



MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2019. február 26-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

2019
február

Közzététel időpontja: 2019. március 13. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2019. február 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-rovidített-jegyzokonyvei>

Tartalom

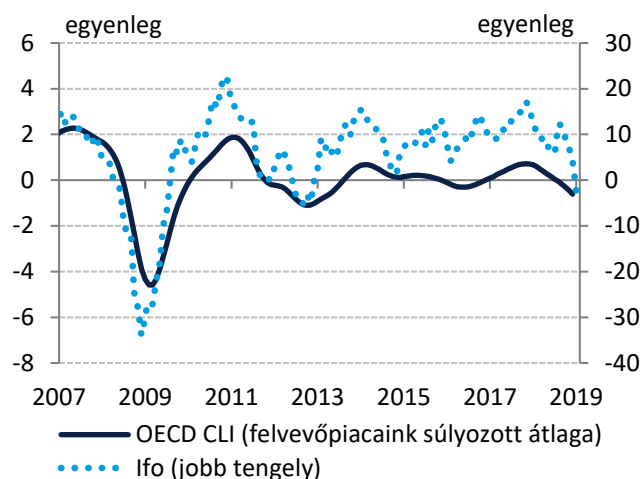
Tartalom	3
1. Makrogazdaság.....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok	6
1.2.1. Gazdasági növekedés.....	6
1.2.2. Foglalkoztatás	7
1.3. Infláció és bérek.....	9
1.3.1. Bérezés.....	9
1.3.2. Inflációs folyamatok.....	9
1.4. Költségvetési folyamatok.....	10
1.5. 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

2018-ban az Egyesült Államok GDP bővülése élénkebb, míg az eurozóna gazdasági növekedése lassuló ütemben folytatódott. Az eurozóna növekedési kilátásai jelentősen romlottak az elmúlt hónapokban. Összességében a világgazdaság lassulására utaló kockázatok erősödtek az elmúlt időszakban.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



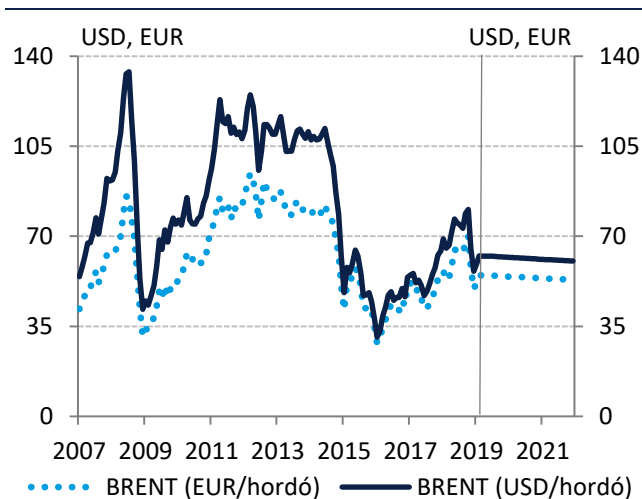
Forrás: OECD, Ifo

2018 negyedik negyedévében a világgazdaság növekedése folytatódott. Az Egyesült Államok negyedik negyedéves

GDP-jének alakulásáról egyelőre nem áll rendelkezésre adat, azonban a várakozások alapján a növekedés folytatódott az év végén. 2018-ban az USA gazdasági növekedésének legfontosabb hajtóereje a belső kereslet volt, elsősorban a lakossági fogyasztás támogatta a bővülést. Az amerikai gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások rövid távon összességében kedvezőek, amihez hozzájárulnak az adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program gazdaságösztönző hatásai is. Azonban 2020-tól a növekedéstámogató intézkedések kifutása az amerikai gazdaság teljesítményére lefelé mutató kockázatot jelent. 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 negyedéveknél lassabb ütemben folytatódott 2018 negyedik negyedévében. **Az előző év azonos időszakához viszonyított növekedés 1,2, az előző negyedévhez mért növekedés 0,2 százalékon alakult.** Legfőbb külkereskedelmi partnerünk (Németország) gazdasági teljesítménye lényegében stagnált a negyedik negyedévben, így éves alapon összességében 1,4 százalékkal emelkedett a tavalyi évben. A harmadik negyedévben tapasztalt, előző negyedévhez viszonyított visszaesést 2018 utolsó három hónapjában enyhe pozitív korrekció követte. A **német gazdaság idei teljesítményére vonatkozó várakozások tovább mérséklődtek** az elmúlt időszakban, ami elsősorban a gyenge ipari termeléssel magyarázható. Németország ipari termelése jelentős csökkenést mutatott decemberben, amihez az alágazatok széles köre hozzájárult. A német ipari új rendelések decemberben számottevően csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva, ugyanakkor a járműipari új rendelések száma ismét növekedést mutatott. Emellett a német gazdasági kilátásokat megragadó Ifo várakozások indexe közel hároméves mélypontra csökkent decemberben (1. ábra).

2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2018 negyedik negyedévében is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának. Szezonálisan igazított adatok alapján Lengyelországban 4,6, Szlovákiában 4,0, míg Csehországban 2,9 százalékos GDP-növekedést regisztráltak a negyedik negyedévben. Románia gazdasági teljesítménye a 2017-es kimagasló növekedés után tovább lassult a negyedik negyedévben, így a román GDP 4,0 százalékkal emelkedett éves összevetésében. A régiós országok növekedését továbbra is a dinamikus bővülő belső kereslet támogatta.

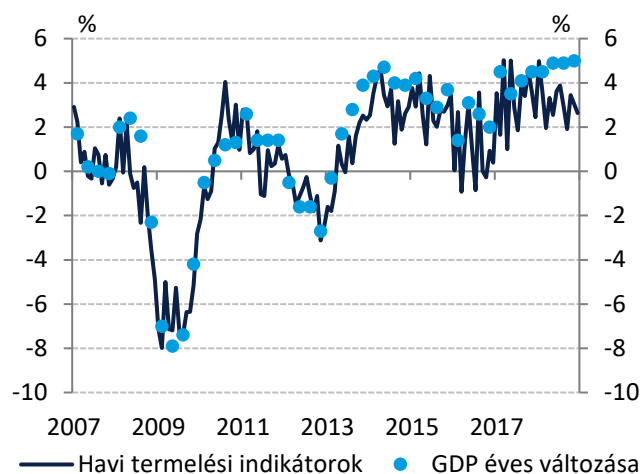
Az euroövezet növekedési kilátásait illetően továbbra is a lefelé mutató kockázatok dominálnak. A globális konjunktúrát tekintve az elmúlt hónapokban a kereskedelmi feszültségek fennmaradása jelentette a legjelentősebb pénzügyi és növekedési kockázatot. Emellett az európai növekedésre nézve lefelé mutató kockázatként azonosítható az elmúlt időszak romló ipari termelése, a kínai gazdaság lassulása, valamint a feltörekvő piacokon tapasztalható törékeny pénzügyi környezet miatti bizonytalanság. Emellett az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése és Olaszország magas államadósságból fakadó sérülékenysége továbbra is kockázatként azonosítható.

Az euroövezeti infláció továbbra is a cél alatt alakult januárban. A fogyasztóiár-index az olajárak csökkenése következtében 1,4 százalékra csökkent, míg a maginfláció 1,1 százalékon alakult, amelyet a szolgáltatások árdinamikájának emelkedése okozott. A Fed által kiemelten figyelt inflációs mutató, a személyi fogyasztási kiadások indexe (PCE) 1,8 százalékra lassult novemberben, míg a kínai fogyasztóiár-index éves összehasonlításban 1,7 százalékra csökkent januárban. Az olaj világpiaci ára februárban 65 dollár fölé emelkedett (2. ábra). Az árak emelkedését az OPEC-tagállamok tavaly decemberi megállapodásában foglalt kitermelés-csökkentés következtében mérséklődő kínálat okozta. Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világpiaci ára emelkedett januárban.

1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

A KSH előzetes adatai alapján a bruttó hazai termék 5,0 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest 2018 negyedik negyedében. A növekedést a legtöbb nemzetgazdasági ág támogatta, legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások járultak hozzá a GDP bővüléséhez. 2018 negyedik negyedében az aktivitás és a foglalkoztatás emelkedésével párhuzamosan a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra csökkent. 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

1.2.1. Gazdasági növekedés

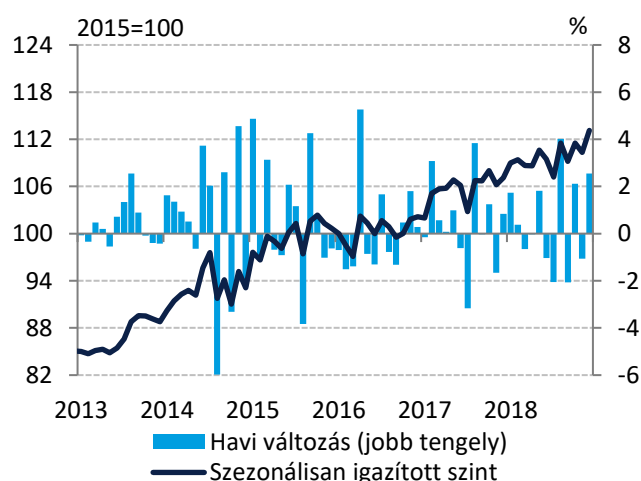
A KSH előzetes adatai alapján a bruttó hazai termék 5,0 százalékkal emelkedett 2018 negyedik negyedében az előző év azonos időszakához képest. Az előző negyedévhez viszonyítva 1,1 százalékkal bővült a hazai GDP a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján. Termelési oldalról a növekedéshez a legtöbb nemzetgazdasági ág hozzájárult, legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások támogatták a GDP emelkedését (3. ábra). Felhasználási oldalról a belső keresleti tényezők – fogyasztás és beruházás – dinamikus bővülése járulhatott hozzá a legnagyobb mértékben a gazdaság növekedéséhez.

2018 decemberében az ipari kibocsátás 5,4 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az előző hónaphoz képest a termelés szintje 2,5 százalékkal csökkent (4. ábra). Az alágazatok termelése összességében kedvező képet mutatott, a nagy súlyú járműgyártás termelése az előző hónaphoz hasonlóan ismét bővült, emellett az elektronikai termékek gyártása, és az élelmiszeripar jelentős mértékben támogatta az ipari termelés élénk növekedését. A német ipari termelés az elmúlt hónapokban tartósan csökkenő trendet mutatott, decemberben ismét mérséklődött, emellett a német ipari új rendelések állománya tovább csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva.

2018 decemberében az export euróban számított értéke – az ipari termelés teljesítményével párhuzamosan – 2,7 százalékkal emelkedett, míg az importé 5,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, így a külkereskedelmi többlet 173 millió euróval csökkent. Az export- és importárak historikus összevetésben is érdemi emelkedést mutattak novemberben. 2018 novemberben a külkereskedelmi cserearány romlása lassult - 1,3 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva -, amit az ásványi fűtőanyagok és vegyi termékek relatív árának emelkedése okozott.

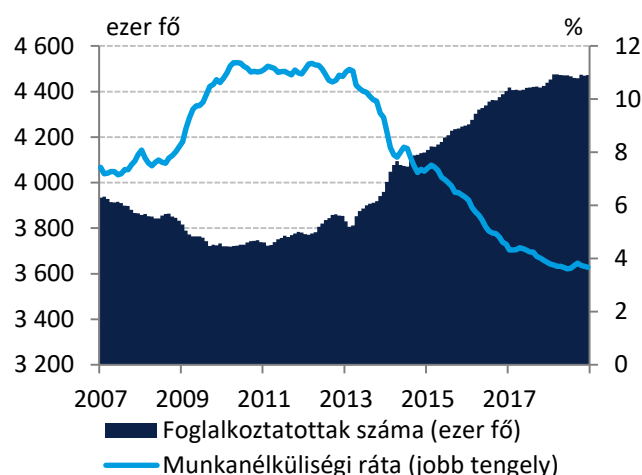
2018 decemberében 17,5 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest, míg az előző hónaphoz viszonyítva 2,4 százalékkal csökkent a kibocsátás. A termelés az épületek és az egyéb építmények építése esetén is bővült. A termelés növekedése mögött az épületek építése esetében ipari, kereskedelmi és

4. ábra: Az ipari termelés alakulása



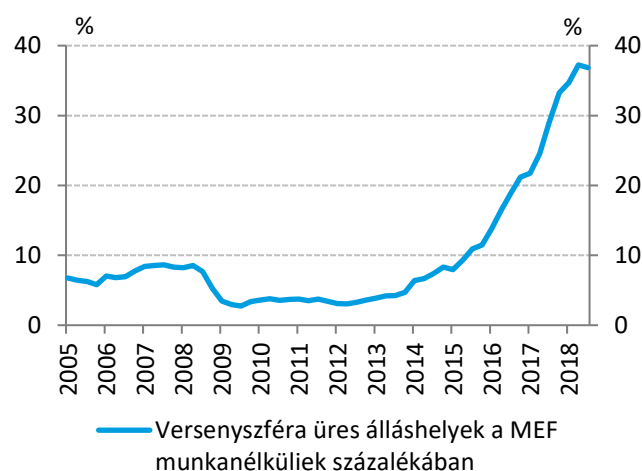
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

6. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

Forrás: NFSZ, KSH

lakóépületek építése állt. Az egyéb épületek építése az állami beruházásoknak, elsősorban infrastruktúra fejlesztéseknek (út, vasút, közmű) köszönhetően emelkedett. A **megkötött új szerződések volumene jelentősen csökkent** az előző év azonos időszakához viszonyítva, ami a 2017. decemberi magas bázissal magyarázható, ezen belül az épületek építésére kötött szerződések száma nőtt, míg az egyéb építmények esetén jelentős csökkenés történt az egy évvel korábbi értékhez képest. Az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene mindkét építménycsoportban elmaradt az egy évvel korábbi értéktől.

Decemberben az előzetes adatok alapján a **kiskereskedelmi értékesítések volumene a nyers adatok szerint 3,7 százalékkal bővült a tavalyi év azonos időszakához képest**. A naptárhatással igazított adatok alapján az értékesítések volumene 4,1 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva. A kiskereskedelmi forgalom az előző hónapoz képest 0,2 százalékkal bővült. A kiskereskedelmi értékesítések szerkezetét tekintve - az élelmiszer termékek értékesítésén kívül - a termékek széles körében tovább bővült a forgalom decemberben. A nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek forgalmának számottevő bővülése továbbra is jelentős mértékben támogatta a növekedést, míg az élelmiszer jellegű termékforgalom stagnálása visszafogta a teljes kiskereskedelmi értékesítések bővülését.

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés (szezonálisan igazított) adatai alapján 2018 negyedik negyedévében mind a gazdaságilag aktívák száma, mind a foglalkoztatottak száma emelkedett. **A nemzetgazdasági foglalkoztatottság emelkedése a versenyszférához köthető**, az állami szféra foglalkoztatottsága nem változott számottevően. A közfoglalkoztatásban résztvevők száma 131 ezer főre csökkent. A versenyszférán belül a feldolgozóipar és az építőipar foglalkoztatása emelkedett, míg a piaci szolgáltató szektor foglalkoztatása csökkent. A külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 110 ezer főre emelkedett. **Az aktivitás és a foglalkoztatás emelkedésével párhuzamosan a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra csökkent** (5. ábra).

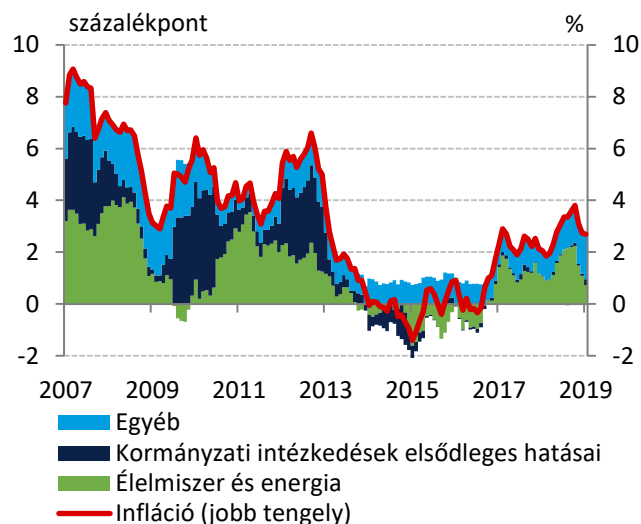
2018 harmadik negyedévében az üres álláshelyek aránya alapján a feldolgozóiparban változatlanul magas szinten alakult, míg a piaci szolgáltató szektorban enyhén tovább emelkedett a vállalatok munkaerő-kereslete. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt, a

munkaerőpiac feszességét mérő mutató továbbra is magas szinten alakult (6. ábra).

1.3. Infláció és bérek

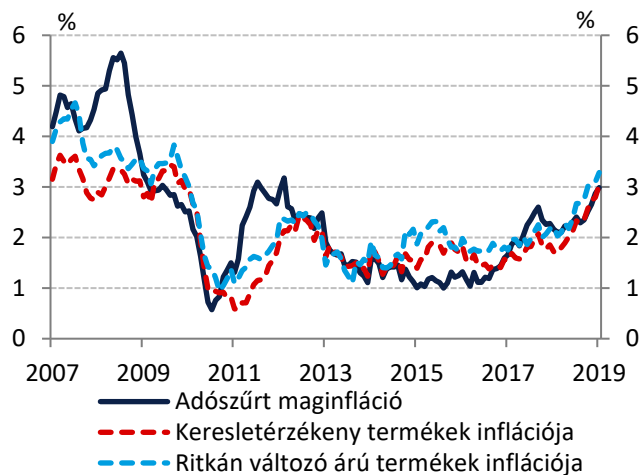
2019 januárjában az infláció 2,7, a maginfláció 3,2, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,0 százalék volt. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatóink emelkedtek az előző hónaphoz képest. 2018 decemberében 10,1 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest. A folytatódó erőteljes bérdinamikához a bérezési alapfolyamatot meghatározó historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a minimálbér és a garantált bérminimum 8, illetve 12 százalékos emelése járult hozzá, valamint a szociális hozzájárulási adó 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 decemberében 10,1 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 8, illetve 12 százalékos emelése járult hozzá, valamint a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékpontos csökkentése is támogatta a vállalatok bérezését. A rendszeres átlagkereset a szokásos decemberi szezonizációtól eltérően nem változott havi alapon, a prémiumkifizetések mértéke az előző éveknél erőteljesebben alakult.

1.3.2. Inflációs folyamatok

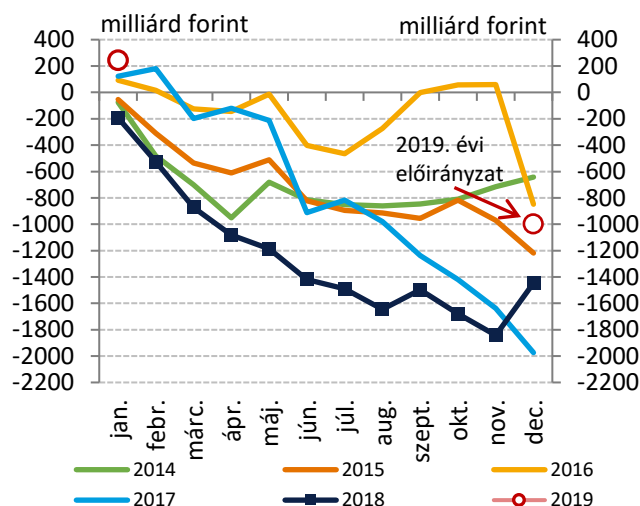
2019 januárjában éves összevetésben az infláció 2,7, a maginfláció 3,2, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,0 százalékon alakult (7. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció nem változott.

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció januárban 3,0 százalékra emelkedett, amit főként a piaci szolgáltatások árának növekedése okozott. A többi tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink (a keresletérzékeny és ritkán változó árú termékek és szolgáltatások éves inflációja) is emelkedett az előző hónaphoz képest (8. ábra). 2018 decemberében a mezőgazdasági termelők árak éves összevetésben 5,8, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 2,3 százalékkal emelkedtek.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2019 januárjában 244 milliárd forintos többlettel zárt, ami magasabb, mint a korábbi évek első havi pénzforgalmi egyenlege.

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



Forrás: 2018. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszere 2019 januárjában 244 milliárd forintos többlettel zárt, ami magasabb, mint a korábbi évek első havi pénzforgalmi egyenlege (9. ábra). A jelentős januári többlet elsősorban a számottevő uniós támogatásokkal kapcsolatos pénzforgalmi bevételhez, valamint az adóbevételek dinamikus növekedéséhez köthető.

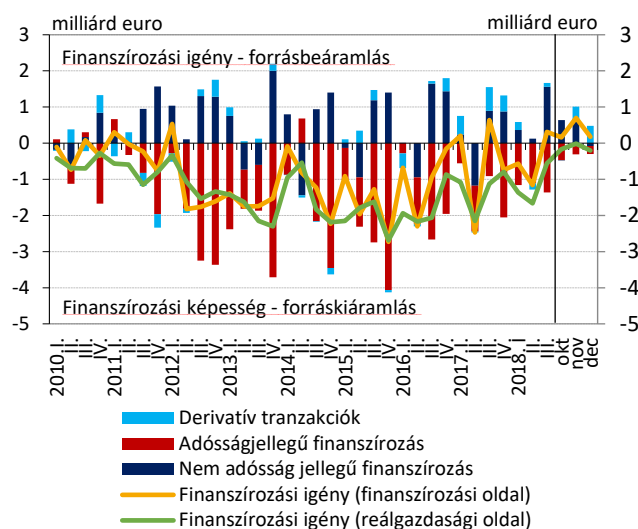
A **központi alrendszer adó- és járulékbevételei** jelentősen, több mint 240 milliárd forinttal voltak magasabbak, mint 2018 januárjában, ami részben az áfavisszaulásokot érintő szabályváltozáshoz, valamint a bérekhez kapcsolódó bevételek dinamikus emelkedéséhez kötődik. Az európai uniós támogatásokkal kapcsolatos pénzforgalmi bevételek a tavaly januárinál több mint 220 milliárd forinttal magasabban alakultak.

A **központi alrendszer kiadásai** 2019 januárjában mérsékelten emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. Az alrendszer kiadásai a költségvetési szervek kiadásainak számottevő növekedése ellenére mindössze közel 70 milliárd forinttal haladták meg a tavalyi év januári kiadásait, köszönhetően az európai uniós támogatásokkal kapcsolatos kifizetések mérséklődésének. A családtámogatások, szociális juttatások jelentős növekedése a februári támogatások előrehozott kifizetéséhez kapcsolódik.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A gazdaság külső finanszírozási képessége decemberben 201 millió euróra emelkedett, ami a folyó fizetési mérleg 90 millió eurós hiánya és a tőkemérleg 291 millió eurós többlete mellett alakult ki. A pénzügyi mérleg adatai alapján decemberben folytatódott a nettó FDI-beáramlás és a nettó külső adósság csökkenése.

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

A gazdaság külső finanszírozási képessége decemberben 201 millió euróra emelkedett, ami a folyó fizetési mérleg 90 millió eurós hiánya és a tőkemérleg 291 millió eurós többlete mellett alakult ki. A folyó fizetési mérleg hiányának enyhe emelkedése a külkereskedelmi egyenleg szezonális tényezők miatti csökkenéséhez kötődött, míg a tőkemérleg aktívuma a jelentős EU-forrás felhasználásnak köszönhetően nőtt. A bővülő ipari termeléssel összefüggésben emelkedő export dinamikáját meghaladta a belső keresleti tételekhez köthető import növekedési üteme, ami mérsékelte a külkereskedelmi többletet. Az EU-transzferek felhasználásának emelkedése növelte a transzferegyleg többletét, míg a jövedelemegyenleg hiánya nem változott jelentősen a hónap során.

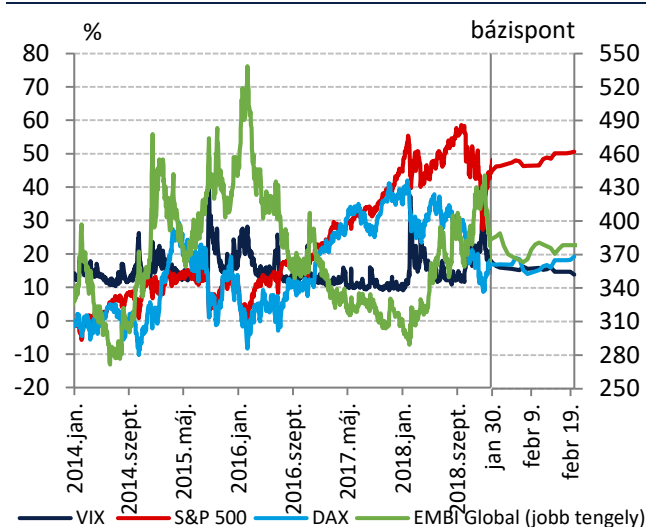
A pénzügyi mérleg adatai alapján decemberben folytatódott a nettó FDI-beáramlás és a nettó külső adósság csökkenése. A nettó közvetlentőke befektetések emelkedéséhez a külföldi vállalatok tulajdonosi hiteleinek bővülése és újrabefektetett jövedelme járult hozzá. A nettó közvetlentőke-beáramlás hatását a rezidensek külföldi portfóliórészesvény kifejtetéséhez köthető forráskiáramlás ellensúlyozta, így a nem adóssággeneráló források összességében mérséklődtek. A nettó külső adósság 220 millió euróval csökkent tovább decemberben. A mérséklődés döntő részben a devizatartalék emelkedéséhez kötődött, de kismértékben a vállalati szektor nettó külső adóssága is csökkent. A bankrendszer nettó külső adóssága emelkedett, mivel a szektor külföldi eszközeinek csökkenése meghaladta a tartozások mérséklődését (10. ábra).

2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta a korábbi időszaknál kedvezőbben alakult a globális pénzpiaci hangulat. Ehhez elsősorban a globálisan meghatározó jegybankok óvatosabb kommunikációja, az újabb amerikai kormányzati leállás csökkenő valószínűsége és az amerikai-kínai kereskedelmi tárgyalások kedvező alakulásáról szóló sajtóhírek járultak hozzá. Azonban továbbra is bizonytalanságot okoznak a globális lassulás miatti aggodalmak, valamint a brit kilépéssel kapcsolatos fejlemények.

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



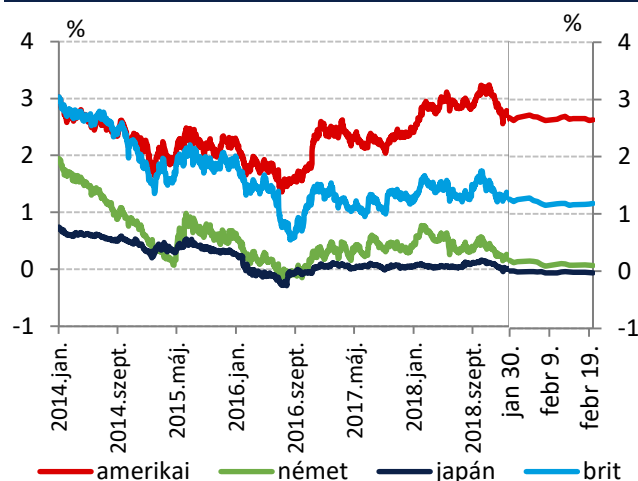
Forrás: Bloomberg

Az előző kamatdöntés óta a korábbi időszaknál kedvezőbben alakult a globális befektetői hangulat, mivel több negatív kockázati tényező bekövetkezésének a valószínűsége is csökkent. A VIX-index a januári kamatdöntés előtti szinthez képest 5 százalékponttal csökkenve 15 százalék közelében alakult az időszak végén (11. ábra). A kötvénypiaci folyamatokban is a kockázatkerülés mérséklődését lehetett megfigyelni: a feltörekvő piaci EMBI Global felár tovább csökkent, és január közepe óta folyamatosan 400 bázispont alatt ingadozik, az amerikai kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index 50 bázisponttól a hangulat javulásával párhuzamosan 46 bázispontra mérséklődött. A piaci hangulat alakulását elsősorban a globálisan meghatározó jegybankok óvatosabb kommunikációja, az újabb amerikai kormányzati leállás csökkenő valószínűsége és az amerikai-kínai kereskedelmi tárgyalások kedvező alakulásáról szóló sajtóhírek határozták meg. Ugyanakkor továbbra is bizonytalanságot okoznak a globális lassulás miatti aggodalmak, valamint a brit kilépéssel kapcsolatos fejlemények.

Az USA újabb részleges kormányzati leállását sikerült elkerülni. Noha Donald Trump aláírta a kongresszusi költségvetési javaslatot, amely a mexikói fal építésére az elnök által javasoltnál jóval kisebb összeget irányoz elő, Trump elnök kilátásba helyezte, hogy a fal építéséhez szükséges eredeti összeg előteremtésének érdekében szükségállapotot hirdet.

Jelentősen hozzájárult a piaci hangulat javulásához, hogy az USA és Kína közötti tárgyalások a hírek szerint kedvező irányban haladnak, azonban konkrét bejelentések egyelőre még nem történtek. Február közepén magas szintű találkozóra került sor a két ország képviselői között, és sajtóértesülések szerint a tárgyalásokon előrelépések történtek a meg egyezés felé, azonban konkrétumok egyelőre nem kerültek napvilágra. Elemzők szerint amennyiben létrejön a megállapodás, arra feltehetően a márciusban vagy áprilisban esedékes elnöki szintű

12. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

találkozó alkalmával kerülhet sor. Korábban az amerikai elnök úgy nyilatkozott, hogy kész az USA által kitűzött, március 1-jén lejáró határidőt meghosszabbítani, amennyiben a tárgyalások során érdemben közelebb kerül a két fél álláspontja.

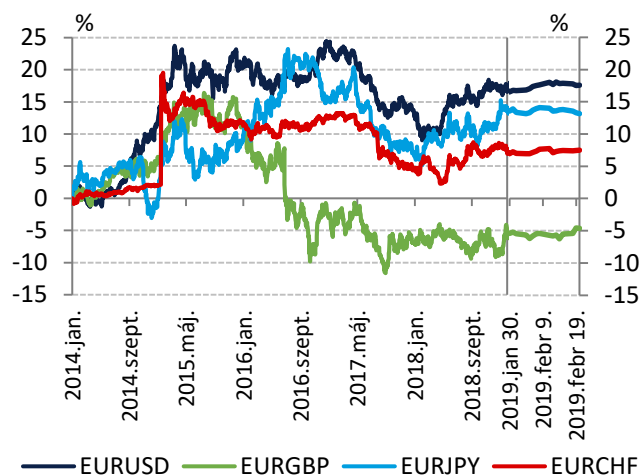
Az eurozónát illetően azonban erősítették a befektetői aggodalmakat a közelmúltban publikált negyedik negyedéves GDP-adatok: a német gazdaság negyedéves alapon stagnált, míg az olasz gazdaság recesszióba süllyedt. **A német gazdaságban az utóbbi hónapokban számos jel mutatott a növekedés lassulásának irányába:** többek között az üzleti és lakossági bizalmi indexek, az új exportmegrendelések, illetve a feldolgozóipari beszerzésimenedzser-indexek is jóval a várakozások alatt alakultak.

Theresa May Brüsszelben találkozott az Európai Bizottság elnökével, hogy tovább tárgyaljanak olyan lehetséges megoldásról, amely az ír tartalékmegállapodást (backstop) elfogadhatóvá teszi az angol parlament számára. Theresa May kormánya várhatóan egy módosított javaslatot fog benyújtani a parlamentnek a február 27-én esedékes következő szavazáson. Amennyiben ezt az indítványt is elutasítja a parlament, akkor szakértők szerint növekvő esély van arra, hogy Nagy-Britanniának kezdeményeznie kell a március végi kilépési határidő meghosszabbítását.

A kedvező piaci hangulatban a fejlett piaci tőzsdeindexek erőteljesebben, míg a feltörekvő piaci indexek kisebb mértékben emelkedtek az időszak során. A legnagyobb emelkedést a főbb amerikai részvényindexek mutatták, amelyek több mint 5 százalékkal emelkedtek. Az USA és Kína közötti kereskedelmi vitával kapcsolatos kedvezőbb hírek, a kiárazódó jegybanki kamatemelési várakozások és a globális növekedési aggodalmak ideiglenes háttérbe szorulása pozitívan hatott a fejlett tőzsdeindexekre. Az európai részvényindexek szintén többségében emelkedtek, így a fejlett piacokat reprezentáló MSCI-index összességében 4,5 százalékkal nőtt. A feltörekvő piaci teljesítményt mérő kompozit MSCI-index ugyanakkor némileg kisebb, két százalékos növekedést mutatott.

Mind a fejlett, mind a feltörekvő piaci hosszú állampapírhozamok mérséklődtek. A fejlett piacokon az amerikai hosszú hozam 6 bázisponttal 2,65 százalékra, a német hozam 10 bázisponttal 0,1 százalékra csökkent, illetve a japán hosszú hozam is 2 bázisponttal mérséklődött (12. ábra). A periférián csak az olasz 10 éves hozam emelkedett 20 bázisponttal, az ottani belpolitikai feszültség következtében, míg a portugál és görög hozam a globális

13. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Reuters

tendenciákkal összhangban csökkent. A feltörekvő kötvénypiacokat reprezentáló EMBI Global mutató összességében 8 bázispontot csökkent az időszak során, amely a feltörekvő régióval kapcsolatos megítélés javulását tükrözi, csakúgy, mint a feltörekvő hosszú hozamok csökkenése.

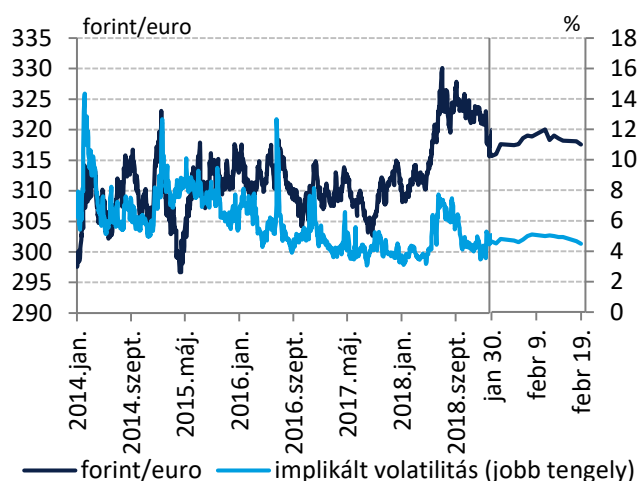
A dollár erősödött a legtöbb fejlett és feltörekvő devizával szemben. A dollár euróval, japán jennel és svájci frankkal szembeni árfolyama összességében 1-1,5 százalékkal erősödött, míg az angol fonttal szembeni árfolyama közel 2 százalékkal értékelődött fel. Az időszak folyamán a feltörekvő devizák többsége szintén leértékelődött a dollárral szemben (13. ábra).

Az olajárak elsősorban a kínálati oldali fejlemények hatására emelkedtek az időszak során. A főbb olajfajták hordónkénti ára 5-8 százalékkal emelkedett az előző kamatdöntés óta, év eleje óta pedig több mint 20 százalékos az emelkedés. Az OPEC friss jelentése szerint a szervezet januárban 800 ezer hordóval 30,8 millió hordóra mérsékelte kitermelését, azaz lényegében teljesítette a tavaly év végi egyezményben foglalt vállalását. Ebben jelentős szerepe volt Szaúd-Arábiának, amely már decemberben hozzávetőleg 450 ezer, majd januárban újabb 350 ezer hordóval csökkentette kitermelését. Az OPEC-en kívüli, de az egyezményhez csatlakozó országok azonban jóval kisebb mértékben teljesítették vállalásukat. Ezenkívül az árak emelkedése irányába jelent kockázatot az USA Venezuela és Irán elleni szankciója, amelynek az olajkínálatra kifejtett hatása jelentős bizonytalanság forrása. A további áremelkedést ugyanakkor mérsékelheti a globális gazdaság lassulása, illetve az USA rekordmagas kitermelése.

2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

A forint az előző kamatdöntés óta eltelt időszak első felében gyengült, majd erősödött, így összességében minimálisan mozdult el az időszak során. A 3 hónapos BUBOR továbbra is 15 bázisponton áll. Az állampapírpiazi hozamgörbe laposabbá vált, miután a rövid lejáratokon kisebb, míg hosszabb lejáratokon nagyobb hozamcsökkenés ment végbe.

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

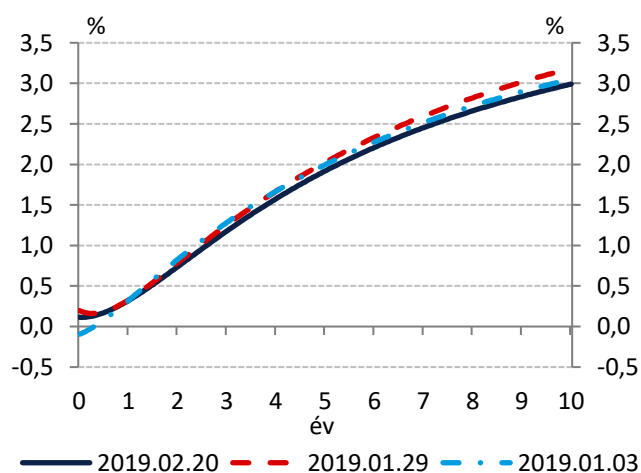


Forrás: Bloomberg

A forint euróval szembeni árfolyama a januári kamatdöntést követően csaknem 315-ös szintig erősödött, majd február első felében gyengült. Az elmúlt egy héten ugyanakkor majdnem az előző kamatdöntés körüli szintre erősödött vissza, így havi összesítésben minimálisan változott, 0,2 százalékkal gyengült a forint. A régiós devizák szűk sávban mozogtak: a cseh korona és a román lej enyhén erősödött, míg a lengyel zloty 0,85 százalékkal gyengült (14. ábra).

A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR nem változott, továbbra is 15 bázisponton áll. Az állampapírpiazi hozamgörbe 3 éven belüli szakasza alig változott, míg a középső és hosszabb szakaszon mérséklődött. A rövid szakaszon a csökkenés mértéke 2-4 bázispont volt, míg a középső szakasz esetében 10-14, a tíz év körüli szakaszon pedig 20 bázispontos csökkenés ment végbe, így az állampapírpiazi hozamgörbe összességében laposabbá vált (15. ábra).

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

A forint államkötvény-aukciókon erős volt a kereslet. A 3 hónapos aukciók átlaghozama az időszak nagy részében 0,02 százalékon alakult. A 3 hónapos kincstárjegy aukcióján jellemzően alacsonyabb kereslet jelentkezett, azonban csak az első aukció esetében fogadott el a felajánlott mennyiségnél kevesebbet az ÁKK. A 12 hónapos DKJ aukciókon erősebb kereslet mellett az átlaghozam 3 bázisponttal 0,38 százalékra csökkent. A hosszabb lejáratú állampapírok aukcióján általánosan erős volt a kereslet, így a legtöbb esetben az ÁKK ráemelését is végre tudott hajtani. Az átlaghozamok jellemzően csökkentek az előző időszakhoz képest, különösen a 3 éves papír esetében.

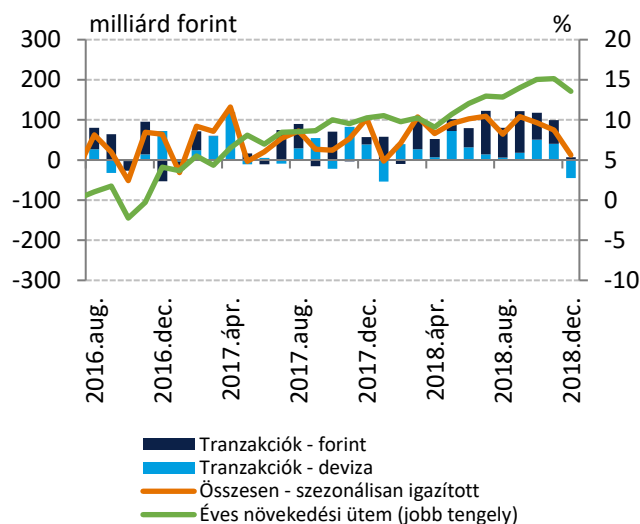
A hazai 5 éves CDS-felár nem változott, így jelenleg is 86 bázisponton áll, amely összhangban van a régiós felárak változatlan szintjével.

A külföldiek kismértékben, 32 milliárd forinttal növelték forint állampapír állományukat. A nem rezidensek kezében lévő állomány így 4225 milliárd forint körüli szintre nőtt, és arányuk továbbra is 23 százalék közelében alakult.

3. Hitelezési feltételek

Decemberben a hitelintézetek vállalati hitelállománya 38 milliárd forinttal csökkent a tranzakciók eredőjeként. A hitelintézetek háztartási hitelállománya 5 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként. Így a hitelállomány éves bővülése 7,3 százalékot tett ki 2018 év végén.

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

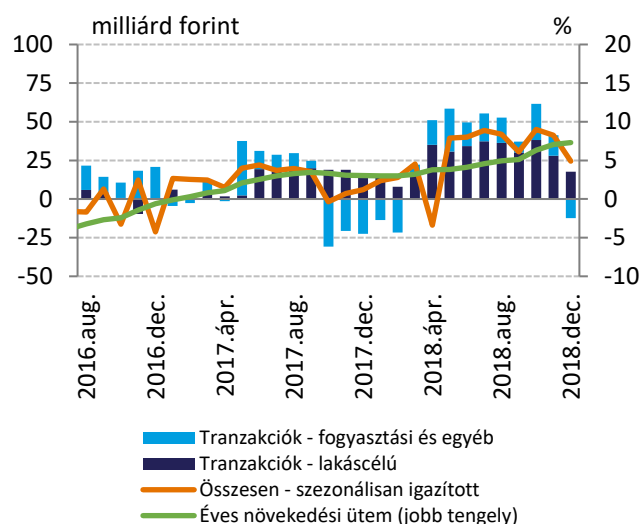


Forrás: MNB

Decemberben a hitelintézetek vállalati hitelállománya 38 milliárd forinttal csökkent a tranzakciók eredőjeként (16. ábra). Devizális bontásban a forinthitel állománya 7 milliárd forinttal növekedett, míg a devizahiteleké 45 milliárd forinttal csökkent. 2018 év végén a vállalati hiteldinamika enyhén korrigált és 13,6 százalékra enyhült. A pénzpiaci jellegű ügyletek nélkül a hitelkibocsátás volumene a hónap során 221 milliárd forintot tett ki.

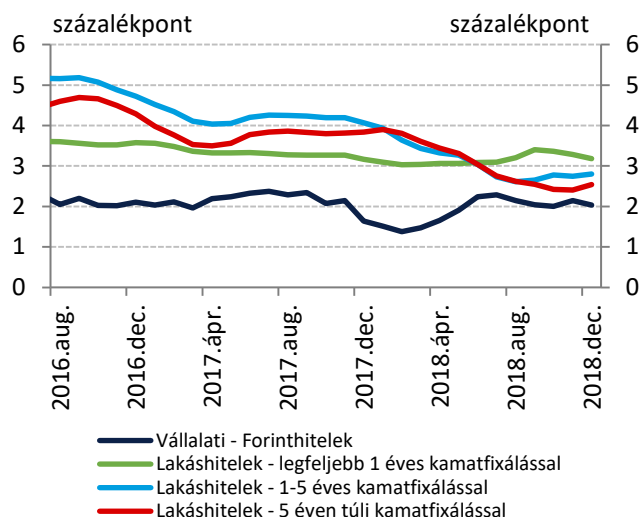
A hitelintézetek háztartási hitelállománya 5 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként. Így a hitelállomány éves bővülése 7,3 százalékot tett ki 2018 év végén (17. ábra). Az új szerződéskötések értéke a hónapban 114 milliárd forintot tett ki. Az új kibocsátású hitelek 12 havi kumulált értéke a lakáshitelek esetében 31 százalékkal, míg a fogyasztási hitelek esetében 47 százalékkal nőtt. A Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel termékek 2017. szeptembere óta összesen 336 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 folyamán fokozatosan csökkent a legfeljebb 1 éves kamatfixálású (változó kamatozású) hitelek aránya, ami decemberben 5,1 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 69 százalékát tették ki decemberben. 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 decemberben 15 bázisponttal 2 százalékponttal csökkent (18. ábra). A kisösszegű piaci hitelek felára azonban – amelyet jellemzően kkv-k vesznek fel – 80 bázisponttal haladja meg a többi visegrádi ország átlagát. A változó kamatozású lakáscélú hitelek THM alapú simított átlagos kamatfelára 2017 szeptemberéhez viszonyítva 10 bázisponttal csökkent, értéke 3,2 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 130 bázisponttal 2,55 százalékponttal csökkent, így a rögzített kamatozású hitelek átlagos felára jelenleg alacsonyabb, mint a változó kamatozású hiteleké.