



MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2018. JÚNIUS 19-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

2018
június

Közzététel időpontja: 2018. július 4. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2018. június 15-ig rendelkezésre álló információkat vettük figyelembe.

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

A rövidített jegyzőkönyvek, valamint a jegyzőkönyvek háttéranyagai elérhetők az MNB honlapján:

<http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kamatmeghatarozo-ulesek-roviditett-jegyzokonyvei>

Tartalom

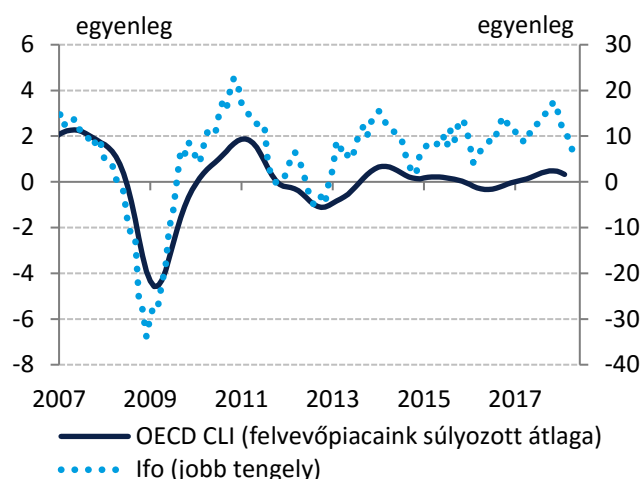
Tartalom	3
1. Makrogazdaság.....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok	6
1.2.1. Gazdasági növekedés.....	6
1.2.2. Foglalkoztatás	8
1.3. Infláció és bérek.....	9
1.3.1. Bérezés.....	9
1.3.2. Inflációs folyamatok.....	9
1.4. Költségvetési folyamatok.....	10
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok	11
2. Pénzügyi piacok	12
2.1. Nemzetközi pénzpiacok	12
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása	15
3. Hitelezési feltételek.....	17

1. Makrogazdaság

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

2018 első negyedében az eurozóna gazdasági növekedése és az Egyesült Államok GDP bővülése is tovább folytatódott. A nemzetközi intézmények frissített előrejelzései alapján az eurozóna középtávú kilátásai továbbra is kedvezőek, azonban a konjunktúrahangulat összességében mérséklődött az elmúlt hónapokban, ami a globális növekedési kilátásokat övező kockázatokra is utalhat. Az importvámokkal kapcsolatos hírek konjunkturális bizonytalanságot jelentettek.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

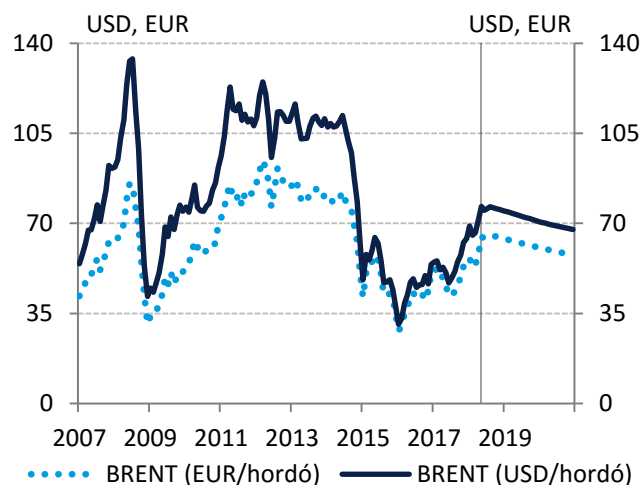
2018 első negyedében folytatódott a világgazdaság és azon belül az eurozóna növekedése. Az Egyesült Államok gazdasága a várakozásokat meghaladó mértékben, 2,8 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A gazdaság bővülését elsősorban a beruházások támogatták, azonban a lakossági fogyasztás, a kormányzati kiadások, valamint a nettó export is pozitívan járult hozzá a növekedéshez. Az Egyesült Királyságban az első negyedévben a növekedés a várakozásoktól elmaradva, 1,2 százalékkal nőtt éves összevetésben. A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a háztartási fogyasztás támogatta, míg a nettó export visszafogta a növekedést.

2018 első három hónapjában az eurozóna gazdasága 2,5 százalékkal bővült éves bázison. Németország GDP bővülése – a visszafogottabb ipari termelés ellenére – tovább folytatódott az első negyedévben, amit elsősorban a vállalatok bővülő beruházásai, illetve a stabilan emelkedő háztartási fogyasztás támogatott. **A német export visszafogottan alakult, amit az euro dollárral szembeni erősödése is magyarázott. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk (Németország) gazdasági teljesítménye az elkövetkező években is kedvezően alakulhat, összhangban a nemzetközi intézmények kedvező prognózisaival.** Azonban a német ipari termelés bővülése az előző hónapoknál visszafogottabb ütemben folytatódott, míg a német ipar új rendelései stagnáltak áprilisban. Emellett az Ifo várakozások tovább csökkentek májusban (1. ábra).

Az eurozóna nagyobb gazdaságainak növekedése eltérően alakult: a francia, spanyol és az olasz gazdaság teljesítménye az elmúlt negyedévek növekedési ütemétől enyhén elmaradó mértékben emelkedett 2018 első negyedében. Ausztria és Hollandia dinamikus gazdasági növekedése folytatódott az idei év elején is, amihez leginkább a lakossági fogyasztás emelkedése és a beruházások bővülése járult hozzá. Görögország a válság óta a legmagasabb ütemben, 2,3 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2018 év elején is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának. Szezonálisan igazított adatok

2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

alapján Lengyelországban – az előző negyedévet meghaladó – 5,0 százalékos ütemben bővült a gazdaság. Szlovákiában 3,6, Csehországban 4,4 százalékkal nőtt a GDP az első negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva. Románia gazdasági teljesítménye a tavalyi magas bázisról az elemzői várakozásokat meghaladó mértékben lassult az év elején, így a GDP 4,2 százalékkal emelkedett éves összevetésben, ami a román növekedési kilátások korrekciójában is tükröződik. A régiós országok növekedését az év elején is elsősorban a dinamikus bővülő belső kereslet támogatta. Emellett az elmúlt hónapokban a régiós kiskereskedelmi forgalom és ipari termelés növekedése visszafogottabb ütemben folytatódott.

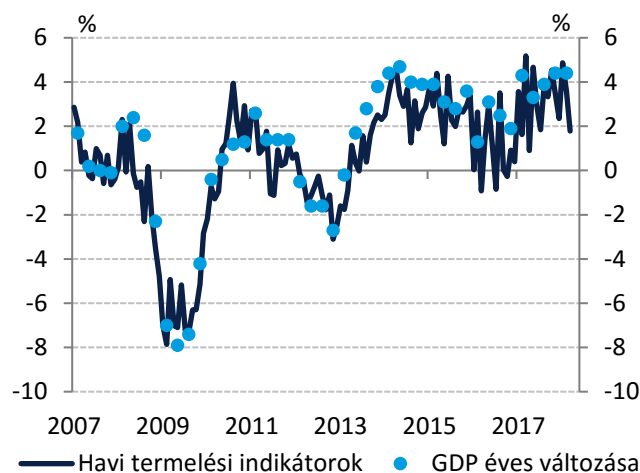
A várakozások alapján az eurozóna középtávú növekedési kilátásait továbbra is kétirányú kockázatok övezik. Felfelé mutató kockázatként azonosítható az **USA fiskális élénkítése** (a bejelentett infrastrukturális beruházási program és adócsökkentések), ugyanakkor a konjunktúrahangulat romlott az elmúlt időszakban, amiben a globális növekedési kilátásokat övező kockázatok jelenhettek meg. Az elmúlt időszakban bejelentett **importvámok** – az Egyesült Államok világimporton belüli jelentős súlya miatt – **negatív hatást gyakorolhatnak a globális gazdaságra.** Az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése, illetve a folyamat körülményeinek tisztázatlansága negatív kockázat az Európai Unió középtávú növekedésére.

A globális infláció emelkedett az elmúlt hónapban, ugyanakkor az eurozóna inflációs alapfolyamatai továbbra is visszafogottan alakulnak. Az infláció májusban emelkedett az eurozónában, amit elsősorban az üzemanyagok árának emelkedése magyaráz. Az olaj világpiaci ára – az áprilisi jelentős emelkedést követően – az elmúlt hónapban 75 és 80 dollár között alakult (2. ábra). Az olajárak elmúlt havi volatilis alakulását a Közel-Keleten tapasztalható geopolitikai feszültségek, a venezuelai válság, valamint az OPEC termeléskorlátozó megállapodása körüli nyilatkozatok magyarázzák. Az ipari nyersanyagok ára nem változott, míg a nyers élelmiszerek világpiaci ára emelkedett májusban.

1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

A KSH részletes adatközlése alapján 2018 első negyedévében 4,4 százalékkal bővült a hazai GDP az előző év azonos időszakához képest. A gazdasági növekedést felhasználási oldalon a fogyasztás és a beruházások támogatták, termelési oldalon pedig a piaci szolgáltatások járultak hozzá legnagyobb mértékben a növekedéshez. 2018. február-áprilisban a munkanélküliségi ráta 3,8 százalékon alakult. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt feszességi mutató továbbra is historikusan feszes munkaerőpiaci környezetet jelez.

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

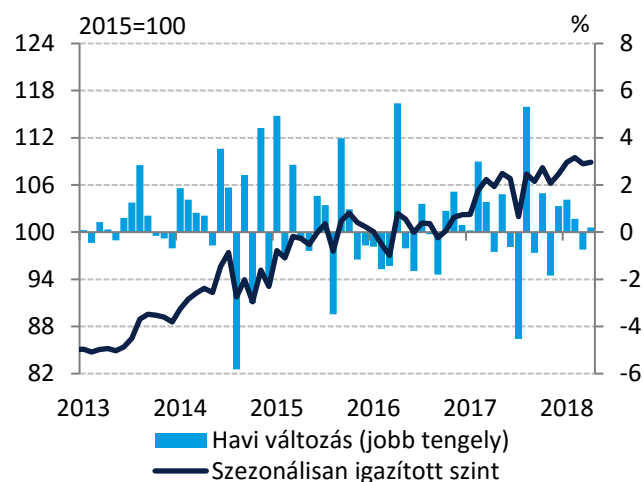
1.2.1. Gazdasági növekedés

2018 első negyedévében a KSH adatközlése alapján a **bruttó hazai termék 4,4 százalékkal emelkedett** az előző év azonos időszakához képest. Az **előző negyedévhez viszonyítva 1,2 százalékkal** bővült a hazai GDP a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján. A gazdasági növekedést felhasználási oldalon elsősorban a **fogyasztás és a beruházások** támogatták, termelési oldalon pedig a **piaci szolgáltatások** járultak hozzá legnagyobb mértékben a növekedéshez (3. ábra).

Termelési oldalon a belső kereslet élénküléséhez szorosan kötődő **piaci szolgáltató szektor teljesítménye dinamikus emelkedett és jelentős mértékben járult hozzá a növekedéshez**. A szolgáltatások bővülését az alágak széles köre támogatta, legjelentősebb mértékben a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, az információ- és kommunikáció alágazatok bővültek. **Folytatódott az ipari termelés bővülése 2018 első negyedévében**, azonban elsősorban átmeneti hatások következtében az elmúlt negyedéveknél csak mérsékelt ütemben. A termelés szerkezetét tekintve a nagy súlyt képviselő járműgyártás kibocsátása stagnált az előző év azonos időszakához viszonyítva. **Az építőipari termelés – a visszafogott márciusi teljesítmény ellenére is – érdemben emelkedett**, amit főként az egyéb építmények építése támogatott, emellett az épületek építése is tovább növekedett. A bővülést a saját és uniós forrásból megvalósított állami infrastruktúra fejlesztések és a magánszektorhoz köthető építkezések egyaránt magyarázták.

Felhasználási oldalon a **háztartások fogyasztásának bővülése az előző negyedévnél élénkebb ütemben folytatódott**, melyet a továbbra is jelentős helyreállítási potenciállal rendelkező tartós és féltartós termékek vásárlására fordított – teljes fogyasztást érdemben meghaladó – kiadások növekedése támogatta. **A beruházások dinamikus bővüléséhez** mind az épületjellegű beruházások, mind a gép- és berendezésberuházások bővülése egyaránt hozzájárult. Míg az épületjellegű beruházásokat az infrastruktúrafejlesztések, a lakásépítések és az üzleti célú ingatlanfejlesztések, addig a gépberuházások bővülését a kapacitásbővítő beruházások is támogathatták. **Az első negyedéves gazdasági növekedést a**

4. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

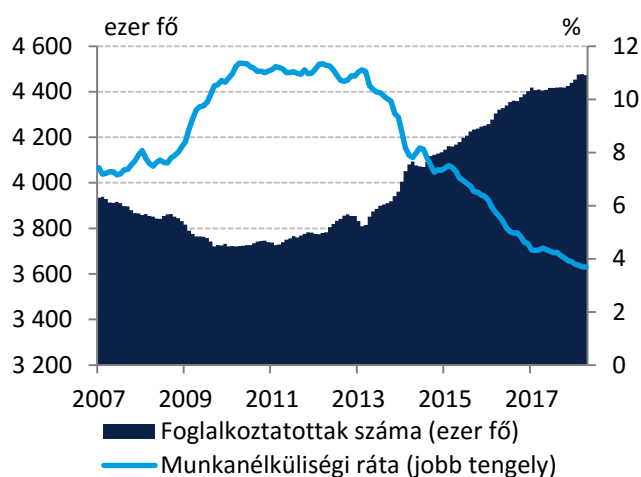
közösségi fogyasztás emelte, míg a készletek alakulása lassította.

2018 áprilisban **7,8 százalékkal emelkedett az ipari kibocsátás** az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg a termelés szintje **0,2 százalékkal növekedett az előző hónaphoz képest** (4. ábra). Az áprilisi munkanapok száma kettővel több volt az előző évinél, így a munkanaphatástól tisztított termelési szint mérsékeltebb ütemben növekedett. **A feldolgozóipari ágazatok többségének emelkedett a termelése az előző év azonos időszakához viszonyítva.** A nagy súlyú járműgyártás termelése jelentős mértékben emelkedett, ezen belül a járműalkatrészek gyártása nagyobb, míg a gépjárműgyártás mérsékeltebb ütemű növekedést mutatott. A vegyipart a gumi- és műanyaggyártás emelkedése, az egyéb vegyipari termelés, illetve a gyógyszergyártás is támogatta áprilisban. Emellett a fém és könnyűipar érdemi bővülése és a gépipar növekedése volt megfigyelhető. Az **ipari értékesítések** emelkedéséhez a belföldi és az export értékesítések egyaránt hozzájárultak. **Az előretekintő indikátorok összességében vegyes képet mutatnak a magyar ipar kilátásait illetően.** Fő külkereskedelmi partnereink konjunktúrahangulata enyhén romlott a külső kereslet bizalmi indikátor alapján. Emellett folytatódott a német gazdasági kilátásokat megragadó lfo várakozások csökkenése. Áprilisban a hazai új exportrendelések emelkedtek, összhangban a német új ipari rendelések bővülésével, azonban a dinamika lassulása továbbra is megfigyelhető. A hazai iparra vonatkozó indikátorok közül az ESI és a feldolgozóipari BMI tovább emelkedett a korábbi kedvező szintekről.

2018 áprilisban az **export euróban számított értéke 10,7, az importé 15,7 százalékkal emelkedett** az előző év azonos időszakához viszonyítva, így a külkereskedelmi többlet 263 millió euróval csökkent. 2018 márciusában a külkereskedelmi cserearány enyhén javult az előző év azonos időszakához viszonyítva. A cserearány alakulásában az ásványi fűtőanyagok és a feldolgozott termékek relatív árváltozásának cserearányt rontó hatását az élelmiszerek és a különféle feldolgozott termékek relatív árváltozása ellensúlyozta.

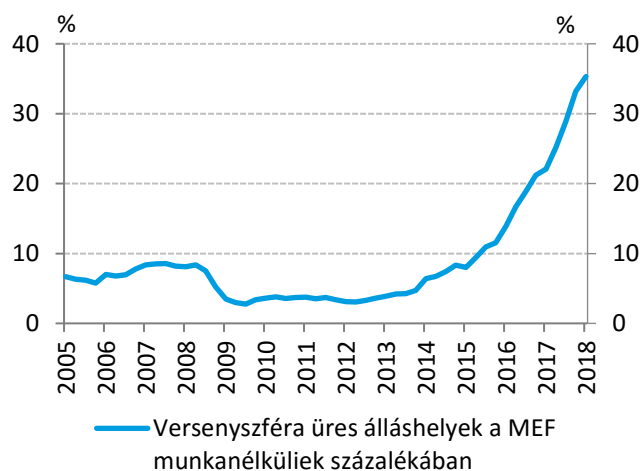
2018 áprilisban 14,2 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest, míg az előző hónaphoz viszonyítva 6,5 százalékkal emelkedett a kibocsátás. A termelés az épületek és az egyéb építmények építése esetén is élénkületet mutatott. A termelés növekedése mögött az épületek építése esetében elsősorban ipari épületek álltak. Az egyéb épületek építése az állami beruházásoknak (ezek elsősorban infrastruktúrafejlesztések) köszönhetően továbbra is

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

6. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

Forrás: NFSZ, KSH

jelentősen emelkedett, azonban lassuló ütemben. A megkötött új szerződések volumene ismét emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, amihez mindkét építményfőcsoport hozzájárult. Az épületek építésére kötött új szerződések emelkedése mögött elsősorban iroda, raktár és oktatási épületekre kötött szerződések állnak, míg az egyéb építmények építésére kötött új szerződések esetében közmű- és szennyvíztisztító telepek álltak. Az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene jelentősen meghaladja az előző évit, ami elsősorban a lakáspiac 2019-ig lekötött szerződéseit és a már lekötött uniós forrásokat mutatja.

Áprilisban az előzetes adatok alapján a **kiskereskedelmi értékesítések volumene a nyers adatok szerint 4,3 százalékkal bővült a tavalyi év azonos időszakához képest**, míg a naptárhatalással igazított adatok alapján a húsvéthatas miatt 6,0 százalékos bővülést mutatott. Az elmúlt hónapokban a forgalom a termékek széles körében emelkedett. Az értékesítések növekedéséhez továbbra is elsősorban a nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek forgalmának számottevő bővülése járult hozzá. A régiós országokban a forgalom bővülésének gyorsulását figyelhettük meg, amihez elsősorban a román kiskereskedelem növekedésének emelkedése járult hozzá.

1.2.2. Foglalkoztatás

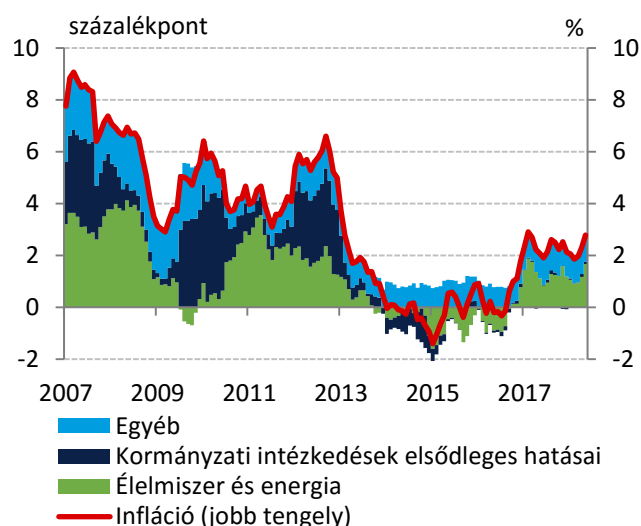
A Munkaerő-felmérés szezonálisan igazított adatai alapján 2018. február-áprilisban az aktivitás és a nemzetgazdasági foglalkoztatottság szintje gyakorlatilag nem változott. **A munkanélküliségi ráta 3,8 százalékon alakult** (5. ábra). A közfoglalkoztatásban résztvevők és a külföldi telephelyen dolgozók száma tovább csökkent, így az elsődleges munkaerőpiacon folytatódott a foglalkoztatás bővülése.

2018 első negyedében a KSH üres álláshely adatai alapján mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások körében tovább emelkedett a vállalatok munkaerő-kereslete. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt **feszességi mutató továbbra is historikusan feszes munkaerőpiaci környezetet jelez** (6. ábra).

1.3. Infláció és bérek

2018 májusában az infláció 2,8, a maginfláció 2,4, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2,2 százalékpont volt. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatóink lényegében nem változtak az előző hónaphoz képest. A mutatók továbbra is 2 százalékpont körül, a maginflációnál alacsonyabban alakultak. 2018 márciusában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8,4 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A folytatódó erőteljes bérdinamikához a bérezési alapfolyamatot meghatározó historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett az előző évnél kisebb mértékű adminisztratív béremelések járultak hozzá.

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

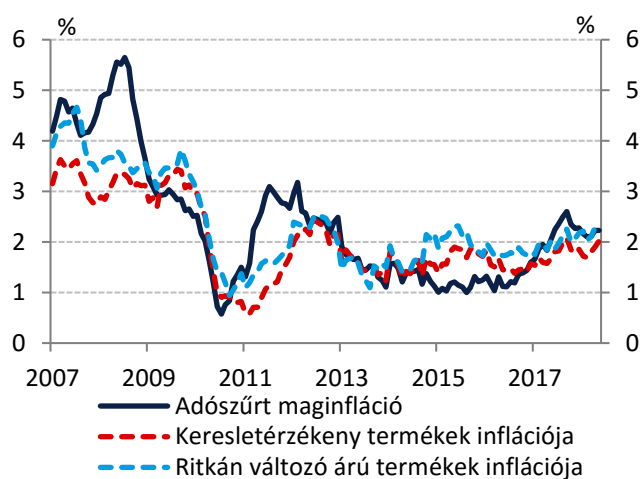
1.3.1. Bérezés

2018 márciusában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8,4 százalékkal, a rendszeres átlagkereset 9,3 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Mind a bruttó, mind a rendszeres átlagkereset éves dinamikája lassult februárhoz képest. A rendszeres átlagkereset a szokásos szezonálisnál erőteljesebben emelkedett havi alapon, a prémiumkifizetések mértéke az előző évnél alacsonyabban alakult. **A folytatódó erőteljes bérdinamikához a bérezési alapfolyamatot meghatározó historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett az előző évnél kisebb mértékű adminisztratív béremelések járultak hozzá.**

1.3.2. Inflációs folyamatok

2018 májusában éves összevetésben az infláció 2,8, a maginfláció 2,4, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2,2 százalékpont alakult (7. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció 0,5 százalékponttal emelkedett, míg a maginfláció 0,1 százalékponttal csökkent. Az infláció emelkedését az üzemanyagárak növekedése okozta.

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

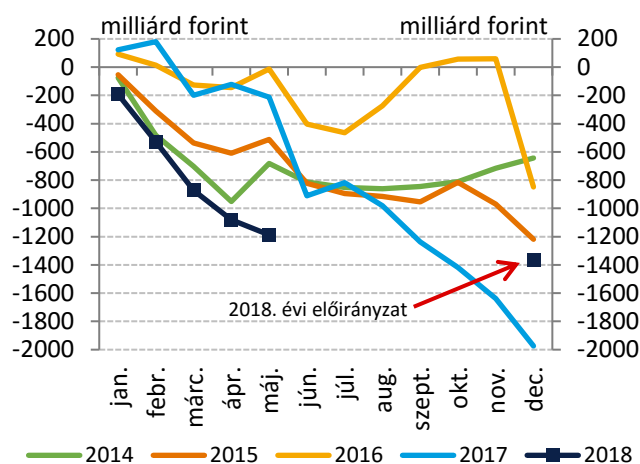
Az inflációs alapmutatók lényegében nem változtak az előző hónaphoz képest. A mutatók továbbra is 2 százalékpont körül alakultak (8. ábra). 2018 áprilisában a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 1,2 százalékkal, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai szintén 1,2 százalékkal emelkedtek.

A júniusi előrejelzés feltevéseinek teljesülése mellett a fogyasztóiár-index a következő hónapokban az olajár-növekedés miatt átmenetileg enyhén 3 százalékpont fölé emelkedik. **Az olajár-növekedés közvetlen hatásainak kifutásával az inflációs ráta újból csökken és az inflációs alapfolyamatok emelkedése biztosítja, hogy 2019 közepétől az infláció fenntartható szerkezetben érje el a 3 százalékos célt.**

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2018 májusában 106 milliárd forintos hiánnyal zárt, így a tárgyévi kumulált egyenleg -1188 milliárd forintot tett ki május végén, ami a korábbi éveknél magasabb hiányt jelent.

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



Forrás: 2018. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

Az államháztartás központi alrendszere 2018 májusában 106 milliárd forintos hiánnyal zárt, így a tárgyévi kumulált egyenleg -1188 milliárd forintot tett ki május végén, ami a korábbi éveknél magasabb hiányt jelent (9. ábra). A költségvetési hiány tartós emelkedése főként az uniós támogatások folytatódó megelőlegezéséhez, illetve a költségvetési szervek tavalyinál érdemben magasabb kiadásaihoz kötődik.

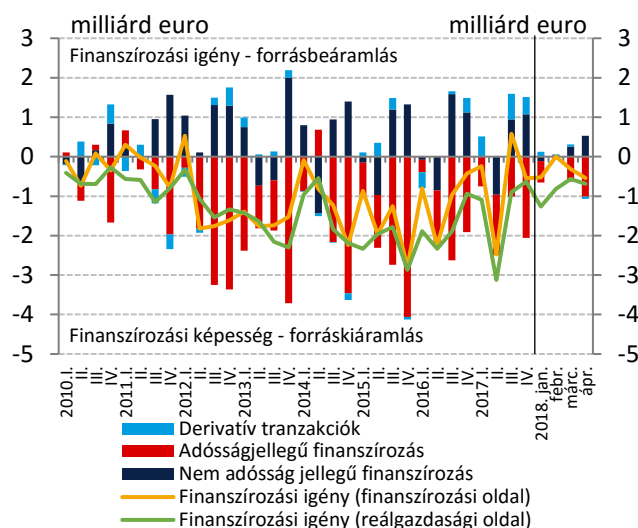
A **központi alrendszer bevételei** 62 milliárd forinttal alacsonyabban alakultak az előző év azonos időszakához képest, ami a tavalyi bevételeket megnövelő Növekedési Adóhitel kifizetésének és az áfabevételek visszautalási határideje megváltozásának következménye. A vártnál magasabbak a bruttó áfabevételek, illetve a munkát terhelő befizetések.

A **központi alrendszer kiadásai** 48 milliárd forinttal voltak alacsonyabbak az előző év azonos időszakához képest, amelynek főbb összetevői az alacsonyabb EU-támogatásokkal kapcsolatos kiadások, a központi alrendszer mérséklődő egyéb kiadásai, illetve a csökkenő nettó kamatkifizetések. Az uniós támogatásokhoz kapcsolódó kiadások 2018 májusában 136 milliárd forintot tettek ki, ezzel az első öt hónapban összesen 993 milliárd forint került kifizetésre.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Áprilisban – az előző hónapokban látott visszaesést követően – a gazdaság külső finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg enyhén emelkedett. A pénzügyi mérleg adatai alapján áprilisban folytatódott a nettó külső adósság csökkenése, miközben a közvetlentőke-befektetések bővültek.

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

Áprilisban – az előző hónapokban látott visszaesést követően – a gazdaság külső finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg enyhén emelkedett. Mindkét mutató növekedése mögött a külkereskedelmi-egyenleg kismértékű bővülése áll, amely összhangban van az ipari termelés áprilisi emelkedésével. Eközben az EU-transzsferek felhasználása és a jövedelemegyenleg nem változott érdemben a hónap során. Az áprilisi adat – a korábbi hónapokhoz hasonlóan – jelentős finanszírozási képességet jelez.

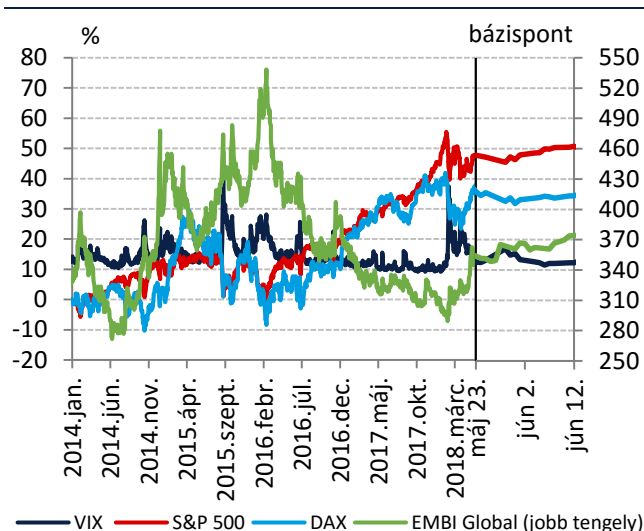
A pénzügyi mérleg adatai alapján áprilisban folytatódott a **nettó külső adósság csökkenése, miközben a közvetlentőke-befektetések bővültek**. Áprilisban a korábbi hónapokban megfigyeltnél nagyobb mértékű volt a nettó közvetlentőke-befektetések beáramlása – ebben a külföldi kifizetések mérséklődése volt meghatározó, miközben a külföldi vállalatok újrabefektetett jövedelme az előző hónaphoz hasonlóan alakult. A havi tranzakciók alapján a nettó külső adósság jelentősen, több mint 1 milliárd euróval mérséklődött. Ebben a legnagyobb szerepet a **bankrendszer** látott 650 millió eurós mérséklődés játszotta, amely mellett az **államháztartás** nettó külső adóssága is mintegy 410 millió euróval csökkent. A bankrendszer esetében a mutató mérséklődése a külföldi eszközök tartozásokat meghaladó bővülésével magyarázható. Az államháztartásnál látott csökkenésben egyrészt a követelések – EU-transzfer felhasználáshoz kapcsolódó – emelkedése, másrészt a devizatartalék kismértékű bővülése játszott szerepet. A **vállalatok** nettó külső adóssága nem változott érdemben.

2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban az amerikai piacokon javult a hangulat, míg Európában az olasz belpolitikai fejlemények érdemi eszközár-emelkedéshez és az euro átmeneti gyengüléséhez vezettek. Az euro dollárral szembeni árfolyama az időszak végén az EKB eszközvásárlási programjával kapcsolatos várakozások hatására már kissé erősödött, majd az EKB-döntés után 1,15-ös szintig gyengült vissza. A fejlett piaci hosszú állampapírhozamok csökkentek, az amerikai hozamszint valamivel 3 százalék alá süllyedt, és hasonló, 10-15 bázispont körüli csökkenést mutatott az eurozónás és brit hosszú hozam is. A feltörekvő állampapírpiacon az EMBI Global kötvényfelár 25 bázispontos növekedése tükrözte a feltörekvő piaci kockázatkerülés folytatódását: számos feltörekvő hozam tovább nőtt, a sérülékenyebb feltörekvő devizák pedig gyengültek. A kőolaj világpiaci ára a korábbi időszak erőteljes emelkedése után 4-8 százalékkal csökkent, amelyben szerepet játszhatott az OPEC termeléskorlátozás megszüntetésére vonatkozó szándéka, illetve az amerikai kitermelés dinamikus növekedése is.

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

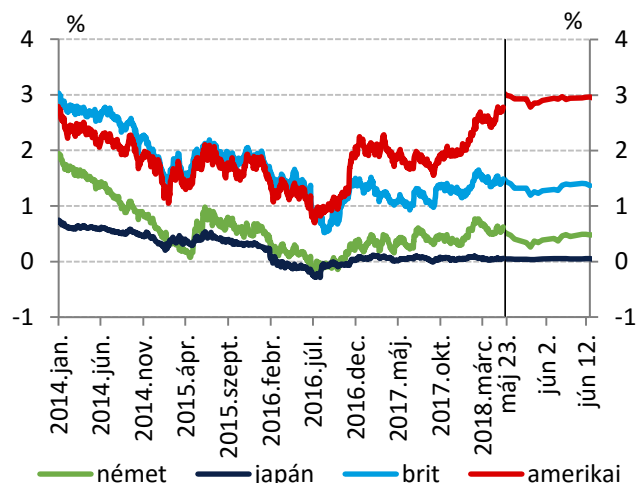


Forrás: Bloomberg

Az amerikai részvénytőzsdéken összességében javult, míg a feltörekvő részvény- és kötvénytőzsdéken inkább romlott a befektetői hangulat az elmúlt időszakban. Az amerikai hangulatjavuláshoz a Fed kamatemelésével kapcsolatos várakozások májusi csökkenése járulhatott hozzá, míg a kereskedelmi feszültségek újbóli kiéleződése kisebb hatással volt a hangulatra. A Fed júniusi kamatemelése, illetve az idénre várható, negyedik kamatemelés előrejelzése csak kisebb visszaesést okozott a tengerentúli indexekben, mivel ennek valószínűsége hosszabb ideje jelen volt a piaci árazásban. Európában az olasz belpolitikai feszültség a perifériaországok kockázati feláraiban érdemi emelkedést okozott és az európai tőzsdék csökkenéséhez, illetve az euro gyengüléséhez is hozzájárult, noha az olasz kormány megalakulásával e feszültségek részben enyhültek. A feltörekvő piacokon a kötvénytőzsdéi feszültség fennmaradt, amely a kötvénytőzsdéi kockázati felárak emelkedésével és tőkeáramlással járt együtt. A VIX-index a május végi átmeneti megugrást leszámítva 12 százalék közelében ingadozott az időszak végén (11. ábra).

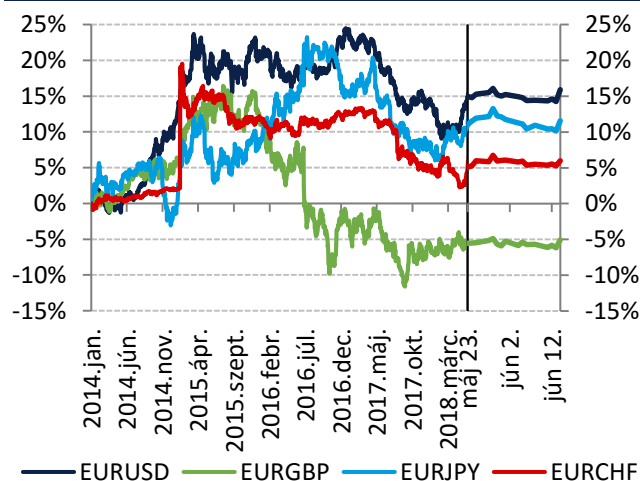
A tengerentúli tőzsdeindexek emelkedtek, míg az európai, japán és feltörekvő piaci tőzsdeindexek csökkentek az időszakban. Az amerikai tőzsdeindexek összességében 2 százalékkal növekedtek, ugyanakkor a fejlett európai indexek 2-3 százalékkal, a japán tőzsde fél százalékkal mérséklődött. Az olasz és spanyol tőzsde 3-6 százalékkal esett az időszak során, bár a május végi-június eleji jelentősebb esés egy részét az időszak végére kismértékben sikerült korrigálniuk. A feltörekvő részvénytőzsdéi teljesítményt mérő MSCI-index szintén fél százalékkal csökkent az időszak elejéhez képest. A feltörekvő piacok kedvezőtlen teljesítményéhez az általános kockázatkerülő hangulaton túl egyedi országgokkockázatok járultak hozzá

12. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

13. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Reuters

elsősorban, bár az Argentína és az IMF között létrejött, készenléti hitelre vonatkozó előzetes megállapodás nyugtatólag hatott a piaci hangulatra.

A fejlett kötvénypiacokon az amerikai hozam 3 százalékos tartományba süllyedt vissza, és hasonló, 10-15 bázispont körüli csökkenést mutatott az eurozóna és brit hosszú hozam is (12. ábra). A feltörekvő piacokon folytatódott a hozamemelkedés, bár a fejlett piacokon bekövetkező hozamcsökkenés miatt a korábbinál valamelyest mérsékeltebb ütemben. A feltörekvő térségben továbbra is érzékelhető volt a kötvénypiaci feszültség, amely az EMBI Global 25 bázispontos emelkedésében is tükröződött, valamint folytatódott a tőkekiáramlás is a feltörekvő kötvényalapokból. A legnagyobb mértékű hozamemelkedés továbbra is a külső egyensúly szempontjából sérülékenynek számító országokban következett be (Brazília, Dél-Afrika, Törökország).

Az év végi amerikai kamatemeléssel kapcsolatos várakozások egy átmeneti, májusi csökkenés után emelkedtek. A Fed júniusi ülésén 25 bázisponttal emelte meg az irányadó kamat célsávját, illetve közzétette a kamatpályára vonatkozó előrejelzését is. Ez alapján a döntéshozók többsége az idei évre további 2 kamatemelésre számít. Az EKB esetében fokozott várakozás előzte meg a júniusi kamatdöntést, mivel az ülést megelőzően vezető jegybanki szakértőktől olyan jelzés érkezett, amely alapján a piac június-júliusra várta az eszközvásárlási program lezárásának dátumára vonatkozó bejelentést. A döntés értelmében az EKB szeptember után 15 milliárd euróra csökkentette a vásárlások havi összegét, majd 2018 decemberét követően befejezi az eszközvásárlásokat. A lejáró állampapírokat továbbra is újrabefekteti az eddigi gyakorlatnak megfelelően. A jelenlegi irányadó kamatok legalább 2019 nyaráig (vagy ameddig az inflációs folyamatok indokolják) a jelenlegi szinten fenntartják.

Az időszak első felében a dollár erősödött, majd május végétől fokozatosan gyengült a főbb devizákkal szemben. Az időszak legvégén a Fed-, illetve EKB-ülést követően a dollár ismét felértékelődött a főbb devizákkal szemben, míg az euro gyengült (13. ábra). Az EKB döntés után az euro napon belül mintegy 2 százalékkal gyengült, amely azzal magyarázható, hogy a piac a betéti ráta emelését az EKB által jelzettnél valamivel előbbre várta, ezzel szemben az EKB elköteleződött amellett, hogy 2019 közepéig változatlanul hagyja az irányadó rátákat. A feltörekvő devizák közül a brazil réal és az argentin peso árfolyama mutatott nagy kilengéseket, utóbbi tovább gyengült az IMF-megállapodás ellenére is. A közép-kelet-európai régió devizái a május

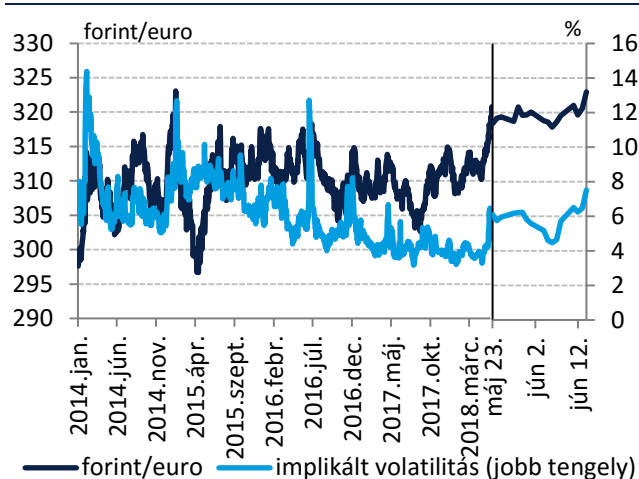
végéig tartó dollárral szembeni kisebb gyengülésüket az időszak végére nagyrészt ledolgozták.

A kőolaj világpiaci ára a korábbi időszak erőteljes emelkedése után 4-8 százalékkal csökkent, aminek hatására a WTI árfolyama 65, a Brent árfolyama pedig 75 dollár környékére csökkent. Az olajár mérséklődésében szerepet játszhatott az OPEC felől kiszivárgó hír a termeléskorlátozás megszüntetésének szándékáról, illetve az amerikai kitermelés dinamikus növekedése is.

2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

A forint az időszak során a nemzetközi környezettel és a régiós devizákkal összhangban gyengült az euróhoz képest, ugyanakkor az időszak végén kissé tovább gyengült. A 3 hónapos BUBOR 3 bázisponttal 13 bázispontra emelkedett. Az állampapírpiazi hozamgörbe teljes hosszában felfelé tolódott, de a rövidebb lejáratokon kisebb volt a hozamemelkedés, így a görbe meredekebbé vált. A külföldiek forint állampapír-állománya az időszak végére enyhén emelkedett, így állományuk továbbra is 3700 milliárd körüli, az általuk tartott állomány aránya pedig 22 százalék körül maradt. A hazai 5 éves CDS-felár 97 bázisponton állt, amely az előző kamatdöntés óta 7 bázispontos emelkedést jelentett.

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



Forrás: Bloomberg

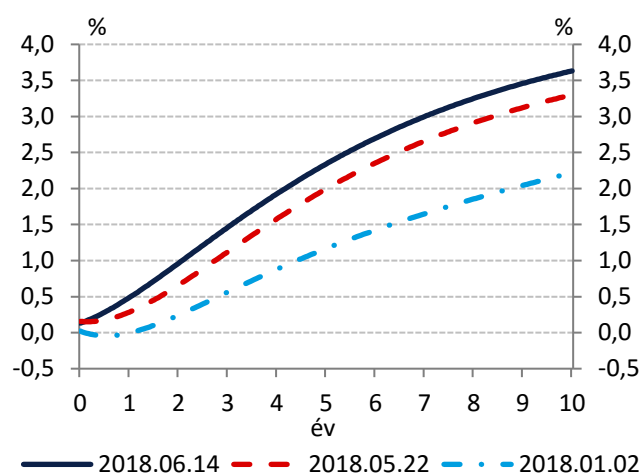
A forint az időszak során a nemzetközi környezettel és a régiós devizákkal összhangban gyengült az euróhoz képest, ugyanakkor az időszak végén kissé tovább gyengült. A régiós devizák közül így a forint másfél, a román lej és a cseh korona fél százalék körüli mértékben értékelődött le az euróhoz képest, míg eközben a lengyel zloty az időszak során nem mozdult el jelentősen. A forint 323,5 forint közelében zárta az időszakot. Az árfolyam volatilitása a historikusan alacsony 4 százalék közeli szintről emelkedett, az időszak végén 7,52 százalék volt (14. ábra).

A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR kismértékben, 3 bázisponttal emelkedett, így az időszak végén 0,13 százalékon állt. Az állampapírpiazi hozamgörbe 1-3 éves szakasza 20-25 bázisponttal, míg az 5 éven túli szakasza 30-35 bázisponttal felfelé tolódott, így a hozamgörbe meredekebbé vált (15. ábra).

Erős volt a kereslet a forint állampapír aukciókon, így szinte minden futamidő esetében a meghirdetettnél nagyobb mennyiséget fogadott el az ÁKK. A 3 hónapos aukciók esetében minden alkalommal emelésre került az elfogadott mennyiség, az aukciós átlaghozam pedig 0,17 százalékról 0,13 százalékra csökkent. A 12 hónapos DKJ aukcióján a lefedettség kisebb volt, mint a többi papír esetében, így ezen az aukción a felajánlottnál kisebb mennyiség került elfogadásra és az aukciós átlaghozam 16 bázisponttal 0,28 százalékra emelkedett. A 3 és 5 éves papírok esetében viszont kiemelkedő kereslet mutatkozott, így a kétháromszoros túlkereslet hatására az ÁKK minden esetben a meghirdetettnél nagyobb mennyiséget fogadott el. A másodpiaci folyamatokkal összhangban a 3 és 5 éves papírok aukciós átlaghozamai emelkedek, így a legutolsó államkötvény aukciók esetében a hároméves futamidőn 1,14, az ötévesen 1,65 százalékon alakultak. A 2038-as lejáratú új papír esetében a felajánlott 7 milliárdhoz képest csak 6-ot fogadott el az ÁKK, az átlaghozam 3,96 százalékon alakult.

A külföldiek forint állampapír-állománya az időszak során kismértékben, 10 milliárd forinttal emelkedett, így 3742 milliárd forint körül alakult. A külföldi szereplők aránya a teljes kintlévő piaci állampapír-állományhoz viszonyítva a

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



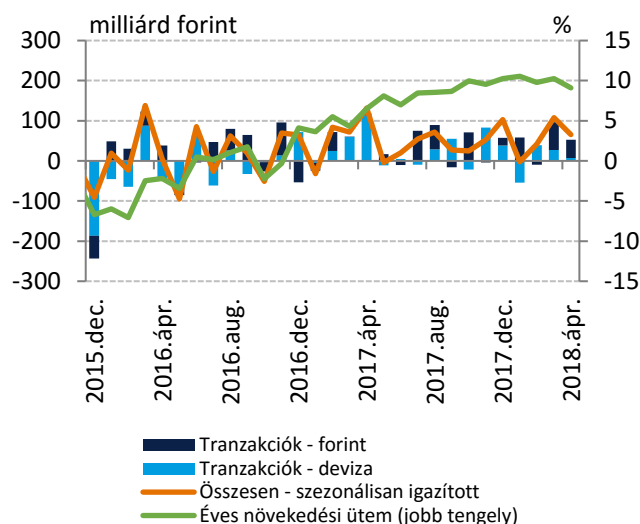
Forrás: MNB, Reuters

május végi 22 százalék körüli szinten maradt. A hazai 5 éves CDS-felár a régiós folyamatokkal összhangban 7 bázispontot emelkedett, így végül 97 bázisponton zárta az időszakot.

3. Hitelezési feltételek

Áprilisban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 53 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 66 milliárd forintos növekedéssel egyenértékű. A hitelintézetek háztartási hitelállománya 51 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, amely szezonálisan igazítva 58 milliárd forintos növekedést jelent. Így a hitelállomány éves bővülése 3,5 százalékot tett ki 2018 áprilisában. A vállalati forinthitelek simított kamatfelára áprilisban 15 bázisponttal 1,65 százalékpontra emelkedett.

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

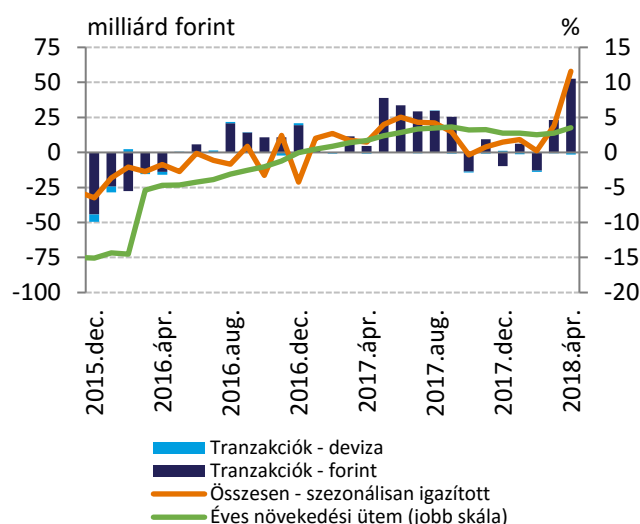


Forrás: MNB

Áprilisban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 53 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 66 milliárd forintos növekedéssel egyenértékű (16. ábra). Devizális bontásban a forinthitelek állománya 46 milliárd forinttal, míg a devizahiteleké 7 milliárd forinttal növekedtek. 2018 áprilisában a vállalati hitelezés éves alapon 9,1 százalékkal bővült, ami kismértékben elmarad az MNB új hitelkonvergencia pályáján kívánatosnak tartott (10-15 százalékos) sáv alsó értékétől. A pénzügyi jellegű ügyletek nélkül a hitelkibocsátás volumene a hónap során 247 milliárd forintot tett ki, a pénzügyi jellegű ügyletek értéke 86 milliárd forint volt. Így az új hitelkibocsátás bruttó összege áprilisban 24 százalékkal emelkedett éves átlagban.

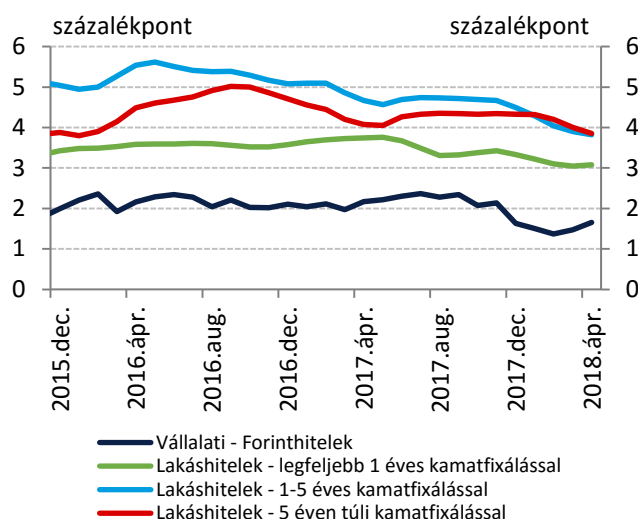
A hitelintézetek háztartási hitelállománya 51 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, amely szezonálisan igazítva 58 milliárd forintos növekedést jelent. Így a hitelállomány éves bővülése 3,5 százalékot tett ki 2018 áprilisában (17. ábra). Az új szerződéskötések értéke a hónapban 131 milliárd forintot tett ki, így 38 százalékos emelkedést mutatott éves átlagban. Az egyes részszegeknél tekintve a lakáscélú hitelek kibocsátása 41 százalékkal, a személyi kölcsönöké 52 százalékkal emelkedett. A hónap során 21 milliárd forint értékben került kibocsátásra Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel, amely a fix kamatozású lakáshitelekben belül 50 százalékot tett ki, míg szeptember óta összesen 87 milliárd forint értékben történtek szerződéskötések.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

18. ábra: A vállalati és háztartási hitelfelárak alakulása



Megjegyzés: A vállalati forinthitelek esetében a 3 hónapos BUBOR feletti felár. A változó vagy legfeljebb 1 évig fixált kamatozású lakáscélú hitelek esetében a 3 havi BUBOR, míg az éven túl fixált lakáshitelek esetében a megfelelő IRS feletti, THM-alapú felár.

Forrás: MNB

A vállalati forinthitelek simított kamatfelára áprilisban 15 bázisponttal 1,65 százalékpontra emelkedett (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 25 bázisponttal csökkent, értéke 3,1 százalékpontot tett ki. A legfeljebb 5 évre fixált hitelek esetében ez az érték 90 bázisponttal 3,8 százalékpontra, az 5 éven túl fixáltak esetében pedig 50 bázisponttal 3,85 százalékpontra csökkent. A magas felárak problémája elsősorban az éven túl rögzített kamatozású ügyletek piacára koncentrálódik.