



# MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2018. DECEMBER 18-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

**2018**  
december

Közzététel időpontja: 2019. január 9. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2018. december 15-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

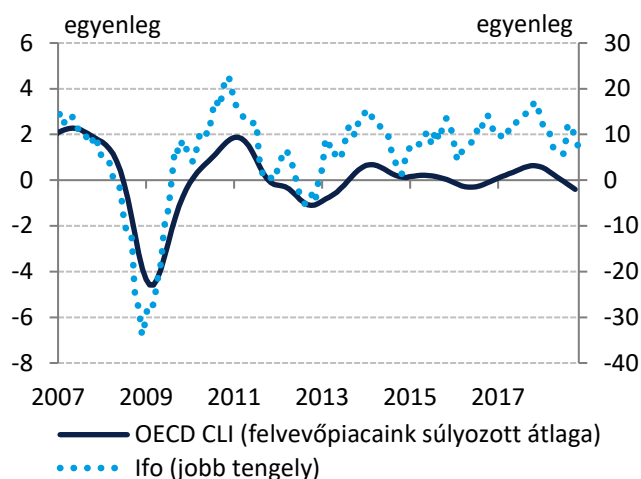
Tartalom .....	3
1. Makrogazdaság.....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet .....	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok .....	7
1.2.1. Gazdasági növekedés.....	7
1.2.2. Foglalkoztatás .....	8
1.3. Infláció és bérek.....	9
1.3.1. Bérezés.....	9
1.3.2. Inflációs folyamatok.....	9
1.4. Költségvetési 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 .....	16

# 1. Makrogazdaság

## 1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

2018 harmadik negyedében az Egyesült Államok GDP bővülése élénkebb, míg az eurozóna gazdasági növekedése lassuló ütemben folytatódott. A nemzetközi előrejelzések alapján az eurozóna növekedési kilátásai összességében mérséklődtek az elmúlt hónapokban.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



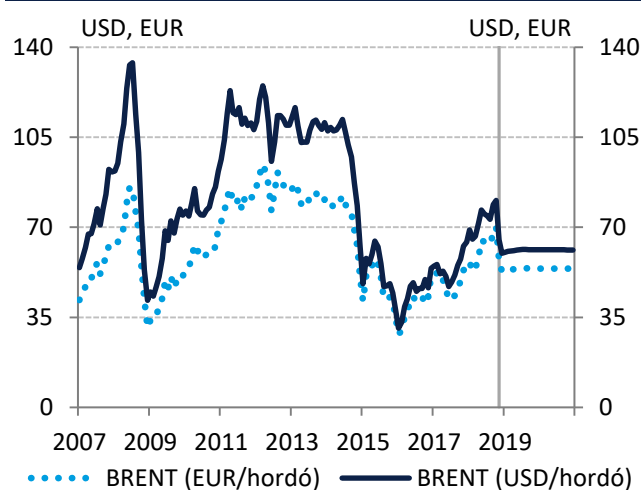
Forrás: OECD, Ifo

**2018 harmadik negyedében a világgazdaság, azon belül az USA és az eurozóna növekedése folytatódott.** Az Egyesült Államok gazdasága 2015 óta a leggyorsabb ütemben, éves alapon 3,0 százalékkal bővült. A növekedés legfontosabb hajtóereje a lakossági fogyasztás volt, amiben fontos szerepe volt a tavalyi év végén elfogadott adóreformnak, ami a személyi jövedelemadó kulcsát is mérsékelte. Emellett a gazdaság bővüléséhez a vállalati beruházások és a kormányzati kiadások is hozzájárultak. A nettó export érdemben mérsékelte a növekedést, amit a jelentős készletfelhalmozás ellensúlyozott. Az amerikai gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások összességében kedvezőek, amihez hozzájárulnak az adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program gazdaságösztönző hatásai is. Azonban 2020-tól a növekedéstámogató intézkedések kifizetése az amerikai gazdaság teljesítményére lefelé mutató kockázatot hordoz. Emellett a külkereskedelmi feszültségek lehetséges fokozódása – az Egyesült Államok világimporton belüli jelentős súlya miatt – érdemi hatást gyakorolhat a világgazdaság növekedésére is.

Az **eurozóna** gazdasági növekedése a korábbi negyedeknél lassabb ütemben folytatódott a harmadik negyedévben. **Az előző év azonos időszakához viszonyított növekedés 1,6, az előző negyedévhez mért növekedés 0,2 százalékon alakult.** Legfőbb külkereskedelmi partnerünk (Németország) gazdasági teljesítménye érdemben lassult a harmadik negyedévben. Az éves összevetésben 1,2 százalékos növekedést elsősorban a beruházások támogatták, míg a háztartások fogyasztása visszafogottabban alakult. A gyenge ipari teljesítménnyel összhangban a német kivitel is mérséklődött az előző negyedévhez képest. **A német gazdaság ideji és jövő évi teljesítményére vonatkozó várakozások mérséklődtek** az elmúlt időszakban, ami elsősorban a gyenge ipari termeléssel párhuzamosan a vártnál visszafogottabb exportteljesítménnyel magyarázható. A német gazdasági kilátásokat megragadó Ifo várakozások indexe tovább mérséklődött novemberben (1. ábra).

Az **Egyesült Királyság** gazdasági növekedése folytatódott a harmadik negyedév során, azonban továbbra is elmarad a tavalyi év növekedési ütemétől. A gazdaság bővülését

2. ábra: A Brent olaj világszertei árának alakulása



Forrás: Bloomberg

elsősorban a lakossági fogyasztás támogatta, azonban az exportteljesítmény is pozitívan járult hozzá a brit gazdaság teljesítményéhez. A vállalati beruházások mérsékeltek a gazdaság növekedését, amihez az EU-ból való kilépés miatt elhalasztott beruházások is hozzájárulhattak. A **francia gazdaság** a várakozásoktól elmaradó mértékben, 1,4 százalékkal bővült a harmadik negyedévben, amihez az ágazatok széles köre hozzájárult. Az **olasz gazdaság** teljesítménye az ipar gyenge teljesítményével párhuzamosan tovább lassult, éves alapon 0,7 százalékkal bővült a GDP 2018 harmadik negyedévében. **Ausztria** – az ágazatok széles körén nyugvó – gazdasági növekedése tovább folytatódott és az eurozóna GDP bővülésénél élénkebben, 2,4 százalékon alakult.

**Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2018 harmadik negyedévében is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának.** A szezonálisan igazított adatok alapján Lengyelországban 5,7, Szlovákiában 4,5, míg Csehországban 2,4 százalékos GDP-növekedést regisztráltak a harmadik negyedévben. Románia gazdasági teljesítménye a 2017-es kimagasló növekedés után tovább lassult a harmadik negyedévben, a román GDP 4,1 százalékkal emelkedett éves összevetésében. A régiós országok növekedését továbbra is a dinamikus bővülő belső kereslet támogatta.

**Az euroövezet növekedési kilátásait illetően a lefelé mutató kockázatok erősödtek.** A globális konjunktúrát tekintve az elmúlt hónapokban a kereskedelmi feszültségek fokozódása maradt a legjelentősebb pénzügyi és növekedési kockázat. Emellett az európai növekedésre lefelé mutató kockázatként azonosítható az elmúlt időszak romló ipari termelése, a feltörekvő piacokon tapasztalható törékeny pénzügyi környezet miatti bizonytalanság, az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése – illetve a kilépési tárgyalásokból eredő bizonytalanság –, valamint a kínai gazdaság lassulása is. Mindemellett a magas olasz államadósság és a várható fiskális politikából eredő pénzügyi és reálgazdasági kockázatok is fokozott figyelmet érdemelnek.

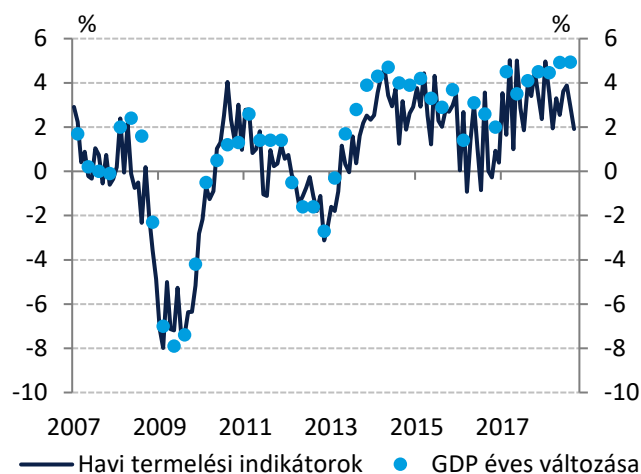
**Az eurozónában mért inflációs alapfolyamatok enyhén mérséklődtek novemberben.** Az előzetes adatok alapján az infláció 2, míg a maginfláció 1 százalékon alakult. Az infláció a várakozásoknak megfelelően csökkent, amit elsősorban az energiaárak mérséklődése okozott. Az olaj világszertei ára november végére 60 dollár közelébe csökkent, ami 1990 óta a negyedik legnagyobb mértékű havi olajárcsökkenését jelenti (2. ábra). Az árak csökkenéséhez a globális olajkitermelés növekedése mellett az is hozzájárult, hogy az USA az Iránnal szembeni szankciói alól nyolc ország számára

átmenetileg felmentést adott, így ezen országok továbbra is importálhatnak iráni olajat. Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világpiaci ára enyhén emelkedett novemberben.

## 1.2. Hazai reál gazdasági folyamatok

A KSH adatai alapján a bruttó hazai termék 4,9 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest 2018 harmadik negyedévében. A növekedést a legtöbb nemzetgazdasági ág támogatta, legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások járultak hozzá a GDP bővüléséhez. A foglalkoztatás növekedésével párhuzamosan 2018. augusztus-októberben a munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra mérséklődött. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt, a munkaerőpiac feszességét mérő mutató továbbra is magas szinten alakult.

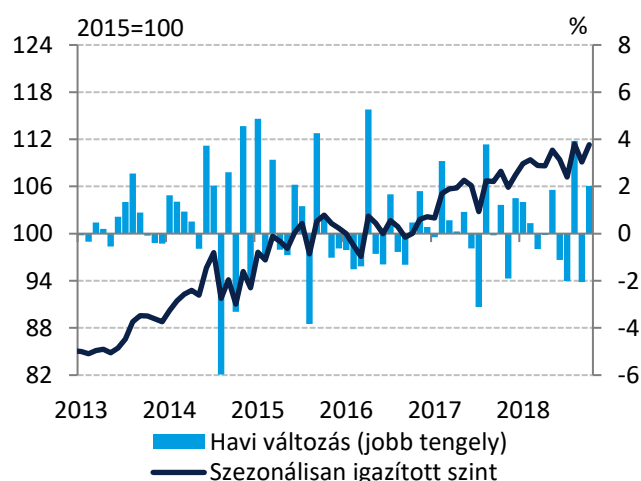
3. ábra: Havi termelési indikátorok és a GDP alakulása



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

4. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

### 1.2.1. Gazdasági növekedés

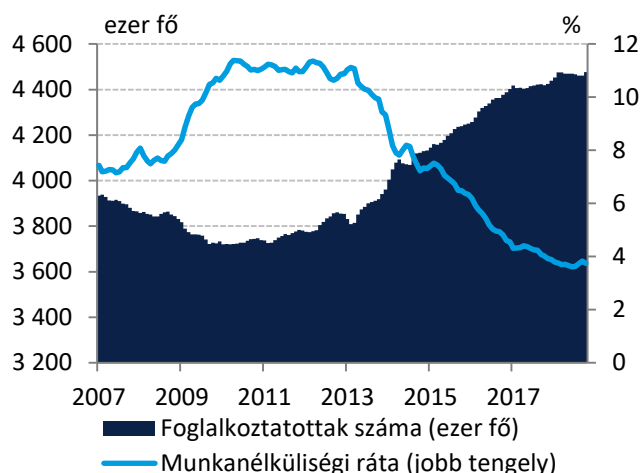
A KSH adatai alapján a bruttó hazai termék 4,9 százalékkal emelkedett 2018 harmadik negyedévében az előző év azonos időszakához képest. Az előző negyedévhez viszonyítva 1,3 százalékkal bővült a hazai GDP a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján. Termelési oldalról a növekedéshez a legtöbb nemzetgazdasági ág hozzájárult, legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások támogatták a GDP emelkedését (3. ábra). Az ipari termelés visszafogott növekedése mellett az építőipar dinamikusabban bővült. A kiskereskedelmi forgalom októberben tovább emelkedett.

2018 októberében az ipari kibocsátás 5,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az előző hónapoz képest a termelés szintje 2,0 százalékkal emelkedett (4. ábra). A munkanaphatástól megtisztított index 3,3 százalékon alakult – az eltérést az előző évinél eggyel több munkanap okozta. Az alágazatok termelése összességében kedvező képet mutatott, a nagy súlyú járműgyártás termelésében érdemi korrekció ment végbe a korábbi hónapokhoz képest, így a járműipar ismét pozitívan járult hozzá az ipari termeléshez, emellett az elektronikai termékek gyártása és a vegyipari termelés is jelentősen bővült. A német ipari termelés az elmúlt hónapokban visszafogottan alakult, de októberben korrigált, azonban a német ipari új rendelések ismét – immár ötödik hónapja – csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva.

2018. októberben az export euróban számított értéke – az ipari termelés teljesítményével párhuzamosan – 6,5 százalékkal emelkedett, míg az importé 9,7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, így a külkereskedelmi többlet 232 millió euróval csökkent. Az export- és importárak historikus összevetésben is érdemi emelkedést mutattak szeptemberben. 2018 szeptemberében a külkereskedelmi cserearány 2,3 százalékkal romlott az előző év azonos időszakához viszonyítva, amit az ásványi fűtőanyagok és feldolgozott termékek relatív árának emelkedése okozott.

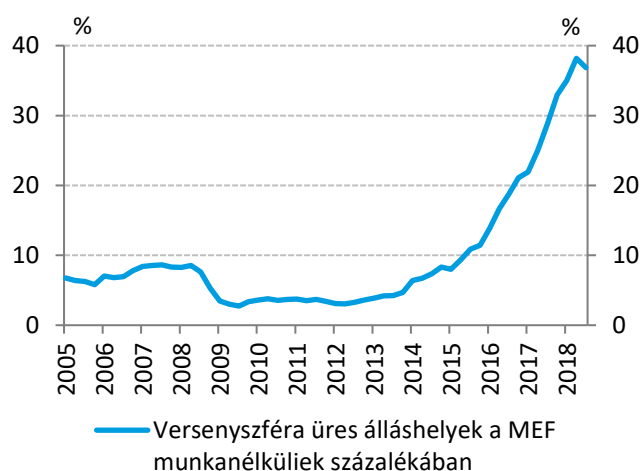
2018. szeptemberben 25,8 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest, míg az előző hónapoz viszonyítva 0,2 százalékkal csökkent

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

6. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

Forrás: NFSZ, KSH

a kibocsátás. A termelés az épületek és az egyéb építmények építése esetén is bővült. A termelés növekedése mögött az épületek építése esetében oktatási, ipari, kereskedelmi és lakóépületek építése állt. Az egyéb épületek építése az állami beruházásoknak, elsősorban infrastruktúrafejlesztéseknek (út, vasút, közmű) köszönhetően továbbra is emelkedett. A **megkötött új szerződések volumene csökkent** az előző év azonos időszakához viszonyítva, ezen belül az épületek építésére kötött szerződéseké kis mértékben mérséklődött, míg az egyéb építmények építésére vonatkozó mértéke jelentősen csökkent az egy évvel korábbi értékhez viszonyítva. Az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene továbbra is jelentősen meghaladja az előző évit, ami elsősorban a lakáspiac 2019-ig lekötött szerződéseit és a már lekötött uniós forrásokat mutatja.

Oktoberben az előzetes adatok alapján a **kiskereskedelmi értékesítések volumene a nyers adatok szerint 6,6 százalékkal bővült a tavalyi év azonos időszakához képest**. A naptárhatással igazított adatok alapján az értékesítések volumene 5,7 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva. A kiskereskedelmi forgalom az előző hónapoz képest 0,9 százalékkal gyorsult. A kiskereskedelmi értékesítések szerkezetét tekintve a termékek széles körében tovább bővült a forgalom októberben. A nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek forgalmának számottevő bővülése továbbra is érdemben támogatta a növekedést.

#### 1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés (szezonálisan igazított) adatai alapján 2018. augusztus-októberben mind a gazdaságilag aktívák száma, mind a foglalkoztatottak száma emelkedett. A nemzetgazdasági foglalkoztatottságon belül a közfoglalkoztatás csökkenése mellett a külföldi telephelyen dolgozók száma enyhén emelkedett, összességében az elsődleges munkaerőpiacon folytatódott a foglalkoztatás bővülése. **A foglalkoztatás növekedésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra mérséklődött** (5. ábra).

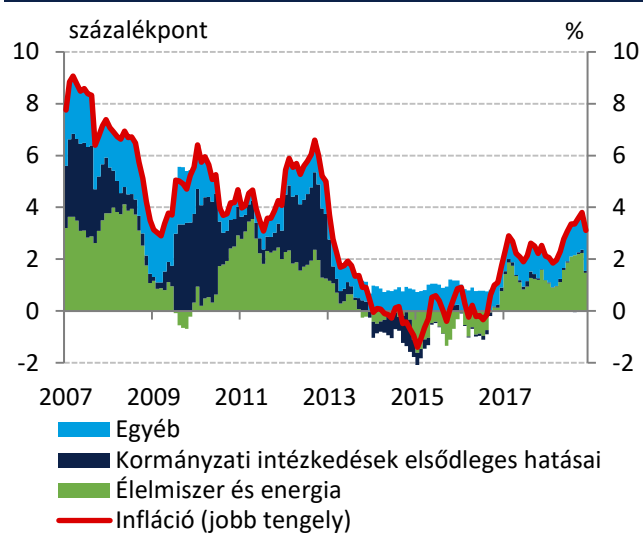
2018 harmadik negyedében az üres álláshelyek aránya alapján a feldolgozóiparban változatlanul magas szinten alakult, míg a piaci szolgáltató szektorban enyhén tovább emelkedett a vállalatok munkaerő-kereslete. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt, a **munkaerőpiac feszességét mérő mutató továbbra is magas szinten alakult** (6. ábra).



### 1.3. Infláció és bérek

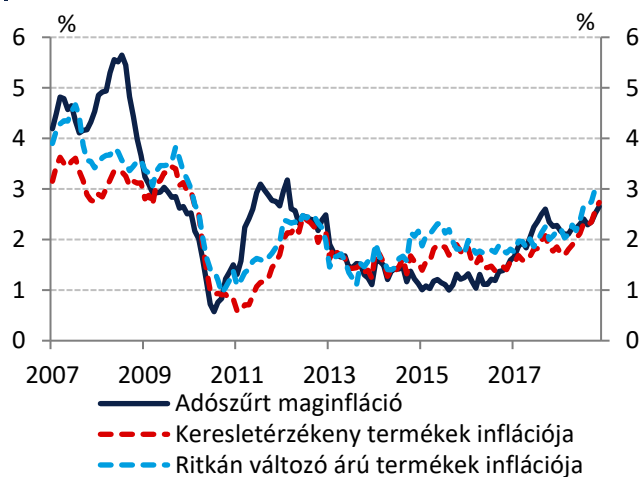
2018 novemberében az infláció 3,1, a maginfláció 2,6, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2,7 százalékos volt. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatóink enyhén emelkedtek az előző hónaphoz képest. 2018 szeptemberében 10,8 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest. 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 járult hozzá, valamint a szociális hozzájárulási adó idei évi 2,5 százalékpontos csökkentése is támogatta a vállalatok bérezését.

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 szeptemberében 10,8 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest.** 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** járult hozzá, valamint a **szociális hozzájárulási adó** idei évi **2,5 százalékpontos csökkentése is támogatta a vállalatok bérezését.** A rendszeres átlagkereset az évközi szezonálisból adódóan kismértékben csökkent havi alapon. A bérdinamika az átlagbér alatt fizető ágazatokban továbbra is magasabb volt, mint az átlagbér felettiekben.

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

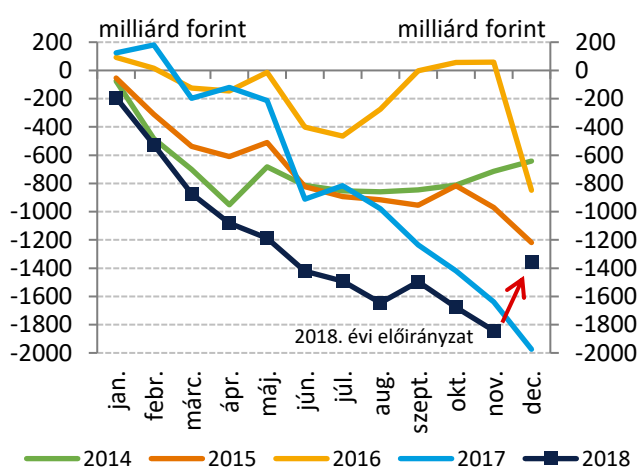
**2018 novemberében éves összevetésben az infláció 3,1, a maginfláció 2,6, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2,7 százalékon alakult** (7. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció 0,7 százalékponttal csökkent, a maginfláció nem változott. Az infláció mérséklődését az üzemanyagok árának érdemi csökkenése magyarázza.

**Az inflációs alapmutatók enyhén emelkedtek az előző hónaphoz képest** (8. ábra). 2018 októberében a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 5,1, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 1,6 százalékkal emelkedtek.

## 1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2018 novemberében 164 milliárd forintos hiánnyal zárt, így a kumulált deficit 1842 milliárd forintra emelkedett a tárgyhónap végén. A hiány halmozott értéke továbbra is meghaladja a 2018. évi költségvetési törvény éves hiánycélját.

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



Forrás: 2018. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszere 2018 novemberében 164 milliárd forintos hiánnyal zárt, így a kumulált deficit 1842 milliárd forintra emelkedett a tárgyhónap végén. A hiány halmozott értéke továbbra is meghaladja a 2018. évi költségvetési törvény éves hiánycélját (9. ábra). A kumulált pénzforgalmi deficit magas szintjét az uniós támogatások megelőlegezése, az ehhez kapcsolódó bevételek alacsonyabb összege, a költségvetési szervek magasabb kiadásai, valamint a tavaly jelentkező egyedi bevételek (növekedési adóhitel, földértékesítés) kiesése okozza.

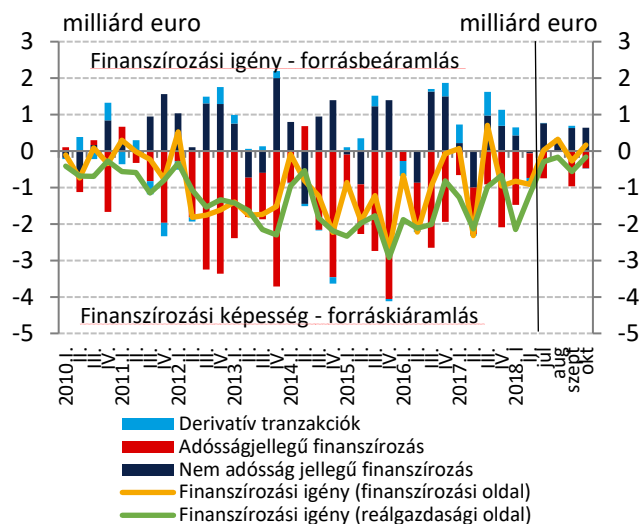
A központi alrendszer bevételei novemberben 88 milliárd forinttal voltak alacsonyabbak a tavalyi év azonos időszakának értékénél. Az eltérést elsősorban az általános forgalmi adóbevételek eredményezték a visszautalásokra vonatkozó szabály változása miatt, ugyanis januártól 45 napról 30 napra csökkent a megbízhatónak ítélt adósok számára a visszautalási határidő. Dinamikus növekedést mutattak ugyanakkor az előző év azonos időszakához képest a bérekhez kapcsolódó bevételek.

A központi alrendszer kiadásai 145 milliárd forinttal alacsonyabbak voltak a 2017. novemberi értéknél. Egyrészt a tavalyi év azonos időszakához képest csökkentek az EU-támogatásokkal kapcsolatos kiadások, másrészt alacsonyabb novemberi kiadási szintet eredményezett, hogy a központi költségvetési szervek, illetve a gyógyító-megelőző ellátások bérkifizetései, valamint a november elején esedékes családtámogatási kiadások október végén kiutalásra kerültek.

## 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A gazdaság folyó fizetési mérlege és külső finanszírozási képessége októberben is többletet mutatott. A pénzügyi mérleg adatai alapján tovább csökkent a gazdaság nettó külső adóssága, míg a közvetlentőke-befektetések emelkedtek.

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

Októberben 35 millió eurót tett ki a folyó fizetési mérleg többlete, míg a gazdaság külső finanszírozási képessége 164 millió euro volt. Az októberi adatok szerint a folyó fizetési mérleg továbbra is többletet mutat, ugyanakkor annak mértéke — a külkereskedelmi többlet mérséklődéséhez köthetően — szeptemberhez képest csökkent. A jelentős exportsúlyal rendelkező ágazatok kibocsátása — járműgyártás és elektronikai termékek gyártása — októberben érdemben emelkedett. Az áruegyenleg alakulásához az Európán kívülről származó, főként dollárban denominált energia-import áremelkedése is hozzájárult. A transzferegyenleg többlete az EU-transzferek felhasználásának mérséklődése mellett csökkent. A jövedelemegyenleg hiánya nem változott érdemben a hónap során.

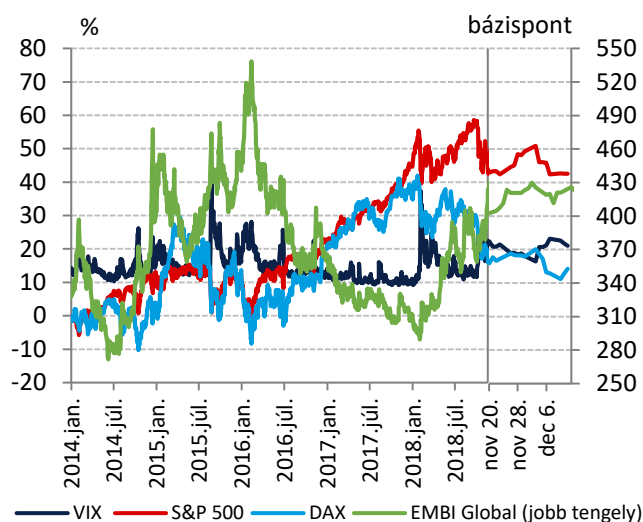
A pénzügyi mérleg adatai alapján októberben folytatódott a nettó FDI-állomány emelkedése és a nettó külső adósság csökkenése. A nettó közvetlentőke-befektetések bővülése továbbra is főként a külföldi vállalatok újrabefektetett jövedelméhez kötődött. A gazdaság nettó külső adóssága érdemben, mintegy 0,5 milliárd euróval mérséklődött a tranzakciók alapján, ami a bankok külfölddel szembeni követeléseinek emelkedéséhez köthető. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a külföldiek állampapír-állományának emelkedése mellett emelkedett, miközben a vállalatok adóssága külföldi hitelfelvételhez kapcsolódóan nőtt (10. ábra).

## 2. Pénzügyi piacok

### 2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

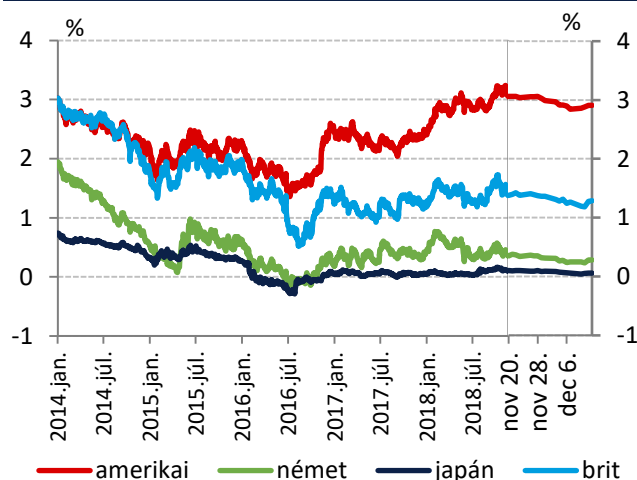
Az előző kamatdöntés óta változó volt a globális piaci hangulat. A befektetők fókuszában a Brexit-megállapodással és az olasz költségvetéssel kapcsolatos fejlemények, illetve az amerikai-kínai kereskedelem-politikai tárgyalások folytatódása állt. A tőzsdéi volatilitást mérő VIX index 21 százalékra mérséklődött az időszak során. Bár a fejlett részvénypiacok inkább mérséklődtek, a feltörekvő tőzsdék emelkedést mutattak. A fejlett állampapírhozamok csökkentek, míg a feltörekvő kötvénypiacokat vegyes mozgások jellemezték. A fejlett devizák árfolyamában nem volt jelentős változás, egyes feltörekvő devizák azonban időszakosan gyengültek. Enyhén tovább csökkent az olaj ára az elmúlt hónap során, így a Brent árfolyama 60, míg a WTI árfolyama a 51 dollár körüli szintre csökkent.

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



Forrás: Bloomberg

12. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

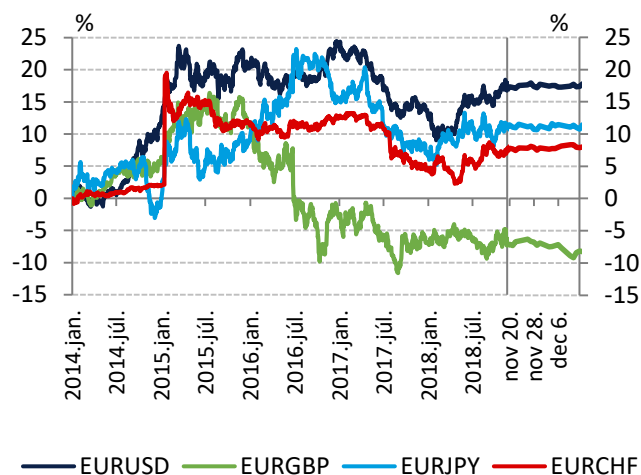
**Az előző kamatdöntés óta változó volt a globális befektetői hangulat.** A VIX-index a november közepi 23 százalékról 21 százalékra mérséklődött, ugyanakkor a december eleji 16 százalékos szinthez képest bekövetkezett emelkedés azt mutatja, hogy az időszak végére kissé romlott a hangulat (11. ábra). A kötvénypiac is hasonlóképpen alakult az időszak során: az amerikai kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index a kezdeti 59 bázispontból előbb 50 bázispontra mérséklődött, majd a hangulat romlásával párhuzamosan 58 bázispontra emelkedett. A piaci szereplők helyzetértékelésében jelentős szerepe volt a Brexit-megállapodással kapcsolatos fejleményeknek, az olasz költségvetéssel kapcsolatos híreknek, valamint a vámtarifákkal kapcsolatos amerikai és kínai tárgyalásoknak.

**A fejlett piaci tőzszeindexek összességében kismértékben csökkentek, míg a feltörekvők enyhén emelkedtek az időszak során.** A főbb amerikai és európai részvényindexek nagyjából 1 százalékkal mérséklődtek, míg a feltörekvő piaci teljesítményt mérő MSCI index 1 százalékot emelkedett az időszak elejéhez képest. A pekingi tőzsde ugyanakkor 2 százalékkal mérséklődött.

**A fejlett piaci hosszú állampapírhozamok nagyobb mértékben csökkentek, míg a feltörekvő piacokon vegyes irányú elmozdulások voltak jellemzőek az időszak során.** A fejlett piacokon az amerikai hosszú hozam 17 bázisponttal 2,89 százalékra, míg a német hozam 10 bázisponttal, 0,25 százalékra csökkent (12. ábra). A feltörekvő kötvénypiacokat jellemző EMBI Global összeségében 9 bázispontot csökkent az időszak során, amely azonban elsősorban néhány ország (Törökország, Dél-Afrika) korábbi kedvezőbb megítélésének volt köszönhető.

**A Fed az időszak során nem tartott kamatdöntő ülést, a decemberi 19-i ülésen ugyanakkor emelésre számítanak**

13. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Reuters

**az elemzők.** A kamatemelés valószínűsége nőtt az időszak során, a megkérdezett elemzők 95 százaléka vár 25 bázispontos emelést a decemberi ülésen. Előretekintve viszont mérséklődtek a piaci kamatemelési várakozások, és jövőre legfeljebb egy szigorítást áraznak. Az EKB decemberben korábbi kommunikációjával összhangban lezárta eszközvásárlási programját, így a várakozásoknak megfelelően december végén befejeződnek a nettó vásárlások. Az EKB esetében a piaci árazások alapján 2020 első negyedévében várható az egynapos betéti kamat első emelése.

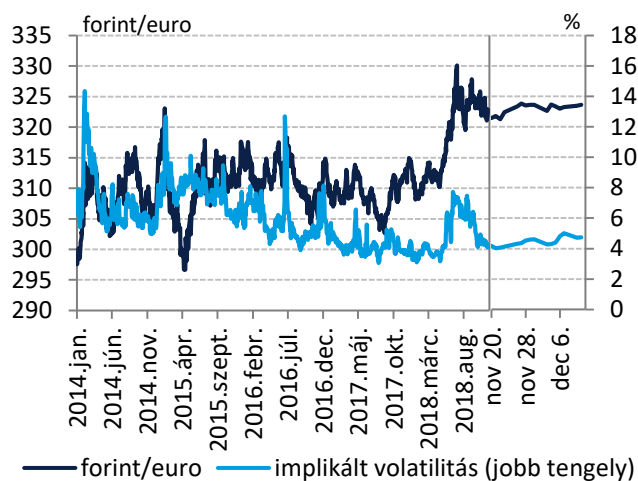
**Nem változtak érdemben a fejlett devizaárfolyamok az időszak során,** ugyanakkor egyes feltörekvő devizák időszakosan gyengültek. Az euro-dollár és az euro-svájci frank árfolyama továbbra is 1,13 körül van, míg az angol font egy százalékkal gyengült az euróhoz képest a Brexit-tel kapcsolatos bizonytalanság miatt. A feltörekvő devizák közül az argentin peso, a brazil reál, a kolumbiai peso és az orosz rubel értékelődött le számottevően december elején, jellemzően országspecifikus okokból (13. ábra).

**Tovább csökkent az olaj világgpiaci ára az elmúlt hónap során.** A Brent árfolyama 60 dollár környékére csökkent, míg a WTI árfolyama hasonló mértékben, 51 dollárra mérséklődött.

## 2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszak során a 3 hónapos BUBOR nem változott érdemben. Az állampapír-piaci hozamgörbe lejjebb tolódott, és a görbe laposabbá vált, amelyben szerepe lehetett, hogy a külföldiek forint állampapír állománya tovább emelkedett, arányuk 23 százalékon alakult. A forint az időszak alatt szűk sávban mozgott, összességében kevesebb mint fél százalékkal gyengült.

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

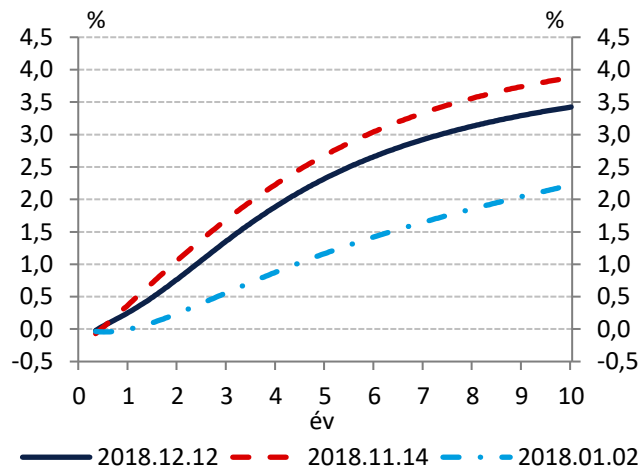


Forrás: Bloomberg

A forint euróval szembeni árfolyama az időszak elején a 322-es szint körül alakult, majd a nemzetközi hangulat decemberi romlása ellenére is egy szűk sávban mozgott, és összességében kevesebb mint fél százalékkal gyengült. A régiós devizák közül a lengyel zloty és a cseh korona erősödött az időszak alatt, míg a román lej minimális elmozdulást mutatott. A forint árfolyama az időszak nagy részében alacsony volatilitást mutatott, amely a belföldi makroadat-közlések környezetében sem változott meg (14. ábra).

A 3 hónapos BUBOR az időszak végére 2 bázisponttal 13 bázispontra csökkent. Az állampapír-piaci hozamgörbe a teljes szakaszon jelentősen, mintegy 20-45 bázisponttal mérséklődött. A mérséklődés a hozamgörbe távolabbi szakasza felé haladva nagyobb volt, így a hozamgörbe laposabbá vált (15. ábra).

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

Élénk volt a kereslet a forint állampapír-aukciók többségén, így számos esetben a meghirdetettnél nagyobb mennyiséget fogadott el az ÁKK. A 3 hónapos aukciók átlaghozama az időszak második felében -0,15 százalékgig csökkent, ahonnan az utolsó aukción az időszak eleji szintre, -0,06 százalékra emelkedett vissza. A 3 hónapos DKJ-aukciókon mind a négy alkalommal 50 milliárd forintot hirdetett meg az ÁKK és az utolsó két esetben a meghirdetettnél magasabb kereslet ellenére is csökkentette az elfogadott mennyiséget. A 12 hónapos DKJ aukciókon is megfelelő volt a kereslet, az átlaghozam kis mértékben csökkent. A 3 éves állampapír iránt az időszak elején erősebb, a második felében visszafogottabb volt a kereslet, míg az 5 éves fix és változó kamatozású kötvények iránt stabilan élénk volt az érdeklődés, így mind a két lejáraton ráemelésre került sor. Az átlaghozam a 3 éves papír esetében 1,27 százalékra, míg az 5 évesnél 2,66 százalékra csökkent, amely mindkét papír esetében közel 40 bázispontos csökkenést jelent. A 10 éves állampapír iránt is erős volt a kereslet, így a meghirdetett 15 milliárd forinthez képest 7,5 milliárddal emelte az ÁKK a kibocsátott mennyiséget. Az átlaghozam közel 50 bázisponttal 3,15 százalékra mérséklődött a november eleji aukcióhoz képest.

A hazai 5 éves CDS-felár enyhén, 3 bázisponttal nőtt, így 91 bázisponton zárta az időszakot. A minimális elmozdulás

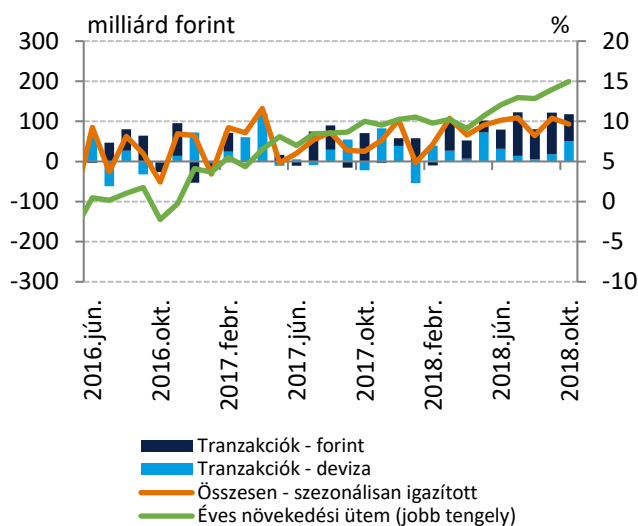
összhangban állt a nemzetközi hangulatromlással és a régiós felárak alakulásával.

**A nem rezidensek részéről változatlanul erős érdeklődés mutatkozott a magyar állampapírok iránt, így forint állampapír állományuk összességében 60 milliárd forinttal emelkedett az elmúlt hónap során, és volt olyan időszak is december elején amikor az állományuk 4200 milliárd fölé emelkedett.** A külföldiek kezében lévő állomány így 4120 milliárd forint körüli szintre emelkedett, míg arányuk továbbra is 23 százalék felett alakult.

### 3. Hitelezési feltételek

Októberben a hitelintézetek vállalati hitelállománya 118 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 93 milliárd forintos növekedéssel egyenértékű. A hitelintézetek háztartási hitelállománya 62 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, amely szezonálisan igazítva 27 milliárd forintos csökkenést jelent. Így a hitelállomány éves bővülése 5,9 százalékot tett ki 2018 októberében.

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

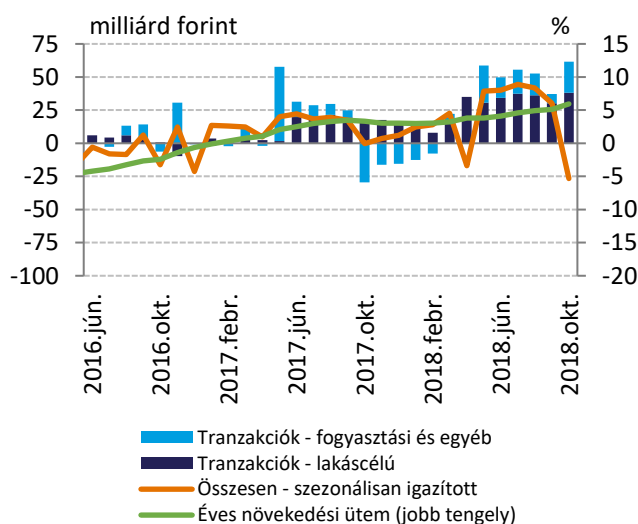


Forrás: MNB

Októberben a hitelintézetek vállalati hitelállománya 118 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 93 milliárd forintos növekedéssel egyenértékű (16. ábra). Devizális bontásban a forintHITELEK állománya 67 milliárd forinttal, míg a devizahiteleké 51 milliárd forinttal növekedett. 2018 októberében a vállalati hitelezés éves alapon 15 százalékkal bővült. A pénzügyi jellegű ügyletek nélkül a hitelkibocsátás volumene a hónap során 277 milliárd forintot tett ki.

A hitelintézetek háztartási hitelállománya 62 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, amely szezonálisan igazítva 27 milliárd forintos csökkenést jelent. Így a hitelállomány éves bővülése 5,9 százalékot tett ki 2018 októberében (17. ábra). Az új szerződés-kötések értéke a hónapban 147 milliárd forintot tett ki, így 34 százalékos emelkedést mutatott éves átlagban. Az egyes részszegeknél tekintve a lakáscélú hitelek kibocsátása 37 százalékkal, a személyi kölcsönöké 46 százalékkal emelkedett. A Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel termékek 2017. szeptembere óta összesen 276 milliárd forinttal járultak hozzá a lakáshitelezés egészségesebb szerkezetű növekedéséhez, és a hónap során megkötött fix kamatozású lakáshitelek 60 százaléka már minősített hitel volt.

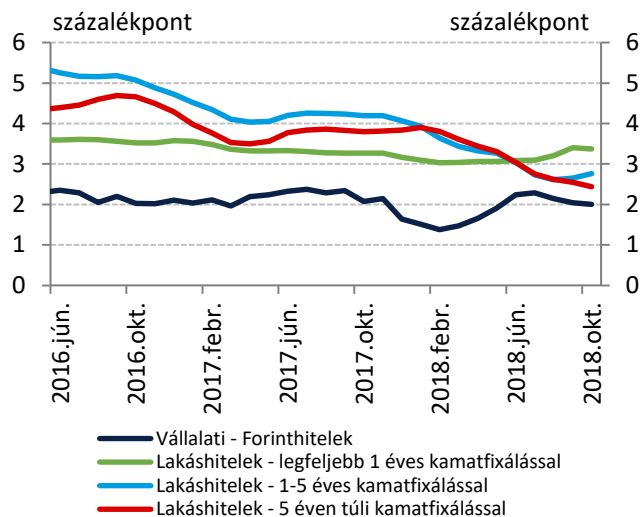
17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



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

2018 első felében lecsökkent a legfeljebb 1 éves kamatfixálású hitelek aránya, ami októberben 8 százalékot tett ki. A kamatfixált hitelekben belül a második negyedévtől egyre nagyobb teret nyernek az 5 éven túli kamatperiódusú hitelek, amelyek a teljes lakáshitel-kibocsátásnak már 57 százalékát tették ki októberben. Az MNB 2018. október 1-től kamatperiódus szerint differenciált JTM-szabályozást vezetett be, ami várhatóan a hosszabb kamatfixálású hitelek felé tereli a keresletet, ezzel csökkentve a háztartások kamatkockázatát.

**A vállalati forinthitelek simított kamatfelára októberben 5 bázisponttal 2 százalékponttal csökkent (18. ábra).** A kisösszegű piaci hitelek felára azonban – amelyet jellemzően kkv-k vesznek fel – 75 bázisponttal haladja meg a többi visegrádi ország átlagát. A változó kamatozású lakáscélú hitelek THM alapú simított átlagos kamatfelára 2017 szeptemberéhez viszonyítva 10 bázisponttal növekedett, értéke 3,4 százalékpontot tett ki. A legfeljebb 5 évre fixált hitelek esetében ez az érték 145 bázisponttal 2,8 százalékponttal, az 5 éven túl fixáltak esetében pedig 140 bázisponttal 2,45 százalékponttal csökkent, így a rögzített kamatozású hitelek átlagos felára jelenleg alacsonyabb, mint a változó kamatozású hiteleké.