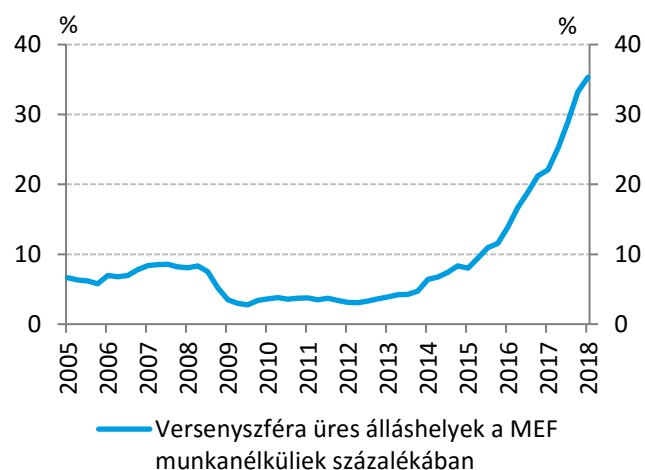
Forrás: KSH

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés (szezonálisan igazított) adatai alapján 2018. március-májusban az aktivitás és a nemzetgazdasági foglalkoztatottság szintje gyakorlatilag nem változott. **A munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra csökkent** (5. ábra).

2018 első negyedében a KSH üres álláshely adatai alapján mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások körében tovább emelkedett a vállalatok munkaerő-kereslete. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt **feszeségi mutató továbbra is historikusan feszes munkaerőpiaci környezetet jelez** (6. ábra).

6. ábra: A munkaerőpiaci feszeségi mutató alakulása



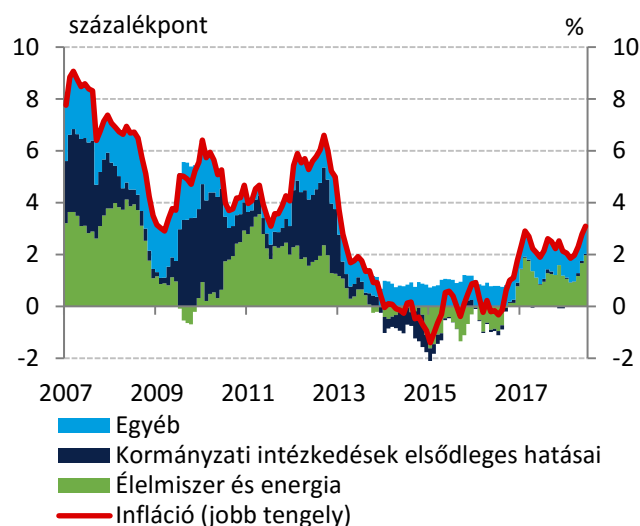
Megjegyzés: Negyedéves adatok.

Forrás: NFSZ, KSH

1.3. Infláció és bérek

2018 júniusában az infláció 3,1, a maginfláció 2,4, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2,3 százalék volt. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatóink enyhén emelkedtek az előző hónaphoz képest. A mutatók továbbra is 2,0–2,5 százalék között alakulnak. 2018 májusában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 10,6 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

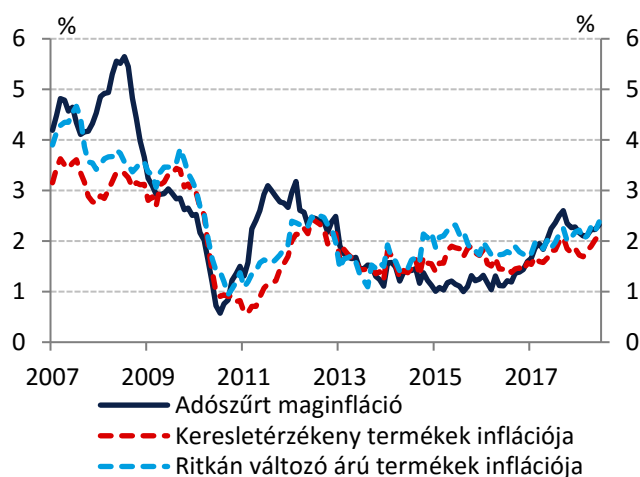
1.3.1. Bérezés

2018 májusában a versenyszférában a bruttó átlagkereset 10,6 százalékkal, a rendszeres átlagkereset 11 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférában mind a bruttó, mind a rendszeres átlagkereset éves dinamika gyorsult az előző hónaphoz képest. A rendszeres átlagkereset havi dinamika a szokásos májusi szezonálisnál erőteljesebben alakult, a prémiumkifizetések mértéke az előző évnél enyhén alacsonyabb volt májusban. A folytatódó erőteljes bérdinamikához a bérezési alapfolyamatot meghatározó historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a minimálbér és a garantált bérminimum idei évi 8, illetve 12 százalékos emelése is hozzájárult.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2018 júniusában éves összevetésben az infláció 3,1, a maginfláció 2,4, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2,3 százalékon alakult (7. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció 0,3 százalékponttal emelkedett, míg a maginfláció nem változott. Az infláció emelkedését az üzemanyagárak növekedése okozta.

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

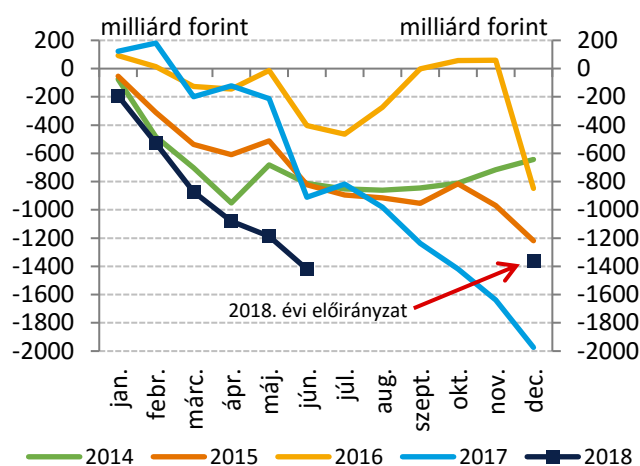
Az inflációs alapmutatók enyhén emelkedtek az előző hónaphoz képest. A mutatók továbbra is 2,0–2,5 százalék között alakulnak (8. ábra). 2018 májusában a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 0,6, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 1,2 százalékkal emelkedtek.

A júniusi adatot tekintve az infláció alacsonyabban alakult, míg a maginfláció megfelelt a júniusi Inflációs jelentés előrejelzésének. Az inflációs alapfolyamatok a jegybanki várakozással összhangban alakultak. Az MNB júniusi Inflációs jelentésének prognózisa szerint az infláció az olajár-emelkedés hatására átmenetileg enyhén meghaladja a 3 százalékot. Ugyanakkor 2019 közepére éri el fenntarthatóan a 3 százalékos célt.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2018 júniusában 233 milliárd forintos hiánnyal zárt, így a tárgyévi kumulált egyenleg -1421 milliárd forintot tett ki június végén, ami a korábbi éveknél magasabb hiányt jelent és meghaladta a 2018. évi költségvetés éves előirányzatát.

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



Forrás: 2018. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszere 2018 júniusában 233 milliárd forintos hiánnyal zárt, így a tárgyévi kumulált egyenleg -1421 milliárd forintot tett ki június végén, ami a korábbi éveknél magasabb hiányt jelent és meghaladta a 2018. évi költségvetés éves előirányzatát (9. ábra). A magas kumulált pénzforgalmi hiány elsősorban az uniós támogatások megelőlegezéséhez és a költségvetési szervek tavalyinál magasabb kiadásaihoz kötődik.

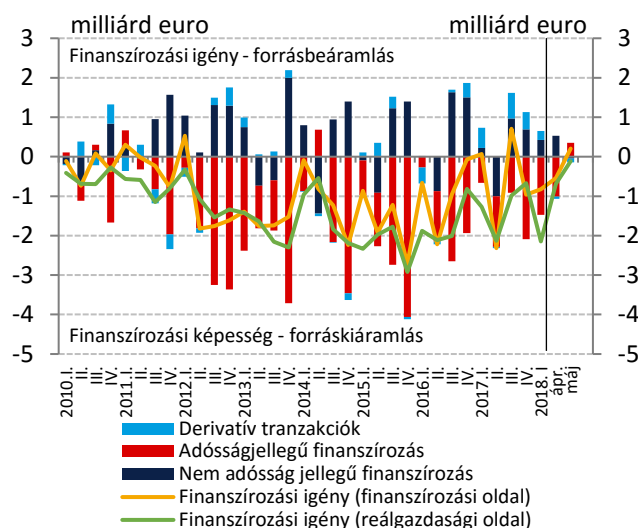
A központi alrendszer bevételei 205 milliárd forinttal magasabban alakultak az előző év azonos időszakához képest. Tavaly júniushoz képest 152 milliárd forinttal magasabban alakultak az áfabevételek a visszautalások határidejének megváltozása miatt csökkenő áfakiutalások és a korábbi hónapokat meghaladó májusi kiskereskedelmi forgalom 7,8 százalékos bővülése miatt emelkedő bevételek következtében. A bérekhez kapcsolódó bevételek júniusban 38 milliárd forinttal emelkedtek. A kumulált növekedés így összesen mintegy 250 milliárd forintos többletbevételt jelent a tavalyi első félévhez viszonyítva, úgy, hogy a szociális hozzájárulási adó kulcsa 2,5 százalékponttal csökkent az idei év elején.

A központi alrendszer kiadásai 2017 júniusához képest 260 milliárd forinttal csökkentek, mivel a kifizetett EU-támogatások mértékének jelentős csökkenését csak részben ellensúlyozták a költségvetési szervek emelkedő kiadásai.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Májusban – az előző havi bővülést követően – mérséklődött a gazdaság külső finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg egyenlege. A pénzügyi mérleg adatai alapján májusban emelkedett a gazdaság nettó külső adóssága, miközben a közvetlentőke befektetések enyhén csökkentek.

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

Májusban – az előző havi bővülést követően – mérséklődött a gazdaság külső finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg egyenlege (10. ábra). A folyó fizetési mérleg egyenlege enyhén deficitet mutatott (-36 millió euro), míg a tőketranszfereket is magába foglaló külső finanszírozási képesség továbbra is megtakarítói pozíciót jelzett (114 millió euro). A külső egyensúlyi mutatók csökkenését a jövedelemegyenleg hiányának szezonális okokból történő emelkedése okozta, amely az osztalékfizetésekhez kötődött. Emellett a transzferegyenleg csökkenése is mérséklően hatott a külső finanszírozási képességre, amely mögött az EU transzferek alacsonyabb felhasználása állt. A továbbra is jelentős áru- és szolgáltatasegyenleg – összhangban az ipari termelés alakulásával – nem változott jelentősen a hónap során.

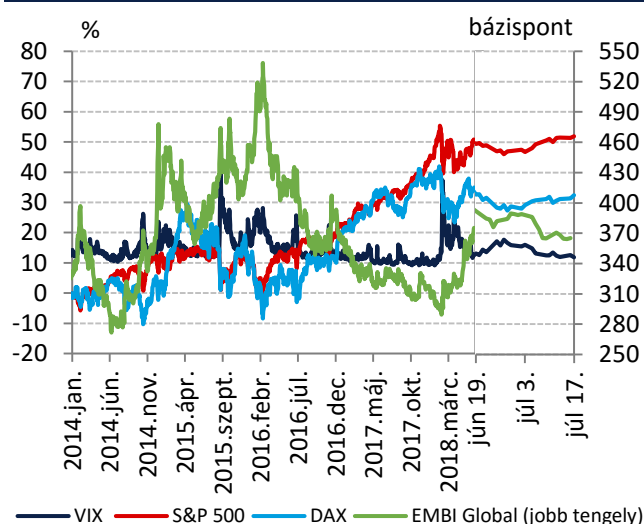
A pénzügyi mérleg adatai alapján májusban emelkedett a gazdaság nettó külső adóssága, miközben a közvetlentőke befektetések enyhén csökkentek. A finanszírozási oldal tételei alapján 200 millió eurót kitevő finanszírozási igény alakult ki. A hónapban kismértékben csökkent a gazdaság nettó FDI állománya, ami a tulajdonosi hitelek folytatódó törlesztésére volt visszavezethető. A havi tranzakciók alapján a nettó külső adósság májusban mintegy 350 millió euróval bővült. Az állam nettó külső adóssága 1,3 milliárd euróval csökkent, ami elsősorban az MNB finomhangoló swap tendereinek köszönhetően bővülő devizatartalékkal volt összefüggésben. A dollár erősödésének hatására emelkedő marginbetétek a devizatartalékokat is növelték, ezért az állam nettó külső adósságára nem voltak hatással. A csökkenő külföldi eszközök és növekvő külföldi források eredőjeként a bankrendszer nettó külső adóssága 1,5 milliárd euróval emelkedett, összefüggésben az állam bővülő finomhangoló swap állományával. A vállalatok nettó külső adóssága májusban mintegy 200 millió euróval emelkedett.

2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta javult a globális befektetői hangulat, amelyet sem a kereskedelmi háborúról szóló hírek, sem az amerikai jegybanktól a közeljövőben várt kamatemelés nem állított meg. A fejlett piaci tőzsdék összességében 1,3 százalékkal emelkedtek, míg a feltörekvő piaci indexek ugyanilyen mértékben csökkentek. A tőzsdei volatilitást mérő VIX index 13 százalékos körüli szintről 12 százalék közelébe mérséklődött. A fejlett piaci hosszú hozamok enyhén, míg a feltörekvők nagyobb mértékben, jellemzően 10-15 bázisponttal csökkentek. A feltörekvő állampapír piacokon az EMBI Global kötvényfelár közel 30 bázispontos mérséklődése tükrözte a feltörekvő piaci kockázatkerülő hangulat enyhülését. A devizapiacokon a dollár az euróval és a feltörekvő piaci devizákkal szemben kismértékben gyengült, míg más fejlett piaci devizákkal szemben 1-2 százalékkal erősödött. A Brent és WTI típusú olajárak eltérően alakultak: míg a Brent árfolyama 4,2 százalékkal csökkent, addig a WTI árfolyama 4,6 százalékkal emelkedett, így jelentősen szűkült a Brent-WTI különbség.

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



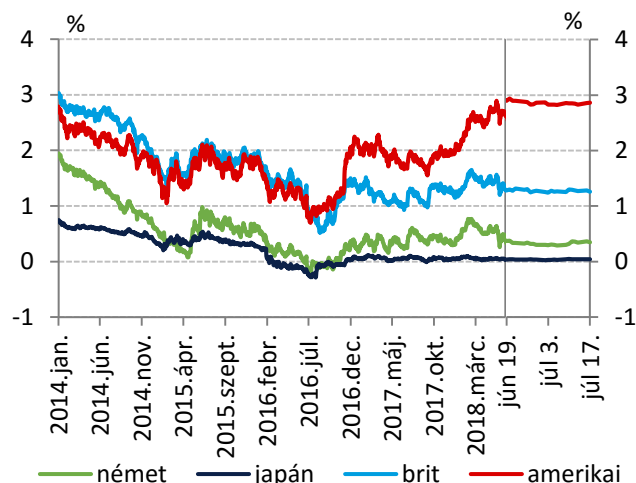
Forrás: Bloomberg

Az előző kamatdöntés óta javult a globális befektetői hangulat. A globális piaci hangulat javulásának sem a kereskedelmi konfliktusok kiéleződésének fenyegetése, sem a Fed szeptemberre egyre nagyobb valószínűséggel árazott kamatemelése nem szabott gátat. A VIX-index az előző havi jelentősebb, 5 százalékpontos mérséklődését követően 1 százalékponttal tovább mozdult lefelé, így 12 százalékra csökkent az időszak alatt, míg az amerikai kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index 6 bázisponttal historikusan alacsony szintje közelébe mérséklődött, 47 bázispontra (11. ábra).

A fejlett piaci tőzsdeindexek enyhén emelkedtek, míg a feltörekvő piaci tőzsdeindexek ugyanakkora mértékben csökkentek az időszak során. Az amerikai részvényindexek mindegyike 2 százalékkal növekedett, ugyanakkor a főbb európai részvényindexek enyhén csökkentek, illetve változatlanok voltak. Összességében a fejlett piaci MSCI index 1,3 százalékkal emelkedett, ezzel szemben a feltörekvő piaci teljesítményt mérő MSCI index ugyanilyen mértékben csökkent az időszak elejéhez képest.

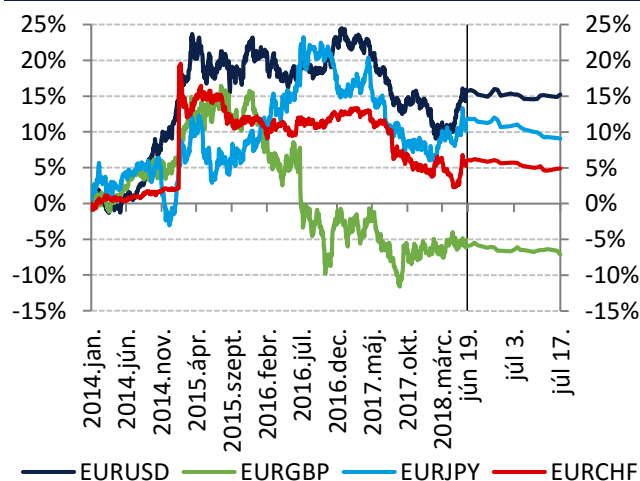
A fejlett piaci hosszú hozamok enyhén, míg a feltörekvők nagyobb mértékben csökkentek (12. ábra). A fejlett piacokon az amerikai hosszú hozam 4 bázispontos csökkenést követően újra 3 százalék alá mérséklődött, illetve az eurozónás is 3 bázisponttal csökkent, míg a japán tízéves hozam enyhén, mindössze 1 bázisponttal emelkedett. A feltörekvő piacokon jellemzően 10-15 bázisponttal csökkentek a tízéves hozamok, míg az orosz, dél-afrikai és brazil hosszú hozamok 40-50 bázisponttal mérséklődtek, addig az argentin hozam 50 bázisponttal emelkedett. A feltörekvő piacokon az előző kamatdöntés óta tőkeáramlás történt, ugyanakkor az elmúlt héten már tőke áramlott a kötvényalapokba, így összességében a hosszú hozamok minden feltörekvő régióban csökkentek. A

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

kockázatkerülő hangulat enyhülése az EMBI Global közel 30 bázispontos mérséklődésében is megmutatkozott.

Emelkedett a szeptemberi amerikai kamatemelés valószínűsége: az egy hónappal korábbi 80 százalékról 90 százalékra nőtt. A piac egyre nagyobb valószínűséggel áraz az idei évre egy negyedik kamatemelést. A „dot plot” alapján nyolc Fed döntéshozó összesen négy vagy több kamatemelést valószínűsít 2018-ra, mivel egyre feszesebb a munkaerőpiac és az infláció a korábban tervezettnél előbb haladja meg a célt. Az EKB esetében továbbra sem vetít előre kamatemelést idénre a piaci árazás.

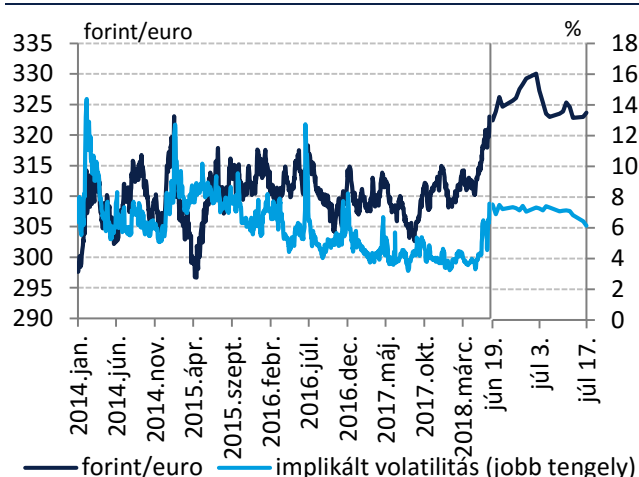
Az időszak során gyengült a dollár az euróval szemben, míg más fejlett devizák leértékelődtek a dollárhoz képest (13. ábra). A dollár az euróval szemben 0,6 százaléket gyengült, míg az angol fonttal és a svájci frankkal szemben fél százalék körüli mértékben, illetve a japán jennel szemben 2,5 százalékkal erősödött. A feltörekvő devizák a török lírát kivéve 1-3 százalékkal értékelődtek fel a dollárhoz képest, a közép-kelet európai régió devizái megközelítőleg 1 százaléket erősödtek.

A Brent és WTI típusú olajárak eltérően alakultak, míg a Brent árfolyama 4,2 százalékkal csökkent, addig a WTI árfolyama 4,6 százalékkal emelkedett, amelynek hatására 9 dollárról 3 dollárra mérséklődött a két olajtípus ára közötti különbség. A WTI ára 68 dolláron, a Brent ára pedig 71 dolláron zárta az időszakot. Az elmúlt hónapban fokozódtak az aggodalmak a kereskedelmi háború kiéleződése miatt, amely az olajkereslet csökkenésére vonatkozó várakozásokon keresztül az olajárak mérséklődését okozta. Ugyanakkor az olajkínálat bizonytalanságával kapcsolatos félelmek sem csillapodtak. A két tényező pedig közösen, az olajpiaci árak volatilitását növelve eltérően alakította a két olajtípus árait. Az amerikai olajtartalékok régóta nem látott mértékben, 12,5 millió hordóval csökkentek az elmúlt héten, amely némileg támogatta a WTI árfolyamát, így a Brent-WTI különbség csökkenését is.

2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

A forint az időszak első felében gyengült, majd az utóbbi hetekben korrigálta a gyengülést és az előző kamatdöntés idején tapasztalt 324-es szint közelében zárta az időszakot az euróval szemben. A 3 hónapos BUBOR 18 bázispontról 26 bázispontra emelkedett. Az állampapír-piaci hozamgörbe az 1-5 éves szakaszon feljebb, míg az 5 éven túli szakaszon lejjebb toldódott, így a görbe laposabbá vált. Az 5 éves benchmark hozam emelkedése a benchmark papír váltásának a következménye volt. A külföldiek forint állampapír állománya az időszak végére enyhén csökkent, arányuk pedig továbbra is 21 százalék körül alakult. A hazai 5 éves CDS-felár 86 bázisponton áll, amely az előző kamatdöntés óta 6 bázispontos mérséklődést jelent.

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



Forrás: Bloomberg

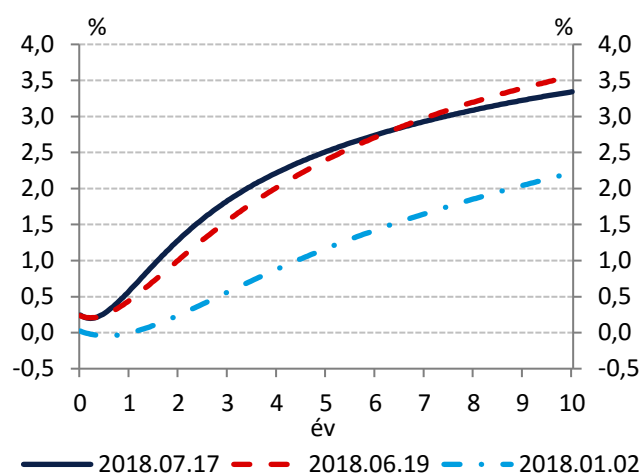
A forint az időszak első felében 2 százalékot meghaladó mértékben gyengült, elérve a 330-as árfolyamszintet, majd az utóbbi hetekben visszaerősödött az időszak eleji 324-es szintig. A régiós devizák közül a lengyel zloty a forinttal mozgott együtt az időszakban, míg a cseh korona és a román lej kisebb volatilitást mutatott. Összességében a régiós devizák 0,1 százalékkal erősödtek az euróval szemben a teljes időszak alatt. A forint árfolyam volatilitása enyhén mérséklődött az előző hetekben tapasztalt turbulens időszakhoz képest, így az egy hetes implikált volatilitás 6,1 százalékra csökkent a korábbi 7,5 százalékos szintről (14. ábra).

A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR 18 bázispontról előbb 30 bázispontra emelkedett, majd részben korrigált, így az időszak végén 0,26 százalékon állt. Az állampapír-piaci hozamgörbe 1-5 éves szakasza 10-30 bázisponttal felfelé toldódott, míg az 5 éven túli szakasza 5-20 bázisponttal mérséklődött, így a hozamgörbe laposabbá vált (15. ábra).

Vegyes volt a kereslet a forint állampapír aukciókon, így bizonyos esetekben a meghirdetettnél nagyobb mennyiséget, míg bizonyos esetekben kisebbet fogadott el az ÁKK. A 3 hónapos aukciók esetében az aukciós átlaghozam az időszak közepéig növekedett, majd korrigált. Összességében az időszak első aukciójához képest 4 bázisponttal magasabban, 0,19 százalékon alakult az átlaghozam az utolsó aukción. A 3 hónapos DKJ aukciókon többször csökkentette az ÁKK az elfogadott mennyiséget a meghirdetethez képest. A 12 hónapos DKJ aukciókon a lefedettség átlagosan erősebb volt, de az aukciós átlaghozam 2 bázisponttal 0,56 százalékra emelkedett. A 3 és 5 éves papírok esetében a kereslet jellemzően meghaladta a meghirdetett mennyiséget, míg az átlaghozamok a 10 éves állampapír aukciók kivételével emelkedtek. Az időszak utolsó 10 éves lejáratú aukcióján az átlaghozam 3,5 százalékon alakult.

A hazai 5 éves CDS-felár a régiós folyamatokkal összhangban csökkent 6 bázispontos mértékben, így végül 86 bázispontra zárta az időszakot.

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

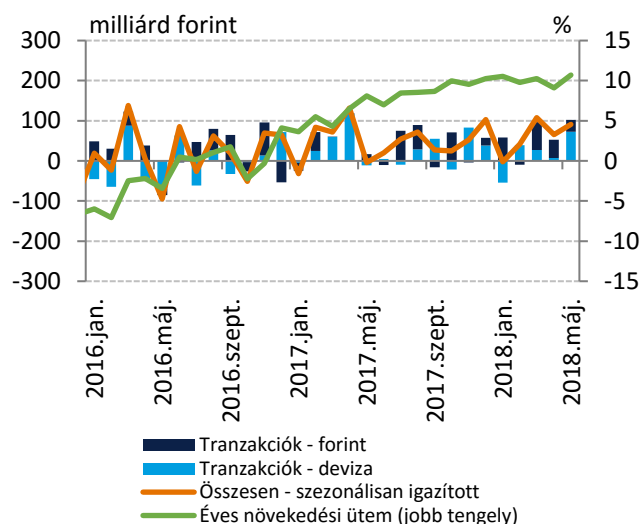


Forrás: MNB, Reuters

3. Hitelezési feltételek

Májusban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 102 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 91 milliárd forintos növekedéssel egyenértékű. A hitelintézetek háztartási hitelállománya 58 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, amely szezonálisan igazítva 38 milliárd forintos növekedést jelent. Így a hitelállomány éves bővülése 3,8 százalékot tett ki 2018 májusában. A vállalati forinthitelek simított kamatfelára májusban 25 bázisponttal 1,9 százalékpontra emelkedett.

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

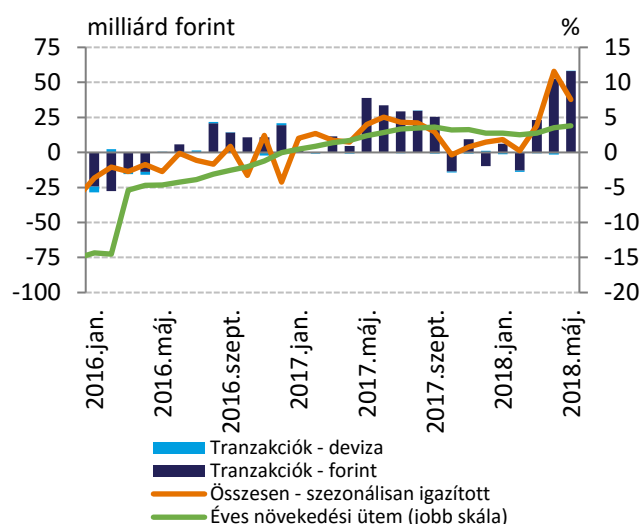


Forrás: MNB

Májusban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 102 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 91 milliárd forintos növekedéssel egyenértékű (16. ábra). Devizális bontásban a forinthitelek állománya 30 milliárd forinttal, míg a devizahiteleké 72 milliárd forinttal növekedtek. 2018 májusában a vállalati hitelezés éves alapon 10,7 százalékkal bővült, ami az MNB új hitelkonvergencia pályájának megfelelő értéket jelent. A pénzügyi jellegű ügyletek nélkül a hitelkibocsátás volumene a hónap során 236 milliárd forintot tett ki, a pénzügyi jellegű ügyletek értéke 70 milliárd forint volt. Így az új hitelkibocsátás bruttó összege májusban 25 százalékkal emelkedett éves átlagban.

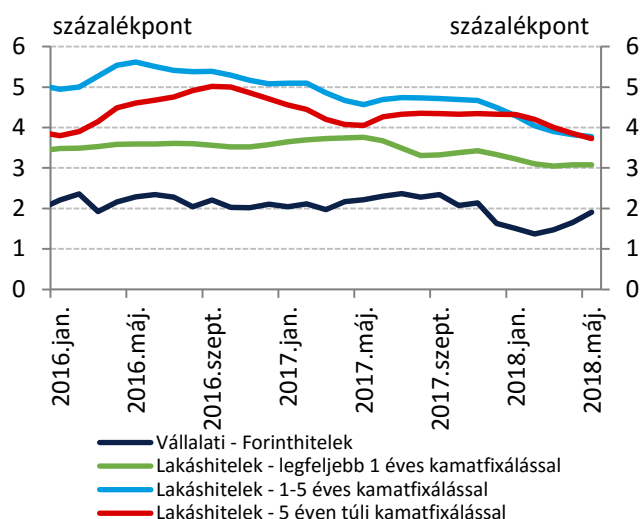
A hitelintézetek háztartási hitelállománya 58 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, amely szezonálisan igazítva 38 milliárd forintos növekedést jelent. Így a hitelállomány éves bővülése 3,8 százalékot tett ki 2018 májusában (17. ábra). Az új szerződéskötések értéke a hónapban 145 milliárd forintot tett ki, így 35 százalékos emelkedést mutatott éves átlagban. Az egyes részszegeknél tekintve a lakáscélú hitelek kibocsátása 39 százalékkal, a személyi kölcsönöké 50 százalékkal emelkedett. A Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel termékek 2017. szeptembere óta összesen 112 milliárd forinttal járultak hozzá a lakáshitelezés egészségesebb szerkezetű növekedéséhez, és a hónap során megkötött fix kamatozású lakáshitelek fele már minősített hitel volt.

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 májusban 25 bázisponttal 1,9 százalékpontra emelkedett (18. ábra). A kisösszegű piaci hitelek felára azonban – amelyet jellemzően kkv-k vesznek fel – 70 bázisponttal haladja meg a többi visegrádi ország átlagát. A változó kamatozású lakáscélú hitelek, THM alapú simított átlagos kamatfelára 2017 szeptemberéhez viszonyítva 25 bázisponttal csökkent, értéke 3,1 százalékpontot tett ki. A legfeljebb 5 évre fixált hitelek esetében ez az érték 95 bázisponttal 3,8 százalékpontra, az 5 éven túl fixáltak esetében pedig 60 bázisponttal 3,7 százalékpontra csökkent. A régiós összehasonlításban magas felárak problémája elsősorban az éven túl rögzített kamatozású ügyletek piacára koncentrálódik.