



MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2019. JÚNIUS 25-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

2019

június

Közzététel időpontja: 2019. július 10. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2019. június 19-ig rendelkezésre álló információkat vettük figyelembe.

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, 2013. évi CXXXIX. tv.) 3.§ (1) az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként. Az MNB legfőbb döntéshozó szerve a Monetáris Tanács. A Tanács szükség szerint, de üléseinek időpontját előre meghirdetve általában havonta kétszer ülésezik, minden hónap második ülésén tárgyalva a jegybanki alapkamatláb módosításának kérdését. Ezekről az üléseiről a Monetáris Tanács rövidített jegyzőkönyveket ad közre, amelyek még a következő kamatmeghatározó ülés előtt megjelennek. A rövidített jegyzőkönyvhöz készített háttéranyag az MNB szakértői által a Monetáris Tanács részére készített elemzések tartalmi összefoglalójaként a gazdasági és pénzügyi folyamatokat, az előző ülés óta nyilvánosságra került új információkat ismerteti.

A rövidített jegyzőkönyvek, valamint a jegyzőkönyvek háttéranyagai elérhetők az MNB honlapján:
<http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kamatmeghatarozo-ulesek-roviditett-jegyzokonyvei>

Tartalom

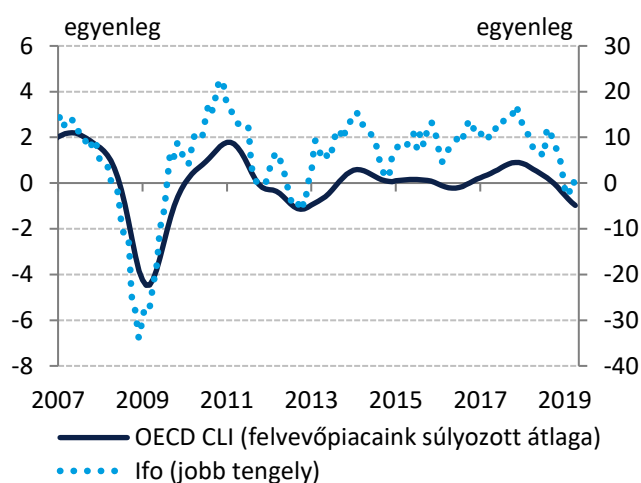
Tartalom	3
1. Makrogazdaság.....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok	7
1.2.1. Gazdasági növekedés.....	7
1.2.2. Foglalkoztatás	8
1.3. Infláció és bérek.....	9
1.3.1. Bérezés.....	9
1.3.2. Inflációs folyamatok.....	9
1.4. Költségvetési folyamatok.....	10
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok	11
2. Pénzügyi piacok	12
2.1. Nemzetközi pénzpiacok	12
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása.....	14
3. Hitelezési feltételek	15

1. Makrogazdaság

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

2019 első negyedében mind az Egyesült Államok GDP bővülése, mind az eurozóna gazdasági növekedése gyorsult az előző negyedévhez képest. Az USA-Kína között fennálló kereskedelmi háború továbbra is jelentős kockázati tényező, május elején a két ország vezetői újabb vámintézkedéseket jelentettek be. A bejövő tényadatok rövid távon kedvezőbb képet mutatnak az európai reálgazdasági folyamatokról, ugyanakkor hosszabb távon erősödtek a lefelé mutató kockázatok. Régióink növekedése továbbra is jelentősen meghaladja az eurozóna bővülését.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

2019 első negyedében a világgazdaság növekedése gyorsult. Az Egyesült Államok gazdasága éves alapon 3,2 százalékkal, negyedéves alapon pedig 0,8 százalékkal bővült 2019 első negyedében. Az élnkülés legfontosabb hajtóereje a helyi kormányzat fogyasztásának felfutása, valamint a beruházások voltak. A lakossági fogyasztás lassult, csakúgy, mint a szövetségi kormányzat fogyasztása. A nettó export pozitívan járult hozzá a gazdaság teljesítményéhez, amit a vámintézkedések életbelépését követő lassuló import is erősített. Emellett a készletek növekedési hozzájárulása is jelentős volt. Az amerikai gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások a növekedéstámogató intézkedések (adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program) kifutásával párhuzamosan fokozatos lassulást vetítenek előre. **A lassulási félelmek mögött egyre nagyobb súllyal szerepelnek a külkereskedelmi feszültségek miatti aggodalmak.** Az Egyesült Államok világimporton belüli jelentős súlya miatt az esetleges vámintézkedések fokozódása érdemi hatást gyakorolhat a világgazdaság növekedésére is. Az USA-Kína között zajló kereskedelmi tárgyalások egyelőre nem vezettek eredményre, május elején a két ország vezetői újabb vámintézkedéseket jelentettek be (az eddig 10 százalékos vámtarifa 25 százalékra emelkedett), illetve az amerikai kormányzat további 300 milliárd dollárnyi kínai importtermékre vonatkozó vám kivetését helyezte kilátásba (amivel a teljes Kínából USA-ba irányuló termékforgalom vám alá esne). Az IMF becslése szerint, amennyiben az USA-ba Kínából érkező minden termék vámjá 25 százalékra emelkedne, úgy az **USA éves átlagos gazdasági növekedése 0,3-0,6 százalékponttal, míg a kínai növekedés 0,5-1,5 százalékkal lassulna.**

Az eurozóna gazdasági növekedése enyhén gyorsult az első negyedévben. Az előző év azonos időszakához viszonyított növekedés 1,2, az előző negyedévhez mért növekedés 0,4 százalékon alakult. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, **Németország gazdasági teljesítménye az elmúlt 2 negyedévben látott lassulás után 0,4 százalékkal emelkedett negyedéves bázison.** A növekedést elsősorban az építőipari és gépipari beruházások, valamint a

háztartások fogyasztása támogatták. Németország ipari termelése azonban az előző hónapokhoz hasonlóan éves alapon áprilisban is tovább csökkent, amihez az alágazatok széles köre hozzájárult. A német ipari új megrendelések is mérséklődtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az élénkülés irányába mutat ugyanakkor, hogy havi alapon márciusban és áprilisban is enyhén növekedtek az ipari új rendelések. A gyenge ipari teljesítménnyel összhangban az export csökkent áprilisban, a visszaesést azonban nagyrészt az előző évi magas bázis magyarázta. **A kedvező első negyedévi GDP-adat ellenére a német gazdaság idei évi teljesítményére vonatkozó várakozások továbbra is kedvezőtlen képet mutatnak.** A német gazdasági kilátásokat megragadó Ifo várakozások indexe némileg korrigált májusban, azonban továbbra is a mélypont közelében tartózkodik (1. ábra). **A német ipari folyamatok hazai kilátásokra gyakorolt hatását árnyalja, hogy az utóbbi hónapokban a közép-európai és a német ipari termelés elszakadását láthattuk.**

A francia gazdaság 1,1 százalékkal bővült az első negyedévben, amihez felhasználási oldalon a fogyasztás járult hozzá. A nettó export az előző két negyedév pozitív hozzájárulása után nem tudta ismét támogatni a növekedést, 0,3 százalékponttal mérsékelte a GDP bővülését. **Az olasz gazdaság teljesítménye továbbra is stagnált,** habár az idei első negyedév enyhe növekedést mutatott. **Ausztria** gazdasági növekedése tovább folytatódott és az eurozóna GDP bővülésénél némileg magasabban, 1,4 százalékon alakult. Az **Egyesült Királyság** gazdasági teljesítménye a tavalyi évben tovább gyorsult, ezzel az utolsó 5 negyedév legjobb éves alapú növekedését produkálva. A gazdaság bővülését a belső tételek támogatták, míg a nettó export hozzájárulása negatív volt az első negyedévben.

Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2019 elején is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának. Szezonálisan igazított adatok alapján Lengyelországban 4,7, Romániában 5,1, Szlovákiában 3,8, míg Csehországban 2,6 százalékos GDP-növekedést regisztráltak az első negyedévben. A régió egészét vizsgálva a növekedés fő hajtóerejét a belső kereslet jelenti, illetve általánosan jellemző, hogy a német konjunktúra folyamatoktól elszakadt a régió.

Az euroövezet növekedési kilátásait illetően továbbra is a lefelé mutató kockázatok dominálnak. Az európai növekedést mérsékelheti elsősorban a kereskedelmi feszültségek következtében az elmúlt időszak romló ipari termelése, Olaszország magas államadósságból fakadó sérülékenysége, a kínai gazdaság lassulásából eredő

2. ábra: A Brent olaj világgpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

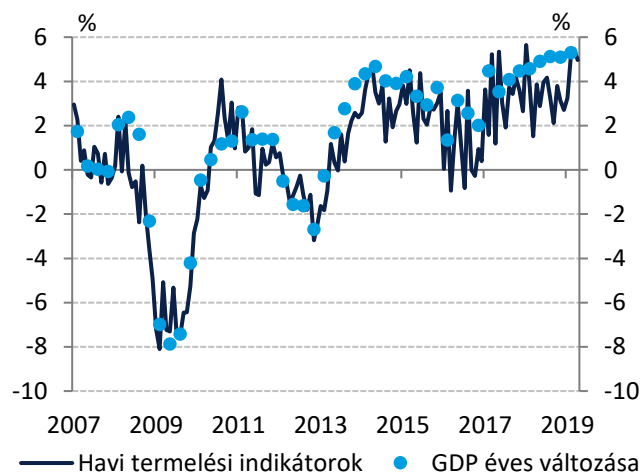
közvetett hatások, valamint a feltörekvő piacokon tapasztalható törékeny pénzügyi környezet miatti bizonytalanság. Emellett az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése körüli bizonytalanság továbbra is kockázatként azonosítható. Theresa May miniszterelnök lemondásával továbbra is reális forgatókönyvként kell számolni az Egyesült Királyság „kiesésével” (hard Brexit) az EU-ból. A Brexit iránya a július végén megválasztandó utód személyétől függhet. A globális konjunktúrát tekintve az elmúlt hónapokban a kereskedelmi feszültségek fokozódása maradt a legjelentősebb pénzügyi és növekedési kockázat.

Az eurozónában mért inflációs folyamatok májusban – az elemzői várakozásokat enyhén meghaladó mértékben – **csökkentek**, amelyet döntően a szolgáltatások árdinamikájának mérséklődése okozott. Így az infláció 1,2 százalékon, míg a maginfláció 0,8 százalékon alakult. Az olaj világgpiaci ára az elmúlt időszakban érdemi volatilitás mellett 63 dollár közelébe csökkent (2. ábra). Az árak elmúlt hetekben tapasztalt csökkenését a globális növekedési kockázatok, továbbá az amerikai olajkészletek kétéves csúcsra történő emelkedése támogatta. A romló globális növekedésre vonatkozó várakozások miatt a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) és az OPEC egyaránt rontotta az idei évi olajkeresletre vonatkozó előrejelzését, ami a jelenlegihez hasonló szinteken tarthatja az olajárakat. Ugyanakkor az olajárak alakulását a Perzsa-öbölben kialakult geopolitikai feszültségek miatt felfele mutató kockázatok is övezik. Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világgpiaci ára egyaránt mérséklődött májusban.

1.2. Hazai reál gazdasági folyamatok

A KSH adatai alapján a bruttó hazai termék 5,3 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest 2019 első negyedében. A növekedést továbbra is az élénk belső kereslet támogatta. 2019 február-áprilisban a szezonálisan igazított munkanélküiségi ráta 3,4 százalékon alakult. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt, munkaerőpiaci feszességet mérő mutató változatlanul magas szinten áll.

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

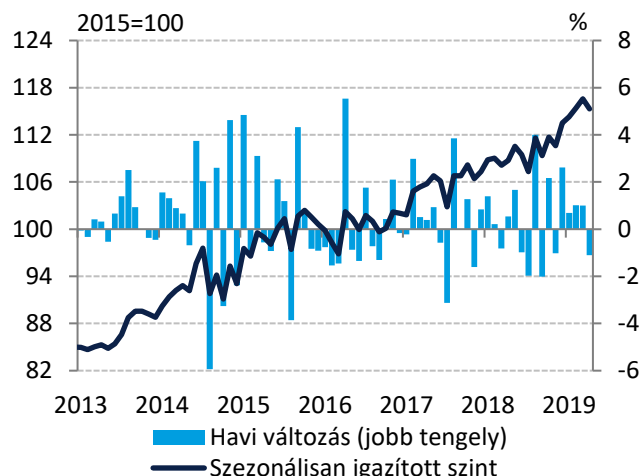
A KSH adatai alapján a bruttó hazai termék 5,3 százalékkal emelkedett 2019 első negyedében az előző év azonos időszakához képest. Az **előző negyedévhez viszonyítva 1,5 százalékkal** bővült a hazai GDP a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján. Magyarország a jelenleg publikált adatok szerint az Európai Unió tagállamainak növekedési rangsorában az első helyet foglalja el az előző év azonos időszakához viszonyított összevetésben. Termelési oldalról a növekedéshez a legtöbb nemzetgazdasági ág hozzájárult, legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások és az építőipar támogatták a GDP emelkedését (3. ábra). Emellett a német ipari megrendelések lassulása ellenére az ipar hozzájárulása is pozitív volt. Felhasználási oldalról a belső keresleti tényezők – fogyasztás és beruházás – dinamikus bővülése járult hozzá a legnagyobb mértékben a gazdaság növekedéséhez.

2019 áprilisában az **ipari kibocsátás 6,3 százalékkal növekedett** az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az **előző hónaphoz képest a termelés szintje 1,1 százalékkal mérséklődött** (4. ábra). Az alágazatok termelése összességében kedvező képet mutatott, a **nagy súlyú járműgyártás kibocsátása bővült**, az elektronikai termékek gyártása enyhén csökkent, az élelmiszeripar és a vegyipar azonban pozitívan járult hozzá az ipari termelés növekedéséhez.

2019 áprilisában az **export euróban számított értéke 3,6 százalékkal emelkedett, míg az importé 7 százalékkal nőtt** az előző év azonos időszakához viszonyítva, a külkereskedelmi többlet pedig 255 millió euróval mérséklődött. 2019 márciusában a külkereskedelmi cserearány 0,4 százalékkal romlott, amit az ásványi fűtőanyagok és a vegyi áruk relatív árának emelkedése okozott.

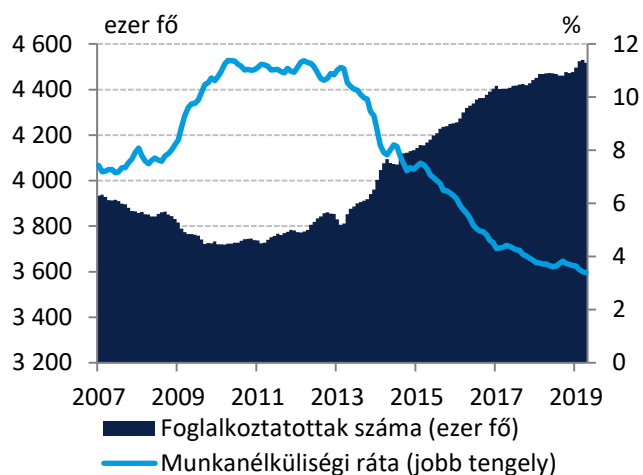
2019 áprilisában 40,1 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest. A termelés az épületek és az egyéb építmények építése esetén is bővült. Az épületek építése esetében az ipari, lakó- és irodaépületek építése eredményezték a növekedést. Az egyéb épületek építése az állami beruházásoknak, elsősorban infrastruktúra fejlesztéseknek (út, vasút) köszönhetően tovább emelkedett. A **megkötött új**

4. ábra: Az ipari termelés alakulása



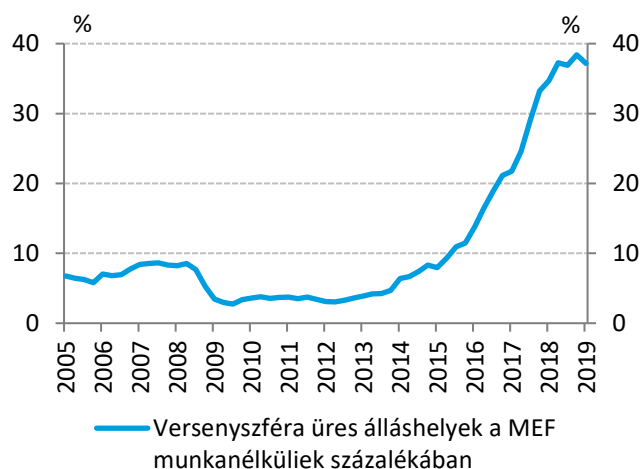
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

6. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

Forrás: NFSZ, KSH

szerződések volumene 4,4 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva, ezen belül az épületek építésére kötött szerződések száma 19 százalékkal emelkedett, míg az egyéb építmények esetén 19 százalékos csökkenés történt az egy évvel korábbi értékhez képest. Az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene az épületek körében 50,3 százalékkal emelkedett, míg az egyéb építmények esetében 19,3 százalékkal csökkent.

Áprilisban a **kiskereskedelmi értékesítések volumene a naptárhatástól megtisztított adatok szerint 7,1 százalékkal bővült a tavalyi év azonos időszakához képest**. A szezonálisan igazított adatok alapján az előző hónaphoz képest tovább gyorsult a forgalom növekedése. A kiskereskedelmi értékesítések szerkezetét tekintve továbbra is a termékek széles körében bővült a forgalom. A tartós termékek csoportjának bővülését a gépjármű-regisztrációk és a gépjármű-értékesítések emelkedése mellett az iparcikk jellegű termékek, a bútort és műszaki cikkek, valamint a csomagküldő üzletek forgalombővülése magyarázta. Emellett az üzemanyagértékesítés 5,5 százalékkal emelkedett. A jelentős súlyú élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyesboltok forgalma az elmúlt hónapok összevetésében jelentős növekedést – naptárhatással igazítva 4,7 százalék – mutatott áprilisban az előző év azonos időszakához képest.

1.2.2. Foglalkoztatás

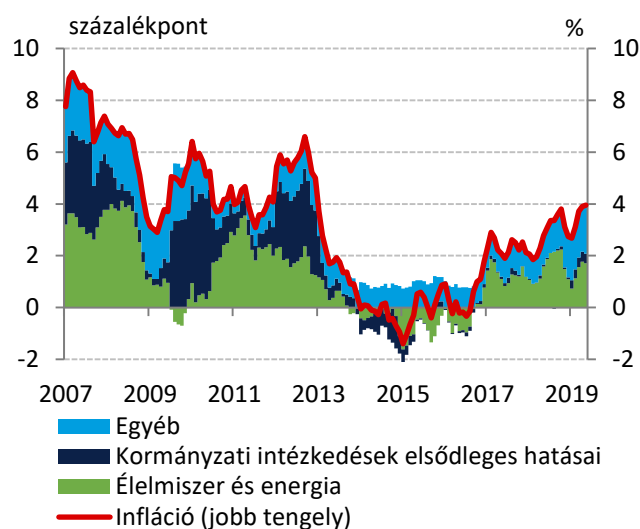
A Munkaerő-felmérés (szezonálisan igazított) adatai alapján 2019. február-áprilisban mind a gazdaságilag aktívok, mind a foglalkoztatottak száma enyhén mérséklődött. A közfoglalkoztatásban résztvevők száma tovább csökkent, míg a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma emelkedett. **A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta továbbra is 3,4 százalékon alakult** (5. ábra).

2019 első negyedévében az üres álláshelyek száma alapján mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltató szektorban 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

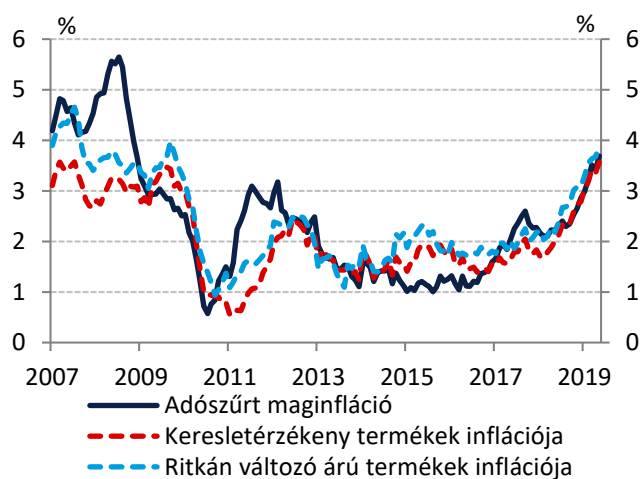
2019 májusában az éves összevetésben számított infláció 3,9 százalékos volt. A maginfláció 4,0, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,7 százalékos alakult. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatóink emelkedtek az előző hónaphoz képest. 2019 első negyedében 11,8 százalékkal nőtt a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest. A minimálbér és a garantált bérminimum 8 százalékos emelkedését érdemben 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 első negyedében 11,8 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest. Januárban a rendszeres átlagkereset a szokásos szezonálisnál erőteljesebb mértékben, 4 százalékkal emelkedett havi alapon. Márciusban a rendszeres átlagkereset havi emelkedése a szokásos szezonálisnál enyhén alacsonyabb volt. Ebből összességében arra következtethetünk, hogy ugyan a bérezés szezonálisága nem változott – tehát a vállalatok jellemzően márciusban béreztek át idén is –, azonban a korábbi évekhez képest a vállalatok jelentős része már az év elején, januárban megemelte a béreket. A minimálbér és a garantált bérminimum 8 százalékos emelkedését érdemben meghaladó bérdinamikát elsősorban a bérezési alapfolyamatot meghatározó feszes munkaerőpiaci kondíciók magyarázhatják. A cafeteria rendszer idei évi szűkítésével az egyéb munkajövedelmek első negyedéves aránya 0,8 százalékponttal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest, a kieső jövedelmet a vállalatok a keresetek emelésével kompenzálták.

1.3.2. Inflációs folyamatok

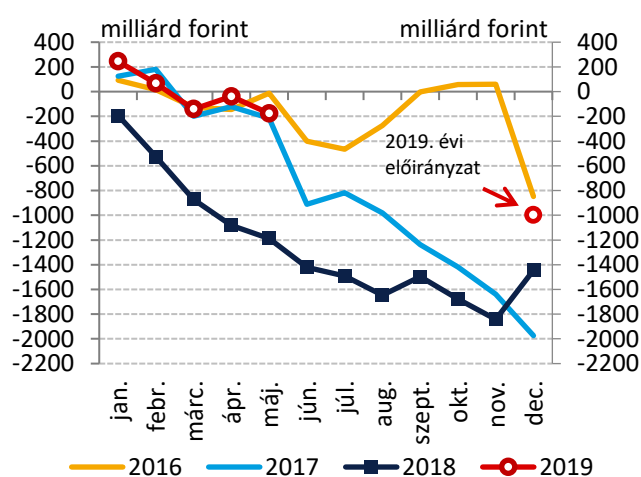
2019 májusában az éves összevetésben számított infláció 3,9 százalékos volt (7. ábra). A maginfláció 4,0, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,7 százalékos alakult. Az előző hónaphoz képest az infláció nem változott, míg a **maginfláció és az adószűrt maginfláció 0,3 százalékponttal nőtt.** A maginfláció emelkedését a piaci szolgáltatások és a feldolgozott élelmiszerek árdinamikájának növekedése okozta.

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). 2019 áprilisában a mezőgazdasági termelők árak éves összevetésben 6,6 százalékkal, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 4,9 százalékkal növekedtek.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2019 májusában 137 milliárd forintos hiánnyal zárt. A központi alrendszer bevételei 2019 májusában 117 milliárd forinttal, míg a központi alrendszer kiadásai 148 milliárd forinttal alakultak magasabban az előző év azonos időszakához képest.

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



Forrás: 2019. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszere 2019 májusában 137 milliárd forintos hiánnyal zárt, így az első öthavi deficit 176 milliárd forintra emelkedett, ami alacsonyabb, mint az előző év első öthavi pénzforgalmi hiánya (9. ábra).

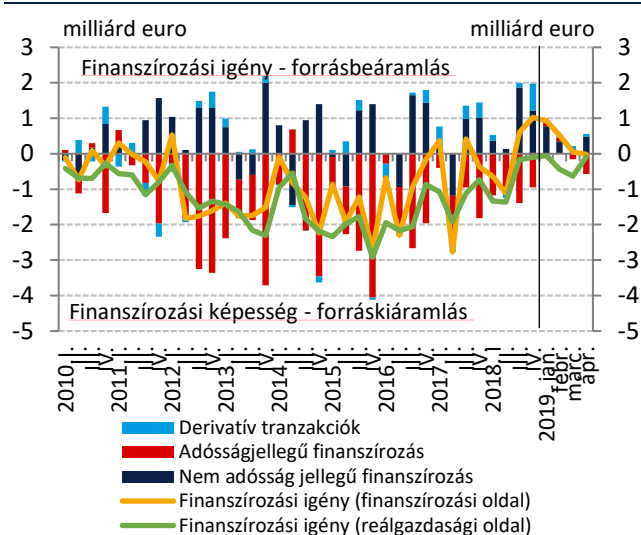
A **központi alrendszer bevételei** 2019 májusában 117 milliárd forinttal magasabban alakultak az előző év azonos időszakához képest, ami főként a fogyasztáshoz és bérekhez kapcsolódó adóbevételek emelkedéséhez köthető. Az általános forgalmi adóból származó bruttó bevételek 14 százalékkal, míg a bérekhez kapcsolódó bevételek 12 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest.

A **központi alrendszer kiadásai** 2019 májusában 148 milliárd forinttal magasabban alakultak a központi költségvetési szervek, illetve normatív és egyedi támogatások magasabb kiadásai miatt. A szervek kiadásainak felgyorsulása az intézményi kiadásoknál látható, ami májusban 100 milliárd forinttal magasabb a január-április havi kiadások átlagánál.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A külső egyensúlyi többlet és a folyó fizetési mérleg is mérséklődött márciushoz képest. A pénzügyi mérleg adatai alapján a forráskiáramlás a nettó FDI források bővülése és a nettó külső adósság nagyobb mértékű csökkenése 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

A gazdaság külső finanszírozási képessége 91 millió eurót tett ki áprilisban. A külső egyensúlyi többlet és a folyó fizetési mérleg is mérséklődött márciushoz képest, ami elsősorban a külkereskedelmi többlet csökkenéséhez, kisebb mértékben pedig az EU-transzferek márciusinál alacsonyabb felhasználásához köthető, míg a jövedelemegyenleg nem változott érdemben (10. ábra).

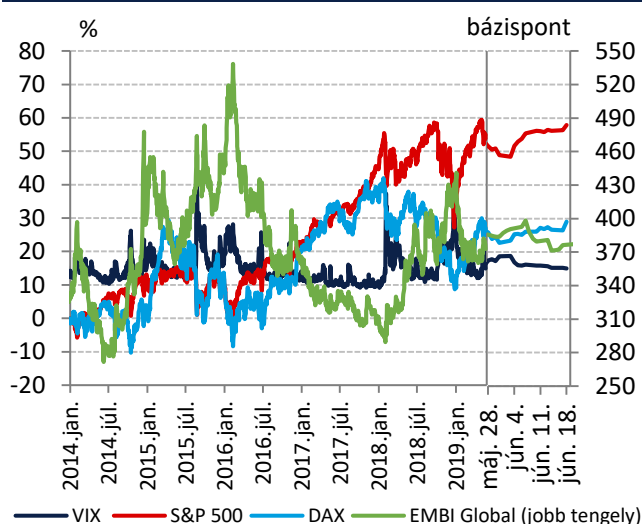
A pénzügyi mérleg adatai alapján a forráskiáramlás a nettó FDI források bővülése és a nettó külső adósság nagyobb mértékű csökkenése mellett alakult ki. A közvetlentőkebefektetések közel 500 millió eurós nettó beáramlásához elsősorban a külföldi vállalatok újrabefektetett jövedelmei járultak hozzá. A nettó külső adósság közel 600 millió eurós csökkenése a magánszektorhoz kötődött, míg az állam nettó külső adóssága enyhén emelkedett.

2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

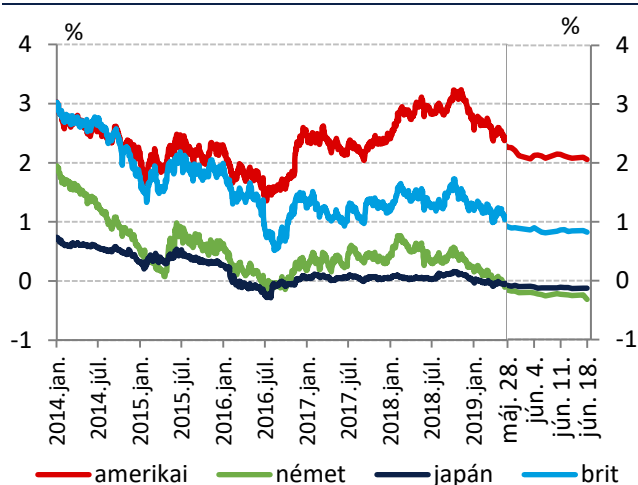
Az előző kamatdöntés óta a piaci hangulat változóan alakult, de összességében enyhén javult, amit főként a globálisan meghatározó jegybankok részéről érkező lazító monetáris politikai hangvételi nyilatkozatok okoztak. A piaci várakozások alapján az EKB idén ősszel, míg a Fed már júliusban kamatot csökkenthet. Az amerikai és az európai részvényindexek jelentősen emelkedtek, míg az ázsiaiak enyhén csökkenést mutattak. A fejlett és feltörekvő piaci hosszú állampapírhozámok is érdemben mérséklődtek, a német tízéves hozam történelmi mélypontjára süllyedt. Az elmúlt egy hónap során csökkentek az olajárak, amelyet főként a kereslethiánnyal kapcsolatos aggodalmak okoztak.

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



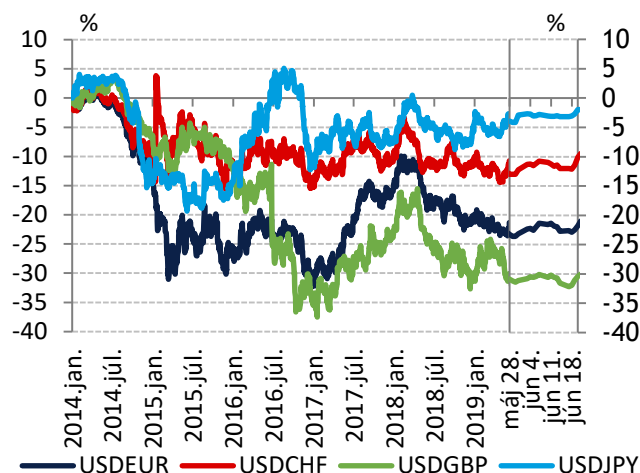
Forrás: Bloomberg

Az előző kamatdöntés óta változó volt, de összességében enyhén javult a globális befektetői hangulat. A továbbra is kedvezőtlen makrogazdasági kilátások a kockázatkerülés emelkedésének irányába hatottak, ugyanakkor az időszak második felében a globálisan meghatározó jegybankok részéről érkező lazító hangvételi nyilatkozatok a kockázati étvágy emelkedését eredményezték. A VIX-index az időszak során 18 százalékról 15 százalékra csökkent. A globális kötvénypiaci folyamatokban előbb a kockázatkerülés növekedése volt megfigyelhető, majd a vezető jegybankok részéről érkező lazább monetáris politika irányba való elmozdulás a kockázatosabb kötvények iránti keresletet is növelte. Bár az amerikai kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index 14 bázisponttal nőtt, a feltörekvő kötvénypiacokat reprezentáló EMBI Global felár az időszak során 15 bázispontos csökkenést mutatott (11. ábra).

A piaci várakozások alapján az EKB akár már idén ősszel kamatot csökkenthet, ami jelentős eltérés a korábbi árazásokhoz képest. A kedvezőtlen makrogazdasági kilátások és a csökkenő inflációs várakozások miatt a piaci árazások az időszak elején fokozatosan a lazább monetáris politika irányába tolódtak el. **A piaci várakozások érdemi megváltozása azonban Mario Draghi EKB elnök sintrai nyilatkozatához volt köthető.** Május végén a piac még a jelenlegi kamatszint tartását várta 2021 őszig, majd ezt követően kamatemelésre számítottak az Európai Központi Banktól. A jelenlegi árazások alapján azonban már idén ősszel 10 bázisponttal csökkentheti az irányadó rátáját az EKB, amit jövőre egy újabb 10 bázispontos csökkenés követhet.

A Fed döntéshozó júniusban nem változtattak az irányadó kamatsáv 2,25-2,5 százalékos szintjén, ugyanakkor a döntéshozói kamatelőrejelzések (dot-plot) alapján már több kamatsökkentésre számítanak. A piaci árazások alapján júliusban szinte biztosra vehető a kamatsökkentés, annak mértéke azonban kérdéses. A piaci szereplők

13. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Reuters

többsége 25 bázispontos kamatvágást vár, de egyes szereplők 50 bázispontos csökkentésre számítanak.

A kedvező hangulatban a fejlett és feltörekvő piaci tőzsdeindexek többnyire emelkedtek az időszak folyamán.

A vezető amerikai és az európai részvényindexek 3-4 százalékkal nőttek az előző kamatdöntés óta. Az ázsiai részvényindexek esetében ugyanakkor enyhe, 1-1,5 százalékos csökkenés volt megfigyelhető. A fejlett és a feltörekvő piaci teljesítményt mérő kompozit MSCI indexek egyaránt 3 százalékkal emelkedtek.

A fejlett és a feltörekvő piaci hosszú állampapírhozamok jelentősen mérséklődtek (12. ábra). A fejlett piacokon az amerikai hosszú hozam 35, a német 22 bázisponttal, míg a japán 10 bázisponttal csökkent. **A német tízéves hozam így történelmi mélypontjára, -0,3 százalék alá csökkent**, az amerikai tízéves hozam 2,0 százalék közelébe mérséklődött, míg a japán hozam -0,15 százalék közelében alakult. A feltörekvő kötvénypiacokat is többségében hozamcsökkenés jellemezte.

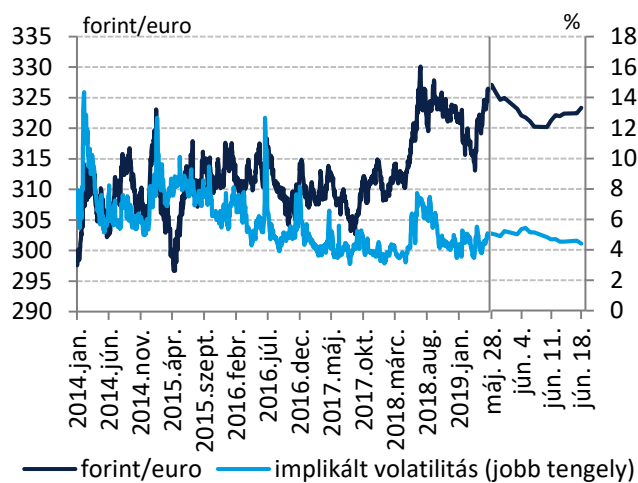
A dollár árfolyama vegyesen teljesített a többi fejlett devizával szemben. Az időszak során a dollár az euróval szemben megközelítőleg 0,3 százalékkal, a japán jennel szemben 0,9 százalékkal, míg a svájci frankkal szemben 0,4 százalékkal értékelődött le. A Brexit körüli bizonytalanság ismét gyengítette a brit devizát, így az angol font 0,8 százalékkal értékelődött le a dollárhoz képest (13. ábra).

Az elmúlt egy hónapban jelentősen csökkentek az olajárak. Az olajárak a december végi, több mint kétéves mélypont óta április végéig emelkedtek, majd az utóbbi két hónapban csökkentek. **A Brent ára az elmúlt egy hónapban 11 százalékkal, míg a WTI ára 8 százalékkal került lejjebb.** A hónap folyamán az Iránnal szembeni amerikai szankciók és az olajtankerek elleni támadások az olajárak emelkedését okozták. Ugyanakkor a keresleti aggodalmak, amelyek a Nemzetközi Energia Ügynökség (IEA) globális olajkeresletnövekedésre vonatkozó becslésének mérséklésében is tükröződtek, összességében erőteljesebb olajárakat csökkentő hatással jártak.

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A forint az időszak során erősödött az euróval szemben. A 3 hónapos BUBOR 5 bázisponttal, 25 bázispontra emelkedett. Az állampapírpiazi hozamgörbe rövid szakasza feljebb, míg közép- és hosszú szakasza lejjebb toldott.

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



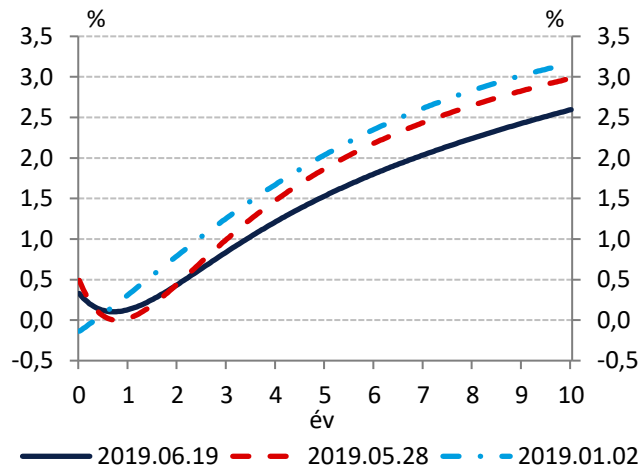
Forrás: Bloomberg

A forint euróval szembeni árfolyama az időszak során a 327-es szintről 323-ra erősödött, így a májusi kamatdöntés óta 1,2 százalékkal értékelődött fel (14. ábra). A kamatdöntés követően a forint a 320-as szint közelébe erősödött, az elmúlt egy hétben pedig 323 fölé korrigált. A hónap során a forint a régiós devizáknál kissé nagyobb mértékben értékelődött fel, mivel a lengyel zloty, a cseh korona és a román lej összességében 0,8-1,0 százalékkal erősödött az euróval szemben.

Az állampapírpiazi hozamgörbe rövidebb szakasza kismértékben emelkedett, míg – hasonlóan a bankközi hozamgörbéhez – a közepes és hosszú lejáratú hozamok számottevően lejjebb toldtak (15. ábra). A hozamgörbe rövid szakaszán 5-10 bázispontos emelkedés, míg a közép- és hosszú szakaszon 5-35 bázispontos, a hosszú szakaszon pedig 35-40 bázispontos csökkenés volt megfigyelhető, így az állampapírpiazi hozamgörbe laposabbá vált az időszak során.

A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR 5 bázisponttal alakult magasabban, így az időszak végén 25 bázisponton állt.

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



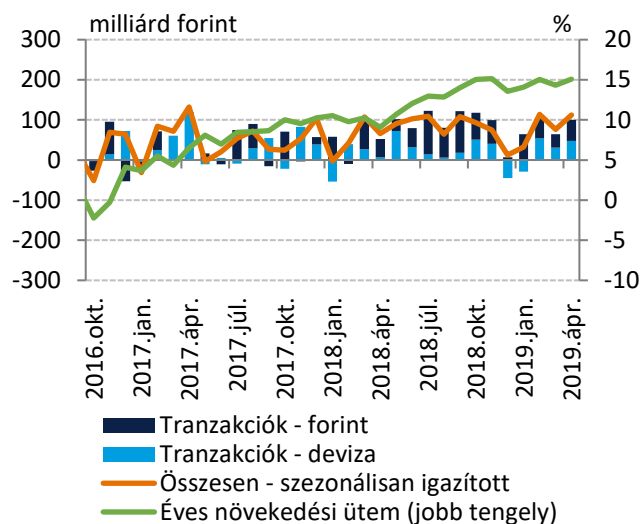
Forrás: MNB, Reuters

A forint államkötvény-aukciókon a rövidebb futamidejű papírok iránt többnyire erős kereslet volt jellemző, visszafogott érdeklődés miatt csak egyszer csökkentette a kibocsátott mennyiséget az ÁKK a meghirdetetthez képest. A hosszú lejáratú papírok esetében minden aukción erős volt a kereslet, ráemléseket is végrehajtott az adósságkezelő. A 12 hónapos kincstárjegyek aukcióin egy alkalommal a meghirdetettnél kevesebb állampapír került értékesítésre, a többi alkalommal mind a 3, mind pedig a 12 hónapos kincstárjegyek esetében erős volt a kereslet. A 3 hónapos aukciók átlaghozama 0,05 százalékra mérséklődött az időszak végére, ami 3 bázisponttal alacsonyabb az előző időszakinál. A 12 hónapos DKJ aukciókon az átlaghozam 2 bázisponttal, 0,22 százalékra emelkedett. A hosszabb lejáratú állampapírok aukcióin ugyanakkor végig erős volt a kereslet, így több esetben is a meghirdetett mennyiség felett fogadott el az ÁKK. A 3 és 5 éves papír átlaghozama rendre 1,01 és 1,73 százalékon alakult, amelyek 25-30 bázisponttal voltak alacsonyabbak az előző időszak utolsó aukciós átlaghozamaihoz képest.

3. Hitelezési feltételek

Áprilisban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 100 milliárd forinttal növekedett a tranzakciók eredőjeként. A hitelintézetek háztartási hitelállománya 47 milliárd forinttal bővült, így a hitelállomány 8,3 százalékkal nőtt éves összevetésben.

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

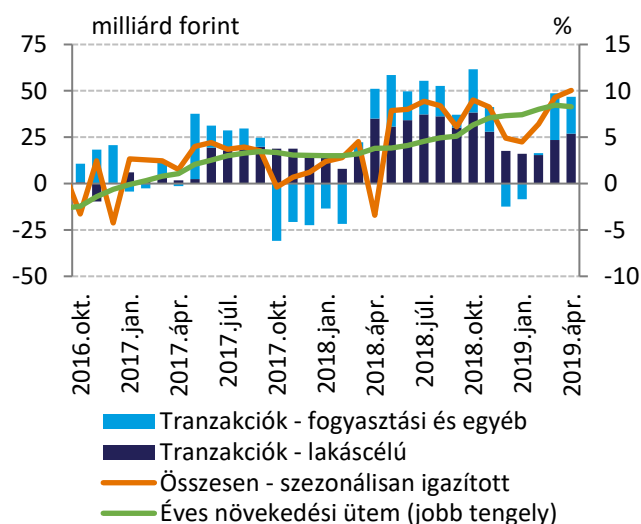


Forrás: MNB

Áprilisban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 100 milliárd forinttal növekedett a tranzakciók eredőjeként (16. ábra). Devizális bontásban a forinthitelek állománya 52 milliárd forinttal, a devizahiteleké 48 milliárd forinttal emelkedett. Az éves vállalati hiteldinamika 15,1 százalékra gyorsult áprilisban. A pénzügyi jellegű ügyletek nélkül a hitelkibocsátás volumene a hónap során 234 milliárd forintot tett ki.

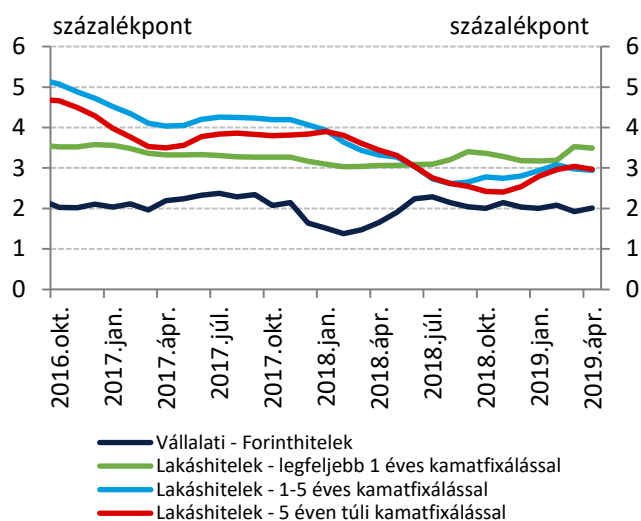
A hitelintézetek háztartási hitelállománya 47 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, így a hitelállomány 8,3 százalékkal nőtt éves összevetésben (17. ábra). Az új szerződéskötések értéke a hónapban 165 milliárd forintot tett ki. Az új kibocsátásban továbbra is a lakáshitelek (83 milliárd forint) és a személyi kölcsönök (49 milliárd forint) domináltak. A Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel termékek jelentősen hozzájárulnak a lakáshitelezés egészségesebb szerkezetű növekedéséhez, áprilisra az éven belül változó kamatozású lakáshitelek kihelyezése gyakorlatilag megszűnt, míg az 5 éven túl rögzített kamatozású hitelek aránya 73 százalékra emelkedett.

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 lakás-célú 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 áprilisban 2,01 százalékpont volt, ami enyhe emelkedést jelent az előző hónaphoz képest (18. ábra). A változó kamatozású lakáscélú hitelek THM alapú simított átlagos kamatfelára tavaly év végéhez viszonyítva 31 bázisponttal nőtt, értéke 3,49 százalékpontot tett ki. A legfeljebb 5 évre fixált hitelek esetében ez az érték 14 bázisponttal 2,94 százalékpontra, az 5 éven túl fixáltak esetében pedig 43 bázisponttal 2,97 százalékpontra nőtt, de a rögzített kamatozású hitelek átlagos felára továbbra is alacsonyabb, mint a változó kamatozású hiteleké.