



# MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2019. AUGUSZTUS 27-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

**2019**

augusztus

Közzététel időpontja: 2019. szeptember 11. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2019. augusztus 21-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

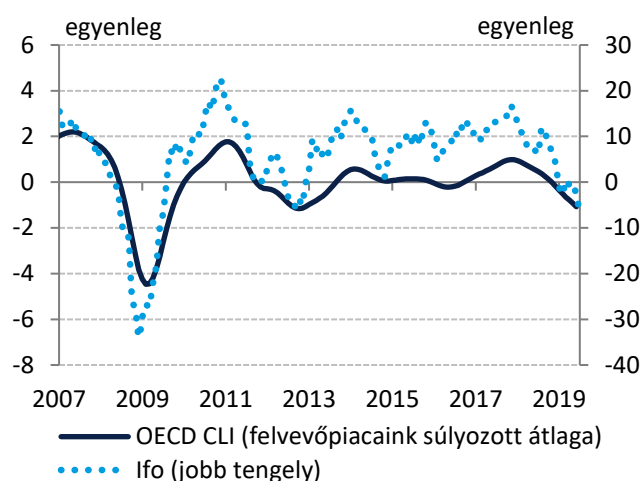
Tartalom .....	3
1. Makrogazdaság.....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet .....	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok .....	6
1.2.1. Gazdasági növekedés.....	6
1.2.2. Foglalkoztatás .....	7
1.3. Infláció és bérek.....	9
1.3.1. Bérezés.....	9
1.3.2. Inflációs folyamatok.....	9
1.4. Költségvetési folyamatok.....	10
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok .....	11
2. Pénzügyi piacok .....	12
2.1. Nemzetközi pénzpiacok .....	12
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása.....	15
3. Hitelezési feltételek.....	16

# 1. Makrogazdaság

## 1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

2019 második negyedévében mind az Egyesült Államok GDP bővülése, mind az eurozóna gazdasági növekedése lassult a megelőző negyedévhez képest. Az euroövezet növekedési kilátásait illetően a lefelé mutató kockázatok dominálnak. Régióink növekedése továbbra is érdemben meghaladja az eurozóna növekedését.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

**2019 második negyedévében az Egyesült Államok gazdasága** – a várakozásokat meghaladó mértékben – **2,3 százalékkal bővült éves összevetésben**. A negyedéves növekedés 0,5 százalékon alakult. A bővülést a lakossági és kormányzati fogyasztás mellett a helyi kormányzati szervek beruházásai támogatták. A nettó export és a készletek negatívan járultak hozzá a gazdaság teljesítményéhez, ahogy az épületjellegű beruházások is visszafogták a gazdaság bővülését. Az amerikai gazdaság növekedése a növekedéstámogató intézkedések (adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program) kifutásával párhuzamosan fokozatosan lassulhat az elkövetkező időszakban. **A gazdaság lassulására vonatkozó félelmek mögött egyre nagyobb súllyal szerepelnek a külkereskedelmi feszültségek miatti aggodalmak**. Az Egyesült Államok világimporton belüli jelentős súlya miatt a vámintézkedések fokozódása érdemi hatást gyakorolhat a világgazdaság növekedésére is.

Az **eurozóna** gazdasági növekedése április és június között elmaradt az első negyedévitől. **Az előző év azonos időszakához viszonyított növekedés 1,1, az előző negyedévhez mért növekedés 0,2 százalékon alakult**. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, **Németország gazdasági teljesítménye 0,1 százalékkal csökkent negyedéves bázison**. A visszaesést a mérséklődő ipari teljesítménnyel összhangban az export csökkenése okozta, amit a belső tételek csak részben tudtak ellensúlyozni. **A német gazdaság idei évi teljesítményére vonatkozó várakozások továbbra is kedvezőtlen képet mutatnak**, amit a beérkező gyenge második negyedévi GDP-adat is alátámaszt. A német gazdasági kilátásokat megragadó Ifo várakozások indexe is tovább mérséklődött (1. ábra), ahogy a német ipari új rendelések is csökkentek júniusban az előző év azonos időszakához viszonyítva. **A német ipari folyamatok hazai kilátásokra gyakorolt rövid távú hatását árnyalja, hogy az utóbbi hónapokban a hazai járműipar továbbra is kedvezőbben teljesít, mint a német**.

Az **olasz gazdaság** stagnált a második negyedévben. A gyenge ipari és mezőgazdasági teljesítményt a szolgáltatások bővülése ellensúlyozta. A **francia gazdaság teljesítménye 1,3 százalékkal bővült az előző év azonos**

2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

időszakához viszonyítva. A növekedést elsősorban a háztartások fogyasztása támogatta, míg a készletek csökkenése visszafogta a bővülést. **Ausztria** – az ágazatok széles körén nyugvó – gazdasági növekedése tovább folytatódott, és az eurozóna GDP bővülésénél élelnebben, 1,6 százalékon alakult. Az **Egyesült Királyság** gazdasági teljesítménye a második negyedévben – a várakozásoktól elmaradva – 1,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Negyedéves összevetésben 0,1 százalékos visszaesést regisztráltak. A lakossági- és a közösségi fogyasztás támogatta a növekedést. A vállalati beruházások tovább mérséklődtek, amit az EU-ból való kilépést övező bizonytalanság is magyarázhatott.

**Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2019 második negyedévében is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának.** Szezonálisan igazított adatok alapján Lengyelországban 4,1, Romániában 4,6, Szlovákiában 2,5, míg Csehországban 2,7 százalékos GDP-növekedést regisztráltak. A régió egészét vizsgálva a növekedés fő hajtóerejét a belső kereslet jelentette, míg a gyengülő külső konjunktúra mellett a nettó export több országban is lassíthatta a növekedést 2019 második negyedévében.

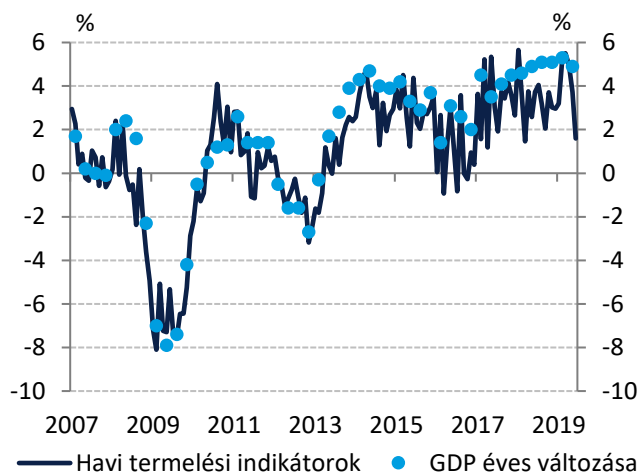
**Az euroövezet növekedési kilátásait illetően továbbra is a lefelé mutató kockázatok dominálnak.** A gazdasági növekedést mérsékelheti a kereskedelmi feszültségek fokozódása, az elmúlt időszak romló ipari termelése, a járműipart övező kihívások, Olaszország magas államadósságból fakadó sérülékenysége, a kínai gazdaság lassulásából eredő közvetett hatások, valamint a feltörekvő piacokon tapasztalható törékeny pénzügyi környezet miatti bizonytalanság. Emellett az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése körüli bizonytalanság továbbra is kockázatként azonosítható, továbbra is reális forgatókönyvként kell számolni az Egyesült Királyság „kiesésével” (hard Brexit) az EU-ból.

**Az eurozónában mért inflációs folyamatok júliusban – az elemzői várakozásokkal összhangban – mérséklődtek.** Az infláció 1,1 százalék, a maginfláció 0,9 százalék volt. Az olaj világpiaci ára az elmúlt időszakban érdemi volatilitás mellett átlagosan 62 dollár körül alakult, és az időszak végén 60 dollár körül mozgott (2. ábra). Az árak alakulását egymással ellentétes hatások alakították: a Közel-Keleten tapasztalható geopolitikai feszültségek az árak növekedésének irányába hatottak, míg az árak csökkenésében nagy szerepet játszott a Kína és USA közötti kereskedelmi feszültség alakulása. A globális kereslet lassulására vonatkozó aggodalmak felerősödése szintén az árak mérséklődését támogatta. Az ipari nyersanyagok ára emelkedett, míg a nyers élelmiszerek világpiaci ára csökkent júliusban.

## 1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

A KSH adatai alapján 2019 második negyedében a bruttó hazai termék 4,9 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A növekedést elsősorban az élénk belső kereslet támogathatta. 2019 második negyedében a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,4 százalék maradt. 2019 első negyedében az üres álláshelyek száma alapján az ágazatok széles körében mérséklődött a vállalatok munkaerő-kereslete.

### 3. ábra: Havi termelési indikátorok és a GDP alakulása



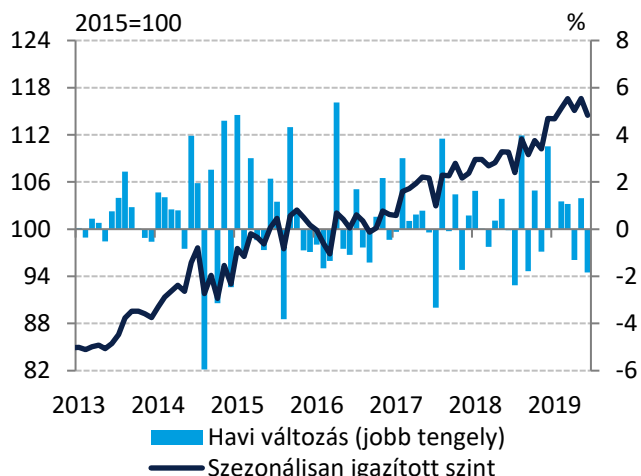
Megjegyzés: A havi termelési indikátorok (ipar, építőipar, kiskereskedelem) súlyozott átlaga, ahol a súlyok a GDP növekedési ütemét magyarázó regresszióból származnak.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

#### 1.2.1. Gazdasági növekedés

**A KSH adatai alapján a bruttó hazai termék 4,9 százalékkal emelkedett 2019 második negyedében az előző év azonos időszakához képest. Az előző negyedévhez viszonyítva 1,1 százalékkal bővült a hazai GDP a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján.** Magyarország a jelenleg publikált adatok alapján az Európai Unió tagállamainak növekedési rangsorában az első helyet foglalja el az előző év azonos időszakához viszonyított növekedési összevetésben. Termelési oldalról a növekedéshez a legtöbb nemzetgazdasági ág hozzájárult, legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások, az ipar és az építőipar támogatták a GDP emelkedését (3. ábra). Emellett a német ipari megrendelések mérséklődése ellenére az ipar hozzájárulása is pozitív volt a növekedéshez. Felhasználási oldalról a belső keresleti tényezők – fogyasztás és beruházás – továbbra is érdemben bővíthettek és jelentős mértékben támogathatták a gazdasági növekedést.

### 4. ábra: Az ipari termelés alakulása



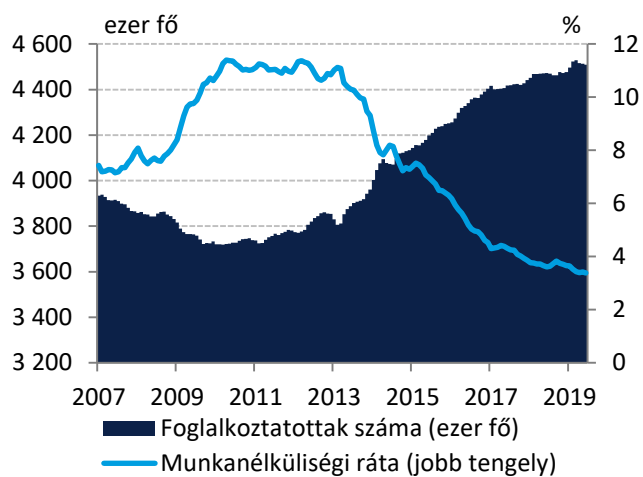
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

2019 júniusában **az ipari kibocsátás 1,4 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva**, míg az előző hónaphoz képest a termelés szintje 1,8 százalékkal csökkent (4. ábra). **A munkanaphatástól megtisztított index 4,1 százalékkal haladta meg az előző évit**, a jelentős eltérést a tavalyihoz képest kettővel kevesebb munkanap magyarázta. Szezonálisan igazított adatok alapján a nagy súlyú járműipar termelése éves összehasonlításban 8,5 százalékkal bővült. Emellett az átlagos ipari termelésnél nagyobb mértékben emelkedett az élelmiszer-, ital- és dohánytermékek gyártása, míg a fémipar teljesítménye elmaradt a tavaly júniusitól.

2019 júniusában az előzetes adatok alapján **az export euróban számított értéke 6,1 százalékkal, míg az importé 1,7 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva**, így külkereskedelmi többletünk 437 millió euróval csökkent. 2019 májusában a külkereskedelmi cserearány éves összevetésben nem változott. A vegyi áruk relatív árváltozását a gépek- és szállítóeszközök, illetve az élelmiszerek árváltozása ellensúlyozta.

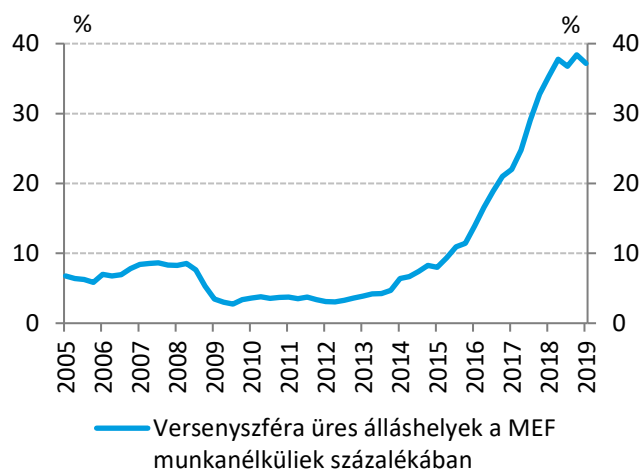
**2019 júniusában 20,3 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest.** A termelés az épületek és az egyéb építmények építése esetén is bővülést mutatott. A termelés növekedése mögött az épületek építése esetében ipari és raktárépületek építése

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

6. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

Forrás: NFSZ, KSH

állt. Az egyéb építmények építése az állami beruházásoknak, elsősorban infrastruktúra-fejlesztéseknek (út-, vasút- és közműépítések) köszönhetően tovább emelkedett. **A megkötött új szerződések volumene 0,9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest**, az épületek építésére kötött szerződések mértéke 27,4 százalékos növekedést mutatott, míg az egyéb építmények építésére vonatkozóké 12,6 százalékkal csökkent. Az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene 11,2 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbitól. Az épületek építésére vonatkozó szerződések volumene 31,7 százalékkal növekedett, míg az egyéb építményekre vonatkozó szerződésállomány 21,2 százalékkal kisebb volt, mint 2018. június végén.

Júniusban a **kiskereskedelmi értékesítések volumene a naptárhatastól megtisztított adatok szerint 5,2 százalékkal bővült a tavalyi év azonos időszakához képest**. A szezonálisan igazított adatok alapján az előző hónaphoz képest a kiskereskedelmi forgalom gyorsult. A kiskereskedelmi értékesítések szerkezetét tekintve a termékcsoportok széles körében folytatódott a forgalom bővülése. A tartós termékforgalom bővülését a gépjármű-regisztrációk csökkenése, valamint a gépjármű- és járműalkatrész értékesítés visszafogottabb növekedése mérsékelte, azonban a textil és ruházati termékek, az iparcikk jellegű termékek, valamint a csomagküldő üzletek érdemi forgalombővülése támogatta a növekedést. A teljes kiskereskedelmi forgalom bővülését elsősorban a nem tartós termékek jelentős forgalombővülése magyarázta, miközben az üzemanyag-értékesítések növekedése is gyorsult az előző hónaphoz képest. A jelentős súlyú élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyesboltok forgalom növekedése az elmúlt hónapok összevetésében enyhén gyorsult júniusban az előző év azonos időszakához képest.

### 1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés (szezonálisan igazított) adatai alapján 2019 második negyedévében a gazdaságilag aktívak száma, valamint a foglalkoztatottak száma lényegében nem változott az előző negyedévhez képest. Éves összevetésben a nemzetgazdasági foglalkoztatottság bővülése a versenyszférához köthető, az állami szféra foglalkoztatottsága enyhén csökkent. A közfoglalkoztatásban résztvevők száma 109 ezer főre csökkent, a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 117 ezer főre emelkedett. **A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta továbbra is 3,4 százalék volt** (5. ábra).

2019 első negyedévében az üres álláshelyek száma alapján az ágazatok széles körében mérséklődött a vállalatok

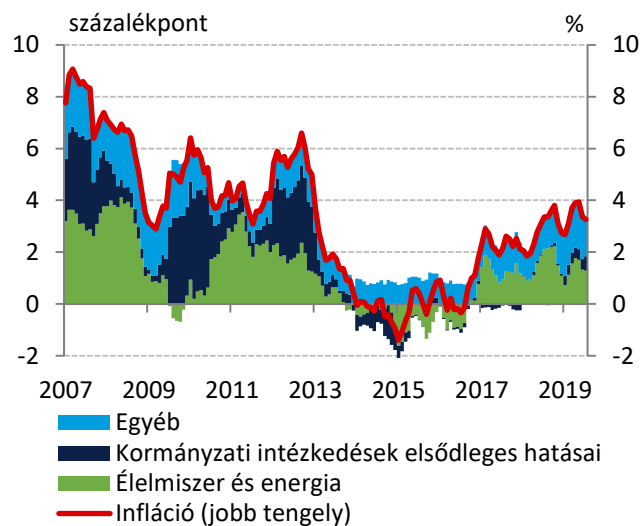
munkaerő-kereslete. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt, **munkaerőpiaci feszességet mérő mutató továbbra is magas szinten alakult** (6. ábra).



### 1.3. Infláció és bérek

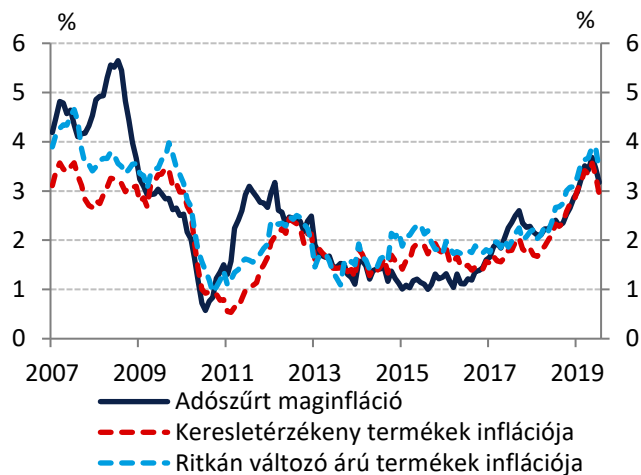
2019 júliusában az éves összevetésben számított infláció 3,3 százalék volt. A maginfláció 3,7, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,2 százalékon alakult. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók mérséklődtek az előző hónapoz képest. 2019 májusában 11,2 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférában a rendszeres átlagkereset éves dinamikája lassult az áprilisi értékhez képest. A minimálbér és a garantált bérminimum 8 százalékos emelkedését továbbra is meghaladó bérdinamikát elsősorban a bérezési alapfolyamatot meghatározó feszes munkaerőpiaci kondíciók magyarázhatják.

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

**2019 májusában 11,2 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest.** A rendszeres átlagkereset havi emelkedése lényegében megfelelt a május hónapra jellemző szezonálisnak. A májusi prémiumkifizetések a tavalyi évnél érdemben magasabban alakultak. A versenyszférán belül a feldolgozóipar bérdinamikája számottevően meghaladta a piaci szolgáltató szektor béremelkedésének ütemét. A minimálbér és a garantált bérminimum 8 százalékos emelkedését meghaladó bérdinamikát továbbra is elsősorban a bérezési alapfolyamatot meghatározó feszes munkaerőpiaci kondíciók magyarázhatják.

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

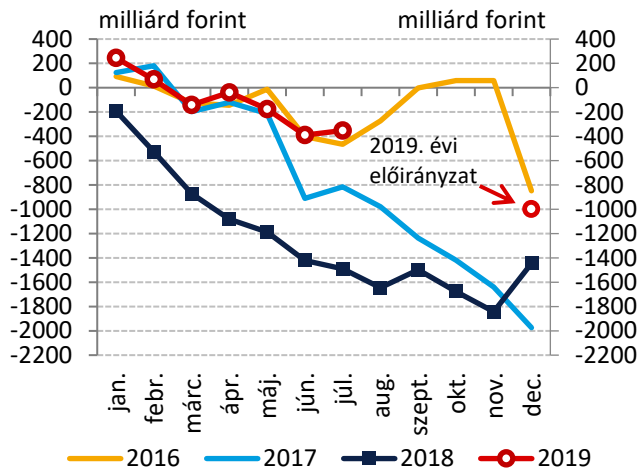
**2019 júliusában az éves összevetésben számított infláció 3,3 százalék volt. A maginfláció 3,7, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,2 százalékon alakult (7. ábra).** Az előző hónapoz képest **az infláció és a maginfláció egyaránt 0,1 százalékponttal csökkent, míg az adószűrt maginfláció 0,3 százalékponttal mérséklődött.** Az infláció esetében a mérséklődést elsősorban az üzemanyagárak, míg a maginfláció esetében az iparcikkek árindexének csökkenése okozta.

**A többi tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatónk (a keresletérzékeny és ritkán változó árú termékek és szolgáltatások éves inflációja) mérséklődött az előző hónapoz képest (8. ábra).** 2019 júniusában a mezőgazdasági termelők árak éves összevetésben 10,5 százalékkal, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 5,3 százalékkal emelkedtek.

## 1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2019 júliusában 37 milliárd forintos többlettel zárt, így az első héthavi deficit 353 milliárd forintra csökkent, ami jelentősen alacsonyabb, mint az előző két év első héthavi pénzforgalmi hiánya.

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



Forrás: 2019. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszere 2019 júliusában 37 milliárd forintos többlettel zárt, így az első héthavi deficit 353 milliárd forintra csökkent, ami jelentősen alacsonyabb, mint az előző két év első héthavi pénzforgalmi hiánya (9. ábra).

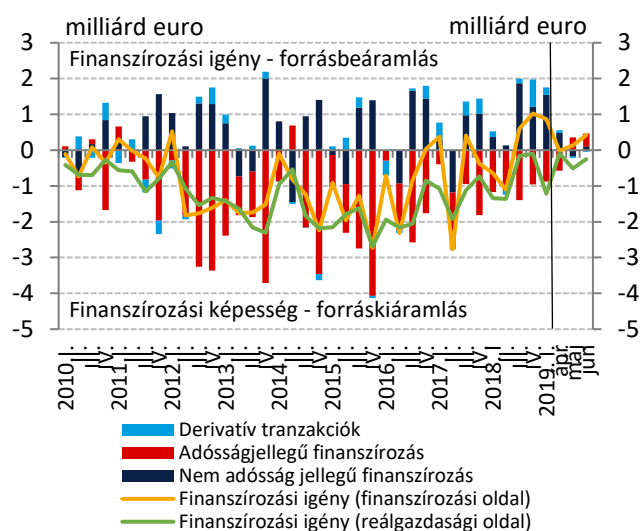
A központi alrendszer bevételei 2019 júliusában 199 milliárd forinttal magasabban alakultak az előző év azonos időszakához képest, ami egyrészt az uniós támogatásokkal kapcsolatos bevételek, másrészt a bérekhez kapcsolódó adó- és járulékbévételek emelkedéséhez köthető. A bérekhez kapcsolódó bevételek 9,2 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest.

A központi alrendszer kiadásai 2019 júliusában 91 milliárd forinttal magasabban alakultak az előző év azonos időszakához viszonyítva a központi költségvetési szervek magasabb kiadásai, illetve a helyi önkormányzatok magasabb támogatása miatt. A növekedést részben ellensúlyozta az uniós támogatásokkal kapcsolatos kiadások, valamint a nettó kamatkidadások csökkenése.

## 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Júniusban a gazdaság külső finanszírozási képessége 254 millió eurós többletet, míg a folyó fizetési mérleg 124 millió eurós hiányt mutatott. A pénzügyi mérleg adatai alapján folytatódott a forrásbeáramlás, ami a nettó FDI források bővülése és a nettó külső adósság emelkedése mellett alakult ki.

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

Júniusban a gazdaság külső finanszírozási képessége 254 millió eurós többletet, míg a folyó fizetési mérleg 124 millió eurós hiányt mutatott. A külső egyensúlyi többlet és a folyó fizetési mérleg is mérséklődött májushoz képest, ami elsősorban a külkereskedelmi egyenleg alakulásához kötődött, de a szezonálisan szokásos osztalékfizetés is hozzájárult. Ezek hatását a finanszírozási képességben mérsékelte az EU-transzferek nagyobb felhasználása (10. ábra).

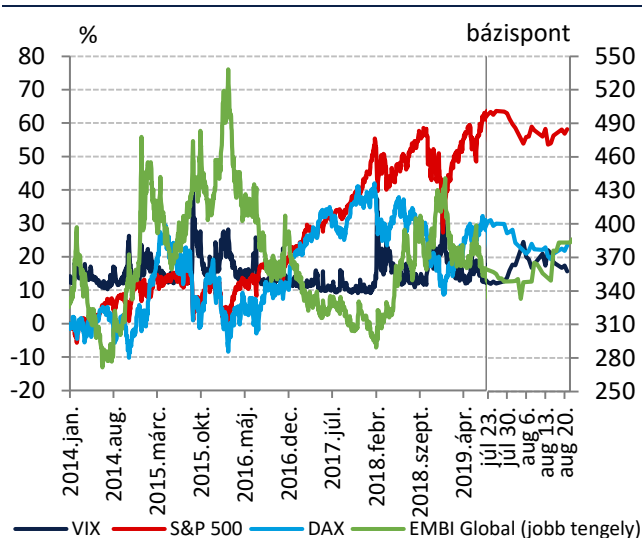
A pénzügyi mérleg adatai alapján folytatódott a forrásbeáramlás, ami a nettó FDI források bővülése és a nettó külső adósság emelkedése mellett alakult ki. A közvetlentőke-befektetések több mint 140 millió eurós nettó beáramlása elsősorban továbbra is a külföldi vállalatok újrabefektetett jövedelmeihez köthető, ezt azonban érdemben lassította a vállalatok — éves közgyűlésekhez kapcsolódó — osztalékfizetése. A nettó külső adósság közel 360 millió eurós növekedése elsősorban a bankok mérséklődő külföldi eszközeihez kötődött.

## 2. Pénzügyi piacok

### 2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta felerősödött a kockázatkerülés, amit főként a kínai-amerikai kereskedelmi feszültségek, a recessziós félelmek, valamint az olasz, brit és argentin belpolitikai bizonytalanságok okoztak. A piaci várakozások alapján az EKB szeptemberben elkezdte, míg a Fed folytatja a kamatcsökkentést. A fejlett és feltörekvő részvényindexek is csökkentek a borús hangulatban. A kockázatkerülés következtében a hosszú állampapírhozamok érdemben mérséklődtek, a német tízéves hozam történelmi mélypontjára csökkent, az amerikai és angol hozamgörbe inverzzé vált. Az időszak végi korrekció ellenére összességében mérséklődtek az olajárak, így a Brent hordónkénti ára 60 dollár körül zárta az elmúlt egy hónapot.

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



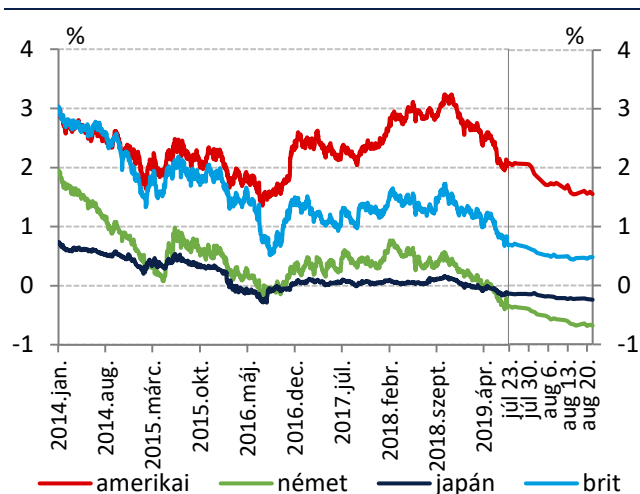
Forrás: Bloomberg

**Az elmúlt időszakban jelentősen romlott a pénzügyi hangulat.** A felerősödő kockázatkerüléshez a kereskedelmi háborús feszültségek kiújulásán kívül hozzájárult a hongkongi zavargások híre, a júan gyengülése, a megállapodás nélküli Brexit körül felerősödő kockázatok, valamint az olasz és argentin belpolitikai események is. A tőzsdékre kedvezőtlen hatással volt az amerikai kormányzat bejelentése, amely szerint 300 milliárd dollár értékű kínai importárura vetnek ki vámtarifát szeptember 1-jétől. Ez, valamint a kínai júan 2008 óta nem látott szintre gyengülése ismét felerősítette a kereskedelmi háborús félelmeket. A részvénypiaci kereskedésre emellett negatívan hatottak a recessziós aggodalmak is, amelyeket az amerikai és angol hozamgörbék inverzzé válása is súlyosbított. Az augusztus közepén napvilágra kerülő, gyenge kínai és német makroadat pedig tovább rontották a hangulatot. A tőzsdéken az időszak végén némi enyhülést hozott Donald Trump bejelentése, miszerint a Huawei kínai technológiai cég termékeire kiszabott embargót újabb 90 nappal elhalasztják.

A részvénypiaci kockázatok fő mérőszáma, a VIX-index 10 százalékponttal 22 százalékra emelkedett augusztus közepére, majd a recessziós félelmek csillapodásával az időszak végére 16 százalékra korrigált (11. ábra). Az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci kockázati mutató 30 bázisponttal 380 bázispontra nőtt, de az amerikai kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index is jelentősen megemelkedett. **Összességében az amerikai tőzsdeindexek 3,5-5 százalékkal, az európai és japán indexek 4-6 százalékkal estek, míg a feltörekvő MSCI kompozitindex 7 százalékot veszített értékéből.** Az arany árfolyama 6 százalékkal 1500 dollár közelébe emelkedett a menedékkereső hangulatban, év elejéhez mérten pedig közel 17 százalékos volt az emelkedés mértéke.

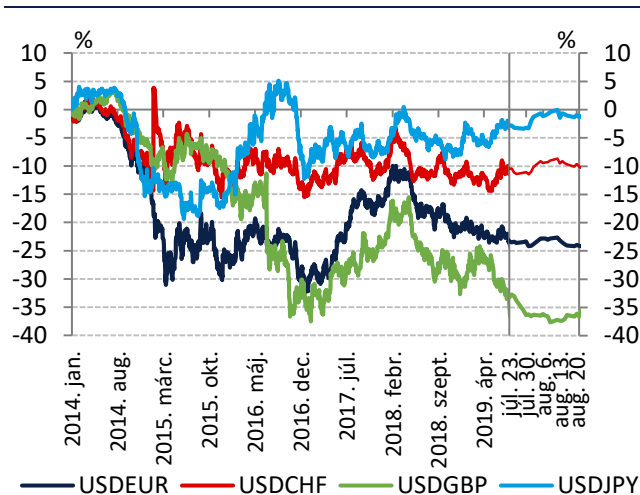
**A fejlett és feltörekvő piaci kötvényhozamok érdemben csökkentek a legutóbbi kamatdöntés óta,** miután a részvénypiacok esése és a recessziós félelmek miatt a

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

befektetők a kötvénypiacok felé fordultak. Az amerikai hosszú hozam 50 bázisponttal 1,6 százalék alá süllyedt, a német 10 éves hozam pedig több mint 30 bázisponttal -0,67 százalékra csökkent (bár augusztus közepén történelmi mélypontra, -0,71 százalékra is állt) (12. ábra). Ezzel párhuzamosan a teljes német hozamgörbe negatív tartományba került. Az amerikai 10 éves hozam a kétéves hozam alá süllyedt, azaz a hozamgörbe meredeksége negatívvá vált.

**A globálisan meghatározó jegybankok az első felévihez képest lazítóbb hangvételű kommunikáció irányába mozdultak el, illetve a Fed mellett több feltörekvő jegybank is kamatcsökkentésbe kezdett.** A Fed döntéshozói júliusi ülésükön 2008 decembere óta először csökkentették kamatot, amellyel célsávjuk 2-2,25 százalék közé mérséklődött. A piaci várakozások alapján a Fed a következő hónapokban folytatja a kamatcsökkentést további két vagy három 25 bázispontos lépéssel, így év végére akár 1,5 százalék alá csökkenhet az irányadó kamatszám mértéke.

**A júliusi EKB-ülésem az európai jegybank nem változtatott a kamatkondíciókon, viszont kommunikációja lazább hangvételű volt.** A piaci árazások alapján jelenleg közel 100 százalék a valószínűsége annak, hogy az EKB a szeptemberi ülésén mérsékli a betéti rátát, év végéig pedig nagy az esélye egy újabb 10 bázispontos kamatcsökkentésnek.

**A fejlett devizák közül a menedékdevizák erősödtek elsősorban:** a japán jen és a svájci frank 0,5-1,5 százalékkal értékelődött fel a dollárral szemben. A vártnál kevésbé lazító hangvételű július végi Fed döntés hatására a dollár kismértékben erősödött az euróhoz képest, majd a kereskedelmi háborús félelmek hatására gyengült. Az időszak végén a recessziós félelmek mérséklődésével azután ismét erősödött, és összességében 0,5 százalékkal felértékelődött. **Az angol font 3 százalékkal esett a dollárral szemben, miután felerősödtek a kockázatok, hogy az új miniszterelnök nem ellenezné, ha október 31-én Nagy-Britannia akár megállapodás nélkül is kilépne az EU-ból.** Tovább fokozta a bizonytalanságot az ellenzéki Munkáspárt indítványa, amely bizalmatlansági szavazást sürgetett a jelenlegi kormányfő ellen, és egy ideiglenes kormány felállítását szorgalmazta (13. ábra).

**Augusztus első felében kiéleződött az olasz belpolitikai feszültség, amikor Matteo Salvini miniszterelnök-helyettes, a Liga párt vezetője bizalmatlansági indítvány benyújtását kezdeményezte a kormánykoalíció ellen, és előrehozott választásokat sürgetett.** A miniszterelnök, Giuseppe Conte pártja, az Öt Csillag mozgalom az utóbbi időszakban jelentősen veszített támogatottságából, miközben a Liga népszerűsége megerősödött. A piacok

kedvezőtlenül fogadták a hírt, hiszen egy esetleges előrehozott választás és a Liga túlsúlya a felálló kormánykoalícióban még fokozottabb bizonytalanságot jelent a jövő évi olasz költségvetési tervezetre nézve, amelyet az olasz kormánynak októberben kell az Európai Bizottság elé tárnia. Az események hatására egy héttel később az olasz miniszterelnök benyújtotta lemondását az államfőnek. Az olasz 10 éves hozam közel 30 bázispontot emelkedett a bizalmatlansági indítvány bejelentését követően, később azonban a nemzetközi hozamcsökkenést követve 1,35 százalékra mérséklődött.

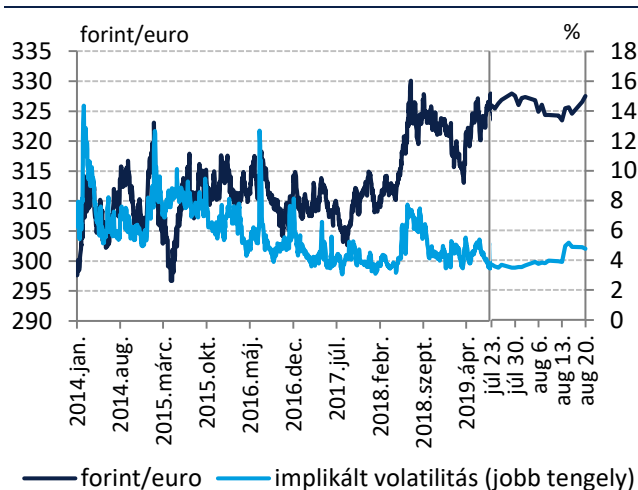
**Az argentin peso árfolyama jelentősen, 30 százalékkal esett a dollárral szemben,** az argentin tőzsdeindex pedig közel 40 százalékkal csökkent az augusztus 11-i előválasztásokon kialakuló eredmény hatására. Az ellenzéki jelölt, Alberto Fernández meglepő fölényrel végzett a jelenlegi kormányfő, a piacbarátnak tekintett Mauricio Macri előtt. Amennyiben hasonló eredmény születik az október végi elnökválasztáson is, akkor a megszorításellenes ellenzéki jelölt már az első fordulóban megszerezheti a győzelemhez szükséges szavazatok többségét. Az S&P hitelminősítő egy fokozattal „B”-ről „B mínusz”-ra, a Fitch pedig „B”-ről „CCC”-re minősítette le az argentin államadósság besorolását arra hivatkozva, hogy megnőtt az esélye egy esetleges államcsődnek, illetve az államadósság átstrukturálásának.

**Az elmúlt egy hónapban csökkentek az olajárak.** A Brent olaj ára 6 százalékkal 60 dollárra, a WTI ára 2 százalékkal 56 dollárra mérséklődött, bár az időszak közepén ennél nagyobb csökkenést mutattak az irányadó olajfajták árai. A csökkenés mögött elsősorban a kiújuló kereskedelmi háborús feszültség, illetve ennek kapcsán Kína várható lassulása állt, valamint ebbe az irányba hatottak a gyenge kínai kiskereskedelmi és ipari termelési adatok is. Az árcsökkenést az sem tudta fékezni, hogy az OPEC-országok júliusi kitermelése több éves mélypontra, 30 millió hordó alá süllyedt. Ugyanakkor az időszak végén az olajárak a kissé javuló hangulatban már némileg korrigáltak, amit támogathatott az amerikai olajkészletek csökkenését jelző adat is.

## 2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

A forint az időszak során enyhén gyengült az euróval szemben, ugyanakkor a régiós devizákhoz képest relatíve erősödött. A 3 hónapos BUBOR minimálisan – 1 bázisponttal – 0,27 százalékra emelkedett. Az állampapírpiazi hozamgörbe rövidebb szakasza kisebb, míg a hosszú szakasza nagyobb mértékben mérséklődött, így az állampapír hozamgörbe meredeksége csökkent. A hosszú lejáratú állampapírok aukcióján az erős kereslet miatt több esetben is a meghirdetett felett bocsátott ki az adósságkezelő.

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

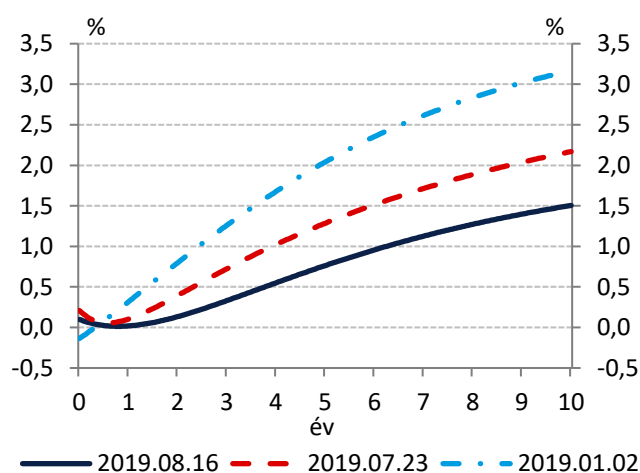


Forrás: Bloomberg

**A forint euróval szembeni árfolyama a júliusi kamatdöntés óta 0,5 százalékkal a 326-as szintről 327,5-ig gyengült** (14. ábra). A forint enyhén erősödött a régióban, mivel a cseh korona közel 1 százalékkal, míg a zloty 2,6 százalékkal gyengült a lengyel jelzáloghitelekkel kapcsolatos EU-s döntés után.

A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR minimálisan, 1 bázisponttal alakult magasabban, így az időszak végén 27 bázisponton állt. **Az állampapírpiazi hozamgörbe rövidebb szakasza kis mértékben toldott lejjebb, míg középső és hosszabb szakasza nagyobb mértékben mérséklődött.** A hozamgörbe rövid szakaszán 5 bázispont körüli, a középsőn 10-60, a hosszú szakaszon pedig 60-80 bázispontos volt a csökkenés, így az állampapírpiazi hozamgörbe laposabbá vált az időszak során (15. ábra).

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

**A rövid lejáratú forint államkötvény-aukciókat mérsékelt kereslet jellemezte, ugyanakkor az átlaghozamok továbbra is rekord alacsony szinten alakultak. A hosszú lejáratú papírok esetében erős volt a kereslet, és csökkentek az átlaghozamok.** A 3 és 12 hónapos kincstárjegyek aukcióján a mérsékelt kereslet ellenére minden alkalommal a meghirdetettnek megfelelő mennyiségű állampapírt bocsátott ki az ÁKK. A 3 hónapos aukciók átlaghozama továbbra is 0 százalék közelében mozgott az előző időszakhoz hasonlóan. A 12 hónapos DKJ aukciókon az átlaghozam ugyanakkor 14 bázisponttal, 0,04 százalékra tovább csökkent. A hosszabb lejáratú állampapírok aukcióján végig erős volt a kereslet, így több esetben is a meghirdetett mennyiség felett fogadott el az ÁKK, főként a 10 éves lejáraton. Az 5 és 10 éves papír átlaghozama rendre 0,75 és 1,58 százalékon alakult, amelyek mintegy 70 és 80 bázisponttal voltak alacsonyabbak az előző időszak utolsó aukciós átlaghozamainál. A hazai 5 éves CDS-felár az időszak során 1 bázisponttal csökkent, jelenleg 77 bázispont.

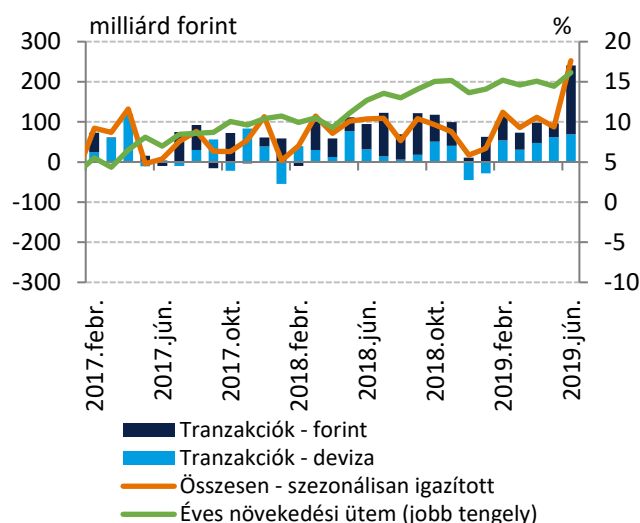
**A külföldiek forint állampapír állománya csökkent.** A nem rezidensek kezében lévő állomány 137 milliárd forinttal 4356 milliárd forintra csökkent. A teljes állományon belüli arányuk 1 százalékponttal mérséklődött, így az időszak végén a piaci állomány 24,5 százalékának közelében alakult.



## 3. Hitelezési feltételek

Júniusban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 240 milliárd forinttal növekedett a tranzakciók eredőjeként. A hitelintézetek háztartási hitelállománya 61 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, így a hitelállomány éves növekedési üteme az elmúlt hónaphoz hasonlóan 8,4 százalékon alakult.

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

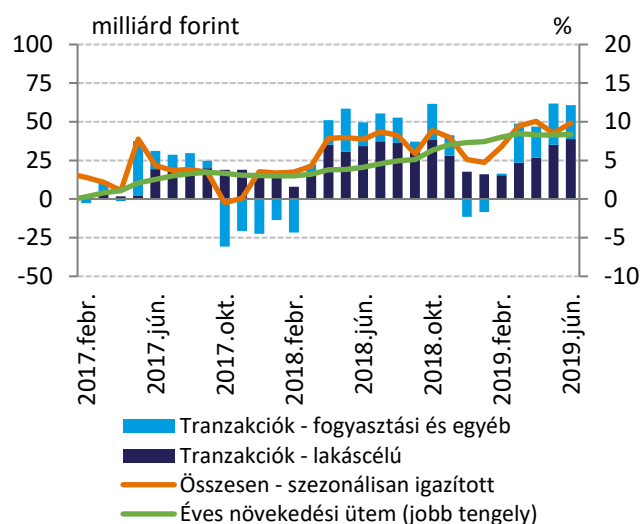


Forrás: MNB

Júniusban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 240 milliárd forinttal növekedett a tranzakciók eredőjeként (16. ábra). Devizális bontásban a forinthitel állománya 171 milliárd forinttal, a devizahiteleké 69 milliárd forinttal emelkedett. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme ezáltal 16,2 százalékon alakult, ami a ciklus eddigi legmagasabb értékének számít. Az új szerződéskötések volumene a pénzügyi ügyletek kiszűrése mellett mintegy 380 milliárd forintra emelkedett júniusban. A dinamikus bővüléshez hozzájárultak egyedi, nagy összegű, elsősorban euróban denominált ügyletek.

A hitelintézetek háztartási hitelállománya 61 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, így a hitelállomány éves növekedési üteme az elmúlt hónaphoz hasonlóan 8,4 százalékon alakult (17. ábra). Az új szerződéskötések értéke a hónapban 167 milliárd forintot tett ki. Az új kibocsátásban továbbra is a lakáshitelek (81 milliárd forint) és a személyi kölcsönök (47 milliárd forint) domináltak. A háztartások kamatkockázatát mérsékli, hogy az új kibocsátáson belül gyakorlatilag megszűnt a változó kamatozású hitelkihelyezés, és a júniusban megkötött legalább 5 éves kamatperiódusú lakáshitel szerződések közel kétharmada Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel volt.

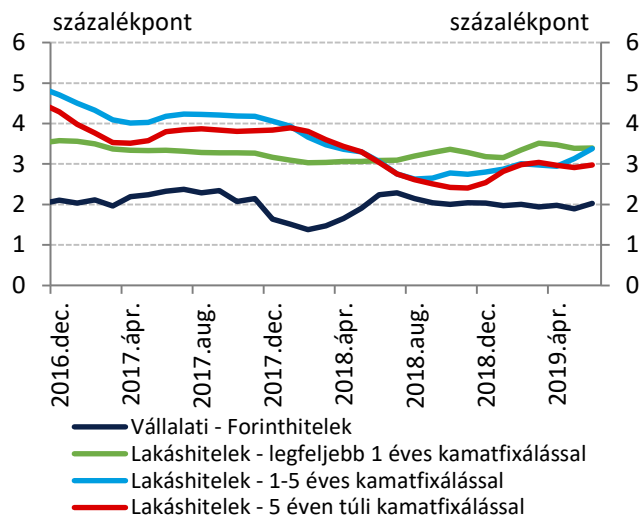
17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



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 2019. júniusban 2,03 százalékpont volt, ami 14 százalékpontos növekedést jelent az előző hónaphoz képest (18. ábra).** A változó kamatozású lakáscélú hitelek THM alapú simított átlagos kamatfelára nem változott a hónap során és 3,39 százalékpontot tett ki júniusban. A legfeljebb 5 évre fixált hitelek esetében ez az érték 3,37 százalékpontot, az 5 éven túl fixáltak esetében pedig 2,98 százalékpontot mutatott júniusban. A rögzített kamatozású hitelek átlagos felára továbbra is alacsonyabb, mint a változó kamatozású hiteleké.