



# MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2019. MÁRCIUS 26-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

**2019**  
március

Közzététel időpontja: 2019. április 10. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2019. március 20-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

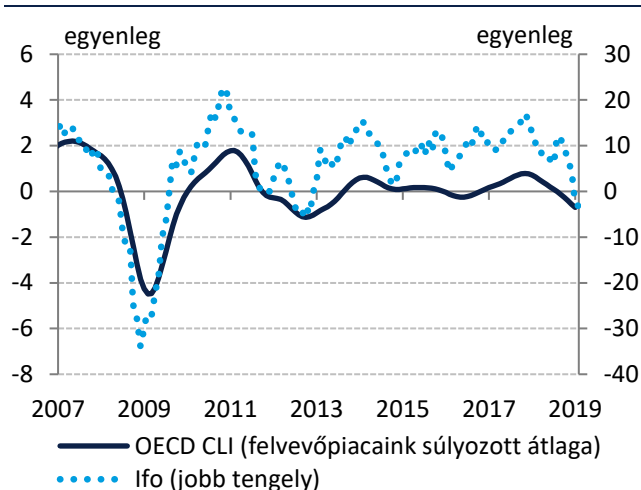
Tartalom .....	3
1. Makrogazdaság.....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet .....	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok .....	7
1.2.1. Gazdasági növekedés.....	7
1.2.2. Foglalkoztatás .....	8
1.3. Infláció és bérek.....	9
1.3.1. Bérezés.....	9
1.3.2. Inflációs folyamatok.....	9
1.4. Költségvetési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

2018-ban az Egyesült Államok GDP bővülése élénkebb volt, míg az eurozóna gazdasági növekedése lassuló ütemben folytatódott. 2019-re vonatkozóan a globális növekedési kilátások jelentősen romlottak. Az Egyesült Államokból, az euroövezetből, illetve Kínából is lassuló konjunktúrára utaló adatok érkeztek. A konjunkturális kilátásokat a nemzetközi kereskedelempolitikával kapcsolatos fejlemények, valamint a Brexit megállapodást övező bizonytalanságok befolyásolják.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

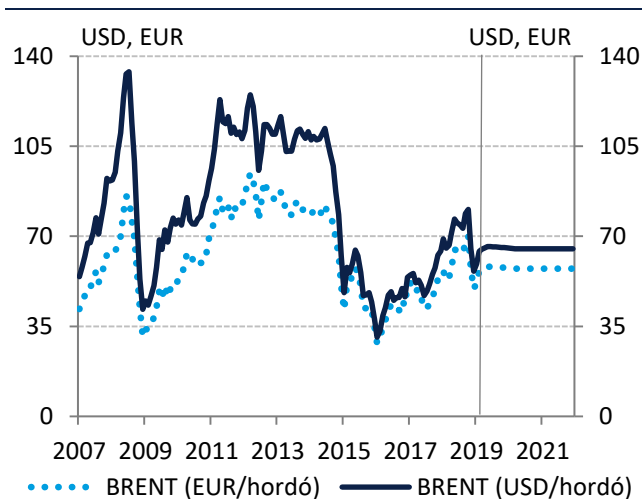


Forrás: OECD, Ifo

**2018 negyedik negyedében a világgazdaság növekedése lassabb ütemben folytatódott.** Az Egyesült Államok gazdasága – 2015 óta a leggyorsabb ütemben – éves alapon 3,1 százalékkal bővült 2018 negyedik negyedében, így összeségében 2,9 százalékkal emelkedett az amerikai gazdaság teljesítménye 2018-ban. A növekedés legfontosabb hajtóereje a lakossági fogyasztás volt, amit jelentősen támogathatott a 2017. év végén elfogadott, a személyi jövedelemadó kulcsát csökkentő adóreform. Emellett a vállalati beruházások is érdemben támogatták a tavalyi növekedést. A nettó export negatívan járult hozzá a gazdaság teljesítményéhez, amit a vámintézkedések életbelépését megelőző jelentős készletfelhalmozás részben ellensúlyozott. Az amerikai gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások a növekedéstámogató intézkedések (adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program) kifutásával párhuzamosan fokozatos lassulást vetítenek előre. 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 utolsó negyedében. **Az előző év azonos időszakához viszonyított növekedés 1,1, az előző negyedévhez mért növekedés 0,2 százalékon alakult.** Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye – 5 éve a leglassabb ütemben – 1,4 százalékkal emelkedett 2018-ban. A negyedik negyedéves 0,6 százalékos növekedést elsősorban a beruházások támogatták, míg a háztartások fogyasztása visszafogottabban alakult. A gyenge ipari teljesítménnyel összhangban a német kivitel mérséklődött az előző negyedévhez képest. **A német gazdaság idei évi teljesítményére vonatkozó várakozások érdemben mérséklődtek az elmúlt időszakban.** A német gazdaságra vonatkozó növekedési kilátásokat a mérséklődő ipari termelés és a visszafogottabb exportteljesítmény rontja. Németország ipari termelése tovább csökkent januárban, amihez az alágazatok széles köre hozzájárult. A német ipari új rendelések januárban érdemben csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Emellett a német gazdasági

2. ábra: A Brent olaj világszertei árának alakulása



Forrás: Bloomberg

kilátásokat megragadó Ifo várakozások indexe hatéves mélypontra csökkent februárban (1. ábra).

A **francia gazdaság** 0,9 százalékkal bővült a negyedik negyedévben, amihez az ágazatok széles köre hozzájárult. **Olaszország** technikai recesszióba süllyedt (negyedéves alapon zsugorodott a GDP 2018 harmadik és negyedik negyedévében is), amire 2013 eleje óta nem volt példa. **Ausztria** – az ágazatok széles körén nyugvó – gazdasági növekedése tovább folytatódott és az eurozóna GDP bővülésénél magasabban, 2,1 százalékon alakult. Az **Egyesült Királyság** gazdasági teljesítménye a tavalyi évben – 2009 óta a leglassabb ütemben – 1,3 százalékkal emelkedett. A gazdaság bővülését elsősorban a lakossági fogyasztás támogatta. A vállalati beruházások összeségében stagnáltak az előző évhez képest, amit az EU-ból való kilépést övező bizonytalanság is magyarázott. Az idei évben a Brexit megállapodás kimenetele jelentősen befolyásolhatja a gazdasági aktivitást.

**Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2018 negyedik negyedévében is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának.** A szezonálisan igazított adatok alapján Lengyelországban 4,6, Szlovákiában és Romániában 4,0, míg Csehországban 2,8 százalékos GDP-növekedést regisztráltak a negyedik negyedévben. A régió egészét vizsgálva a növekedés fő hajtóerejét a belső kereslet jelentette, míg a gyengülő külső konjunktúra mellett a nettó export több országban is lassította a növekedést 2018 év végén.

**Az euroövezet növekedési kilátásait illetően továbbra is a lefelé mutató kockázatok dominálnak.** Az európai növekedésre lefelé mutató kockázatként azonosítható az elmúlt időszak romló ipari termelése, Olaszország magas államadósságból fakadó sérülékenysége, a kínai gazdaság lassulása, valamint a feltörekvő piacokon tapasztalható törékeny pénzügyi környezet miatti bizonytalanság. Emellett az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése továbbra is kockázatként azonosítható. A kereskedelmi megállapodás nélküli Brexit a közvetlen kereskedelmi csatornák mellett jelentős negatív tovaryűrűző hatásokon (beszállítói hálózatok, beruházási döntések) keresztül is rontaná az európai gazdaságok növekedési kilátásait. A globális konjunktúrát tekintve az elmúlt hónapokban a kereskedelmi feszültségek fokozódása maradt a legjelentősebb pénzügyi és növekedési kockázat.

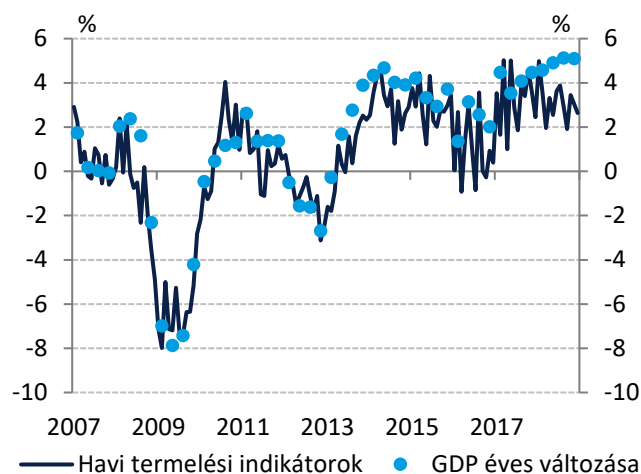
**Az eurozónában mért inflációs alapfolyamatok enyhén mérséklődtek februárban,** amelyet a szolgáltatások árdinamikájának csökkenése okozott. Az euroövezeti infláció az üzemanyagárak változása következtében 1,5 százalékra nőtt, míg a maginfláció 1,0 százalékon alakult.

A Brent olaj világgpiaci ára 2018 utolsó negyedében átlagosan 67 dollár körül alakult (2. ábra). **Az előző kamatdöntés döntés óta a Brent hordónkénti ára 67 dollár környékére emelkedett** az időszak végére. Az árak emelkedését az OPEC-tagállamok tavaly decemberi megállapodásában foglalt kitermeléscsökkentése következtében mérséklődő kínálat okozta. Az ipari nyersanyagok világgpiaci ára emelkedett, míg a nyers élelmiszereké nem változott februárban.

## 1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

A KSH adatai alapján a bruttó hazai termék 5,1 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest 2018. negyedik negyedében. A növekedést továbbra is az élénk belső kereslet támogatta. 2018. november-2019. januárban az aktivitás és a foglalkoztatás érdemi emelkedésével párhuzamosan a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,7 százalék volt. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt, a munkaerőpiac feszességét mérő mutató továbbra is magas szinten alakult.

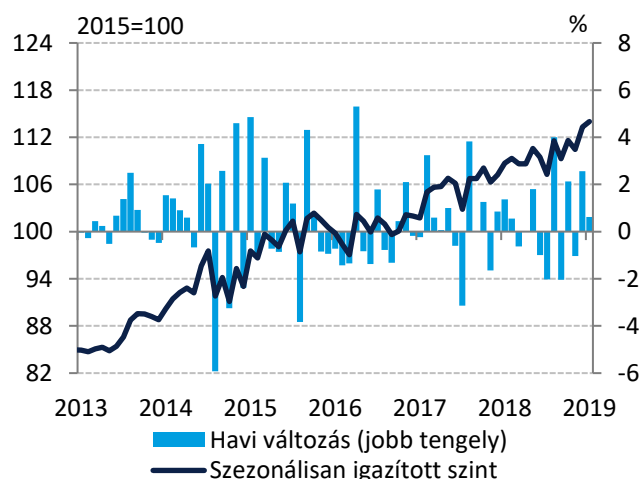
3. ábra: Havi termelési indikátorok és a GDP alakulása



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

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

4. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

### 1.2.1. Gazdasági növekedés

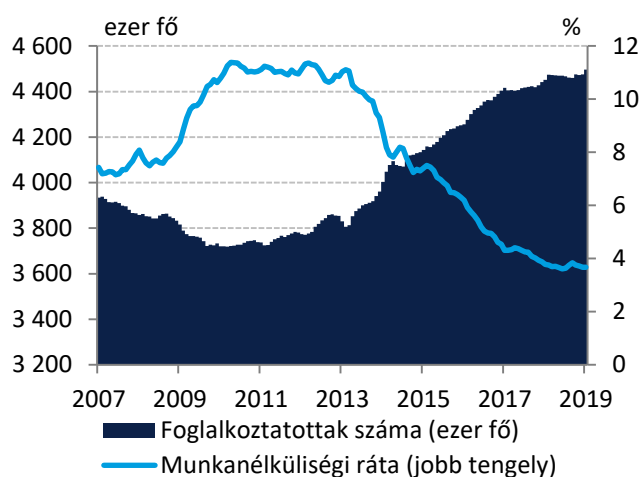
A KSH adatai alapján a bruttó hazai termék 5,1 százalékkal emelkedett 2018. negyedik negyedében az előző év azonos időszakához képest (3. ábra). Az előző negyedévhez viszonyítva 1,0 százalékkal bővült a hazai GDP a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján. Termelési oldalról a növekedéshez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

2019. januárban az ipari kibocsátás 4,4 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az előző hónaphoz képest a termelés szintje 0,6 százalékkal emelkedett (4. ábra). Az alágazatok termelése összességében kedvező képet mutatott, a nagy súlyú járműgyártás termelése az előző hónaphoz hasonlóan ismét bővült, emellett a villamos berendezések gyártása és az élelmiszeripar érdemben támogatta az ipari termelés növekedését. A német ipari termelés az elmúlt hónapokban tartósan csökkenő trendet mutatott, emellett a német ipari új rendelések tovább csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva.

2019. januárban az export euróban számított értéke – az ipari termelés teljesítményével párhuzamosan – 6,4 százalékkal emelkedett, míg az importé 9,7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, így a külkereskedelmi többlet 225 millió euróval csökkent. 2018. decemberben a külkereskedelmi cserearány romlása lassult, amit az ásványi fűtőanyagok és feldolgozott termékek relatív árának emelkedése okozott.

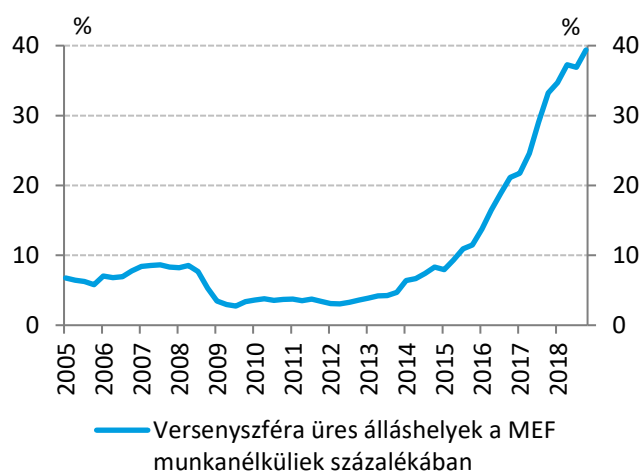
2019. januárban 29,2 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest, míg az előző hónaphoz viszonyítva 9,8 százalékkal emelkedett a kibocsátás. A termelés az épületek és az egyéb építmények építése esetén is bővült. A termelés növekedése mögött ipari és irodai épületek, illetve lakóépületek építése állt. Az egyéb épületek építése az állami beruházásoknak, elsősorban infrastruktúra fejlesztéseknek (út, vasút, közmű)

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

6. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

Forrás: NFSZ, KSH

köszönhetően emelkedett. A **megkötött új szerződések volumene érdemben nőtt** az előző év azonos időszakához viszonyítva, ezen belül az épületek építésére kötött szerződések száma ismét emelkedett, míg az egyéb építmények esetén jelentős csökkenés történt az egy évvel korábbi értékhez képest. Az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene az épületek körében érdemben emelkedett, míg az egyéb építmények esetében csökkent.

Januárban a **kiskereskedelmi értékesítések volumene a nyers és a naptárhatástól tisztított adatok szerint 5,4 százalékkal bővült a tavalyi év azonos időszakához képest**. A kiskereskedelmi forgalom az előző hónapéhoz képest 0,5 százalékkal növekedett. A kiskereskedelmi értékesítések szerkezetét tekintve továbbra is a termékek széles körében bővült a forgalom. A nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek forgalmának számottevő bővülése továbbra is érdemben támogatta a növekedést, emellett az élelmiszerjellegű termékek forgalma is jelentősebb növekedést mutatott a korábbi hónapokhoz képest.

#### 1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés szezonálisan igazított adatai alapján 2018. november és 2019. január között mind a gazdaságilag aktívák száma, mind a foglalkoztatottak száma számottevően emelkedett. A nemzetgazdasági foglalkoztatottságon belül a közfoglalkoztatás kismértékben csökkent, a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma nem változott, így a bővülés az elsődleges munkaerőpiacon valósult meg. **Az aktivitás és a foglalkoztatás érdemi emelkedésével párhuzamosan a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,7 százalék volt** (5. ábra).

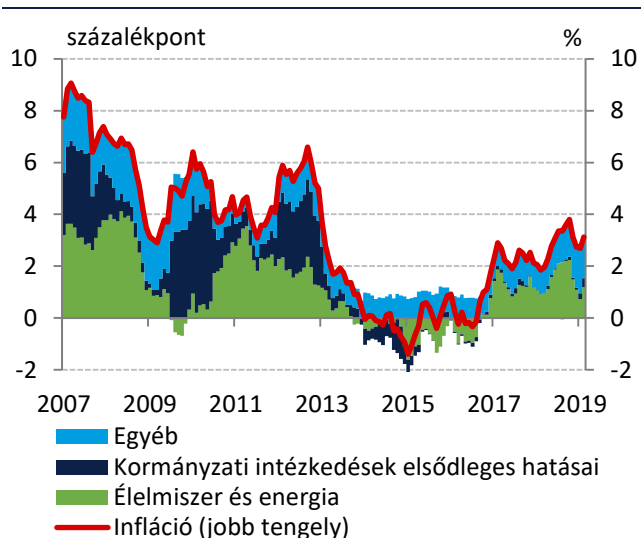
2018 negyedik negyedévében az üres álláshelyek aránya a feldolgozóiparban változatlanul magas szinten alakult, míg a piaci szolgáltató szektorban enyhén erősödött a vállalatok munkaerő-kereslete. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt, **a munkaerőpiac feszességét mérő mutató továbbra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



### 1.3. Infláció és bérek

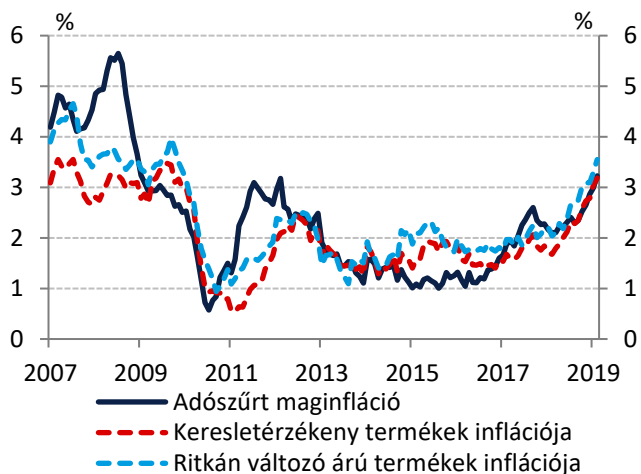
2019 februárjában az infláció 3,1, a maginfláció 3,5, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,2 százalék volt. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatóink emelkedtek az előző hónaphoz képest. 2018 decemberében 10,1 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos 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 szezonalitástól eltérően nem változott havi alapon, a prémiumkifizetések mértéke az előző éveknel erőteljesebben alakult.

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

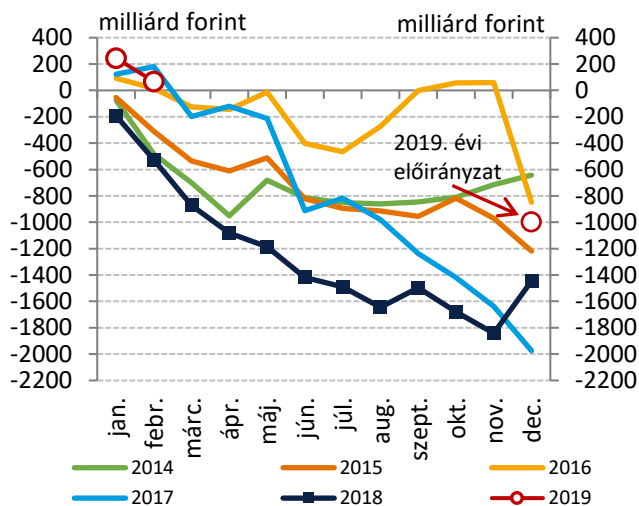
**2019 februárjában éves összevetésben az infláció 3,1, a maginfláció 3,5, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,2 százalékon alakult (7. ábra).** Az előző hónaphoz képest az infláció 0,4 százalékponttal emelkedett, amihez a maginfláció emelkedése mellett a feldolgozatlan élelmiszerek és az üzemanyagok árdinamikájának növekedése is hozzájárult.

**Az indirekt adóktól szűrt maginfláció februárban 3,2 százalékra emelkedett,** amelyet főként a feldolgozott élelmiszerek és az iparcikkek inflációjának emelkedése 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). 2019 januárjában a mezőgazdasági termelők árak éves összevetésben 8,3, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 2,8 százalékkal emelkedtek.

## 1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2019 februárjában 177 milliárd forintos hiánnyal zárt, így 67 milliárd forintra csökkent az első két hónapban keletkezett többlet.

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



Forrás: 2019. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

**Az államháztartás központi alrendszere 2019 februárjában 177 milliárd forintos hiánnyal zárt, így 67 milliárd forintra csökkent a tárgyévben keletkezett többlet (9. ábra).** A tavalyi évhez képest jelentősen magasabb február végi kumulált pénzforgalmi egyenleget elsősorban az uniós bevételek és a fogyasztáshoz kapcsolódó adóbevételek emelkedése, valamint az uniós támogatások kifizetésének a tavalyi év azonos időszakához képesti csökkenése okozta.

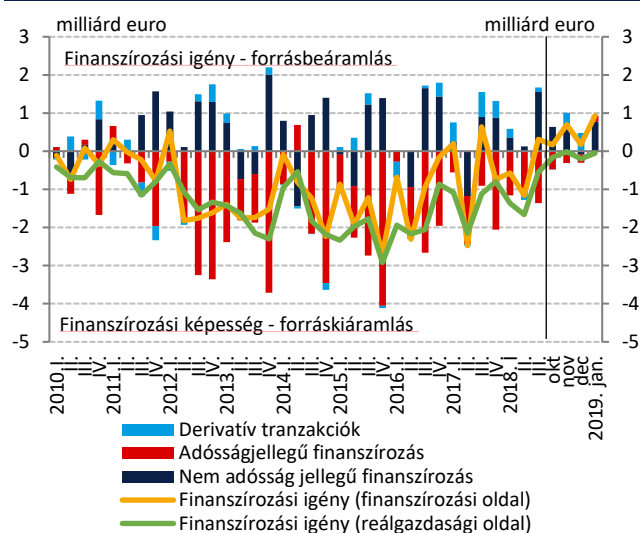
A **központi alrendszer bevételei** 2019 februárjában 208 milliárd forinttal alakultak magasabban, mint a tavalyi év azonos időszakában. Ez döntő részben az áfabevételek magasabb szintjének köszönhető, amit a bruttó bevételek dinamikus emelkedése mellett a visszautalások hónapok közötti átrendeződése eredményezett. A magasabb bevételhez hozzájárult az EU-támogatásokkal kapcsolatos bevételek tavaly februárhoz képest magasabb értéke is.

A **központi alrendszer kiadásai** 2019 februárjában a tavalyi év azonos időszakához képest 48 milliárd forinttal magasabban alakultak. A normatív és egyedi támogatások tavaly februárhoz képesti növekedését ellensúlyozta az uniós támogatásokkal kapcsolatos kiadások csökkenése és az, hogy egyes februárban esedékes családi támogatások átutalására a korábbi évekkkel ellentétben január 31-én került sor.

## 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A gazdaság külső finanszírozási képessége januárban 51 millió eurót tett ki, ami a folyó fizetési mérleg 154 millió eurós hiánya és a tőkemérleg 205 millió eurós többlete mellett alakult ki. A pénzügyi mérleg adatai alapján januárban folytatódott a nettó FDI bővülése, miközben a nettó külső adósság is növekedett.

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 januárban 51 millió eurót tett ki, ami a folyó fizetési mérleg 154 millió eurós hiánya és a tőkemérleg 205 millió eurós többlete mellett alakult ki. A folyó fizetési mérleg hiányának enyhe emelkedése a külkereskedelmi egyenleg mérséklődéséhez kötődött, amiben a belföldi felhasználáshoz kötődően bővülő import, valamint az átmeneti munkabeszüntetések is szerepet játszottak. A tőkemérleg aktívuma az EU-források alacsonyabb felhasználása mellett mérséklődött, míg a jövedelemegyenleg hiánya nem változott érdemben a hónap során.

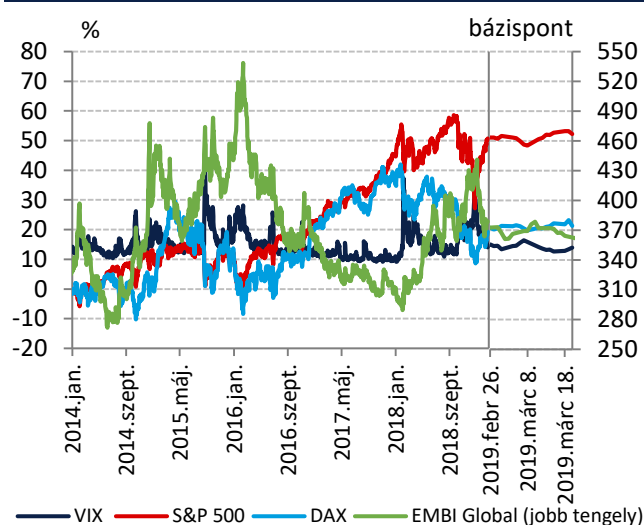
A pénzügyi mérleg adatai alapján januárban folytatódott a nettó FDI bővülése, miközben a nettó külső adósság is növekedett. A nettó közvetlentőke befektetések közel 800 millió eurós emelkedéséhez főként a külföldi vállalatok újrabefektetett jövedelmei járultak hozzá. A nettó külső adósság enyhe emelkedése a külföldiek forint állampapírvásárlásaihoz köthető. Ennek hatását azonban mérsékelte a nettó külső adósság magánszektornál megfigyelt csökkenése (10. ábra).

## 2. Pénzügyi piacok

### 2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta összességében javult a globális pénzpiaci hangulat. Ehhez elsősorban a nagy jegybankok óvatosabb kommunikációja járult 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



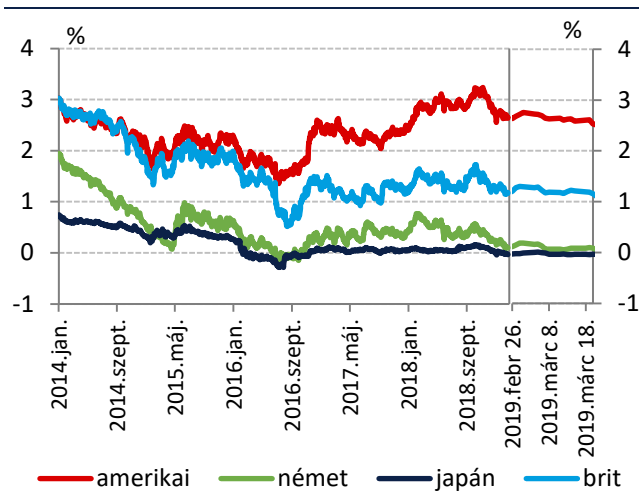
Forrás: Bloomberg

**Az előző kamatdöntés óta szűk sávban mozogtak a globális befektetői hangulatot jelző indexek.** A VIX-index a februári kamatdöntés előtti szint környékén, 15 százalék alatt alakult az időszak végén (11. ábra). A kötvénypiaci folyamatokban is a kockázatkerülés mérséklődésére, illetve a nagy jegybankok monetáris politikájának óvatosabb irányba történő elmozdulására számítottak a piaci szereplők: a feltörekvő piaci EMBI Global felár tovább csökkent, és január közepe óta folyamatosan 400 bázispont alatt ingadozik. Az amerikai kötvénypiaci volatilitást mérő MOVE index tovább mérséklődött a nemzetközi hangulat javulásával párhuzamosan, így 44 bázispont alá mérséklődött. A piaci hangulat alakulását elsősorban a nagy jegybankok óvatosabb kommunikációja, az amerikai-koreai tárgyalások kedvezőtlen, illetve 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.

**A Fed márciusi közleménye és az azt követő elnöki kommunikáció a lazább monetáris politika irányába történő elmozdulást jelzett,** ami az idei évre összhangban volt a piaci árazással. Ezzel szemben az elemzők egy kamatemelést vártak idénre, így a Fed döntéshozók kamatpálya-előrejelzése némi meglepetést jelentett. A piac december óta nem áraz kamatemelést 2019-re, ami az FOMC tagok frissen megjelent előrejelzésével már konzisztens. 2020-ra ugyanakkor továbbra is eltér a piac és a Fed várakozása: míg előbbi a kamat csökkentését várja, az FOMC tagok egy emelést prognosztizálnak.

Az euroövezet gazdasági lassulásával és a lefelé mutató kockázatokkal összhangban **az EKB első kamatemelésének időpontjára vonatkozó árazások folyamatos kitolódása volt megfigyelhető.** A TLTRO-III bejelentésével és a kamatemelés időpontjának kitolódásával párhuzamosan az EONIA határidős hozamgörbe további laposodása volt megfigyelhető a döntést követően.

12. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



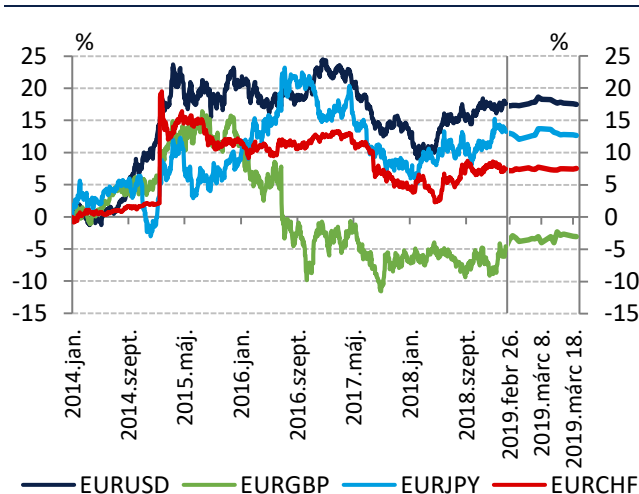
Forrás: Bloomberg

**A kedvező piaci hangulatban a fejlett piaci tőzsdeindexek és a feltörekvő piacok is mérsékelten emelkedtek az időszak során.** A főbb tőzsdeindexek közül az amerikai, európai és japán index is mérsékelten emelkedett az előző kamatdöntés óta. A fejlett piacokat reprezentáló MSCI-index összességében 1 százalékkal nőtt. A feltörekvő piaci teljesítményt mérő kompozit MSCI-index ugyanakkor némileg kisebb, 0,3 százalékos növekedést mutatott.

**Mind a fejlett, mind a feltörekvő piaci hosszú állampapírhozamok mérséklődtek.** A fejlett piacokon az amerikai hosszú hozam 5 bázisponttal 2,6 százalék alá mérséklődött, a német hozam 3 bázisponttal 0,1 százalék alá csökkent, illetve a japán hosszú hozam is 1 bázisponttal mérséklődött (12. ábra). Az eurozóna periféria hosszú hozamai közül az olasz 24 bázispont körüli mértékben csökkent, míg a görög kis mértékben emelkedett. A feltörekvő kötvénypiacokat reprezentáló EMBI Global mutató összességében 11 bázispontot csökkent az időszak során, amely a feltörekvő régióval kapcsolatos megítélés javulását tükrözi.

**A dollár a Fed döntésének hatására gyengült az euróval szemben.** A dollár euróval és svájci frankkal szembeni árfolyama összességében 0,2 és 0,7 százalékkal gyengült, míg az angol fonttal és japán jennel szembeni árfolyama 0,4 és 0,1 százalékkal értékelődött fel (13. ábra).

13. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



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

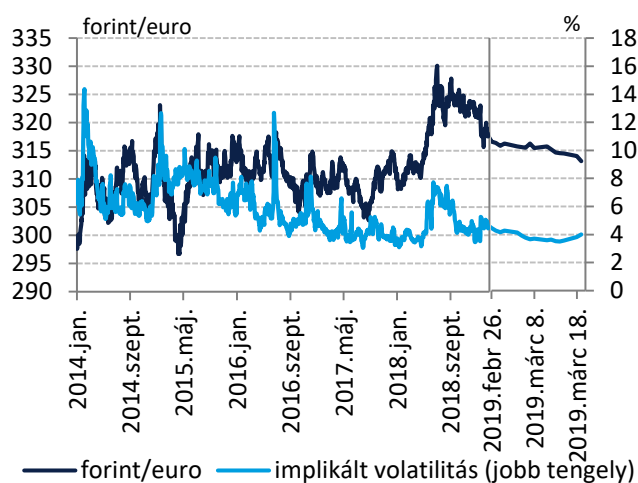
Forrás: Reuters

**Az olajárak elsősorban a kínálati oldali fejlemények hatására emelkedtek az időszak során.** A WTI árfolyama 8, míg a Brent 4 százalékkal emelkedett az előző kamatdöntés óta, év eleje óta pedig több mint 20 százalékos az áremelkedés. Az olajárak emelkedését az OPEC-tagállamok olajtermelésének négyéves mélypontra esése támogatta. Ebbe az irányba hatott Szaúd-Arábia bejelentése is, amely szerint április végéig fent fogja tartani a nagyobb termelés-visszafogást. Emellett Venezuelában jelentős áramkimaradások voltak, amelyek lassították az olajkitermelést.

## 2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

A forint az időszak során egy százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. A 3 hónapos BUBOR 1 bázisponttal 14 bázispontra mérséklődött. Az állampapírpiazi hozamgörbe rövid és hosszú szakasza mérséklődött, míg a középső szakasza emelkedett.

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



Forrás: Bloomberg

A forint euróval szembeni árfolyama az időszak során a **313-as szintig erősödött, így összesen egy százalékkal értékelődött fel a februári kamatdöntés óta.** Az erősödés nagyjából folyamatos volt, és jellemzően összhangban alakult a régiós folyamatokkal, ugyanakkor az elmúlt héten a forint a régiós devizáknál kissé nagyobb mértékben erősödött. Március során a zloty a forinthez hasonló ütemben értékelődött fel, ugyanakkor a korona és lej árfolyama az elmúlt héten gyengült, így lényegében nem változtak az elmúlt egy hónap egészében (14. ábra).

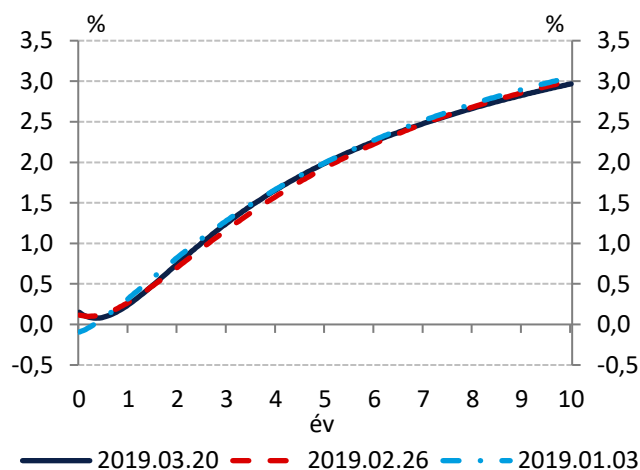
A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR 1 bázispontot csökkent, jelenleg 14 bázispontra áll. **Az állampapírpiazi hozamgörbe 2 éven belüli és 10 év körüli szakasza 2-4 bázisponttal csökkent.** Ugyanakkor a görbe középső szakaszán 5-8 bázispontra emelkedés volt megfigyelhető. A mérsékelt elmozdulások miatt az állampapírpiazi hozamgörbe meredeksége lényegében nem változott az időszak során (15. ábra).

**A forint államkötvény-aukciókon erős volt a kereslet, míg a rövidebb futamidejű papírok aukcióján az előre meghirdetett mennyiséget, vagy annál kevesebbet bocsátott ki az ÁKK.** A 3 hónapos kincstárjegy aukcióján jellemzően alacsonyabb volt a kereslet, de csak egyetlen alkalommal fogadott el a felajánlott mennyiségnél kevesebbet az ÁKK. A 3 hónapos aukciók átlaghozama az időszak nagy részében 0 százalékon alakult. A 12 hónapos DKJ aukciókon erősebb kereslet mellett az átlaghozam 1 bázisponttal 0,37 százalékra csökkent. A hosszabb lejáratú állampapírok aukcióján általánosan erős volt a kereslet, így a legtöbb esetben az ÁKK ráemelését hajtott végre. Az átlaghozamok ugyanakkor jellemzően kissé emelkedtek az előző időszakhoz képest, így például az 5 éves papír esetében az átlaghozam 2,27 százalékon alakult az előző időszak utolsó aukcióján kialakult 2,23 százalékhöz képest.

A hazai 5 éves CDS-felár az időszak végén 91 bázispontra emelkedett, amely összhangban van a régiós felárak változásával.

**A külföldiek kismértékben, 16 milliárd forinttal növelték forint állampapír állományukat.** A nem rezidensek kezében lévő állomány így 4230 milliárd forint körüli szintre nőtt, és arányuk továbbra is a piaci állomány 23 százaléka közelében alakult.

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

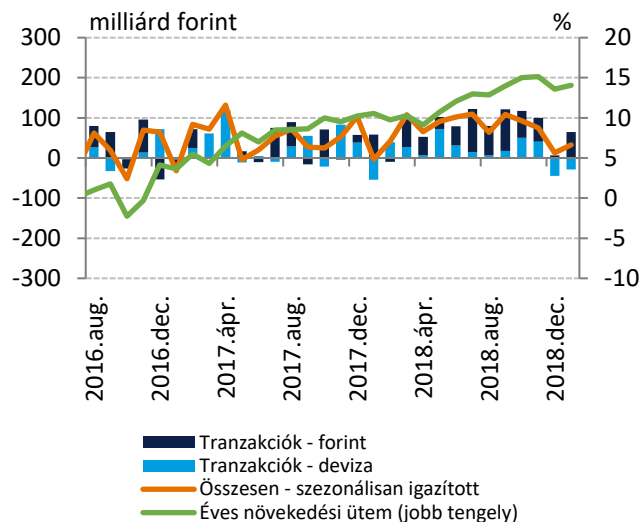


Forrás: MNB, Reuters

### 3. Hitelezési feltételek

Januárban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 36 milliárd forinttal növekedett a tranzakciók eredőjeként. A hitelintézetek háztartási hitelállománya 8 milliárd forinttal bővült, így a hitelállomány éves dinamikája 7,4 százalékra gyorsult 2019 januárjában.

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

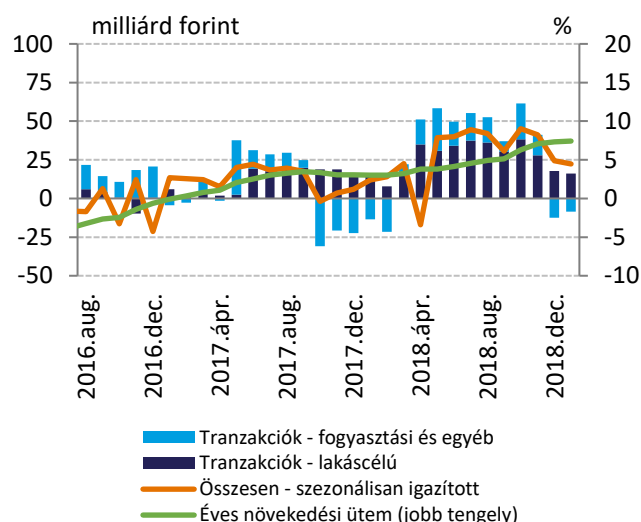


Forrás: MNB

Januárban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 36 milliárd forinttal növekedett a tranzakciók eredőjeként (16. ábra). Devizális bontásban a forinthitelek állománya 64 milliárd forinttal emelkedett, míg a devizahitelek 29 milliárd forinttal csökkentek. 2019 januárjában az éves vállalati hiteldinamika – év végi kismértékű mérséklődést követően – 14,1 százalékra gyorsult. A pénzügyi jellegű ügyletek nélkül a hitelkibocsátás volumene a hónap során 172 milliárd forintot tett ki.

A hitelintézetek háztartási hitelállománya 8 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, így a hitelállomány éves dinamikája 7,4 százalékra gyorsult 2019 januárjában (17. ábra). Az új szerződéskötések értéke a hónapban 121 milliárd forintot tett ki. Az új kibocsátású hitelek 12 havi kumulált értéke a lakáshitelek esetében 29 százalékkal, míg a fogyasztási hitelek esetében 45 százalékkal nőtt. A Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel termékek 2017 szeptembere óta összesen 363 milliárd forinttal járultak hozzá a lakáshitelezés egészségesebb szerkezetű növekedéséhez, és a hónap során megkötött legalább 5 évre fixált kamatozású lakáshitelek közül 57 százalékot tettek ki.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele

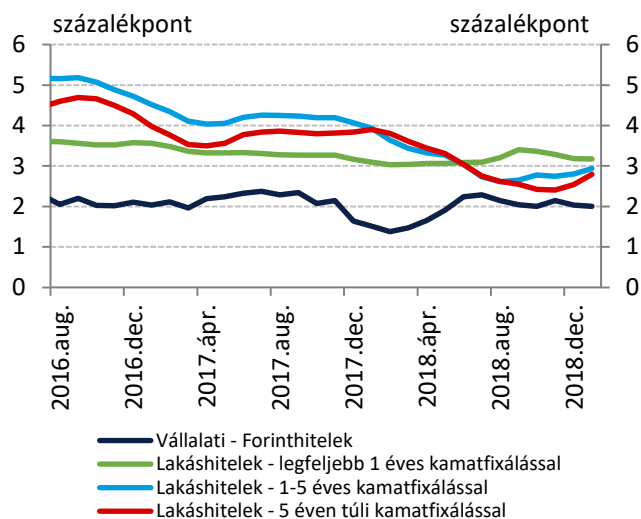


Forrás: MNB

2019 folyamán tovább csökkent a legfeljebb 1 éves kamatfixálású (változó kamatozású) hitelek aránya, ami januárban már csupán 4,4 százalékot tett ki. A kamatfixált hitelek közül 2018 második negyedétől egyre nagyobb teret nyernek az 5 éven túli kamatperiódusú hitelek, amelyek a teljes lakáshitel-kibocsátásnak már 68 százalékát tették ki januárban. 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 2019 januárjában 2 százalékpont volt (18. ábra). A kisösszegű piaci hitelek felára azonban – amelyet jellemzően kkv-k vesznek fel – 80 bázisponttal haladta 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 130 bázisponttal 2,95 százalékpontra,

18. ábra: A vállalati és háztartási hitelfelárak alakulása



az 5 éven túl fixáltak esetében pedig 105 bázisponttal 2,8 százalékpontra csökkent, így a rögzített kamatozású hitelek átlagos felára alacsonyabb volt, mint a változó kamatozású hiteleké.

Megjegyzés: A vállalati forintbitelek 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