



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2016. július

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2016. július 26-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2016. augusztus 10. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2016. július 22-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>

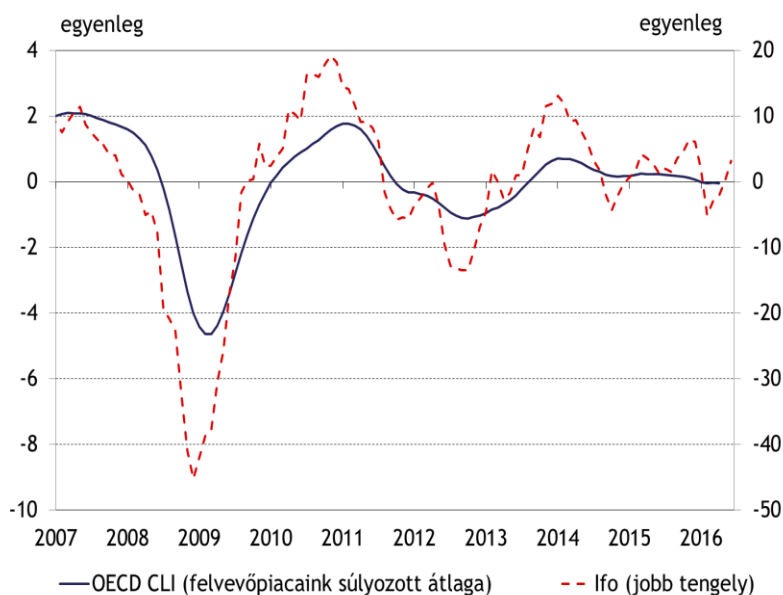
1. MAKROGAZDASÁG

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Az első negyedéves GDP adatok vegyes képet mutattak. Az USA és az eurózóna növekedése az elemzői várakozásoknál gyengébb, míg Németországé kedvezőbb volt. Japán növekedése nulla százalék közelébe lassult az előző év azonos időszakához viszonyítva. Előretekintve a globális növekedés további lassulása várható a következő negyedévekben. Az IMF áprilisi jelentésében mind a fejlett, mind a feltörekvő országok növekedési kilátásait mérsékelte. **A növekedés továbbra is törékeny, melyet több lefelé mutató kockázat is övez.** Az alacsony nyersanyagárak továbbra is fékezik a nyersanyagexportőr országok gazdasági aktivitásának bővülését, emellett a geopolitikai feszültségek változatlanul visszafogják a fejlett gazdaságok növekedését is a gyengébb keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül. A brit népszavazás következményei rövid távon csak a pénzügyi piacokon jelentkeztek, azonban közép és hosszú távon a kilépési tárgyalások kimenetelétől függően negatívan érinthetik a magyar gazdaságot is.

2016 első negyedévében 0,6 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves összevetésben. Közép és hosszú távon jelentős kockázatokat hordoz Nagy-Britannia EU-ból való kilépése. A legfontosabb exportpartnerünknek számító német gazdaság bővülése az első negyedévben is folytatódott, amit az emelkedő belső kereslet támogatott. Az év eleji bővülés után májusban kismértékben visszaesett a német kivitel. Ezzel együtt az ipar teljesítménye is mérséklődött májusban az előző hónaphoz képest. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) tavaly december óta tartó csökkenő trendje márciusban megtört és az elmúlt hónapokban folyamatosan emelkedett (1. ábra). A régió teljesítménye kedvezően alakult a 2016 első negyedévében is.

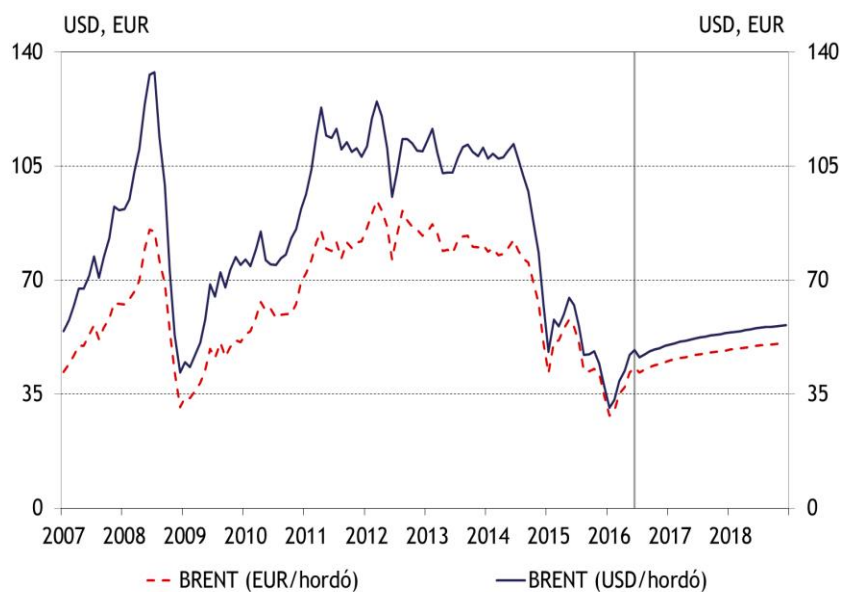
1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

A világpiac felől érkező inflációs nyomás változatlanul gyenge, részben a továbbra is rendkívül alacsony nyersanyagárak, részben a visszafogott kereslet miatt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak. Az olajár az utóbbi hónapokban 50 dollár fölé emelkedett, majd az időszak végén csökkent (2. ábra, erről részletesebben ld. 2.1. alfejezet).

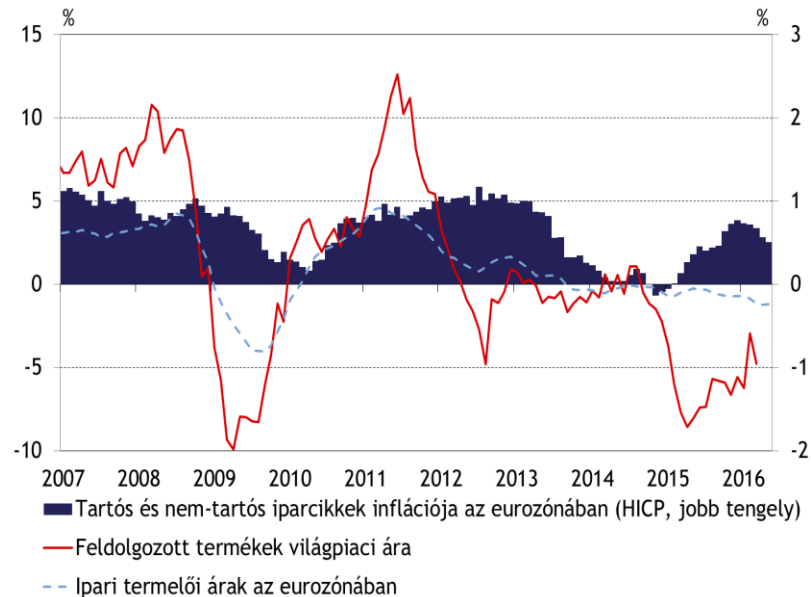
2. ábra: A Brent olaj világpiaci havi átlagárának alakulása



Forrás: Bloomberg

Az ipari nyersanyagok, a nyers élelmiszerek világpiaci árai visszafogottan alakultak, míg a feldolgozott termékek árai egy nagymértékű – 2015 első negyedévi – visszaesést követően korrigálódtak (3. ábra).

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



Forrás: Centraal Planbureau (www.cpb.nl), Eurostat, EKB

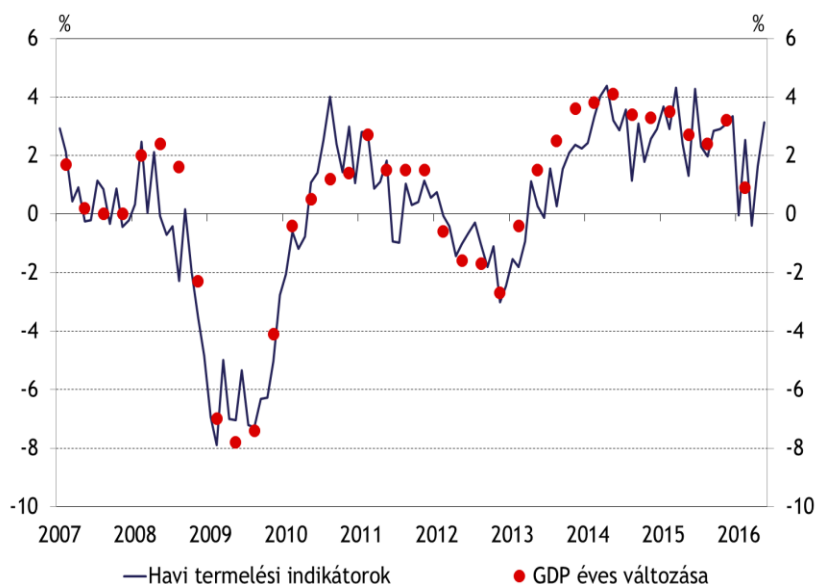
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

1.2.1. Gazdasági növekedés

2016 első negyedében a bruttó hazai termék 0,9 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, ugyanakkor 2015 negyedik negyedéhez viszonyítva 0,8 százalékkal mérséklődött a hazai GDP, amelyben egyedi hatások játszottak szerepet (4. ábra). Az év eleji átmeneti mérsékelt dinamikát követően a növekedés várhatóan érdemben erősödik.

Termelési oldalról a piaci szolgáltatások volumenének bővülése emelte, míg az ipar lassulása és az építőipar jelentős visszaesése csökkentette a gazdaság növekedési ütemét 2016 első negyedében. Havi adatok alapján az ipari termelés korábbi negyedekben tapasztalt dinamikus bővülését az első negyedévben átmeneti járműipari gyárleállások fogták vissza, azonban az elmúlt hónapokban korrigálódott a kibocsátás. A dinamikus áprilisi bővülés után májusban havi alapon kismértékben visszaesett az ipar termelése, így az éves bázisú indexek mérséklődtek az előző hónaphoz képest. Az építőipar termelési volumene jelentős mértékben zsugorodott, amelyet elsősorban az uniós forrásból finanszírozott projektek kifutása magyarázott. Ezzel szemben a kiskereskedelmi forgalom bővülése tovább folytatódott 2016 első negyedében.

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

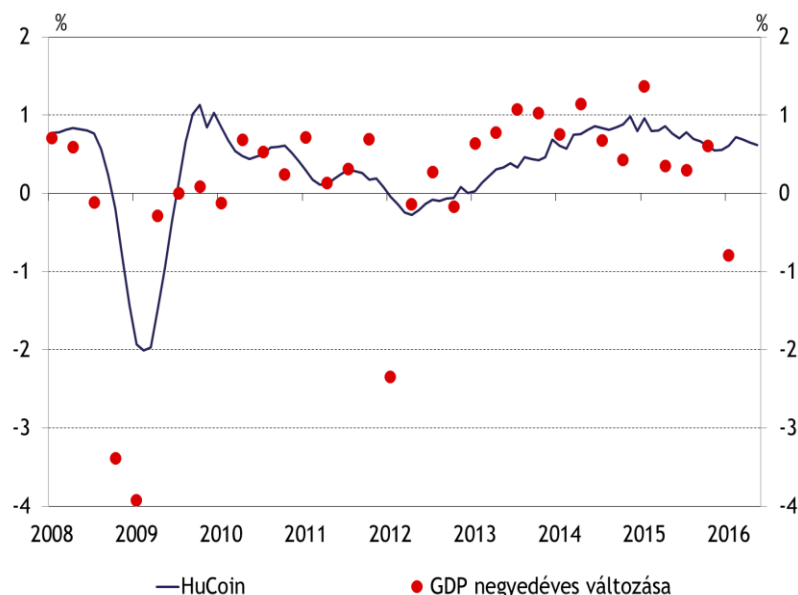


* A havi termelési indikátorok (ipar, építőipar, kiskereskedelem) súlyozott átlaga, ahol a súlyok a GDP növekedési ütemét magyarázó regresszióból származnak. Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

A lakossági fogyasztás tovább élénkült az első negyedévben, amelyet a javuló munkapiaci folyamatok, a magas bérkiáramlás és az alacsony infláció hatására dinamikus bővülő reálkeresettömeg támogatott. Számottevő mértékben bővült a háztartások tartós cikkek és szolgáltatások iránti kereslete. A nemzetgazdasági beruházások mérséklődtek az első negyedévben, amelyet elsősorban az uniós forrásból finanszírozott állami beruházások év eleji visszaesése magyarázott. Az ágazati megoszlás alapján az uniós források alakulásával szorosan összefüggő állami és kvázifiskális kör beruházási aktivitása visszaesett, a vállalati és lakossági beruházások továbbra is visszafogottan alakultak. A nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt az első negyedévben, ami több tényezőre vezethető vissza. A kivitel dinamikájának lassulása a járműgyártás év eleji ideiglenes megtorpanásával függ össze. Az import élénkülését elsősorban a fogyasztási kereslet bővülése magyarázza, mivel a beruházási és a reexport célú import csökkent. Az export az előző negyedéveknél kisebb mértékben növekedett – összhangban az áruexport lassulásával –, míg a behozatal az importigényesebb fogyasztási keresleti tételek dinamikus növekedésével párhuzamosan emelkedett.

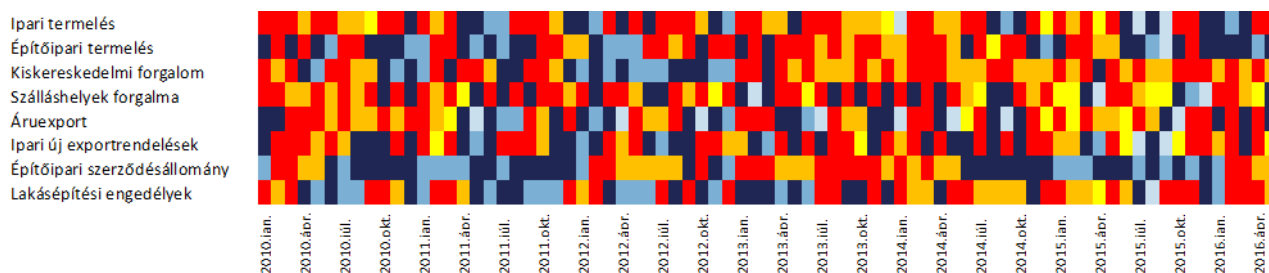
A hazai konjunktúra középtávú kilátásait megragadó HuCoin indikátor az elmúlt időszak átlagát tekintve érdemben nem változott, ami azt jelzi, hogy az első negyedéves visszafogottabb növekedés átmeneti lehetett és előretekintve a növekedés újból élénkülhet (5. ábra).

5. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



Megjegyzés: A GDP adatrevíziója miatt a HuCoin indikátor múltbeli értékei is megváltozhattak. Forrás: KSH, MNB számítások

6. 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. Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

2016 májusában az ipari termelés volumene az előző év azonos időszakához viszonyítva 9,2 százalékkal emelkedett, míg szezonálisan igazítva az előző hónaphoz képest 0,7 százalékos mérséklődés volt megfigyelhető. A feldolgozóipari ágazatok többségében csökkent az ipari termelés az előző hónaphoz viszonyítva. A legnagyobb súlyú ágazat, a járműgyártás, valamint a könnyűipar és a fémipar termelése mérséklődött. A második legnagyobb ágazat, a vegyipar termelése kismértékben emelkedett, továbbá javult az élelmiszeripar teljesítménye. **Az előretekintő indikátorok vegyes képet mutatnak a hazai ipar rövid távú kilátásaira vonatkozóan.** Az euroövezet konjunkturális alapfolyamatait jelölő Eurocoin indikátor mérséklődése megállt júniusban, a hazai exportrendelések kismértékben csökkentek májusban. A német ipari várakozások az Ifo indikátor alapján március óta javultak.

Az ipari korrekcióval összhangban a külkereskedelemben is kedvező fordulatot láthattunk a második negyedév elején. Az előzetes adatok alapján 2016 májusában az áru kivitel euróban számított értéke 6,3 százalékkal, a behozatalé 2,4 százalékkal emelkedett az előző év azonos hónapjához viszonyítva. Tavaly májushoz képest a külkereskedelmi mérleg aktívuma 284 millió euróval nőtt.

2016 áprilisában tovább javult a cserearány, amihez továbbra is az alacsony energiaárak járultak hozzá a legnagyobb mértékben. A márciusig elérhető részletes külkereskedelmi adatok alapján a legnagyobb súlyú termékcsoportban, a gépek, szállítóeszközök esetében mind a behozatal, mind a kivitel emelkedett az előző év azonos időszakához képest.

2016 májusában **26,6 százalékkal mérséklődött az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest,** míg az előző hónaphoz viszonyítva 0,9 százalékkal emelkedett a

kibocsátás. Májusban mindkét építményfőcsoport termelése csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az épületek építése 4,4 százalékkal mérséklődött, míg az uniós forrásokból megvalósuló projektek lassú felfutása következtében az egyéb építmények volumene 43,8 százalékkal esett vissza. A szerződésállomány a mélyponthoz képest nőtt, ugyanakkor éves összevetésben továbbra is csökkentést mutat a tavalyi magas bázis miatt. Az ágazat teljesítménye várakozásaink szerint az idei év elején visszafogottan alakulhat, azonban az év második felében újra javulhat, amit a szerződésállomány adatok is igazolnak.

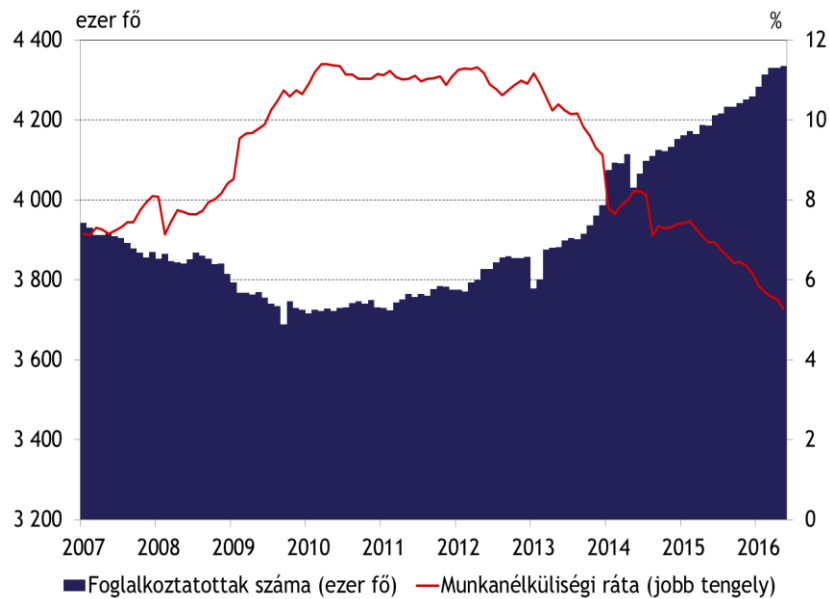
A fogyasztási kereslet élénkülése folytatódott az év elején, összhangban a tovább élénkülő kiskereskedelmi forgalommal, melyet a javuló munkaerő-piaci helyzet, a tavalyinál magasabb bérek és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek magyaráznak. **Májusban az előzetes adatok alapján a kiskereskedelmi értékesítések volumene 6,8 százalékkal emelkedett** a tavalyi év azonos időszakához képest, míg **az előző hónaphoz viszonyítva 0,1 százalékkal bővült a forgalom.** Az értékesítések szerkezetét tekintve a termékek széles körében regisztrálták a forgalom volumenének növekedését. A kiskereskedelmi forgalom bővüléséhez a korábbiaknál jelentősebb mértékben járult hozzá az üzemanyag-értékesítések emelkedése. Emellett folytatódott a nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek forgalmának élénkülése, valamint az élelmiszer-eladások érdemi bővülése.

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2016 májusában a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.** A munkanélküliség tovább csökkent, míg az aktivitás az előző hónaphoz hasonlóan alakult, így a munkanélküliségi ráta 4,9 százalékra csökkent májusban (7. ábra).

2016 első negyedében kismértékben tovább nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma. Az államháztartásban dolgozók létszáma az előző negyedévhez képest enyhén növekedett, jóllehet a közfoglalkoztatottak száma visszaesett az első negyedévben. A versenyszférában foglalkoztatottak létszáma visszafogottabban nőtt az előző évi dinamikus létszámbővülést követően. A versenyszférán belül a foglalkoztatás bővüléséhez mind a feldolgozóipari, mind a piaci szolgáltató szektori létszám enyhe növekedése hozzájárult.

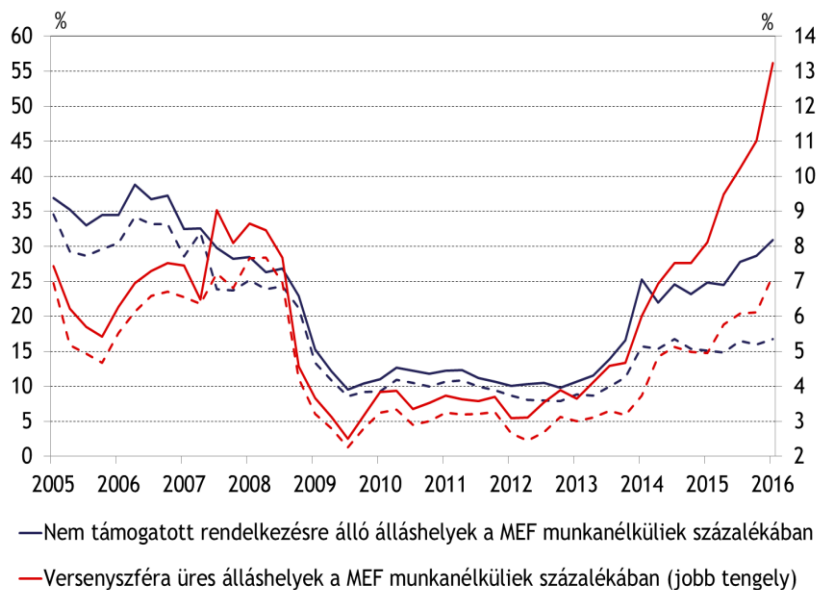
7. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

2016 májusában az NFSZ adatai alapján az **újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma** érdemben nem változott, míg a **hó végi betöltetlen, nem támogatott álláshelyek száma** a válság utáni időszakot tekintve historikus csúcsponton van. A KSH által publikált üres álláshelyek száma a versenyszférában szintén historikus csúcson volt 2016 első negyedévében. A munkaerőpiac 2013 óta tartó fokozatos feszesedése tovább folytatódott a különböző statisztikákból számolt feszeségi mutatók alapján (8. ábra).

8. ábra: A munkaerő-piaci feszeséget mérő mutatók



A szaggatott vonal a közfoglalkoztatottakkal korrigált munkaerőpiaci feszeségi mutatókat jelöli. Forrás: NFSZ, KSH

1.3. Infláció és bérek

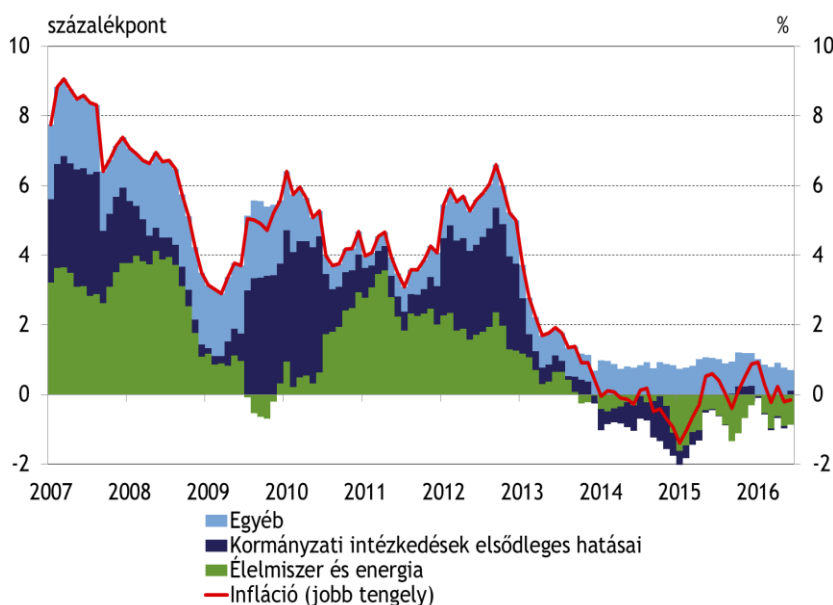
1.3.1. Bérezés

2016 májusában a versenyszférában a bruttó átlagkereset éves dinamikája gyorsult az előző havi mérséklődést követően, így továbbra is a tavalyi évnél erőteljesebb bérdinamika figyelhető meg. A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában a bruttó átlagkereset 5,6 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A rendszeres keresetek az utóbbi évek májusi szezonálisánál erőteljesebben emelkedtek havi alapon. A versenyszektor májusi prémium kifizetései nem tértek el érdemben az előző években tapasztalt mértéktől. A versenyszférán belül mind a feldolgozóipar, mind a piaci szolgáltató szektor bérdinamikája növekedett az előző hónaphoz képest.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2016 júniusában az infláció -0,2, a maginfláció 1,2 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,1 százalék volt (9. ábra). Az infláció mérséklődését főként a volatilis árú feldolgozatlan élelmiszerek árindexének csökkenése okozta.

9. ábra: A fogyasztói-árindex dekompozíciója

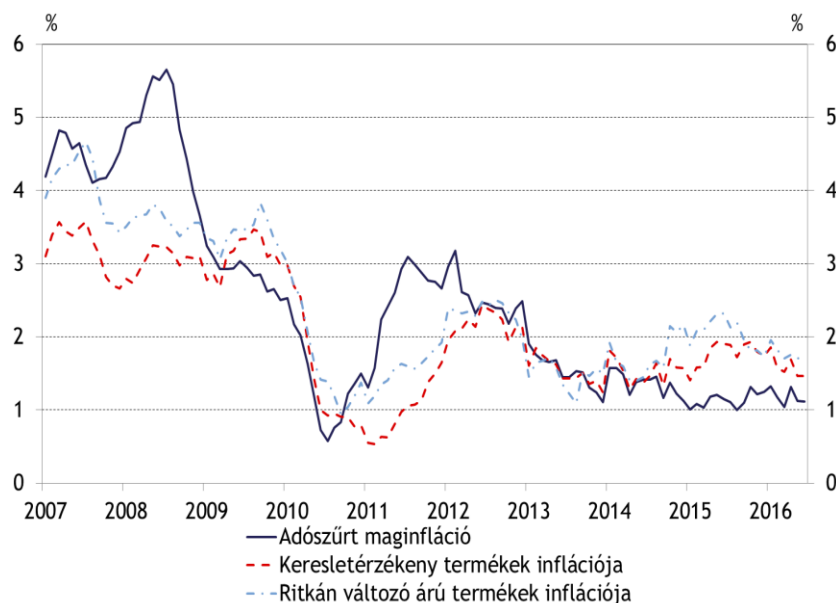


Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

Az inflációs alapmutatók továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek, amihez hozzájárul az importált infláció alacsony szintje, az alacsony nyersanyagárak és a gazdaság ciklikus pozíciója is (10. ábra). 2016 májusában a mezőgazdasági termelői árak éves

összevetésben 2,4 százalékkal nőttek, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai lényegében nem változtak.

10. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



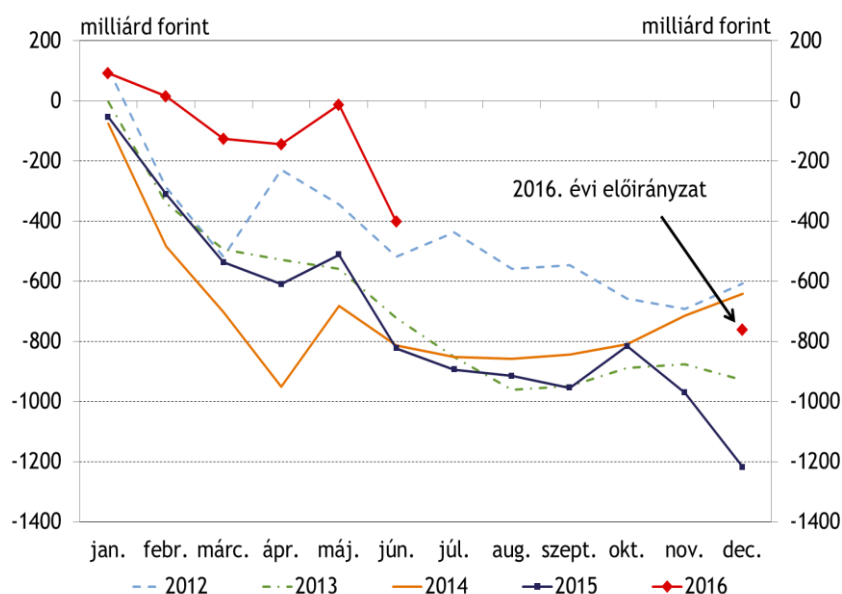
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

A beérkezett júniusi adat alacsonyabban alakult a júniusi Inflációs jelentésben publikált prognózisnál, melyet a volatilis árazású feldolgozatlan élelmiszerek vártnál alacsonyabb árdinamikája magyaráz. Az infláció előretekintve számottevően elmaradhat a 3 százalékos céltól és csak az előrejelzési időhorizont végére kerülhet annak közelébe. Az infláció rövid távon 0 százalék közelében alakulhat.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2016 júniusában 389 milliárd forintos hiánnyal zárt, ami kedvezőtlenebb egyenleget jelent a korábbi évek azonos időszakához képest, és a tavaly júniusi hiánynál 77 milliárd forinttal magasabb. A kiadási oldalon az EU-s támogatásokhoz kapcsolódó nettó kiadások, és az egyre inkább június hónapra koncentrálódó kamatkifizetések magyarázzák a tavalyi értéktől való eltérést, amit részben ellensúlyozott a bevételi oldalon az általános forgalmi adóból és a járulékokból befolyó többlet. Az év első hat hónapjában az állami költségvetés kumulált pénzforgalmi hiánya 402 milliárd forint volt, mely az elmúlt évek legalacsonyabb értéke (11. ábra).

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



Forrás: 2016. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

A **központi alrendszer adó- és járulékbevételei** 2016 júniusában 67 milliárd forinttal haladták meg a 2015. júniusi bevételeket. Ezen belül a fogyasztáshoz és a bérekhez kapcsolódó bevételek is dinamikus növekedést mutattak a tavalyi év azonos időszakához képest.

A **központi alrendszer kiadásai** 2016 júniusában 144 milliárd forinttal magasabban alakultak a 2015. júniusi kiadásoknál. A tavaly júniusi adatokhoz képest a kiadások összegének emelkedését az EU-támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások, valamint a kamatfizetések magyarázzák.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A május havi adatközlés szerint a **szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség 531 millió euró volt**, melyet döntően a folyó fizetési mérleg 511 millió eurós többlete határozott meg, míg a tőkemérleg egyenlege 20 millió eurót tett ki. A finanszírozási képesség mérséklődése az alacsonyabb áru- és szolgáltatásegyenleghez köthető, ami elsősorban szezonális hatásokkal áll összefüggésben, ugyanakkor a külkereskedelmi többlet meghaladja az előző év azonos időszakában tapasztalt szintet.

A finanszírozási adatok alapján számított finanszírozási képesség mindössze 7 millió eurót tett ki májusban, azaz a finanszírozási oldali folyamatok szerint nem került sor érdemi forráskiáramlásra, mivel az adósságtípusú források kiáramlását ellensúlyozta a nem adósság jellegű források beáramlása. A nem adósság jellegű forrásokon belül a nettó működőtőke

beáramlás 0,5 milliárd eurót meghaladó értéke elsősorban a Magyarországon működő külföldi vállalatok tulajdonosi hiteleinek emelkedéséhez köthető, míg a nettó portfólió-befektetések – döntően a hazai szereplők külföldi eszközeinek emelkedéséhez kapcsolódóan – mérséklődtek. A nettó külső adósság csökkenése 400 millió eurót meghaladó mértékben folytatódott, ami elsősorban a bankrendszer külföldi eszközeinek emelkedéséhez kötődött. A nettó külső adósság bankrendszerhez kapcsolódó 1,4 milliárd eurós mérséklődését fékezte, hogy a többi szektor nettó külső adóssága emelkedett májusban. A konszolidált államháztartás nettó külső adósságának 800 millió eurós emelkedését elsősorban az okozta, hogy májusban lejárt egy Prémium Euro Magyar Államkötvény, melynek törlesztése a devizatartalék csökkenésével járt, ugyanakkor – mivel az állomány főként belföldi szereplők kezében volt – a bruttó külső adósság nem csökkent ezzel párhuzamosan. A vállalatok nettó külső adósságának közel 200 millió eurós emelkedése a külföldön elhelyezett eszközök bővülése mellett valósult meg.

2. PÉNZÜGYI PIACOK

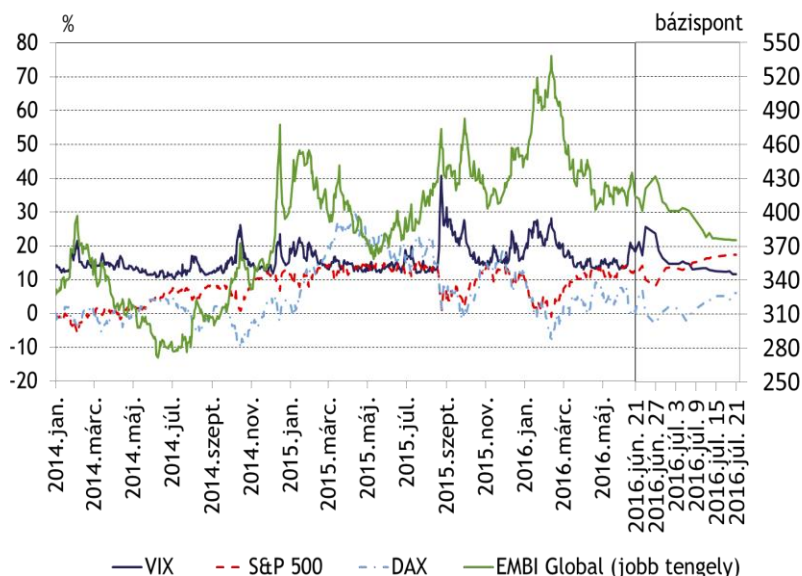
2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban összességében kedvező volt a piaci hangulat, de a brit népszavazás, illetve az azt követő fejlemények jelentős hatással voltak a pénzpiaci hangulatra. A népszavazás utáni „fekete péntek” jelentősen megrázta a fejlett, különösen az európai piacokat, de a következő hetekben korrekció mutatkozott, és összességében növekvő kockázatvállalási hajlandóság jellemezte a pénzügyi piacokat.

A tőzsdeindexek közül a német és a japán index esett az időszak első felében, viszont a korrekciót követően összességében a fejlett részvényindexek emelkedni tudtak. Az amerikai indexek több mint négy százalékkal emelkedtek, míg az európai tőzsdék – amelyeket sokkal erőteljesebben érintettek a Brexittel kapcsolatos reakciók – nagyjából az egy hónappal ezelőtti szintjükig korrigáltak. A feltörekvő részvénytőzsdéken az MSCI kompozit részvényindex az időszak eleji visszaesés ellenére is összességében 5-6 százalékkal emelkedett, ami összefüggésben lehetett az amerikai kamatemelési várakozások további mérséklődésével is.

A kockázati indexek az időszak első részében, a brit népszavazás hatására emelkedtek, de az időszak egészében összességében az előző kamatdöntéskori szint alá csökkentek (12. ábra). A VIX index a kezdeti, közel 9 százalékos megugrást követően korrigált, és 7 százalékpontos csökkenéssel zárt. A feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global felár 12 bázisponttal nőtt az időszak első felében, majd onnan folyamatosan csökkenve, összességében közel 40 bázisponttal mérséklődött a hónap során. Sem a fejlett, sem a feltörekvő országok kockázatoságát jelző mutatók nem nőttek tartósan a franciaországi merénylet, illetve a török puccskísérlet hatására.

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



Forrás: Bloomberg

Az időszak egészében összességében a menedékeszköznek számító fejlett piaci hosszú lejáratú kötvények hozamai érdemben csökkentek, különösen a Brexitet követő időszak során. A 10 éves hozamokat tekintve az euro hozamok 5, a dollár hozamok 11, míg a font hozamok 45 bázisponttal süllyedtek, amely a brit hozam esetében több évtizedes mélypontot, az euro hozamnál pedig a negatív tartomány elérését jelentette.

Az olaj árfolyama az időszak első felében nem változott érdemben, az 50-51 dolláros szint körül ingadozott, majd az időszak végén nagyjából 3 dollárral csökkent az olaj hordónkénti ára. Az esés hátterében az európai országok növekedésével kapcsolatos aggodalmak, a változatlan túlkínálattal kapcsolatos hírek, illetve a dollár erősödése állhat.

A főbb devizák közül a dollár erősödött az időszak során, míg a font – a brit népszavazás hatására – gyengült. A brit font euróval, illetve dollárral szembeni árfolyama 7-9 százalékos gyengülést mutatott a brit referendumot követő bizonytalanság hatására, és a piaci szereplők a font leértékelődésének folytatódására számítanak a közeljövőben is. A japán jen előbb erősödött, majd a kockázattvállalási hangulat javulásakor, illetve a japán jegybank és a fiskális politika további lazításával kapcsolatos felerősödő várakozások hatására összességében kismértékben gyengült a

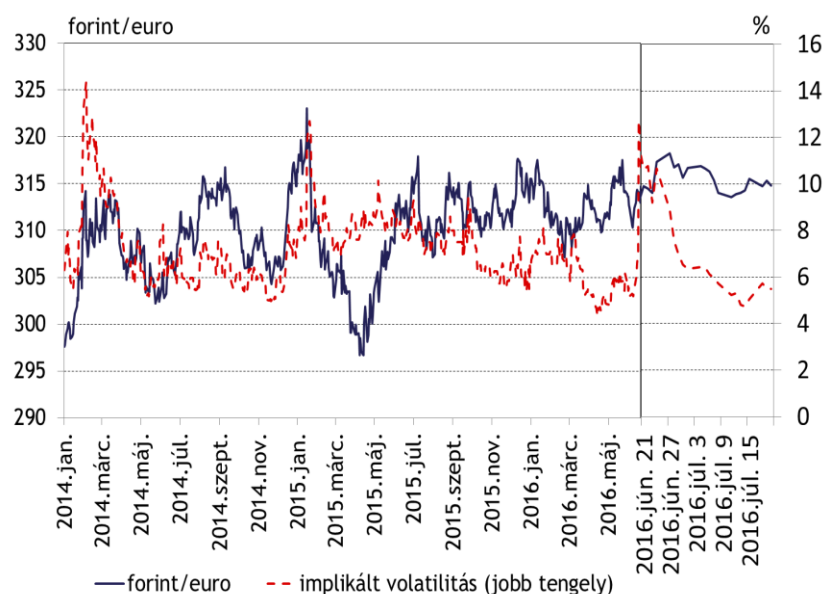
dollárhoz képest. Az euro és a svájci frank 2 százalékos körüli mértékben gyengült a dollárral szemben.

A döntéshozói nyilatkozatok és piaci várakozások szerint a Brexit hatására enyhén csökkent az idei Fed kamatemelés valószínűsége. Míg korábban a nyári kamatemelés lehetősége is felmerült, az árazások alapján kis mértékben tovább nőtt annak a valószínűsége, hogy idén változatlanul tartja az alapkamatot a Fed. Míg az előző kamatdöntés idején az idei emelés valószínűsége 43 százalékos volt, addig ez a szám 41 százalékra csökkent az időszak végére. **Az eurozónában az inflációs várakozásokban az időszak közepén mérséklődés, míg az időszak végén ennek korrekciója mutatkozott.** Az EKB júniusi ülésén változatlanul tartotta a kamatszintet, de piaci elemzők egy része úgy látja, hogy a brit események hatására a közeljövőben lazítással reagálhat az EKB.

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A hazai eszközárakat leginkább a nemzetközi tényezők mozgatták az elmúlt hónapban. Az euro/forint árfolyam az időszak során a 313 és 319-es szintek között mozgott, és a forint euróval szembeni árfolyama az időszak végére visszatért a júniusi kamatdöntés napjának szintjére (13. ábra). A június 23-i brit referendum eredményének hatására negatívvá váló nemzetközi hangulatban a forint 1 százalékos meghaladó mértékben gyengült az előző kamatdöntéshez képest, majd a globális kockázatvállalási kedv javulásával párhuzamosan az időszak eleji szintje közelébe korrigált. A forint és a lengyel zloty többnyire együttmozgott a hónap során, ugyanakkor az időszak nagy részében a globális befektetői hangulat változásai jellemzően a forint árfolyamára kisebb hatást gyakoroltak, mint a lengyel deviza esetében. A cseh korona a régió egyéb devizáinál kisebb mértékű ingadozást mutatott, míg a román lej a régiótól elszakadva mintegy 1,5 százalékkal erősödött az euróhoz képest. A lengyel zloty az időszak végi országspecifikus korrekció hatására összességében 0,5 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. A hazai adatközlések jellemzően nem gyakoroltak érdemi hatást az árfolyamra, és a Moody's hitelminősítőnél néhány elemző által várt besorolás-javítás elmaradása ellenére a nemzetközi folyamatokkal összhangban az időszak második felében erősödött a forint árfolyama. A dollárral szemben a forint és a cseh korona mintegy 2 százalékos, a zloty közel 1,6 százalékos mértékben, míg a román lej 0,5 százalékkal gyengült.

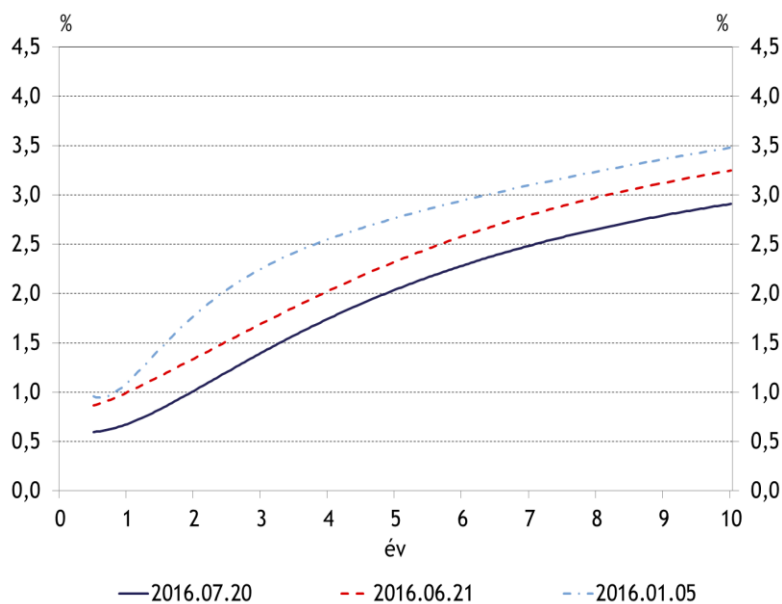
13. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyamvárakozások implikált volatilitása



Forrás: Bloomberg

Az állampapír-piaci hozamgörbe az időszak során lejjebb került, teljes szakaszán jelentősen csökkentek a hozamok (14. ábra). A rövid, éven belüli állampapír-piaci benchmark hozamok 20-30 bázisponttal süllyedtek. A hozamgörbe középső, 3-5 éves szakaszán 30-40 bázispontos mérséklődés ment végbe, az ennél hosszabb szakaszon 40-50 bázispont körüli mértékben kerültek lejjebb a hozamok.

14. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

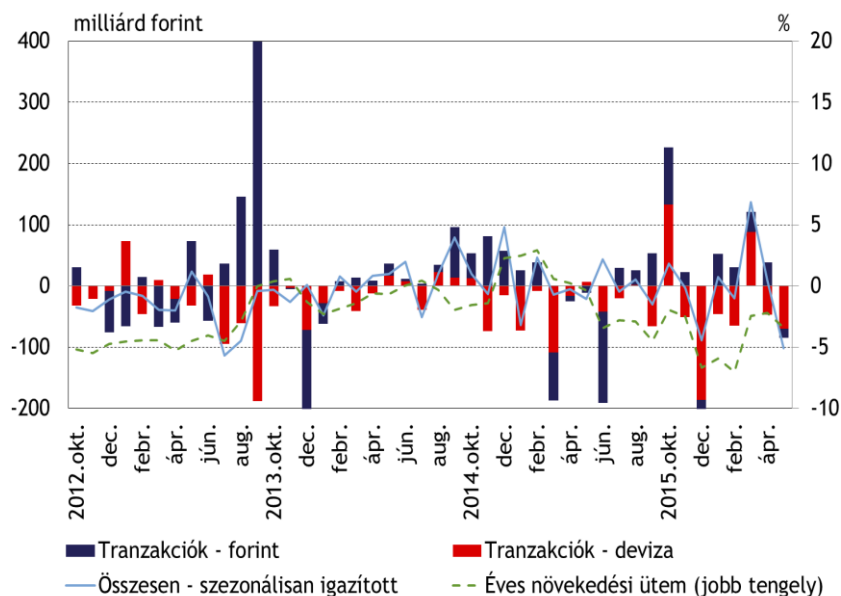
Az időszak kötvényauctionok jellemzően erőteljes volt a kereslet, így az ÁKK szinte minden esetben a meghirdetett mennyiségen felül tudott államkötvényt kibocsátani. A 3 hónapos diszkontkincstárjegyek értékesítése is erőteljes volt, a meghirdetett mennyiségre jellemzően 2-3-szoros érdeklődés jelentkezett, az átlaghozamok pedig csökkentek az aukciókon. A fix kamatozású, hosszú lejáratú állampapírok iránt az időszak első aukcióján átlagos kereslet mutatkozott, míg a július 7-i aukción felkínált 3, 5 és 10 éves futamidejű állampapírok esetében erőteljes, 4-5,5-szeres volt a túljegyzés. Az időszak utolsó államkötvény-aukcióján a 3 és 5 éves papírok esetében átlagos, a 10 éves papírok iránt gyenge kereslet mutatkozott. Az aukciós államkötvényhozamok összességében csökkentek, a legnagyobb süllyedés a 3 és a 10 éves lejáratokon következett be, az előző időszak utolsó aukciójához képest 32-33 bázisponttal kerültek lejjebb az aukciós átlaghozamok.

A külföldiek állampapír állománya enyhén csökkent az előző kamatdöntés óta, portfóliójuk 3632 milliárd forintról 3592 milliárd forintra mérséklődött az időszak során. Az időszak első hetében mintegy 80 milliárd forintos csökkenés jellemezte a külföldiek állampapír állományát, majd az időszak hátralévő részében bekövetkező emelkedés hatására 40 milliárd közelébe mérséklődött az állományleépülés mértéke. A külföldiek aránya a forint állampapírok állományán belül 25,5 százalék közelébe mérséklődött. Az időszak elejére jellemző negatív nemzetközi hangulatban a magyar 5 éves CDS-felár átmenetileg 185 bázispont fölé emelkedett, majd az azt követő korrekció hatására 142 bázispont közelébe csökkent, ami összességében 18 bázispontos mérséklődést jelent az időszak eleji szinthez képest.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

A **hitelintézetek vállalati hitelállománya** májusban összesen 85 milliárd forinttal csökkent a tranzakciók hatására, ami szezonális igazítással 102 milliárd forintos csökkenéssel egyenértékű (15. ábra). Denominációs bontásban a forinthitelek állománya 15 milliárd forinttal, a devizahiteleké 70 milliárd forinttal csökkent a vizsgált időszakban. A hitelállomány éves változása –3,4 százalékot tett ki, amelynek továbbra is részét képezi egy nagybank portfólió-leválasztásának és egy nagyvállalat adósságkonszolidációjának egyszeri hatása.

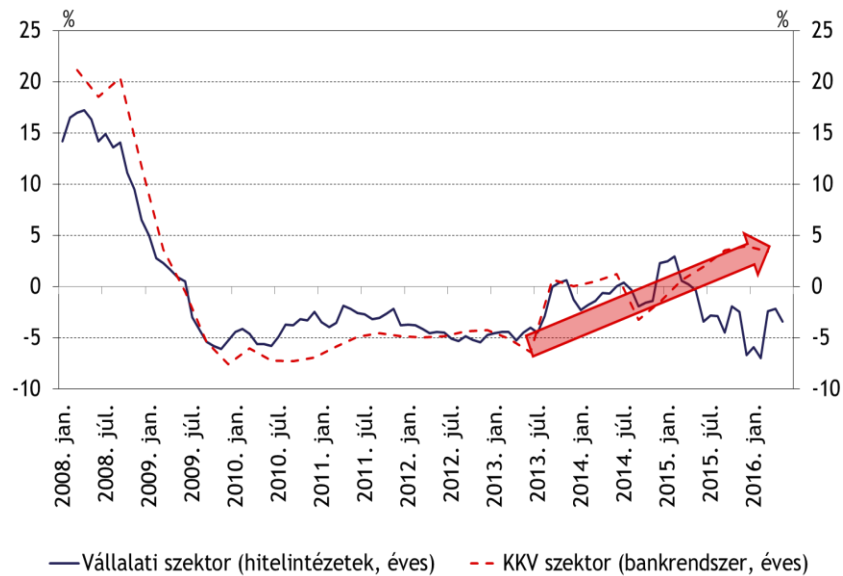
15. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

A **kkv szegmens hitelállománya** az első negyedévben 3,4 százalékkal növekedett (16. ábra). Májusban a Növekedési Hitelprogram harmadik szakaszában megkötött hitelek 12 milliárd forinttal növelték a forinthitel-állományt, és 4 milliárd forinttal a devizahitel-állományt. A program második szakaszában és az NHP+ keretében leszerződött hitelek nettó hiteltörlesztőek voltak, 6 milliárd forinttal csökkentették a vállalati hitelállományt a tranzakciók hatására.

16. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának növekedési üteme

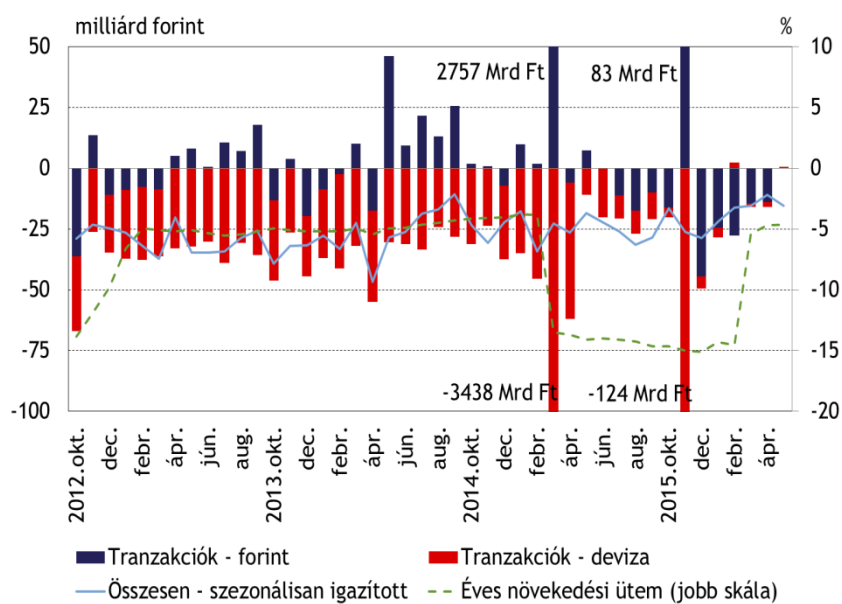


Forrás: MNB

Májusban az **új kibocsátású vállalati hitelek** esetében a kisebb összegű forinthitelek átlagos évesített kamatlába áprilishoz képest -0,32 százalékponttal 4,62 százalékra mérséklődött, míg a nagyobb összegű forint hitelek átlagos pénzpiaci ügyletektől megtisztított kamatlába -0,13 százalékponttal 3,41 százalékra csökkent.

Májusban a **háztartások forint- és devizahitel-állománya** is változatlan maradt tranzakciós alapon, az éves állománycsökkenés mértéke pedig 4,6 százalékot tett ki (17. ábra). Összesen 78 milliárd forint értékben kötöttek új hitelszerződéseket a háztartások, így éves átlagban 34 százalékos az új volumenek bővülése. Az új szerződéskötések 12 havi kumulált értéke minden hitelszegmensben emelkedett, a lakáscélú hitelek esetében 46 százalékkal, a személyi kölcsönök esetében 42 százalékkal.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Az új kihelyezésű háztartási hitelek kamatai áprilisban eltérő irányban mozdultak el. A lakáscélú forint hitelek teljes hiteldíj mutatója 0,11 százalékponttal 5,69 százalékra mérséklődött, míg a szabad felhasználású forint jelzáloghiteleké 1,67 százalékponttal 4,98 százalékra csökkent.