



# MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

HÁTTÉRANYAG A MONETÁRIS TANÁCS

2020. FEBRUÁR 25-I ÜLÉSÉNEK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYVÉHEZ

**2020**  
FEBRUÁR

Közzététel időpontja: 2020. március 11. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2020. február 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-roviditett-jegyzokonyvei>

# Tartalom

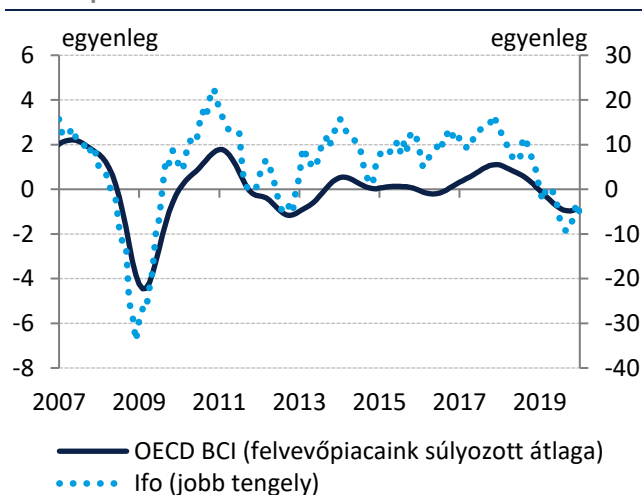
Tartalom .....	3
1. Makrogazdaság.....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet .....	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok .....	6
1.2.1. Gazdasági növekedés.....	6
1.2.2. Foglalkoztatás .....	7
1.3. Infláció és bérek.....	9
1.3.1. Bérezés.....	9
1.3.2. Inflációs folyamatok.....	9
1.4. Költségvetési folyamatok.....	10
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok .....	11
2. Pénzügyi piacok .....	12
2.1. Nemzetközi pénzpiacok .....	12
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása.....	14
3. Hitelezési feltételek .....	15

# 1. Makrogazdaság

## 1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Az Egyesült Államok gazdasága a várakozásoknak megfelelő ütemben, 2,1 százalékkal bővült 2019 negyedik negyedévében. Az eurozóna negyedik negyedéves növekedési üteme Olaszország és Franciaország zsugorodásának, valamint Németország stagnálásának eredőjeként hétéves mélypontjára, 1,0 százalékra süllyedt. A növekedési kilátások tartósan visszafogottak az euroövezetben. A régió bővülése továbbra is jelentősen meghaladta az eurozóna gazdasági teljesítményét. A koronavírus további terjedése érdemi negatív kockázatokat hordoz a világgazdasági folyamatokra nézve.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

**2019 negyedik negyedévében az Egyesült Államok gazdasága** – a várakozásoknak megfelelő mértékben – **2,1 százalékkal bővült éves összevetésben**. A bővülést a lakossági- és a kormányzati fogyasztás mellett a nettó export ismét pozitívan támogatta. A készletek negatívan járultak hozzá a gazdaság teljesítményéhez. A bizonytalan gazdasági környezet hatására a gépjellegű beruházások továbbra is visszafogták a gazdaság bővülését. Az amerikai gazdaság növekedése a növekedéstámogató intézkedések (adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program) kifizetésével párhuzamosan fokozatosan lassulhat az elkövetkező időszakban. A kilátásokat az idei évi elnökválasztás is érdemben befolyásolja.

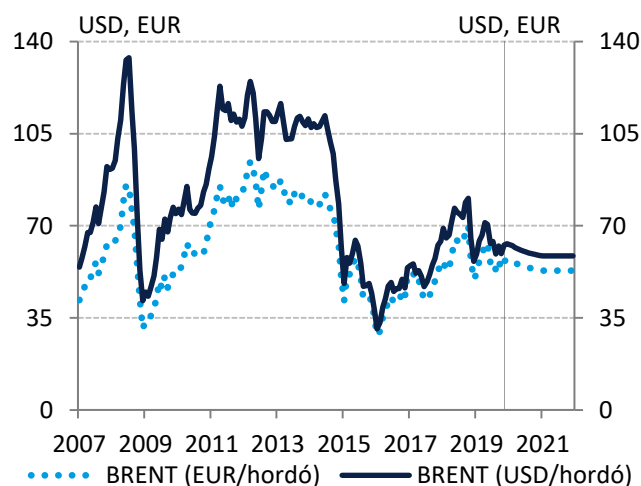
**Az eurozóna nagy gazdaságainak növekedése jelentősen mérséklődött 2019 negyedik negyedévében.** Az eurozóna gazdasági növekedése az előző év azonos időszakához viszonyítva **1,0 százalék, negyedéves alapon 0,1 százalék volt 2019 utolsó negyedévében. Olaszország és Franciaország növekedési üteme negyedéves alapon csökkent.** Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, **Németország éves alapon** – melyre a német statisztikai hivatal gyorsközlést tett nyilvánossá – **0,3 százalékkal bővült, míg negyedéves alapon stagnált.** A rendkívül visszafogott német növekedést elsősorban az ipari termelés és az export gyengélkedése, valamint a belső fogyasztás alacsony dinamikája okozta. Bár a német ipari új rendelések éves alapon decemberben is tovább csökkentek, az előreutató feldolgozóipari beszerzési menedzserindexek (PMI) további enyhe javulást mutattak. **A német gazdasági kilátásokat megragadó Ifo várakozások indexe és a feldolgozóipari PMI már több hónapja korrigál (1. ábra).** A német ipari folyamatok hazai kilátásokra gyakorolt rövidtávú hatását árnyalja, hogy az utóbbi hónapokban tapasztalt hazai ipari dinamika mérséklődése ellenére a két ország termelési dinamikája közti elválás továbbra is fennáll.

Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2019 negyedik negyedévében is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának. Szezonálisan

igazított adatok alapján Romániában 4,2, Lengyelországban 3,5, Szlovákiában 1,9, míg Csehországban 1,7 százalékos GDP-növekedést regisztráltak. A régió bővülése ismét több mint 2 százalékponttal haladta meg az eurozónáét, így folytatódott a reálgazdasági konvergencia. A régió egészét vizsgálva a növekedés fő hajtóerejét továbbra is a belső kereslet jelenti.

**Az euroövezeti konjunktúraindikátorok alapján a növekedési kilátások továbbra is visszafogottak.** A gazdasági növekedés szempontjából kockázatot jelent a kereskedelmi feszültségek jelenléte, az elmúlt időszak gyengélkedő ipari termelése, a járműipart övező kihívások, Olaszország magas államadósságából fakadó sérülékenysége, a kínai gazdaság lassulásából eredő közvetett hatások, valamint a feltörekvő piacokon tapasztalható törekeny pénzügyi környezet miatti bizonytalanság. **A kínai koronavírus terjedése további kockázatot hordoz** az üzleti bizalom romlásán, a kínai és a világgazdaság drasztikus lassulásán, valamint a globális ellátási láncokban bekövetkező szakadásokon keresztül. Emellett az **Egyesült Királyság EU-ból való kilépését követő kereskedelmi megállapodás körüli bizonytalanság** továbbra is érdemi kockázatként azonosítható, ezért reális forgatókönyvként kell számolni egy kereskedelmi hard Brexit-tel.

2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



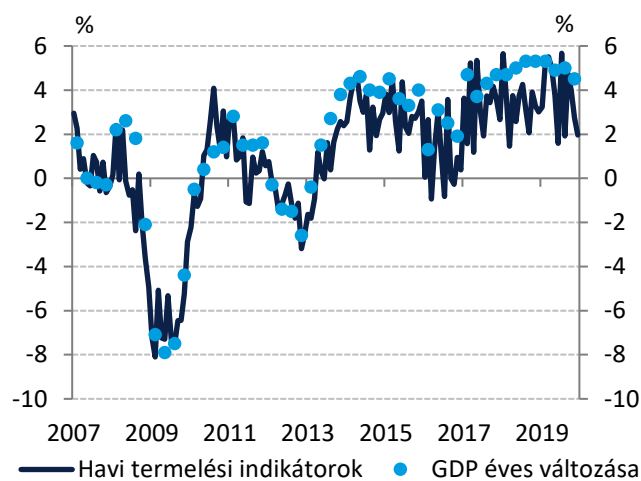
Forrás: Bloomberg

**Az eurozónában mért inflációs adatok januárban** – az elemzői várakozásokkal összhangban – **az előzetes adatok alapján emelkedtek**, amelyhez az üzemanyagárak bázishatása is hozzájárult. **Így az infláció 1,4 százalékon alakulhatott, míg a maginfláció 1,1 százalékra mérséklődhetett.** Az olaj világpiaci ára az elmúlt időszakban jelentősen csökkent. **Így a Brent ára a január közepi 65 dolláros szinthez képest aktuálisan 56 dollár/hordó körüli szinten alakult (2. ábra).** **Az olaj világpiaci árának 15 százalékos esését a kínai koronavírus-járvány kitörése magyarázza**, a piac ugyanis emiatt a globális olajkereslet csökkenésére és a növekedés lassulására számít. Az OPEC legfrissebb előrejelzésében azzal számol, hogy a járvány következtében az olaj iránti globális kereslet idén naponta 230 000 hordóval lehet kevesebb a korábbi feltevésehez képest. A piacot ugyanakkor némi optimizmussal töltötte el, hogy a szervezet hajlandó intézkedéseket tenni a további olajárcsökkenés megfékezése érdekében, azonban ez majd csak a márciusi bécsi találkozón dőlhet el. Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világpiaci ára egyaránt emelkedett januárban.

## 1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

A negyedik negyedévben az ipari és az építőipari termelés a korábbiakhoz képest mérsékeltebb, míg a kiskereskedelmi értékesítések dinamikus, várakozásokat meghaladó mértékű növekedést mutattak. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta továbbra is 3,4 százalékon alakult. 2019 harmadik negyedévében az üres álláshelyek száma alapján az ágazatok széles körében folytatódott a vállalatok munkaerő-keresletének mérséklődése.

3. ábra: Havi termelési indikátorok és a GDP alakulása



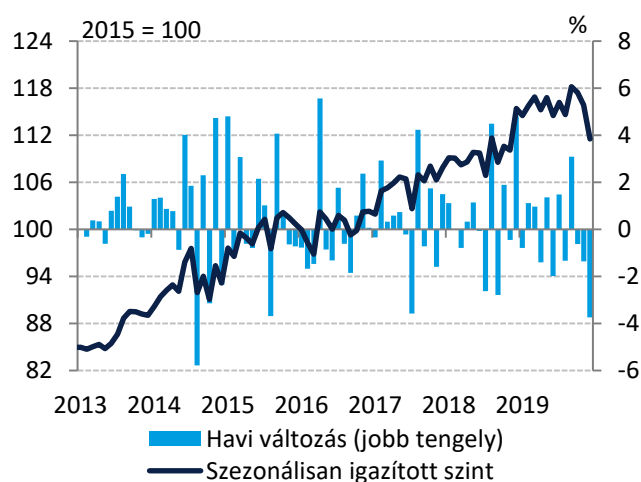
Megjegyzés: A havi termelési indikátorok (ipar, építőipar, kiskereskedelem) súlyozott átlaga, ahol a súlyok a GDP növekedési ütemét magyarázó regresszióból származnak.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

### 1.2.1. Gazdasági növekedés

A KSH adatai alapján a bruttó hazai termék 4,5 százalékkal emelkedett 2019 negyedik negyedévében az előző év azonos időszakához képest. Az előző negyedévhez viszonyítva 1,0 százalékkal bővült a hazai GDP a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján. A növekedéshez az ágazatok széles köre hozzájárult. Magyarország az Európai Unió tagállamainak növekedési rangsorában az első helyet foglalja el az előző év azonos időszakához viszonyított növekedési összevetésben. Termelési oldalról legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások, míg kisebb mértékben az ipar és az építőipar támogatták a GDP emelkedését (3. és 4. ábra). A német ipari termelés gyengélkedése ellenére a hazai járműipar tovább bővült a tavalyi év negyedik negyedévében, így az ipar növekedési hozzájárulása is pozitív volt. Felhasználási oldalról a belső keresleti tényezők – a fogyasztás és a beruházás – továbbra is jelentősen bővültek és támogatták a gazdasági növekedést, míg az export közel semlegesén járulhatott hozzá a GDP növekedéséhez.

4. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

2019 decemberében az ipari kibocsátás 1,2 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az előző hónaphoz képest a termelés szintje 3,9 százalékkal mérséklődött (4. ábra). A szezonálisan és munkanaphatástól megtisztított index 3,3 százalékos csökkenést mutatott, amit a tavalyihoz képest eggyel több munkanap magyaráz. A nagy súlyú járműipar termelése éves összehasonlításban 10,4 százalékkal esett vissza, melyet a szokásosnál hosszabb téli szünet miatti gyárleállások és karbantartások okozhattak. Az egyéb ágazatokat tekintve a villamos gépgyártás (28,1 százalék) érdemben emelkedett. Emellett a hazai számítógép, elektronikai és optikai termék gyártás, a gyógyszergyártás és az élelmiszeripari termelés is az ipari átlag felett bővült. A fémipar teljesítménye (-10,2 százalék), valamint a textilipar kibocsátása mérséklődött (-7,3 százalék) decemberben az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az év egészében 2018-hoz viszonyítva az ipari termelés 5,4 százalékkal emelkedett.

2019 decemberében az előzetes adatok alapján az export euróban számított értéke 0,8 százalékkal csökkent, míg az importé 2,6 százalékkal növekedett éves összevetésben, így

külkereskedelmi többletünk 247 millió euróval csökkent. 2019 novemberében tovább javult a külkereskedelmi cserearány éves összevetésben, amit az ásványi fűtőanyagok, a gépek és szállítóeszközök, valamint a vegyi áruk pozitív irányba befolyásoltak.

**2019 decemberében 2,7 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest, míg az előző hónaphoz viszonyítva 3,7 százalékkal csökkent a kibocsátás.** A két építményfőcsoport termelése ellentétesen alakult: az épületeké 11,3 százalékkal csökkent, az egyéb építményeké 22,2 százalékkal emelkedett. Az egyéb építményeknél út- és vasútfejlesztési munkák eredményezték a növekedést. **A megkötött új szerződések volumene 10 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest,** az épületek építésére kötött szerződések mértéke 1,4 százalékos, míg az egyéb építmények építésére vonatkozóké 21 százalékos növekedést mutatott. Az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene 10,5 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbtól. **Az év egészében 2018-hoz viszonyítva az építőipari termelés 21,7 százalékkal emelkedett.**

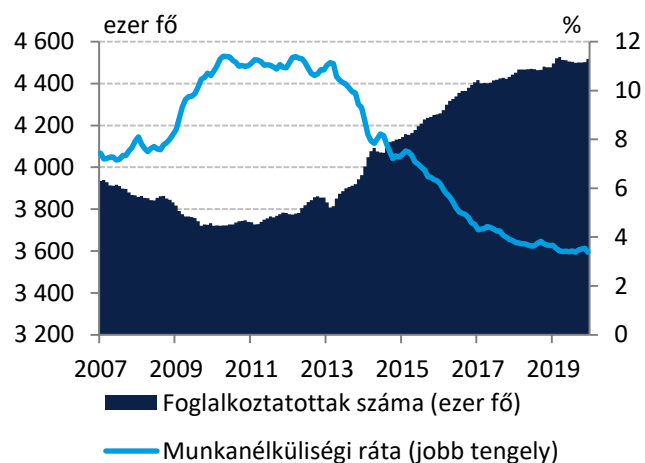
Decemberben a **kiskereskedelmi értékesítések volumene** (gépjármű- és alkatrész-értékesítésekkel együtt) **a naptárhatastól megtisztított adatok szerint 8,2 százalékkal bővült a tavalyi év azonos időszakához képest.** A teljes kiskereskedelmi forgalom bővülését elsősorban a nem élelmiszer jellegű termékek (műszaki és iparcikk jellegű termékek, csomagküldő üzletek) folytatódó forgalombővülése magyarázta. **Fokozódott a gépjármű- és alkatrész-értékesítések bővülése is, amelyek közel 30 százalékkal emelkedtek.** A nem tartós termékeket árusító üzletcsoportok eladásai tovább emelkedtek és érdemben hozzájárultak a kiskereskedelmi értékesítések növekedéséhez.

### 1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés (szezonálisan igazított) adatai alapján 2019 október-decemberében mind a gazdaságilag aktívak, mind a foglalkoztatottak száma emelkedett. A közfoglalkoztatásban résztvevők száma és a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma lényegében változatlanul alakult, míg az előbbi 108 ezer főt, az utóbbi 120 ezer főt tett ki az utolsó negyedévben. **A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta továbbra is 3,4 százalékon alakult** (5. ábra).

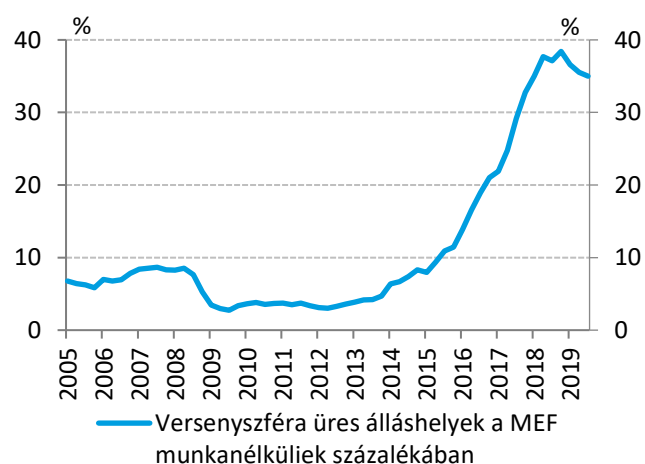
2019 harmadik negyedévében az üres álláshelyek száma alapján **az ágazatok széles körében folytatódott a vállalatok**

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

6. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutató alakulása



Megjegyzés: Negyedéves adatok.

Forrás: NFSZ, KSH

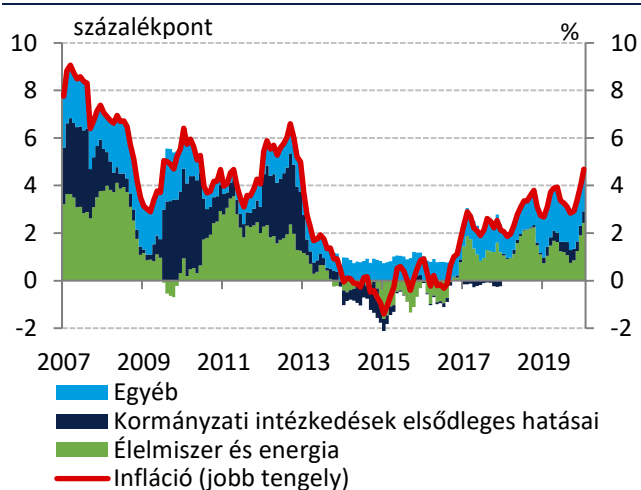
**munkaerő-keresletének mérséklődése.** Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt, **munkaerőpiaci feszességet mérő mutató** az előző negyedévhez hasonlóan **enyhült, de továbbra is magas szinten alakul** (6. ábra).



### 1.3. Infláció és bérek

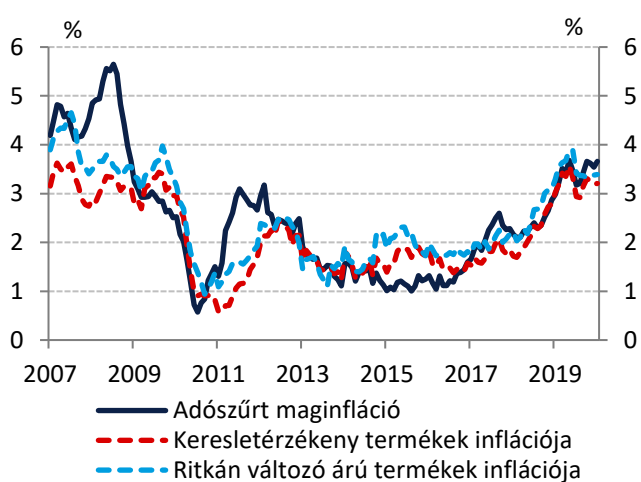
2020 januárjában az éves összevetésben számított infláció 4,7 százalékos volt. A maginfláció 4,0, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,7 százalékos alakult. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink nem változtak az előző hónaphoz képest. 2019 novemberében 12,1 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest. A minimálbér és a garantált bérminimum 8 százalékos emelkedését továbbra is meghaladó bérdinamikát elsősorban a bérezési alapfolyamatot meghatározó feszes munkaerőpiaci kondíciók magyarázhatják.

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

#### 1.3.1. Bérezés

**2019 novemberében 12,1 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest.** A rendszeres átlagkereset a szokásos szezonaritástól eltérően csökkent havi alapon. A vállalatok által novemberben fizetett prémiumok magasabban alakultak az elmúlt években tapasztalt mértéknél, utoljára a válság előtt voltak ilyen magasak az év végi jutalmak. A rendszeres béremelések és a prémiumok második félelvi alakulásában szerepet játszhatott a szociális hozzájárulási adó mértékének 2 százalékponttal történő július 1-jei csökkentése. A versenyszférán belül a feldolgozóipar bérdinamikája az előző hónapokhoz hasonlóan számottevően meghaladta a piaci szolgáltató szektor béremelkedésének ütemét. A minimálbér és a garantált bérminimum 8 százalékos emelkedését meghaladó bérdinamikát továbbra is elsősorban a bérezési alapfolyamatot meghatározó feszes munkaerőpiaci kondíciók magyarázhatják.

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

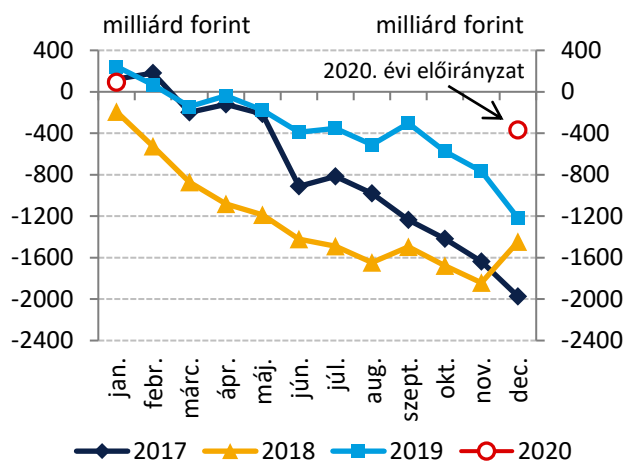
**2020 januárjában az éves összevetésben számított infláció 4,7 százalékos volt. A maginfláció 4,0, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,7 százalékos alakult (7. és 8. ábra).** Az előző hónaphoz képest az infláció 0,7, míg a maginfláció 0,1 százalékponttal emelkedett. Az infláció emelkedését főként az üzemanyag- és az élelmiszerárak növekedése magyarázza. Az adószűrt maginfláció részletein belül a piaci szolgáltatások inflációja az előző havi értékkel megegyezően alakult, míg az iparcikkek árindexe továbbra is mérsékelt maradt. Közben a világpiaci árváltozásokra érzékeny feldolgozott élelmiszerárak – elsősorban a hústermékek és a tej esetében – tovább emelkedtek.

**A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink** (a keresletérzékeny termékek és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja) **nem változtak az előző hónaphoz képest** (8. ábra). 2019 decemberében a mezőgazdasági termelők árak éves összevetésben 4,6 százalékkal, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 6,8 százalékkal emelkedtek.

## 1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2020 januárjában 90 milliárd forintos többlettel zárt, ami a 2019. januári értékhez képest alacsonyabb egyenleget jelent. A csökkenést elsősorban a költségvetésben elszámolt uniós bevételek mérséklődése és az uniós kiadások növekedése okozta, amit az emelkedő adóbevételek és a költségvetési szervek kiadásainak csökkenése ellensúlyozott.

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



Forrás: 2020. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

**Az államháztartás központi alrendszere 2020 januárjában 90 milliárd forintos többlettel zárt,** ami a 2019. januári értékhez képest alacsonyabb egyenleget jelent (9. ábra). A csökkenést elsősorban a költségvetésben elszámolt uniós bevételek mérséklődése és az uniós kiadások növekedése okozta, amit az emelkedő adóbevételek és a költségvetési szervek kiadásainak csökkenése ellensúlyozott.

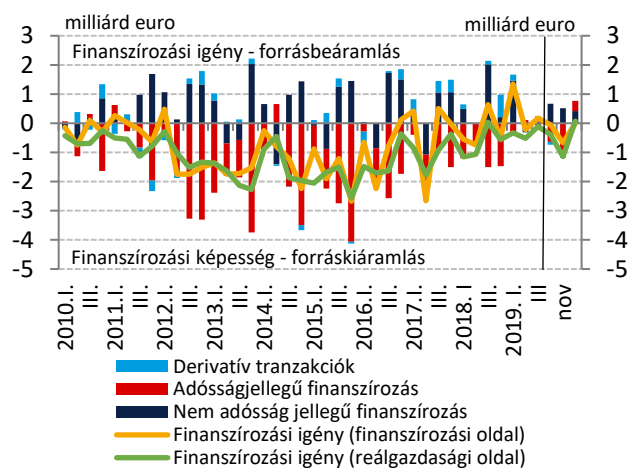
**A költségvetés adó- és járulékbetételei 8 százalékkal, összesen 121 milliárd forinttal emelkedtek 2020 januárjában a megelőző év azonos hónapjához képest.** Ezzel szemben az uniós támogatásokkal kapcsolatos bevételek 223 milliárd forinttal elmaradtak a 2019. januári értéktől.

**A központi alrendszer 2020. januári kiadásai 51 milliárd forinttal voltak magasabbak a 2019. januári értéknél.** Az eltérés kisebb része az elsődleges kiadásoknál jelentkezett, nagyobb része a nettó kamatkidadásokhoz kapcsolódott. Az elsődleges kiadásokon belül az uniós támogatásokkal kapcsolatos kiadások emelkedését a költségvetési szervek nettó kiadásainak csökkenése ellensúlyozta.

### 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Decemberben a gazdaság külső finanszírozási igénye 72 millió eurót, míg a folyó fizetési mérleg hiánya 348 millió eurót tett ki. A beérkezett, előzetes adatok alapján a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlege 2019-ben -0,3 százalék volt, ami kedvezőbb a decemberi Inflációs jelentésben előrejelzettnél. A finanszírozási folyamatokat tekintve decemberben folytatódott a közvetlentőke-befektetések beáramlása, míg a gazdaság adósság jellegű forrásai enyhén emelkedtek.

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

**Decemberben a gazdaság külső finanszírozási igénye 72 millió eurót, míg a folyó fizetési mérleg hiánya 348 millió eurót tett ki.** A folyó fizetési mérleg előző havi jelentős többletéhez képest a mérséklődés elsősorban az áru egyenleg többletének csökkenéséhez köthető, de az EU-transzferek felhasználásának mérséklődése is hozzájárult. Az előzetes havi adatok alapján a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP 0,3 százalékát kitevő hiányt mutatott 2019-ben, ami a decemberi Inflációs jelentésben vártnál nagyobb javulást jelent a 2018-as értékhez képest.

**A pénzügyi mérleg adatai alapján decemberben mintegy 600 millió euróval nőttek a közvetlentőke-befektetések, miközben a gazdaság adósság jellegű forrásai enyhén, 350 millió euróval bővültek (10. ábra).** A finanszírozási oldalról számított külső finanszírozási igény mintegy 750 millió eurót tett ki. A forrásbeáramlás főként a közvetlentőke-befektetések emelkedéséhez kötődött, ami elsősorban a jövedelmek újrabefektetésének köszönhető. A nettó külső adósság enyhén emelkedett decemberben, ami elsősorban a bankok külföldi követeléseinek csökkenéséhez kötődött, miközben az állam külső forrása a külföldiek mérséklődő állampapír-állománya mellett tovább csökkent.

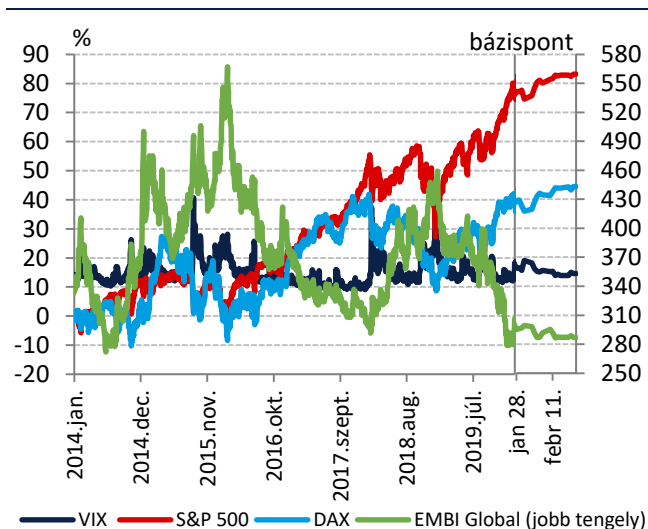
## 2. Pénzügyi piacok

### 2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszak során eleinte romlott, majd javult a nemzetközi piaci hangulat. A piaci szereplők fókuszában az elmúlt egy hónapban a koronavírussal kapcsolatos aggodalmak, a fejlett gazdaságokból érkező gyengébb makroadatok és a globális növekedéssel kapcsolatos félelmek voltak. A január végéig romló hangulat februárban számottevően korrigált, így a fejlett részvénypiacok emelkedtek, míg a feltörekvő tőzsdék összesítve a nyitósintjük közelében zártak. Bár a romló növekedési kilátások mellett a fejlett kötvénypiacokon jellemzően csökkentek a hozamok, a feltörekvő piaci felár mérséklődött. A dollár mind a fejlett, mind a feltörekvő devizákhoz képest erősödött. Az olajár a nyersanyagkereslet várt visszaesése miatt előbb számottevően csökkent, majd a javuló piaci hangulatban korrigált.

**Az előző kamatdöntés óta a nemzetközi pénzügyi piaci hangulat összességében inkább romlott.** A piaci szereplők fókuszában az elmúlt egy hónapban a koronavírussal kapcsolatos aggodalmak, a fejlett gazdaságokból érkező gyengébb makroadatok és a globális növekedéssel kapcsolatos félelmek voltak. Míg január végéig számottevően romlott a kockázatvállalási kedv, azt követően korrekció indult, és az elmúlt egy hónapban emelkedtek a fejlett tőzsdeindexek, míg a kockázati indexek a globális és a feltörekvő piacok vonatkozásában is csökkentek. Kína a világ legnagyobb olajimportőre, így gazdaságának lassulása csökkenti a világ olajpiaci keresletét. A vírus turizmusra, légiközlekedésre és tengeri szállításra kifejtett hatása pedig tovább mérsékli a globális nyersanyagkeresletet. E hatásoknak megfelelően az olajár számottevően csökkent, majd az időszak második felében a kínálati tényezőknek és a javuló piaci hangulatnak megfelelően korrigált.

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

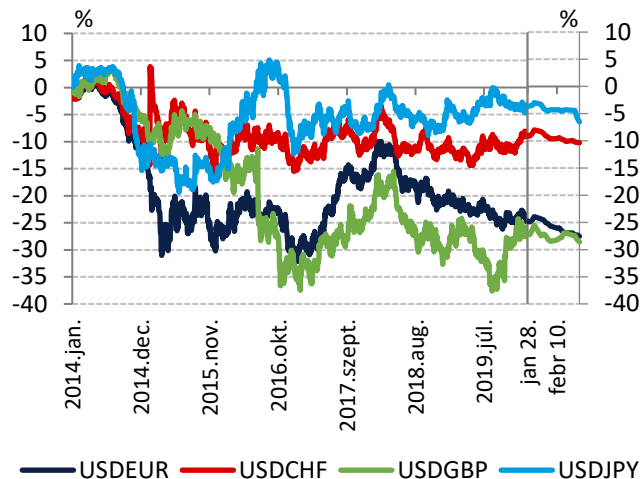


Forrás: Bloomberg

A részvénypiaci volatilitást mérő VIX index értéke közel 2 százalékponttal 14,4 százalékra, míg az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci kockázati felár 8 bázisponttal 286 bázispontra csökkent (11. ábra). **Az elmúlt egy hónapban a fejlett tőzsdeindexek 4-6 százalékkal emelkedtek, így továbbra is történelmi csúcsaik közelében alakultak, miközben a feltörekvő MSCI kompozitindex stagnált. A dollár a feltörekvő és a fejlett devizákkal szemben is erősödött (12. ábra).** A legnagyobb mértékű erősödés 2,3 százalékkal az euróval szemben volt megfigyelhető, míg a fonttal és a svájci frankkal szemben 1,5, a japán jennel szemben pedig 1,7 százalékkal erősödött. Az arany árfolyama az időszak során emelkedett, így az egy hónappal korábbihoz képest 2,5 százalékkal alakult magasabban.

**A fejlett piaci kötvényhozamok eltérően alakultak a legutóbbi kamatdöntés óta (13. ábra).** A német és az amerikai hosszú hozam 8-10 bázisponttal, rendre -0,42 és 1,56 százalékra csökkent, míg a brit hosszú hozam 4 bázisponttal 0,6 százalékra emelkedett, a japán pedig nem

12. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása

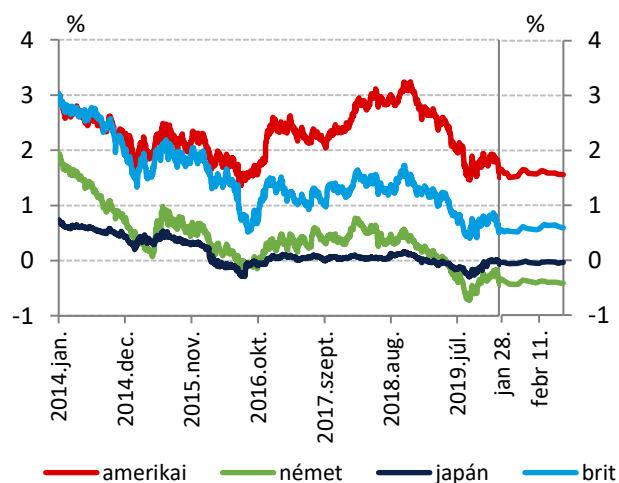


Megjegyzés: A pozitív értékek a változó (második) deviza erősödését jelentik.

Forrás: Reuters

változott. Az európai perifériaországok közül az olasz, portugál, valamint a spanyol hosszú hozamok 6-10 bázisponttal csökkentek. A feltörekvő országokban vegyesen alakultak a hozamok: a török hozam a január végi csökkenést követően február végéig összességében 130 bázisponttal emelkedett, míg az orosz benchmark hozam 25 bázisponttal csökkent. A dél-amerikai országok közül a mexikói és a brazil hosszú hozam 20 bázisponttal csökkent, míg az argentin hozam 80 bázisponttal emelkedett.

13. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása

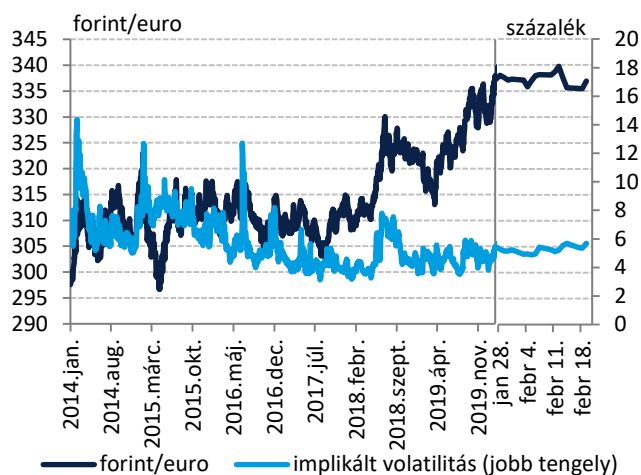


Forrás: Bloomberg

## 2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

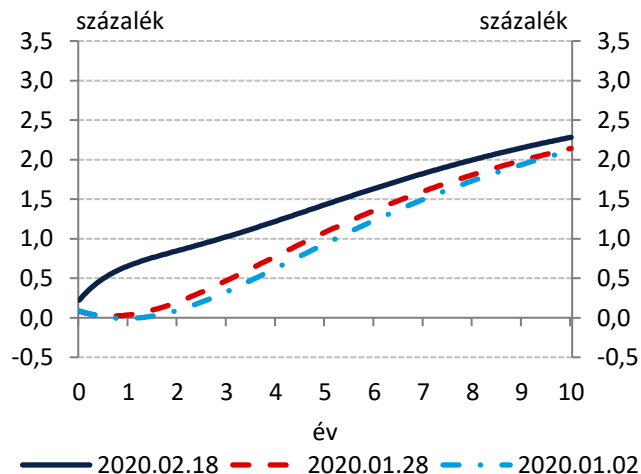
Az előző kamatdöntés óta a forint árfolyama jelentős volatilitást mutatott az euróval szemben. A rövid állampapír- és bankközi hozamok számottevően emelkedtek, melynek eredményeként a 3 hónapos BUBOR 0,6 százalékra nőtt. Az állampapírpiaci aukciókon jellemzően erős volt a kereslet, az aukciós hozamok ugyanakkor a másodpiaci folyamatokkal összhangban emelkedtek.

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



Forrás: Bloomberg

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

Az előző kamatdöntés óta a forint árfolyama jelentős volatilitást mutatott az euróval szemben (14. ábra), miközben a régiós devizák többségéhez képest felértékelődött.

A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges 3 hónapos BUBOR az előző kamatdöntés óta 38 bázisponttal nőtt, így az időszak végén 0,6 százalékon állt. Az állampapírpiaci hozamgörbe felfelé tolódott (15. ábra). A hozamgörbe 1-3 éves szakaszán 40-65 bázispontos, a középső szakaszon 25-40 bázispontos, míg a hosszú szakaszon 15-20 bázispontos növekedés volt megfigyelhető. Így az állampapírpiaci hozamgörbe meredeksége csökkent az időszak során, mivel főként a rövid szakaszon volt jelentősebb hozamemelkedés.

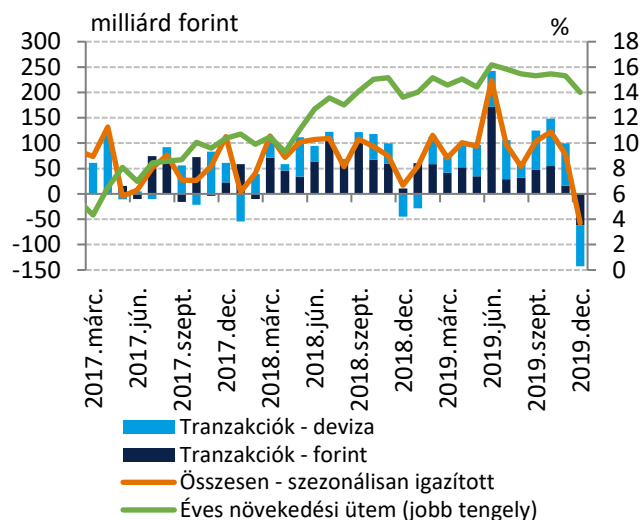
Az elmúlt hónap során a diszkontkincstárjegy- és államkötvény-aukciókat jellemzően erős kereslet jellemezte, ugyanakkor a kialakult átlaghozamok – a másodpiaci folyamatoknak megfelelően – az időszak végére minden lejáraton emelkedtek. A 3 és 12 hónapos kincstárjegyek aukcióin mutatkozó viszonylag erős kereslet mellett az ÁKK több esetben a meghirdetettnél kisebb mennyiséget fogadott el. A 3 hónapos aukciók átlaghozama 0,05 százalékról 0,38 százalékra emelkedett, a 12 hónapos DKJ aukción pedig 0,06 százalékról 0,51 százalékra nőtt az aukciós átlaghozam. A hosszú lejáratú állampapírok aukcióit is többségében erős kereslet jellemezte: 3, 7, 10 és 15 éves lejáratokon 3-4-szeres lefedettség mellett a meghirdetettnél nagyobb mennyiséget fogadott el az ÁKK, míg 5 éves lejáraton az alacsony lefedettséggel összhangban a meghirdetettnél kevesebbet. A 10 éves papír aukciós átlaghozama 7 bázisponttal 2,13 százalékra, az 5 éves állampapír esetében pedig 26 bázisponttal 1,46 százalékra növekedett. A hazai 5 éves CDS-felár az időszak során 1 bázisponttal csökkent, így jelenleg 46 bázisponton áll.

A külföldiek forint állampapír-állománya kissé emelkedett. A nem rezidensek kezében lévő állomány kismértékben, 25 milliárd forinttal 4254 milliárd forintra növekedett. Így az időszak végén a külföldi állomány aránya továbbra is 24 százalék közelében alakult.

### 3. Hitelezési feltételek

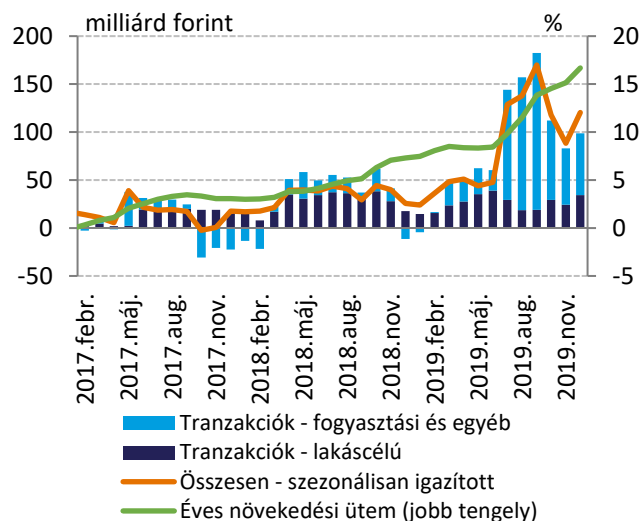
2019 decemberében a nem pénzügyi vállalatok hitelintézeti szektorral szembeni hitelállománya – az elmúlt hónapok trendjét megtörve – mintegy 140 milliárd forinttal mérséklődött a tranzakciók eredőjeként. A háztartási hitelek állománya a tavalyi év utolsó hónapjában is számottevően bővült, az éves növekedés – alapvetően a második félév intenzív állománybővülésének köszönhetően – közel 17 százalékot ért el.

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele

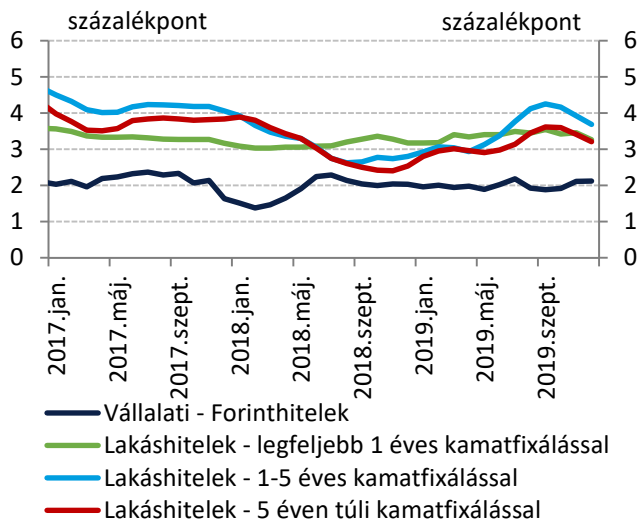


Forrás: MNB

2019 decemberében a nem pénzügyi vállalatok hitelintézeti szektorral szembeni hitelállománya – az elmúlt hónapok trendjét megtörve – mintegy 140 milliárd forinttal mérséklődött a tranzakciók eredőjeként (16. ábra). A forinthitelek állománya 62 milliárd forinttal, a devizahiteleké 81 milliárd forinttal csökkent a hónap folyamán, mely a vállalatok és a szektorok tekintetében is koncentrált volt. 2019 egészében a vállalati hitelportfólió tranzakciós alapon mintegy 1050 milliárd forinttal bővült, ami az előző hónapokban látott rekordmagas dinamikánál enyhébb, 14 százalékos növekedésnek felel meg.

A háztartási hitelek állománya a tavalyi év utolsó hónapjában is számottevően bővült, az éves növekedés – alapvetően a második félév intenzív állománybővülésének köszönhetően – közel 17 százalékot ért el (17. ábra). Az új szerződéskötések értéke 48 százalékkal nőtt a tavalyi évben. Decemberben is jelentős volt az érdeklődés a júliusban elindított babaváró kölcsönök iránt, és bár a termék kibocsátása a negyedik negyedévben mérséklődött, az év végén a szerződéskötések értéke elérte a 470 milliárd forintot. A lakáshitelezés dinamikus, a személyi kölcsönök kibocsátása ugyanakkor a szezonális következtében visszafogottabb volt 2019 utolsó hónapjában.

18. ábra: A vállalati és háztartási hitelfelárak alakulása



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

Forrás: MNB

A vállalati forinthitelek simított kamatfelára 2019. decemberben 2,12 százalékpont volt, ami gyakorlatilag megegyezik az előző hónapban mért értékkel (18. ábra). A változó kamatozású lakáscélú hitelek THM alapú simított átlagos kamatfelára csökkent a hónap során, így 3,26 százalékpontot tett ki. Megfigyelhető, hogy a bankok a forrásköltségek változását árazásukban csak bizonyos késéssel követik: a hosszabb távú forrásköltségek (releváns IRS-ek) decemberben kismértékben emelkedtek az előző hónaphoz képest, a fix kamatozású lakáshitelek THM-szintje ugyanakkor mérséklődött. Az 1 éven túl, legfeljebb 5 évre fixált termékek felárai 0,24 százalékponttal, míg az 5 éven túl kamatfixált termékek felárai 0,20 százalékponttal csökkentek novemberhez képest. Az egy éven túl, legfeljebb 5 évre kamatfixált lakáshitelek átlagos felára 3,69 százalékpontot ért el decemberben, míg az 5 éven túli kamatfixált termékek felára 3,21 százalékpont volt.