



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2015. január

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2015. január 27-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2015. február 11. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2015. január 23-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 legalább 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/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv

1. MAKROGAZDASÁG

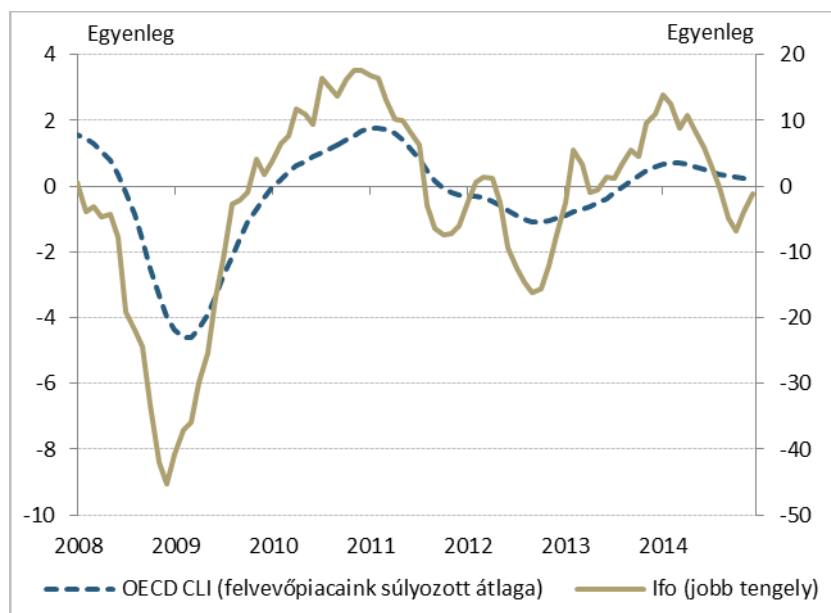
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Fellevőpiacaink gazdasági növekedése az elmúlt hónapok adatai alapján kedvezőtlenebbé vált, az idei évre vonatkozó növekedés kilátások romlottak és előretekintve is mérsékeltebb lehet a gazdasági bővülés dinamikája a korábban vártnál. A feltörekvő régiók növekedési kilátásai továbbra is törékenyek. A fokozott geopolitikai feszültségek a visszaeső keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül a fejlett országok gazdasági teljesítményét is kedvezőtlenül érinthetik. A világpiac felől érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban.

2014 harmadik negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése, ám a korábban vártnál lassabb ütemben. A beérkezett adatok alapján a növekedés megfelelt a korábbi hónapokban romló kilátásoknak, egyes európai gazdaságok esetében azonban kismértékben kedvezőbb lett a növekedési kép. A lassuló gazdasági aktivitást részben magyarázza az orosz-ukrán konfliktus és az ennek kapcsán hozott gazdasági szankciók negatív hatása, ami előretekintve erőteljesebb lehet. A korábbi években gyors növekedést felmutató feltörekvő gazdaságokat az idei év során érdemi lassulás jellemezte és előretekintve is visszafogottak a növekedési kilátások, melyet a csökkenő világpiaci nyersanyagárak tovább mérsékelhetnek.

2014 harmadik negyedében 0,2 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves alapon. A beérkezett havi termelési adatok a térség gazdasági aktivitásának lassulását mutatják. Eközben az előretekintő konjunktúraindikátorok enyhén javuló teljesítményt vetítenek előre. A gazdasági aktivitás lassulásának hátterében részben a feszült geopolitikai helyzet állhat: a növekvő bizonytalanság és a kétoldalú egyre kiterjedtebb gazdasági szankciók a gazdasági aktivitás lassulását okozhatják. Ezzel összhangban a harmadik negyedéves adatok a vártak megfelelő lassulást mutatták, amit előrevetítettek a romló konjunktúraindikátorok és termelési adatok. Ugyanakkor a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) mérsékelt szintjükről tovább emelkedtek decemberben (1. ábra), így előretekintve folytatódhat a lassú konjunkturális javulás.

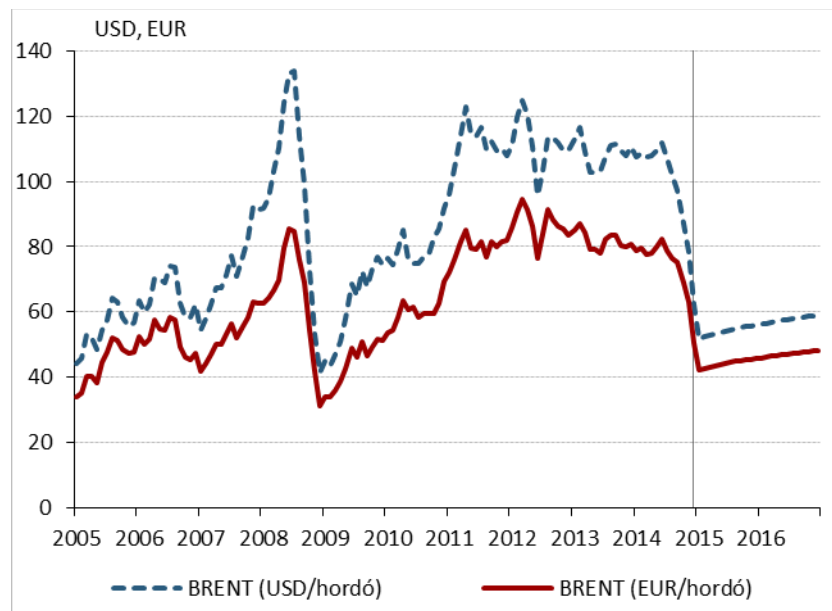
1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



A régió teljesítménye kedvezően alakult a harmadik negyedévben, ám az elmúlt hónapok havi indikátorai alapján a térségben is lassult az ipari kibocsátás. Az orosz-ukrán konfliktus elmélyülése és az európai lassulás eddig csak korlátozottan érinthette a régiós növekedési folyamatokat, ám az eurozóna lassulásán keresztül a régió gazdasági növekedése is mérséklődhet előretekintve. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország ipari kibocsátása az elmúlt hónapok átlagát tekintve lényegében stagnált.

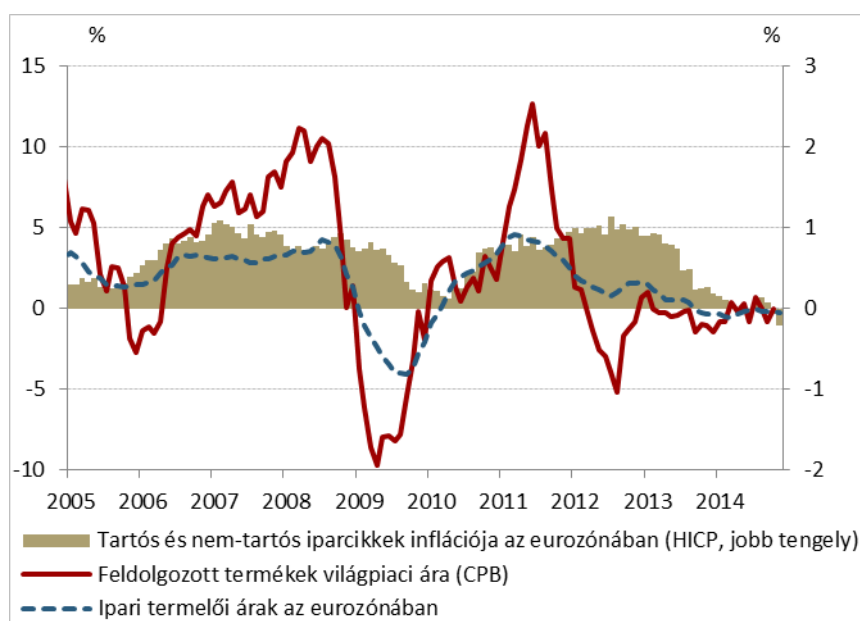
A világpiac felől érkező inflációs nyomás tovább gyengült. A mérséklődő nyersanyagárak és a lassan növekvő világ gazdaság együttesen mérséklék az inflációt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak (az eurozóna esetében pedig decemberben negatív, -0,2 százalék volt az éves alapon mért infláció). Január első felében a kőolaj világpiaci ára tovább csökkent és a hónap közepére 50 dollár alá mérséklődött. Az olajár alakulását a növekvő kínálat (szaúd-arábiai termelés növekedése, amerikai palaolaj-kitermelés felfutása) mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – magyarázza (2. ábra).

2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



További lefelé irányuló nyomást váltott ki az olajárakra, hogy a kőolajexportáló országokat tömörítő OPEC tagok – Szaúd-Arábia vezetésével – megerősítették elkötelezettségüket a kitermelés magas szinten tartása mellett. Mindezekon felül az Amerikai Egyesült Államok kormányzata is bejelentette, hogy megnövelik kőolajexport kvótájukat. Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világpiaci árában továbbra is mérsékelt dinamikát figyelhetünk meg. A feldolgozott termékek világpiaci árai továbbra is visszafogottan alakultak (3. ábra).

3. ábra: Az ipari termelői árak és az iparcikk infláció az eurozónában, illetve a feldolgozott termékek világpiaci árának alakulása



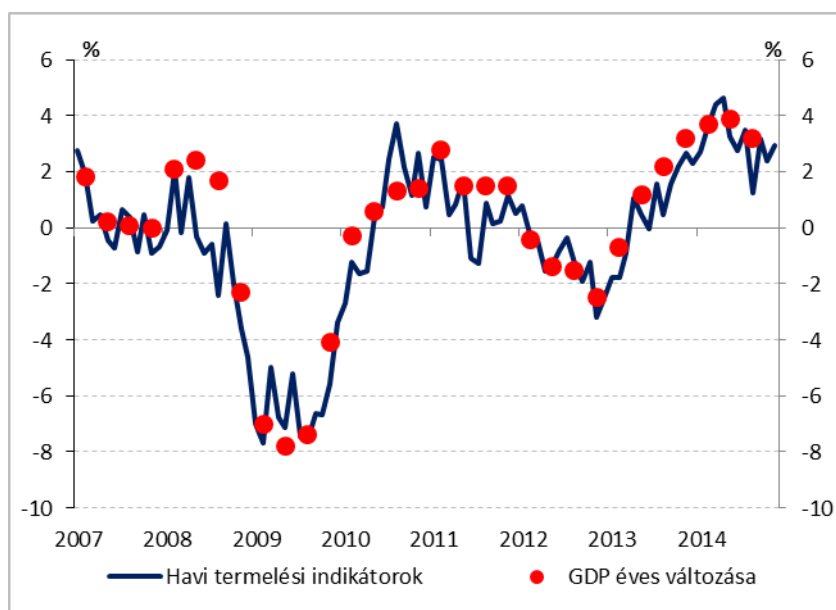
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

1.2.1. Gazdasági növekedés

2014 harmadik negyedében folytatódott a gazdaság növekedése. A bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 3,2 százalékkal nőtt, az előző negyedévhez képest pedig 0,5 százalékos emelkedés történt.

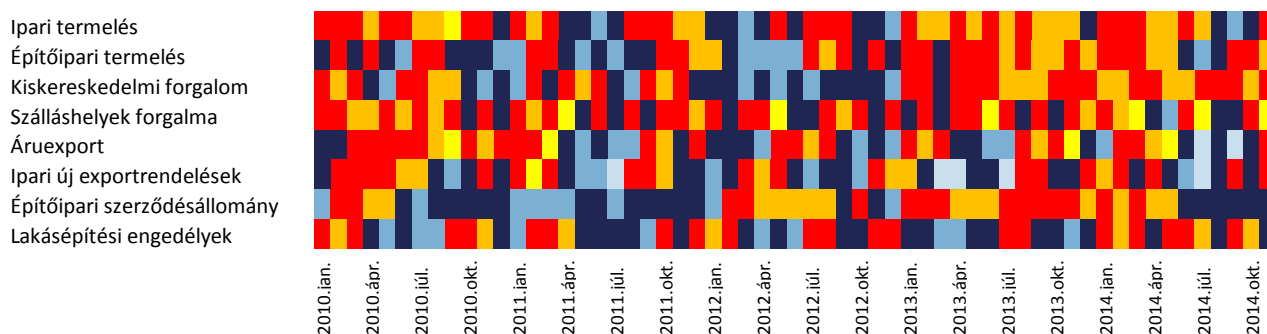
A növekedés enyhén lassult a harmadik negyedévben (4. ábra). Az ipar és az építőipar az első félévinél kisebb mértékben, de továbbra is pozitívan járult hozzá a bruttó hazai termék alakulásához, ugyanakkor emelkedett a mezőgazdaság hozzájárulása. A belső kereslet élénkülésével párhuzamosan a piaci szolgáltatások széles körében szintén bővült a hozzáadott érték. A havi termelési indikátorok alapján a negyedik negyedévben tovább lassulhat a növekedés, amelyet a bejövő ipari termelés adatok is alátámasztanak.

4. ábra: Havi termelési indikátorok* és a GDP alakulása



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

5. ábra: Növekedési hőtérkép*



* A növekedési hőtérkép a legfontosabb havi konjunktúraindikátorok szezonálisan igazított, havi növekedési ütemének háromhavi mozgóátlagát jeleníti meg, az alábbi színek alapján: piros = 5 éves átlagnál magasabb ütemben, gyorsulva nő, narancssárga = átlagnál magasabb ütemben, lassulva nő, sárga = átlagnál alacsonyabb ütemben, gyorsulva nő, halványkék = átlagnál alacsonyabb ütemben, lassulva nő, kék = lassuló ütemben csökken, sötétkék = gyorsuló ütemben csökken.

Az ipari kibocsátás a harmadik negyedévben éves alapon 6,6 százalékkal bővült, negyedéves alapon azonban 0,7 százalékkal mérséklődött. **Novemberben éves összevetésben 5,8 százalékkal, az előző hónaphoz viszonyítva 3,3 százalékkal bővült az ipari termelés.** A tizenhárom feldolgozóipari ágazat közül kilencben nőtt a kibocsátás októberhez viszonyítva. Az elmúlt hónapokban az ipari kibocsátás változékonyan alakult, amihez elsősorban a nagy súlyú ágazatok (járműgyártás, elektronika és optika) változékony teljesítménye járult hozzá. Az adatsorban ezt megelőzően 2012 nyarán volt tapasztalható hasonló ingadozás. A vártnál visszafogottabb európai konjunktúra, valamint az orosz-ukrán konfliktus és az ennek hatására bevezetett gazdasági szankciók negatívan befolyásolhatták az év végi ipari kibocsátást, emellett a Suzuki gyár modellváltása következtében 2015 kezdetéig mérsékeltebb szinten termelhetett. Az előretekintő indikátorok összességében enyhe javulást mutatnak. A magyar gazdaságra vonatkozó ESI indikátor értéke továbbra is kedvező szinten alakult.

A kedvező ipari teljesítménnyel párhuzamosan a külkereskedelem is bővült novemberben. Az elmúlt hónapokban látott egyedi hatások (gáztározók feltöltése) csökkenésével újra bővült a külkereskedelmi többlet.

Az építőipar termelése novemberben éves alapon 8,8 százalékkal növekedett, míg az előző hónaphoz viszonyítva 1,1 százalékkal mérséklődött. Az ágazat teljesítményét elsősorban az uniós forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházások magyarázták, míg a magánszektor beruházási aktivitása továbbra is visszafogottan alakult. **Az új szerződések elmúlt hónapokban**

megfigyelt jelentős visszaesése és a leépülő rendelésállományok az építőipari termelés növekedésének lassulását vetítik előre.

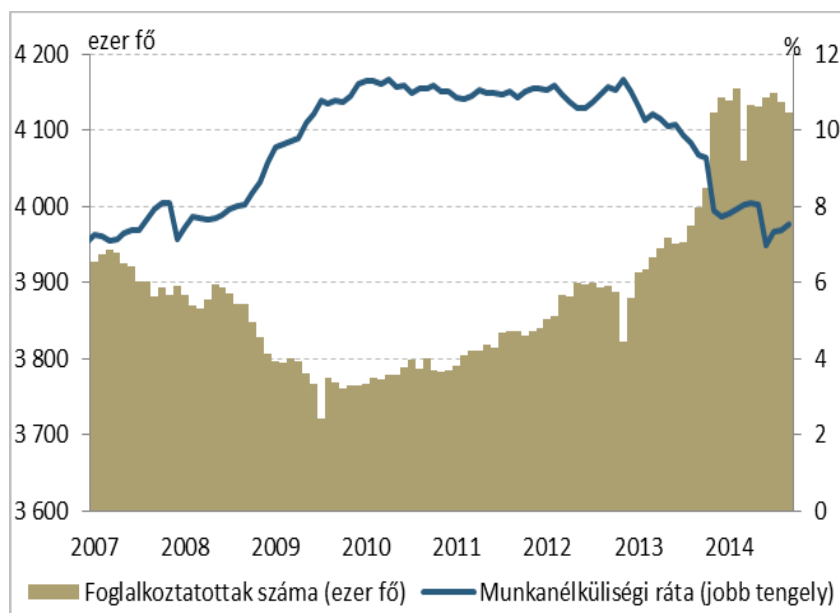
A fogyasztási kereslet tovább bővült a harmadik negyedévben, amelyet a javuló munkaerő-piaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyaráz. Novemberben az előzetes adatok alapján folytatódott a kiskereskedelmi forgalom bővülése, 5,2 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának szintjét. Az olajárak és ezen keresztül az üzemanyagárak jelentős mérséklődése előretekintve élénkítheti a nem-üzemanyag jellegű termékek kiskereskedelmi forgalmát.

A decemberi előrejelzés alappályája a kiegyensúlyozott szerkezetű gazdasági növekedés folytatódását vetíti előre, 2014-ben 3,3 százalékkal növekedhetett a gazdaság. Negyedéves alapon kismértékben lassulhatott a növekedés, amit részben egyedi hatások magyarázhattak. A növekedést támogatja az élénkülő belső kereslet, az intenzív EU forrásfelhasználás, a laza monetáris kondíciók, a javuló munkapiaci helyzet, ugyanakkor a romló nemzetközi konjunktúra és legfőbb felvevőpiacaink lassuló növekedése negatív kockázatot jelenthet előretekintve.

1.2.2. Foglalkoztatás

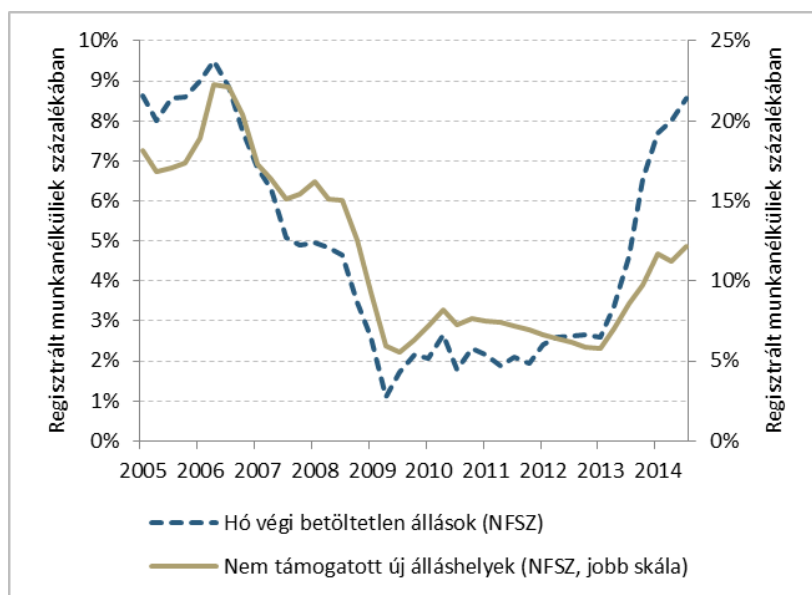
A Munkaerő-felmérés adatai alapján **a harmadik negyedévben 4,8 százalékkal nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma az előző év azonos időszakához viszonyítva.** Tovább bővült a versenyszféra foglalkoztatása az előző negyedévhez képest. Az államháztartásban foglalkoztatottak száma emelkedett. A november havi adat szerint a közfoglalkoztatás figyelembevételével a nemzetgazdasági foglalkoztatás érdemben nem változott az előző hónaphoz képest. **A munkanélküliségi ráta emelkedett az előző hónapokhoz képest, novemberben szezonálisan igazítottan 7,5 százalék volt (6. ábra).**

6. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Októberben csökkent az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma az előző hónaphoz képest, a hó végi betöltetlen álláshelyek száma érdemben nem változott az utóbbi hónapokban. A regisztrált munkanélküliek számának csökkenése mellett ez a feszességet mérő mutatók emelkedését okozza (7. ábra), ami arra utalhat, hogy erősödhetnek az illeszkedési problémák a munkapiacra. Összességében a **munkapiac feszesebb, mint az utóbbi években** (7. ábra). Októberben csökkent a bejelentett létszámleépítések száma az előző hónaphoz képest, ugyanakkor továbbra is az éves átlag fölött áll.

7. ábra: A munkapiaci feszességet mérő mutatók



Forrás: KSH (Munkaerő-felmérés), Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat.

1.3. Infláció és bérek

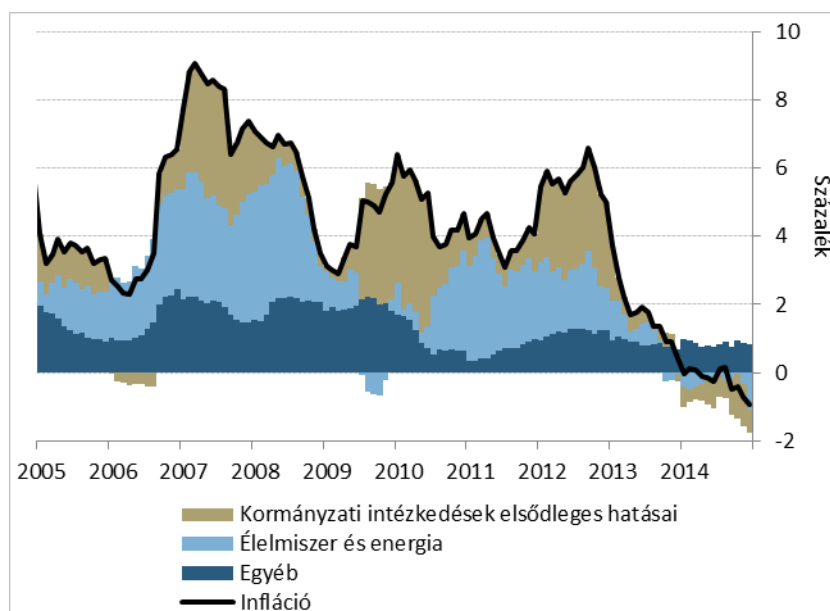
1.3.1. Bérezés

Novemberben a bruttó átlagkeresetek a versenyszférában 2 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához képest. A bruttó átlagkeresetek éves indexe lassult a korábbi hónapokhoz képest. A rendszeres bérek erőteljesen csökkentek havi alapon ugyanakkor erősödtek a prémium-kifizetések, melyek megegyeztek a novemberben szokásos mértékekkel. **A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számított versenyszféra fajlagos munkaköltségének üteme a harmadik negyedévben emelkedett.**

1.3.2. Inflációs folyamatok

2014 decemberében – éves alapon – az infláció -0,9, a maginfláció 0,9 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,1 százalékos értéket mutatott (8. ábra). Az infláció esetében a mérséklődést elsősorban az üzemanyag termékkör árindexének csökkenése okozta. Ezt részben ellensúlyozta a szabályozott árú termékek 2013 végén végrehajtott árcsökkentésének bázisból való kiesése. A maginfláció esetében a csökkenést a feldolgozott élelmiszerek és az alkohol, dohány termékkör árindexének csökkenése okozta.

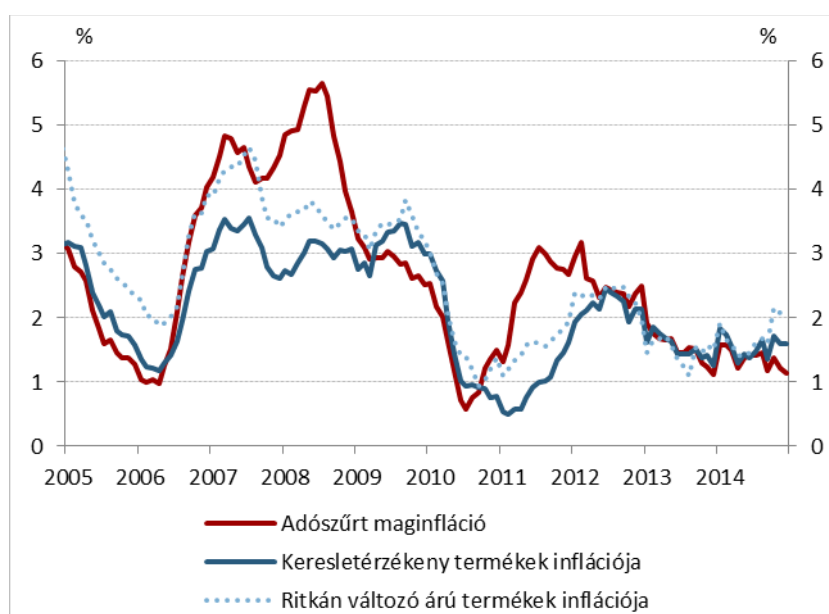
8. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója



A visszafogott inflációs alapfolyamatokhoz az olajár számottevő csökkenése, a kedvező keresleti folyamatok, a várakozások alkalmazkodása, valamint az alacsony importált infláció egyaránt hozzájárulhattak az elmúlt hónapokban (9. ábra). 2014 novemberében a

mezőgazdasági termelői árak éves alapon 8,1 százalékkal csökkentek, a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai pedig 0,8 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Az üzemanyagok ára érdemben csökkent az előző hónaphoz képest az olajárak mérséklődése következtében. A fogyasztási kereslet a kiskereskedelmi adatok alapján az elmúlt hónapokban fokozatosan bővíthetett, a reálkeresetek éves alapon számított emelkedésével párhuzamosan. Ennek ellenére a kiskereskedelmi forgalom szintje változatlanul érdemben elmarad a válság előtti években megfigyelttől, így a belső keresleti környezet összességében továbbra is deflációs hatású lehet, bár fokozatosan enyhébb mértékben.

9. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása (százalék)



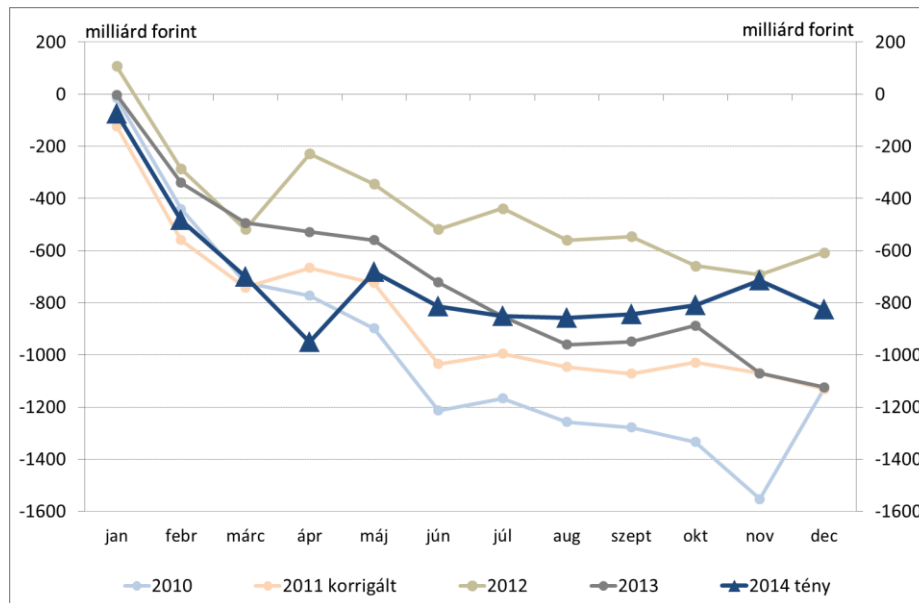
Rövidtávon 0 százalék alatt maradhat az infláció. A beérkezett decemberi infláció enyhén elmaradt a decemberi Inflációs jelentés előrejelzésétől, melyet a vártnál alacsonyabb élelmiszerárak magyaráznak. A forintban kifejezett olajárak utóbbi hetekben bekövetkező további csökkenése következtében még a következő hónapokban is számítunk negatív értékekre.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszerének hiánya decemberben 112 milliárd forint volt, az éves hiány 826 milliárd forint volt. A 2014. évi pénzforgalmi deficit a módosított törvényi előirányzat 72 százalékának felel meg és a korábbi évek egyenlegével összevetve is kedvező képet mutat (10. ábra). A 2014. évi hiány 103 milliárd forinttal marad el a 2013. évi értéktől, ami jelentős részben a kedvező makrogazdasági folyamatok fogyasztáshoz és bérekhez kapcsolódó bevételi tételeknél

jelentkező kedvező hatásához kapcsolódik. Emellett 2013-hoz képest jelentősen csökkentek a nettó kamatkiadások az alacsonyabb hozamkörnyezet és a magasabb kamatbevételek hatására.

10. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált egyenlege



1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség közel 1 milliárd eurót tett ki. A külső finanszírozási képesség emelkedése főként az áruforgalmi egyenleg – autóipar termeléséhez kapcsolódó – emelkedéséhez kötődött, ugyanakkor szerepe lehetett benne a mérséklődő olajár miatt javuló cserearányoknak is. A transzferegyenleg jelentős többletet mutat – főként az EU-transzfereknek köszönhetően –, miközben a jövedelemegyenleg hiánya továbbra is visszafogottan alakult.

A pénzügyi mérleg adatai alapján az adósságjellegű források tovább csökkentek, miközben a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetése nagymértékben emelkedett. Novemberben a pénzügyi mérleg alapján számított finanszírozási képesség 260 millió eurót tett ki. Ez az adósság jellegű források több mint 700 millió eurós kiáramlása, és az FDI jellegű források 1,2 milliárd eurót kitevő beáramlása mellett alakult ki. Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága az EU-transzferek felhasználásának köszönhetően mérséklődött, míg a külföldiek állampapír-vásárlása ennek hatását mérsékelte. A konszolidált állam mellett a vállalatok is csökkentették külső adósságukat, míg a bankok kismértékben növelték külföldi forrásait.

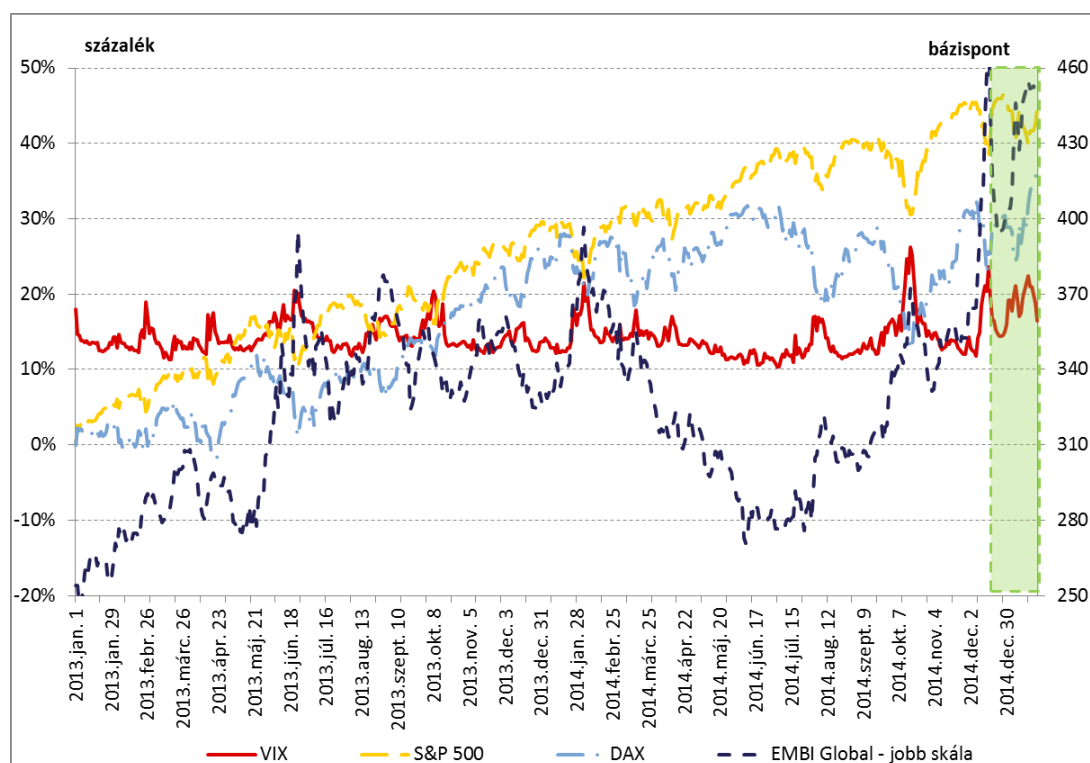
2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

A kockázatvállalási hajlandóság a pénz- és tőkepiacokon igen változékonyságban alakult az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban. Az időszak elején az orosz rubel nagymértékű gyengülése, és az ennek hatására fellépő piaci turbulencia okozott erőteljes kockázatkerülést a piacokon, majd az időszak második felében egy átmeneti megnyugvás után a kötvénypiacokon ismét a kockázatvállalási hajlandóság csökkenése lett jellemző, míg a fejlett részvénytőzsdéken kedvezően alakult a hangulat. Emellett a svájci jegybank lépése miatti devizaárfolyam, valamint az időszak végén az EKB kötvényszállítási programjának kedvező piaci hatásai voltak fókuszban. A fejlett részvénytőzsdéi VIX-index az orosz események hatására 23 százalékgig emelkedett, átmeneti csökkenés után újra növekedett, végül az EKB döntés szignifikáns csökkenést okozott a mutatóban (11. ábra). A fejlett piaci kötvényszállítást mérő MOVE-index alakulása viszont arra utalt, hogy a kötvénypiacokon a korábbihoz képest jóval nagyobb a bizonytalanság. A feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global mutató szintén jelentős elmozdulásokat mutatott: december közepén 477 pontra emelkedett, amelyre utoljára 2011-ben volt példa, majd egy átmeneti csökkenés után január első felében ismét jelentősen, 450 bázispontig nőtt. Összességében a piacokon egy átmeneti megnyugvás után továbbra is jelen van a feszültség, amelyet a fejlett jegybankok monetáris politikájával kapcsolatos bizonytalanság, valamint az eurozóna esetleges deflációba süllyedése, az olajárcsökkenés és a feltörekvő piaci turbulenciák okoznak, bár ezt némileg ellensúlyozta az EKB bejelentése.

A tőzsdék érdemben emelkedni tudtak az időszak során: az amerikai részvényindexek az olajár csökkenésének megtorpanása és az FOMC jegyzőkönyv optimista hangvétele, valamint az EKB eszközvásárlási bejelentése nyomán 4-5 százalékkal, míg a fejlett európai tőzsdék a görög belpolitikai bizonytalanság mérséklődésével és az EKB döntés hatására 8-9 százalékkal tudtak emelkedni. Az amerikai és német 10 éves hozamok 10-20 bázisponttal mérséklődtek. Az európai perifériaországokban a hosszú lejáratokon 50 bázispontos hozamcsökkenés volt tapasztalható, amely alól egyedül Görögország jelentett kivételt, ahol az előrehozott parlamenti választás miatti jelentős bizonytalanság és az EKB eszközvásárlások bejelentésének együttes hatása 10 bázispontos mérséklődést jelentett.

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



Az olaj ára tovább csökkent az időszak során, a 2014 nyarán látott hordónkénti olajár fél év alatt a felére csökkent. A Brent és WTI típusú olaj ára decemberben és január első felében is tovább mérséklődött, mintegy 15-18 százalékkal, csak az időszak végén volt megfigyelhető kisebb pozitív irányú korrekció, azonban a piaci várakozások szerint 2015-ben a jelenlegihez hasonló alacsony olajár lesz a meghatározó.

Az Egyesült Államokból érkező makrogazdasági adatok összességében vegyes képet mutattak.

Az időszak elején a végleges harmadik negyedéves GDP-adat mind az előzetes adatot, mind a várakozásokat felülmúlva 5 százalékon alakult. A kedvező adat hatását némileg rontotta a decemberi kiskereskedelmi statisztika várttól jelentősen elmaradó értéke. A friss adatok – a globális dezinflációs folyamatokhoz hasonlóan – az Egyesült Államokban is az infláció érdemi csökkenéséről tanúskodnak. Piaci elemzők szerint az alacsony inflációs trend miatt kitolódhat a Fed első kamatemelésének időpontja.

Az eurozónából vegyes adatok érkeztek, és az infláció mélypontra esett, ami felerősítette az EKB monetáris lazítására vonatkozó piaci várakozást. Közzétették az eurozóna decemberi inflációs adatát, ami a novemberi 0,3 százalék után decemberben -0,2 százalékon alakult. A

konszenzus alatti inflációs adat tovább erősítette az EKB eszközvásárlási programjának januári bejelentésére vonatkozó piaci várakozásokat. Az euroövezet gazdaságának lendületvesztését igazolta a német gyáripari megrendelések visszaesése és a végleges decemberi beszerzési menedzser indexek, melyek igen visszafogott negyedik negyedéves GDP-növekedést vetítenek előre. Az euro árfolyama a dollárral szemben a vizsgált időszakban jelentősen, 9-10 százalékkal mérséklődött, de a brit fonttal és a jennel szemben is veszített értékéből. A svájci frankkal szemben nagyságrendileg 18 százalékkal gyengült az euroárfolyam.

Európában az EKB bejelentése volt a leginkább meghatározó. A deflációs veszélyek miatt az EKB januári kamatdöntő ülésére az elemzői várakozások 500-1000 milliárd euró nagyságú állampapír-vásárlást vártak. A bejelentés alapján 2015 márciusától 2016 szeptemberéig havi 60 milliárd euro értékben vásárol értékpapírokat másodlagos piacon. Ez a márciusban elinduló befektetési minősítésű (kivéve EU/IMF programországok) euroövezeti kötvény-vásárlását (javarészt állampapírok) és a már korábban bejelentett és megkezdett eszközfedezetű értékpapír- és fedezett kötvényvásárlási programokat is tartalmazza. A kibővítés célja, hogy az euroövezeti infláció az árstabilitásnak megfelelő inflációs céllal összhangban alakuljon. Így nagyságrendileg 1100 milliárd euro mértékű lesz a teljes vásárolt mennyiség, ami enyhén meghaladja a várakozásokat. Az inflációs mandátum irányába való elköteleződést erősíti, hogy lényegében felülről nyitott a program, tehát amíg az inflációs kilátások nem javulnak, addig folytathatják az eszközvásárlásokat.

A bejelentés hatására az euro 2-2,5 százalékot gyengült, a főbb tőzsdeindexek még nagyobb lendülettel folytatták a korábban látott emelkedésüket, míg a 10 éves eurozónás hozamok 15-30 bázisponttal, a legtöbb esetben rekordmélységekbe csökkentek. A régió hozamai, kockázati felárai és árfolyamai is pozitívan reagáltak az EKB lépéseire, a 10 éves hozamok 5-15 bázisponttal csökkentek, a devizák 1 százalék körüli mértékben erősödtek, az 5 éves CDS felárak pedig 5-8 bázisponttal mérséklődtek.

A görög elnökválasztás megismételt fordulói sem hoztak eredményt decemberben, ezért Görögországban előrehozott parlamenti választásokat írtak ki január 25-ére. A hírre a görög csődkockázati felár 1200 bázispont fölé ugrott, míg a kötvényhozamok emelkedéssel reagáltak, mivel jelentősen nőtt a bizonytalanság a görög kilátások kapcsán, tekintettel arra, hogy a közvélemény-kutatások szerint komoly esély mutatkozott az euroellenes Syriza párt győzelmére.

Januárban felerősödtek a félelmek a görögök eurozóna-kilépésével (Grexit) kapcsolatban, amelynek hatására a tízéves görög hozam 10 százalék, az 5 éves CDS 1500 bázispont fölé emelkedett, január közepére azonban az esélyes párt döntéshozóinak enyhébb nyilatkozatai hatására az aggodalmak némileg enyhültek, amit enyhén tovább javított az EKB bejelentése is.

Rendkívüli piaci turbulenciát okozott a svájci jegybank január közepi döntése az euróval szembeni árfolyamküszöb eltörléséről. A jegybank kamatdöntő ülésén az irányadó betéti kamatot -0,25 százalékról -0,75 százalékra csökkentette, továbbá a 3 éve fenntartott 1,20-as euro/svájci frank árfolyamküszöböt váratlanul eltörölte. A svájci frank árfolyama a bejelentést követően percek alatt közel 25 százalékot erősödött az euróval szemben, és az időszak végén is paritás közelében mozgott az európai fizetőeszközzel szemben. A svájci frankkal szembeni régiós árfolyamok a bejelentés utáni percekben nagyjából 30-40 százalékos, míg a piaci pánik elültét követően egyöntetűen 20 százalék körüli leértékelődést mutattak. Ugyanakkor az euróval szembeni árfolyamok eltérően alakultak: míg a forint/euro és a zloty/euro keresztárfolyam fokozott volatilitással reagált a bejelentésre, addig a román lej és cseh korona euróval szembeni árfolyama minimális elmozdulást mutatott.

A **rubel** a december közepi rendkívüli gyengülés után a jegybanki lépések hatására valamelyes erősödni tudott az időszak közepére, azonban a januárban ismét folytatódó olajáresés hatására újból az időszak eleji 66-67-es szintek közelébe gyengült a dollárral szembeni árfolyama. A hitelminősítők közül az S&P még decemberben negatív figyelőlistára helyezte az orosz adóbsesorolást, majd ezt követően a Fitch januárban „BBB-” -ra rontotta az orosz államadósság besorolását, további leminősítésre utaló negatív kilátással, a Moody's pedig szintén Baa3-ra, a befektetési kategória aljára rontotta az ország besorolását, negatív figyelőlistára helyezés mellett.

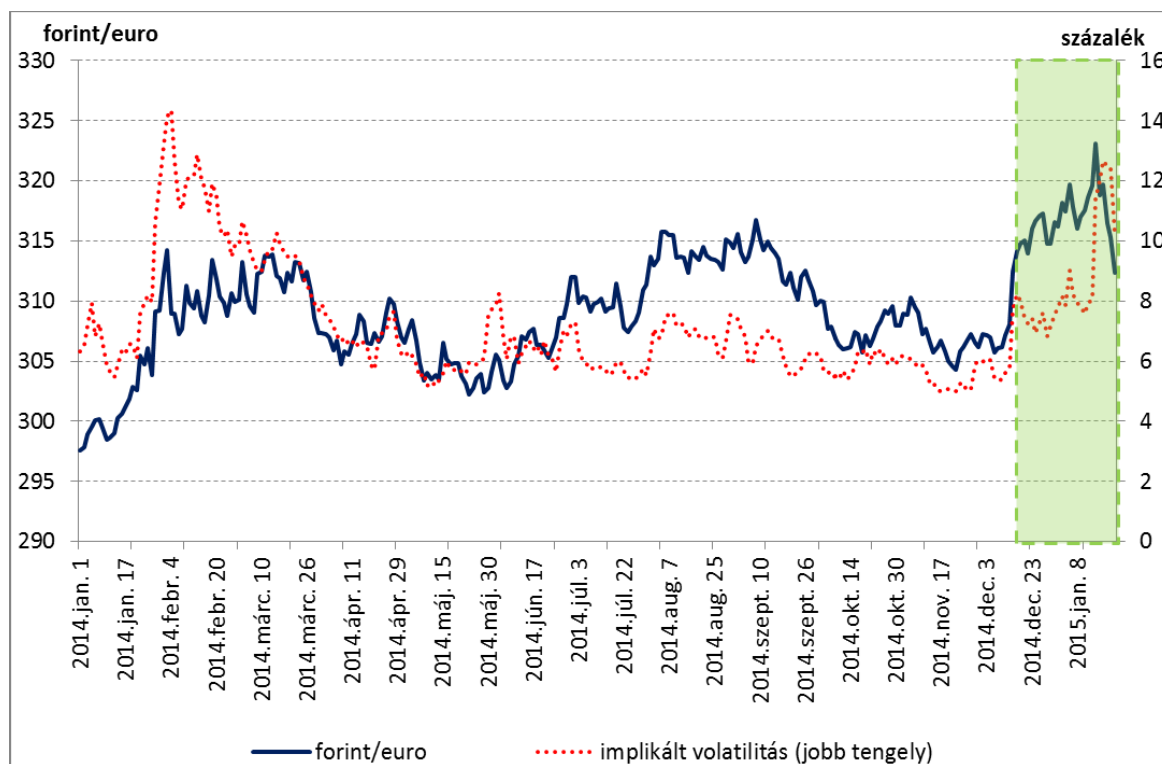
A régiós devizák eleinte leértékelődtek a vártnál alacsonyabb inflációs adatok nyomán, ezt részben enyhítette az EKB döntése az eszközvásárlási programjának kibővítéséről. A régiós devizák euróval szembeni árfolyama 0-1 százalékkal veszített értékéből, a dollárral szemben pedig a régiós devizák 9-10 százalékkal gyengültek a vizsgált időszakban. A januárban publikált, vártnál gyengébb inflációs adatok felerősítették a dezinflációs/deflációs aggodalmakat a régióval kapcsolatban, így egyre több elemző véli úgy, hogy a régiós jegybankok kamatcsökkentések vagy egyéb monetáris intézkedések révén további lazítást fognak végrehajtani 2015-ben.

2.2. Hazai pénzüpi mutatók alakulása

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban a hazai pénzüpi folyamatokra nemzetközi történések és országspecifikus hírek is hatottak. A hazai események közül legjelentősebb piaci hatása a decemberi - vártnál is gyengébb - inflációs adatnak volt, a forint euróval szembeni árfolyama az adatközlés hatására közel fél százalékkal gyengült. Ugyanakkor pozitívan értékelhető a vártnál kedvezőbb magyar kiskereskedelmi és előzetes ipari termelési adat, valamint a költségvetés vártnál kisebb 2014. évi hiánya.

A forint árfolyama vegyesen alakult a hónap során. Összességében a forint/euro árfolyam a novemberi szintekhez képest jelentősen gyengébb, 310 és 323,3 szintek között mozgott az időszak alatt, majd az időszak végén az EKB bejelentést követően a 311-312-es szint közelébe erősödött vissza (12. ábra). A svájci bejelentés hatására az euro-árfolyam napon belül a korábbi mélyponthoz számító 324-es szintet is áttörte, mielőtt ismét stabilizálódott volna. A dollárral szembeni leértékelődés még jelentősebb, 9-10 százalékos volt az időszak során. A svájci jegybank bejelentésének napján a forint svájci frankkal szembeni árfolyama 266-ról 371 forintig zuhant, majd az árfolyam az időszak végén 317 forintos szint körül ingadozott, amely összességében 20-22 százalékos leértékelődésnek felel meg.

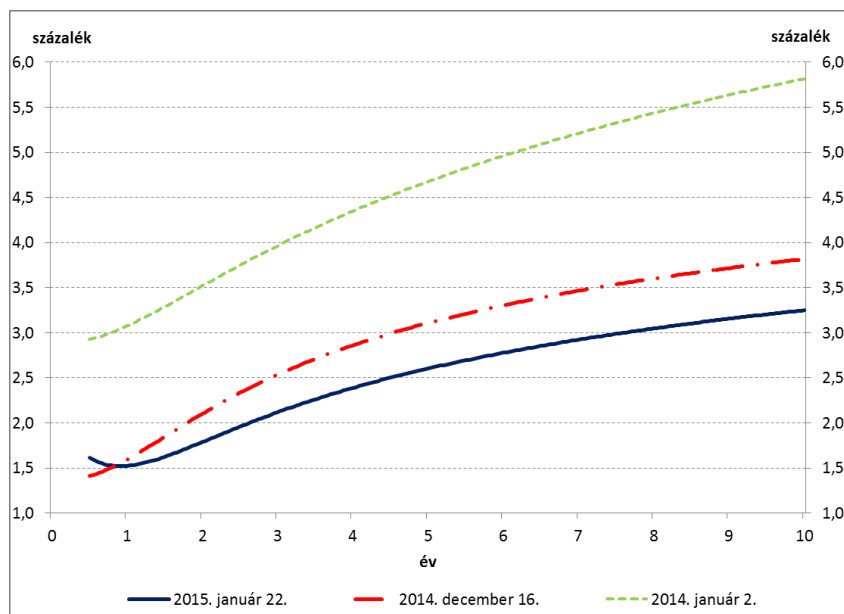
12. ábra: A forint/euro árfolyam és az implikált volatilitás alakulása



A hazai 5 éves CDS-felár az orosz turbulencia hatására 208 bázispontig ugrott, majd 170-180 bázispont környékére mérséklődött, és ezen a szinten stagnált az időszak nagy részében, majd az EKB bejelentést követően enyhén mérséklődött. Ez arra utal, hogy hazánk kockázati megítélése elsősorban a nemzetközi faktorok következtében változott.

Az állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége érdemben csökkent az előző kamatdöntés óta (13. ábra). A görbe rövid végének lejáratain átlagosan 10 bázispontos hozamemelkedés volt megfigyelhető. Az éven túli lejáratokon pedig 50-60 bázisponttal csökkentek a hozamok, a 10 éves hozam 3,1 százalékra mérséklődött. A régióban szintén hasonló nagyságrendben, 45-75 bázisponttal csökkentek a hosszú hozamok.

13. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

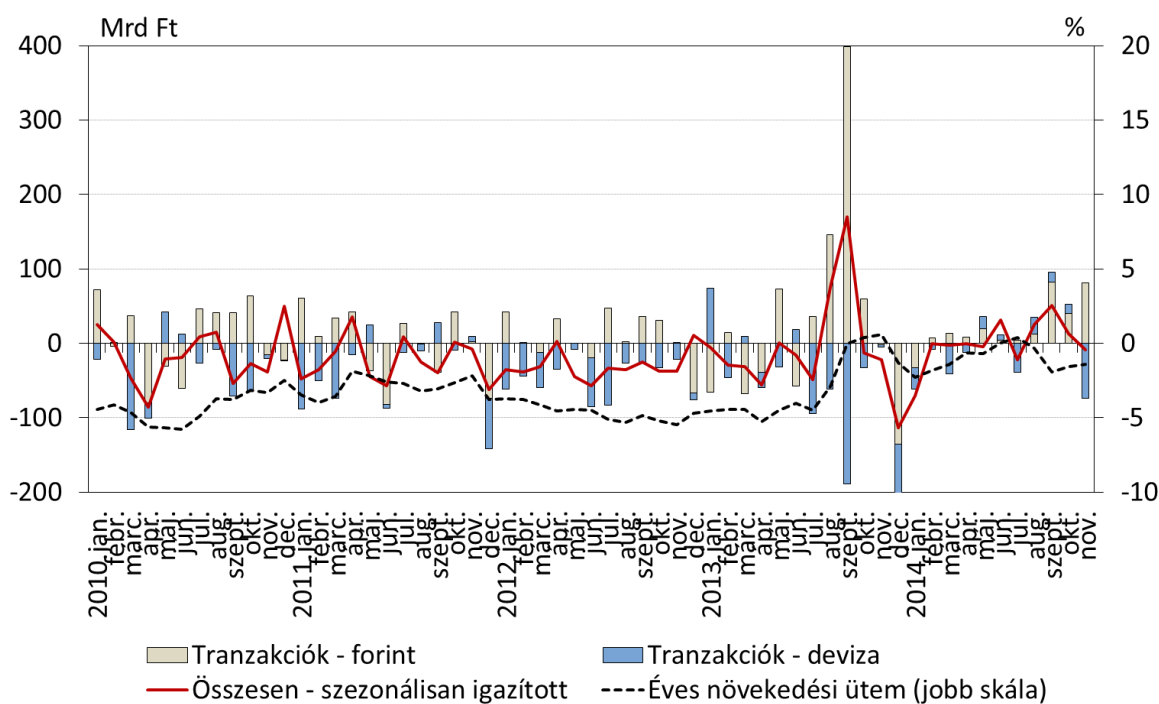


Az időszak során az állampapír aukciókon vegyes volt a kereslet. A 3 hónapos papír esetében az év elejétől az ÁKK megemelte a decemberben lecsökkentett aukciós mennyiségeket, és a 3-szoros lefedettség hatására az év eleji aukciókon 80, illetve 90 milliárd forintra emelte a kibocsátást. Az aukciókon kialakult hozamok a 3 hónapos DKJ esetében január 50 bázisponttal, 1,84 százalékra emelkedtek, majd január közepén ismét 10 bázisponttal 1,75 százalékra csökkentek. Az egyéves DKJ-nál mind az évvégi, mind a január közepi aukción gyenge kereslet alakult ki, utóbbi a svájci jegybank bejelentésének tudható be, így az ÁKK mindkét esetben csökkentette a kibocsátott mennyiséget. A hosszú papírok aukcióján szintén egészséges kereslet és megemelt kibocsátás volt jellemző, és a hozamok is nagyobb mértékben csökkentek az előző kamatdöntés óta.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

Novemberben a hitelintézeti szektor vállalati hitelállománya összesen 7 milliárd forinttal emelkedett tranzakciós alapon, amely szezonálisan igazítva -8,5 milliárd forintot tett ki (14. ábra). A devizák szerinti bontás alapján a forinthiteleken 81 milliárd forintos növekedés, míg a devizahiteleken 74 milliárd forintos csökkenés volt megfigyelhető. Az NHP I. pillérén belüli hitelek novemberben mintegy 44 milliárd forinttal járultak hozzá a forinthitelek bővüléséhez. A tranzakció alapú éves állományleépülési ütem az októberi 1,58 százalékos értékről 1,39 százalékra mérséklődött. A teljes hitelintézeti szektor új vállalati hiteleinek bruttó összege 147 milliárd forintot tett ki novemberben. Az új szerződéseken belül a forinthitelek volumene 119 milliárd forint, míg az eurohiteleké 26 milliárd forint volt. Az NHP keretében novemberben 57 milliárd forint értékben kötöttek szerződéseket, amely az összes új hitel közel 40 százalékát adta.

14. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



A háztartások a teljes hitelintézeti szektorral szemben nettó hiteltörlesztők voltak, a tranzakciók értéke -23 milliárd forintot tett ki, amely szezonálisan igazítva -33,6 milliárd forint (15. ábra). A hitelállomány mérséklődését továbbra is a devizahitelek leépülése eredményezi, amely -23,8 milliárd forintot tett ki a vizsgált időszakban. A forinthitelek esetében a törlesztések nagyságrendileg megegyeztek a folyósításokkal, így a tranzakció alapú állományváltozás mintegy 0,8 milliárd forint volt novemberben. Az éves állományleépülési ütem az előző hónaphoz képest

nem változott, értéke továbbra is 4,1 százalék. A teljes hitelintézeti szektor bruttó háztartási hitelkihelyezése novemberben 47 milliárd forintot tett ki. Az élénkülés továbbra is a lakáscélú és a személyi hitelek esetében a leginkább számottevő: ezekben a szegmensekben az új szerződések rendre 58 és 42 százalékkal haladják meg az előző év azonos időszakának értékét.

15. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele

