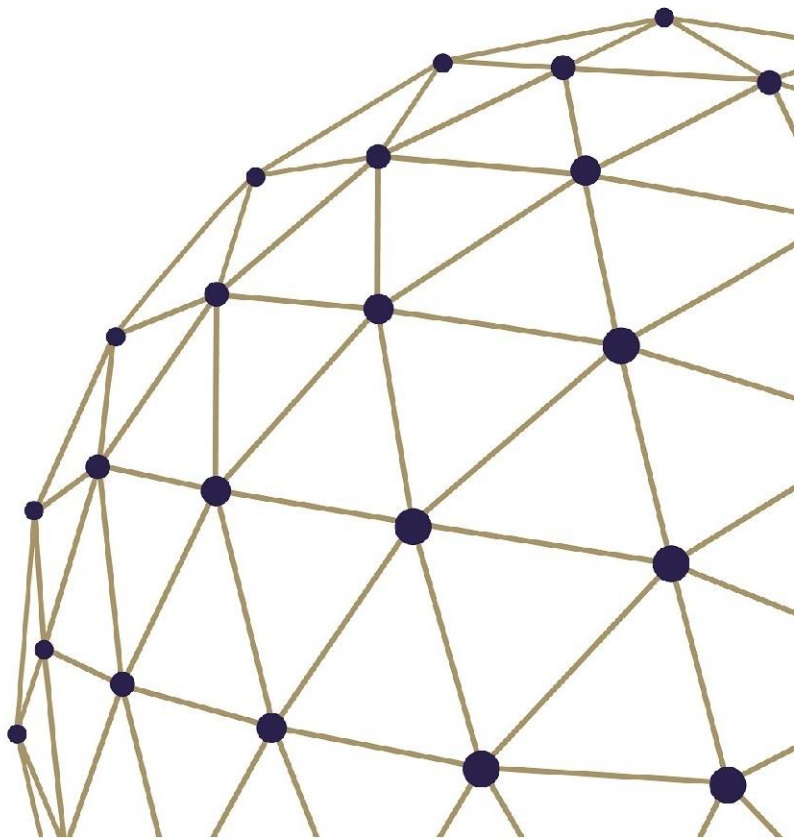




Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2017. március

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2017. március 28-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2017. április 12. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2017. március 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-rovidített-jegyzokonyvei>

TARTALOM

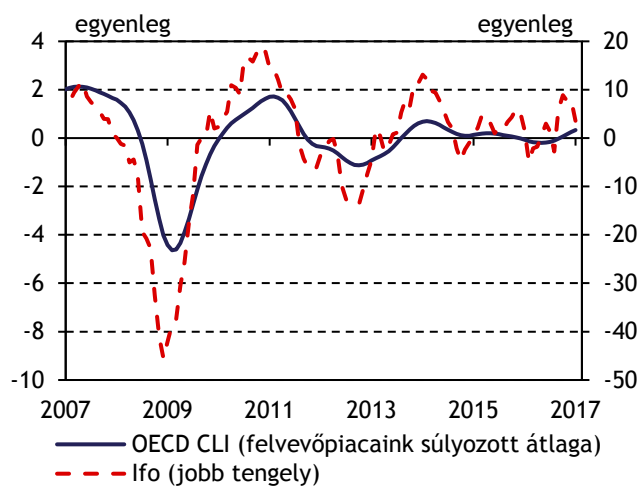
Tartalom	3
1. Makrogazdaság	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok	5
1.3. Infláció és bérek	8
1.4. Költségvetési folyamatok	9
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok	10
2. Pénzügyi piacok	11
2.1. Nemzetközi pénzpiacok	11
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása	14
3. Hitelezési feltételek	15

1. MAKROGAZDASÁG

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

A negyedik negyedéves GDP-adatok összességében kedvező képet mutattak. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország szezonálisan igazítva közel 2 százalékkal bővült. Az USA növekedése folytatódott az elmúlt hónapban, a következő évek várható gazdaságpolitikájáról nem érkeztek új információk. Az európai konjunktúráról alkotott középtávú kép javult az elmúlt hónapokban. A feltörekvő gazdaságokat övező kockázatok kétségessé teszik a globális konjunktúra stabilitását. A visszafogott globális kereslettel összhangban a világpiacon felől érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



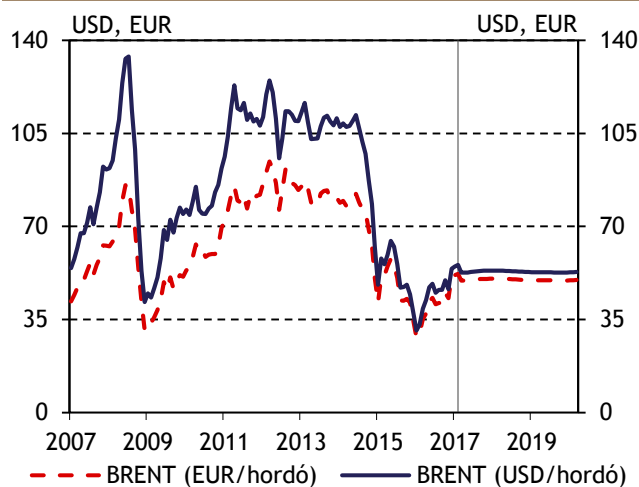
Forrás: OECD, Ifo

A negyedik negyedéves GDP-adatok összességében kedvező képet mutattak. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország szezonálisan igazítva közel 2 százalékkal bővült. Az USA növekedése folytatódott az elmúlt hónapban, a következő évek várható gazdaságpolitikájáról nem érkeztek be új információk. A feltörekvő gazdaságokat övező kockázatok kétségessé teszik a globális konjunktúra stabilitását. Az amerikai és az európai konjunktúráról alkotott középtávú kép javult az elmúlt hónapokban.

2016 utolsó negyedében 0,4 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves összevetésben. Az idei év elején a havi termelési indikátorok alapján lassult az eurozóna növekedése, ugyanakkor a rövid távú gazdasági kilátásokat mutató beszerzési menedzser index tovább emelkedett. A piaci várakozások szerint 2017 egészére az eurozóna növekedési üteme a korábbi várakozásoknál enyhén magasabban, 1,6 százalék körül alakulhat. Közép- és hosszú távon jelentős kockázatokat hordoz az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése. A legfontosabb exportpartnerünknek számító német gazdaság bővülése folytatódott a negyedik negyedévben. A növekedést támogatta az élénk belső kereslet, a kormányzati fogyasztás érdemi, és a lakossági fogyasztás folytatódó bővülésén keresztül, továbbá a bruttó felhalmozás emelkedése. A német ipari termelés enyhén emelkedett januárban éves összevetésben, míg az új rendelések kismértékben csökkentek a szezonálisan igazított adatok alapján. A német ipar kilátásait megragadó Ifo index kismértékben emelkedett februárban, de a tavaly év végi értéknél alacsonyabb szinten tartózkodik (1. ábra).

2017 első két hónapjában jelentősen emelkedett a globális infláció. Az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban – bázishatások miatt is – emelkedtek, ugyanakkor az alapfolyamatok továbbra is visszafogottan alakultak. Az olaj ára március elején 50 dollár közelébe csökkent, amelyet elsősorban a rekordszintre emelkedő amerikai nyersolajkészletek magyaráznak (2. ábra). Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világpiacon enyhén emelkedett.

2. ábra: A Brent olaj világpiacon áráinak alakulása

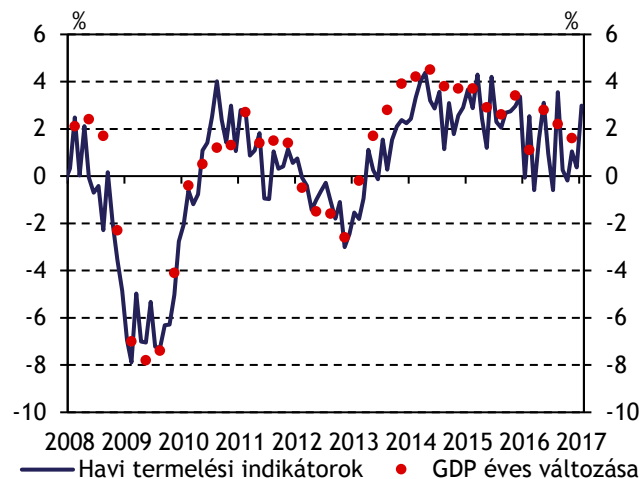


Forrás: Bloomberg

1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

A KSH adatközlése alapján 2016 negyedik negyedében 1,6 százalékkal bővült a GDP az előző év azonos időszakához képest. 2016-ban összességében 2,0 százalékkal bővült a hazai GDP. 2017 januárjában a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 3,8 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A munkanélküliségi ráta 4,3 százalékon alakult.

3. ábra: Havi termelési indikátorok és a GDP alakulása



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

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.2.1. Gazdasági növekedés

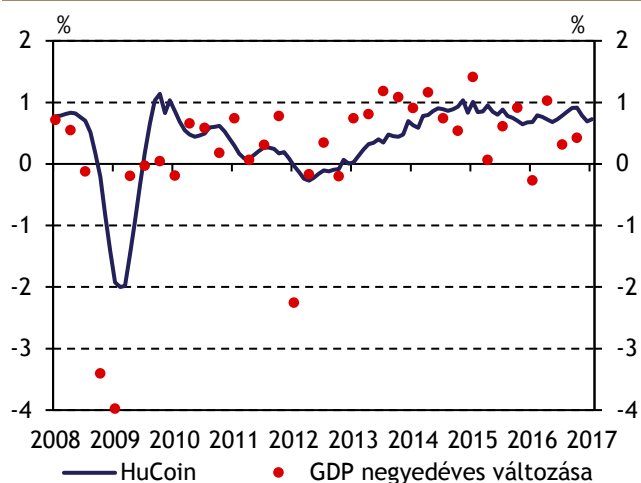
A 2016 negyedik negyedében a KSH részletes adatközlése alapján a bruttó hazai termék 1,6 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, míg az előző negyedévhez viszonyítva 0,4 százalékkal bővült a hazai GDP. Termelési oldalon a növekedéshez elsősorban a piaci szolgáltatások és a mezőgazdaság járult hozzá, felhasználási oldalon pedig továbbra is a háztartások fogyasztása jelentette a növekedés forrását. 2016-ban egészében 2,0 százalékkal bővült a hazai GDP.

2016 negyedik negyedében **termelési oldalról** a növekedéshez a legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások, valamint az előző évet meghaladó kedvező teljesítménye következtében a mezőgazdaság járult hozzá. Az ipari termelés visszafogott negyedik negyedévi alakulásával összhangban az ágazat negatívan járult hozzá a növekedéshez. Emellett az építőipar termelése is mérsékelte a bővülést, amit az uniós források beáramlásának 2015-ös szinttől elmaradó volumene magyarázott.

Felhasználási oldalon a háztartások fogyasztása érdemben bővült a negyedik negyedévben is, amit a beérkező kiskereskedelmi forgalmi adatok is alátámasztanak. A bruttó állóeszköz-felhalmozás az állami beruházások nagymértékű csökkenése miatt az év végén is érdemben mérsékelte a GDP növekedését. A nettó export összességében enyhén pozitív növekedési hozzájárulást mutatott a negyedik negyedévben. Az export teljesítménye – párhuzamosan a gépipari alágazatok mérsékelt kibocsátásához kötődő visszafogott ipari termeléssel – érdemben lassult a negyedik negyedévben, míg az import éves dinamikájának lassulását elsősorban a beruházások további visszaesése magyarázta. A nemzetgazdasági készletek év végi emelkedése részben a kedvező mezőgazdasági terméseredményekhez, részben az ipar év végi visszafogottabb értékesítéseihez köthető.

A rendelkezésünkre álló havi termelési indikátorok alapján a GDP érdemben élénkülhet 2017 első negyedében (3. ábra). 2017 januárjában az ipari termelés érdemben emelkedett, amit munkanaphatás is jelentősen befolyásolt. Az építőipar kibocsátása számottevő mértékben bővült, továbbá a kiskereskedelmi értékesítések bővülése várakozásainkkal összhangban tovább folytatódott.

4. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



Megjegyzés: A GDP adatrevíziója miatt a HuCoin indikátor múltbeli értékei megváltozhattak.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

A hazai gazdaság középtávú kilátásait tükröző HuCoin-indikátor alapján a konjunkturális alapfolyamatok az elmúlt hónapok átlagát tekintve stabilan alakultak (4. ábra).

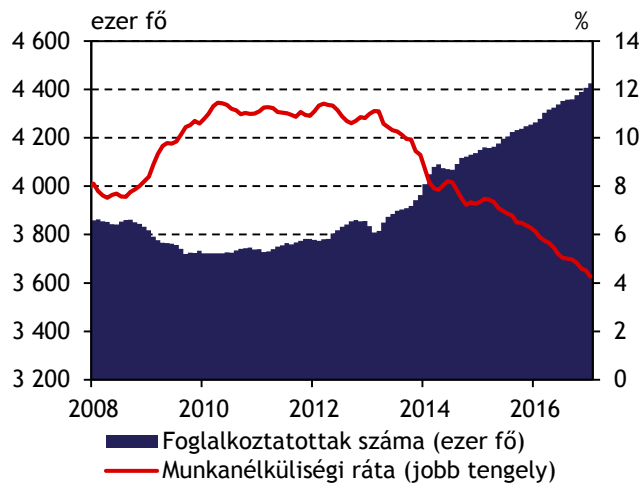
2017 januárjában az ipari termelés volumene 6,5 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg szezonálisan igazítva az előző hónaphoz képest 0,1 százalékkal csökkent. A dinamikát munkanaphatás is jelentősen növelte, ezen hatástól eltekintve az ipari termelés 1,6 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A kibocsátásban jelentős súlyt képviselő gépipar, illetve a fémipar kibocsátása emelkedett, míg az élelmiszer, a könnyűipar és a vegyipar kibocsátása mérséklődött az előző hónaphoz viszonyítva. **Az előretekintő indikátorok összességében egyes képet mutatnak a hazai ipar rövid távú kilátásaira vonatkozóan.**

Az előzetes adatok alapján a 2017 januárjában **az áru kivitel euróban számított értéke 14,3 százalékkal, a behozatalé 15,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva**, így tavaly januárhoz képest a külkereskedelmi mérleg aktívuma 42 millió euróval emelkedett. 2016 decemberében a cserearány másfél évig tartó javulása megállt, a fokozatosan emelkedő nyersanyagárakkal párhuzamosan az ásványi fűtőanyagok relatív árváltozása is rontotta a cserearányt.

2017 januárjában **18,5 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest**, míg az előző hónaphoz viszonyítva 4,6 százalékkal emelkedett a kibocsátás. A termelés a két építményfőcsoportban eltérően alakult januárban, az épületek építése 32,8 százalékkal bővült, míg az egyéb építmények építése 3,0 százalékkal mérséklődött. A megkötött új szerződések volumene 211,8 százalékkal, az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene 122,8 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest.

Januárban az előzetes adatok szerint **a kiskereskedelmi értékesítések volumene a nyers adatok alapján 4,7 százalékkal, a naptárhatással kiigazított adatok alapján 3,7 százalékkal emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest**, az előző hónaphoz viszonyítva pedig 0,2 százalékkal csökkent a forgalom. Az értékesítések szerkezetét tekintve januárban a termékek széles körében bővíthetett a forgalom. A növekedéshez elsősorban az élelmiszereladások bővülése járult hozzá, továbbá érdemben támogatta a forgalom alakulását a nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek forgalmának emelkedése. Emellett folytatódott az üzemanyag-értékesítések bővülése is.

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



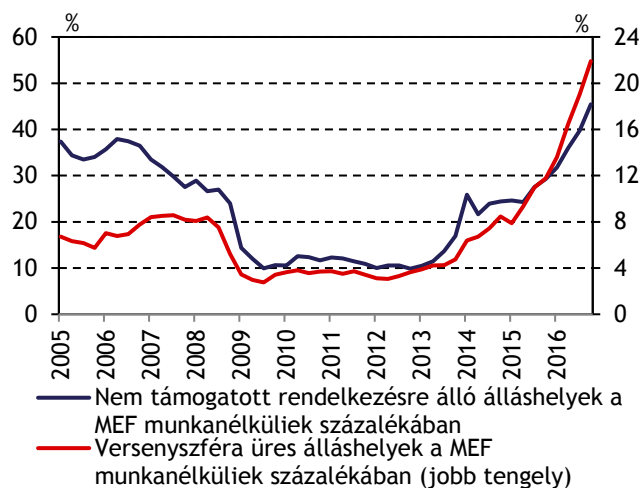
Forrás: KSH

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2016 november-januárban a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 3,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest.** Az aktivitás enyhén nőtt az időszakban, míg a munkanélküliségi ráta 4,3 százalékra csökkent (5. ábra). A nemzetgazdasági foglalkoztatottság közfoglalkoztatással és közfoglalkoztatás nélkül is tovább emelkedett.

2017 februárjában az NFSZ adatai alapján az **újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma az utóbbi évekhez hasonlóan 15-20 ezer körül alakult,** a nem támogatott hó végi betöltetlen álláshelyek száma a januári jelentős esést követően nem változott februárban. A KSH által publikált, előretekintőnek minősülő versenyszféra üres álláshelyek statisztika alapján azonban érdemben nem változott az üres álláshelyek száma a versenyszférában, továbbra is historikus csúcs közelében tartózkodik. A munkaerőpiac továbbra is historikusan feszes a különböző statisztikákból számolt feszességi mutatók alapján (6. ábra).

6. ábra: A munkaerő-piaci feszességet mérő mutatók

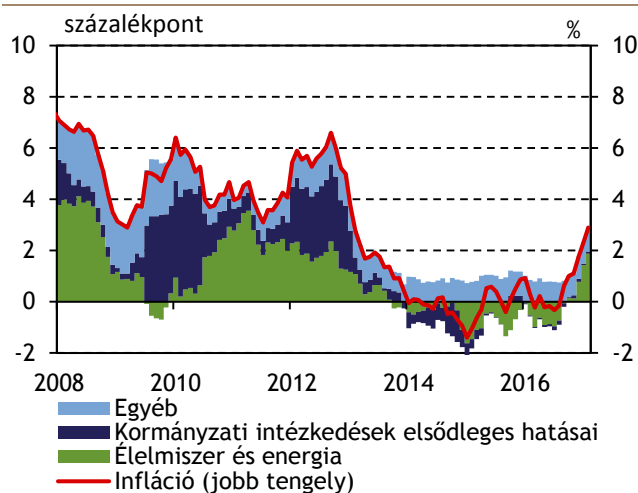


Forrás: NFSZ, KSH

1.3. Infláció és bérek

2017 februárjában az éves bázisú infláció 2,9, a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 1,8 százalékkal volt. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatóink továbbra sem mutatnak érdemi elmozdulást az előző hónaphoz képest. Januárban 9,1 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest, amit döntően az év eleji adminisztratív – minimálbért és a garantált bérminimumot érintő – béremelések okoztak.

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.3.1. Bérezés

Januárban a versenyszférában a bruttó átlagkereset 9,1 százalékkal (szezónálisan igazítva 8,0 százalékkal) **nőtt az előző év azonos időszakához képest**, a rendszeres keresetek éves indexe pedig 9,4 százalék (szezónálisan igazítva 8,6 százalékkal) volt. **Mind a bruttó átlagkereset, mind a rendszeres keresetek éves dinamikája erőteljesen gyorsult az előző hónaphoz képest**, amit döntően az év eleji adminisztratív – minimálbért és a garantált bérminimumot érintő – béremelések okoztak. **A rendszeres keresetek a szokásos januári szezonálisnak megfelelő csökkenés helyett erőteljesen növekedtek decemberhez képest. A versenyszféra januári prémiumkifizetései az előző évben tapasztalt mértéknél alacsonyabban alakultak.**

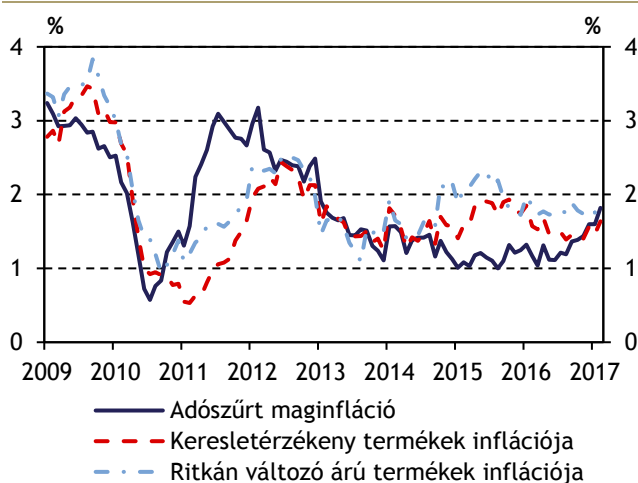
1.3.2. Inflációs folyamatok

2017 februárjában éves összevetésben az infláció 2,9, a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 1,8 százalékon alakult (7. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció 0,6 százalékponttal, míg a maginfláció 0,2 százalékponttal emelkedett. Az infláció emelkedését elsősorban az üzemanyag termékkör árindeksének döntően bázishatások miatti átmeneti növekedése magyarázza.

Az inflációs alapmutatók nem mutattak érdemi elmozdulást az előző hónaphoz képest, így továbbra is stabilan 1,5–2,0 százalékos sávban tartózkodnak (8. ábra). Ehhez az importált infláció és az inflációs várakozások alacsony szintje mellett a mérsékelt nyersanyagárak is hozzájárulnak. 2017 januárjában a mezőgazdasági termelők árak éves összevetésben 2,6 százalékkal csökkentek, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai emelkedtek.

Aktuális előrejelzésünk szerint a következő hónapban az infláció emelkedése folytatódik és eléri a 3 százalékos értéket, ugyanakkor a bázishatások kifutásával a tavaszi és nyári hónapokban cél alá mérséklődik a ráta. Az infláció 2018 első felétől fenntarthatóan a 3 százalékos inflációs céllal összhangban alakul.

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása

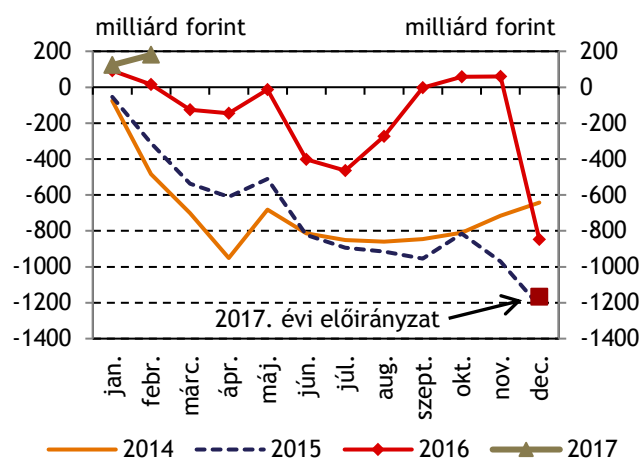


Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2017 februárjában 57 milliárd forintos többlettel zárt, így 180 milliárd forintra emelkedett a tárgyévben keletkezett többlet, ami az előző évinél is számottevően magasabb. A költségvetés bevételeinek emelkedését az előző évi értékhez képest az áfa és az sja-befizetések okozták. A többletet támogatta a kiadások alacsonyabb teljesülése is, melyek közül az uniós támogatásokhoz kapcsolódó nettó kiadások voltak meghatározók a csökkenés szempontjából.

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



Forrás: MÁK adatok alapján MNB-számítás

Az államháztartás központi alrendszere 2017 februárjában 57 milliárd forintos többlettel zárt, így 180 milliárd forintra emelkedett a tárgyévben keletkezett többlet, ami az előző évinél is számottevően magasabb (9. ábra). A költségvetés bevételeinek emelkedését az előző évi értékhez képest az áfa és az sja-befizetések okozták. A többletet támogatta a kiadások alacsonyabb teljesülése is, melyek közül az uniós támogatásokhoz kapcsolódó nettó kiadások voltak meghatározók a csökkenés szempontjából.

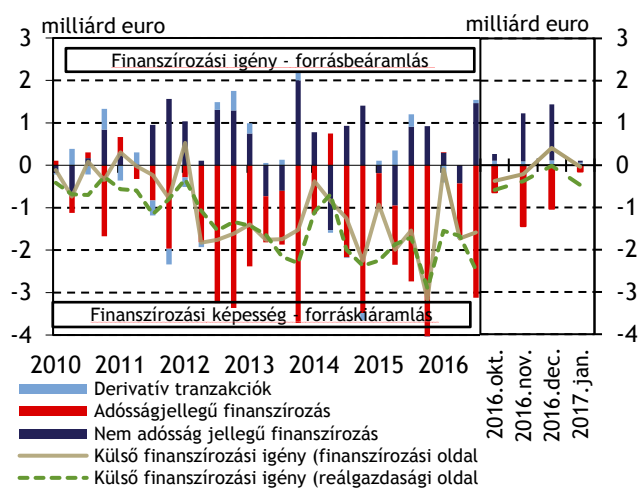
A központi alrendszer bevételei 2017 februárjában mintegy 70 milliárd forintra haladták meg az előző év azonos időszakának befizetéseit. A növekedés döntő része az adó- és járulékbefizetések 62 milliárd forintos emelkedésének köszönhető, a központi alrendszer egyéb bevételei pedig 9 milliárd forintra alakultak magasabban a tavalyi értékhez viszonyítva.

A központi alrendszer kiadásai 2017 februárjában 62 milliárd forintra maradtak el az előző év azonos időszakának értékétől. A kiadások csökkenését főként az EU-támogatással kapcsolatos nettó kiadások, valamint a központi alrendszer egyéb kiadásainak visszaesése okozta, ugyanakkor több kisebb tétel esetén tapasztalható volt a kiadások tavalyihoz viszonyított felfutása. Február folyamán összesen 57 milliárd forint szufficit képződött, így a költségvetés kumulált többlete 180 milliárd forintot mutatott a hónap végén.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Januárban a gazdaság külső finanszírozási képessége – az előző havi nulla közeli értékről – jelentős mértékben bővült. A külkereskedelmi egyenleg magas januári többlete ellentétes hatások eredménye: az ipari termelés növekedését meghaladó exportbővülés részben a készletek értékesítésére vezethető vissza, míg az import gyorsabb növekedése leginkább a háztartások belső keresletének, valamint az export importigényének az eredménye.

10. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igázatlan tranzakciók)



Forrás: MNB

Januárban a gazdaság külső finanszírozási képessége – az előző havi nulla közeli értékről – jelentős mértékben bővült (10. ábra).

A külkereskedelmi egyenleg magas januári többlete ellentétes hatások eredménye: az ipari termelés növekedését meghaladó exportbővülés részben a készletek értékesítésére vezethető vissza, míg az import gyorsabb növekedése leginkább a háztartások belső keresletének, valamint az export importigényének az eredménye. Fontos megjegyezni, hogy az energiahordozók árának emelkedése miatt a cserearány az év elején már mérsékelhette a külkereskedelmi egyenleg többletét.

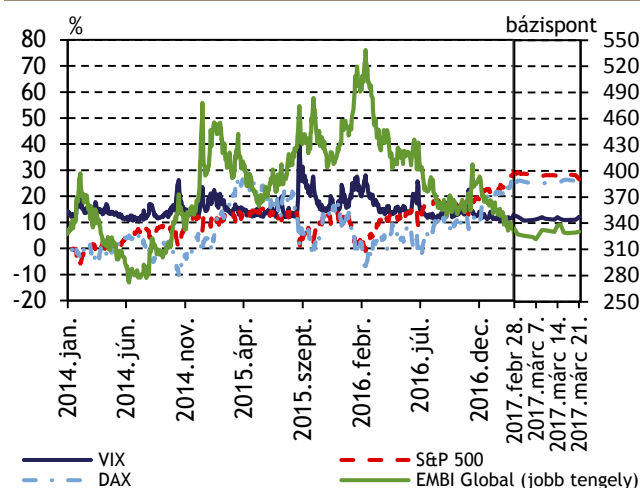
A finanszírozási oldal folyamatai alapján a decemberi forrásbeáramlás után enyhe forráskiáramlás valósult meg januárban. Bár a nem adósságjellegű források beáramlása folytatódott a hónapban, annak mértéke jelentősen mérséklődött. A közvetlentőke-befektetések 180 millió euróval bővültek januárban, amelyet egyedi tényezők is befolyásoltak. A nettó FDI-beáramlást mérsékelte, hogy január során az állam felvásárolta az EDF Démász áramszolgáltatót, míg növelte, hogy a Magyar Telekom eladta külföldi (montenegrói) leányvállalatát. A gazdaság nettó külső adósságának januári 150 milliós mérséklődése elmaradt a decemberi jelentős csökkenéstől. Az adósság csökkenéséhez az állam kisebb, míg a vállalati szektor nagyobb mértékben járult hozzá, miközben a bankok nettó külső adóssága emelkedett – utóbbi részben az évi végi mérlegoptimalizáció korrekciójához kötődött. Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adóssága 160 millió euróval csökkent, amelyben jelentős szerepe volt az EU-transzferek 200 millió eurót meghaladó felhasználásának. A vállalatok nettó külső adósságának jelentős mérséklődése a külföldi bankhitelek és a külföldi kereskedelmihitel-tartozások együttes csökkenése mellett alakult ki.

2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az elmúlt kamatdöntés óta javuló befektetői hangulat jellemezte a piacokat. A piaci hangulatot leginkább a Fed és EKB kamatdöntő ülése és a holland választások befolyásolták. A Fed 25 bázisponttal emelte irányadó kamatát, ugyanakkor a sajtótájékoztató hangvételét lazítónak ítélték meg a piacok, az EKB fenntartotta a laza monetáris kondíciókat és az eszközvásárlásokon keresztüli lazítását. Az elmúlt hónapban érdemben csökkentek a világszerte olajárak, majd az időszak végén stabilizálódott az OPEC termeléssel kapcsolatos nyilatkozat hatására.

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



Forrás: Bloomberg

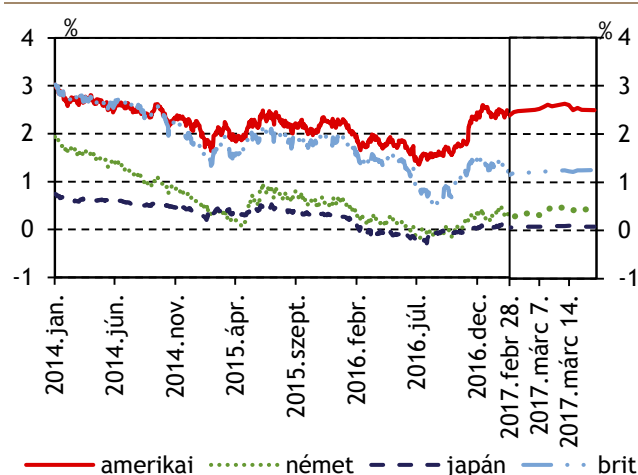
Az elmúlt kamatdöntés óta összességében enyhén javult a globális befektetői hangulat. A Fed – vártnak megfelelő – 25 bázispontos kamatemelése, a holland választás eredménye, az EKB változatlan monetáris politikai irányultsága és az új amerikai adminisztráció reformígéretei körüli bizonytalanság határozta meg az időszakot. A kockázati mutatók összességében enyhén csökkentek, ami elsősorban az európai részvényindexek emelkedésével járt együtt. Emellett a fejlett kötvényhozamok kismértékben növekedtek, amely ugyanakkor csökkenő kötvénypiaci volatilitás mellett ment végbe, ami szintén a befektetői hangulat javulására utalt az emelkedő inflációs várakozások mellett.

A fejlett piaci tőzsdeindexek vegyesen teljesítettek az időszakban. Az európai tőzsdék 0,5-2,5 százalékkal nőttek, míg az amerikai és japán részvényindexek nagyságrendileg 0,5-1,0 százalékkal csökkentek. Utóbbiak az időszak elején még szintén növekedtek, azonban a hónap utolsó két napján hirtelen csökkenés következett be a világ részvénypiacain, amely a Trump adminisztráció reformígéretei körüli bizonytalansággal indokolható, és elsősorban az amerikai bankrészvények jelentős csökkenésében jelentkezett. A VIX index az időszak során 11-13 százalék között mozgott, így továbbra is historikusan alacsony szinten tartózkodott. Emellett a kockázatos eszközök iránt is fennmaradt az élénk kereslet, amit a feltörekvő részvénypiaci MSCI index 4 százalékos emelkedése is tükrözött.

A kötvénypiaci kockázati indexek csökkenése szintén enyhén javuló befektetői hangulatra utalt az időszakban. A fejlett piaci volatilitást mérő MOVE index 9 bázisponttal csökkent, és a feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global felár is, enyhén, 3 bázisponttal mérséklődött (11. ábra).

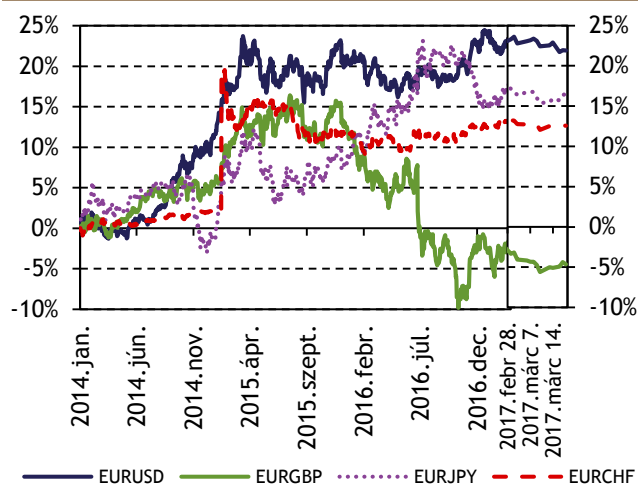
A fejlett hosszú kötvényhozamok ugyanakkor emelkedtek: a német hosszú hozam 21 bázisponttal, míg a brit 6 bázisponttal, az amerikai és japán pedig 1-1 bázisponttal növekedett (12. ábra). A nagyobb eurozónás hosszú hozamemelkedésben szerepet játszhatott az övezet inflációjának 2 százalékra gyorsulása, illetve az, hogy az EKB bár nem változtatott monetáris politikáján, emelte növekedési és inflációs előrejelzését. A közép-kelet-európai

12. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

13. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



Forrás: Reuters

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

feltörekvő hosszú kötvényhozamok (a lengyel kivételével) 20-40 bázisponttal emelkedtek, amely az eurozónás hozamemelkedés mellett az emelkedő inflációs várakozásokhoz is köthető.

A Brent és WTI típusú olaj árfolyama az időszak alatt 10-12 százalékkal csökkent. Az időszak közepén pár nap alatt csökkentek az olajárak az 50 dollár/hordós szint közelébe, az amerikai olajtartalékok szintjének megugrásához, valamint a palaolaj-kitermelőhelyek számának növekedéséhez kötődően. Az OPEC emellett közölte, hogy februárban szerényebb termelés-csökkentést hajtott végre, mint januárban. Az időszak végén a szaúdi olajminiszter nyilatkozatai azonban stabilizálni tudták az árakat, mivel elmondása szerint a termelésnövekedés csak a készletek feltöltésére szolgált, és amennyiben szükséges, az OPEC tagországok tovább csökkentik a termelésüket.

A devizapiacokon az időszakot az euro fejlett devizákkal szembeni erősödése határozta meg (13. ábra). A dollárral szemben összességében 1,8 százalékos erősödött az euro, három ütemben: egyrészt az EKB kamatdöntő ülése után, másrészt a Fed kamatdöntő ülésének sajtótájékoztatója után, melynek kommunikációját a piac inkább lazító hangvételűnek ítélte, az időszak végén pedig a Trump adminisztráció reformígéretei körüli elbizonytalanodás hatására. A jennel és fonttal szemben szintén nagyságrendileg 1 százalékos értékeltődött fel a közös deviza. A feltörekvő devizák között a mexikói peso 5 százalékos erősödése volt kiemelkedő a dollárral szemben, amely így az idei év során összességében már 8 százalékos erősödött. Ezzel a mexikói deviza visszakorrigált a közvetlenül Donald Trump megválasztása előtti szintjére, amely ugyanakkor továbbra is jelentősen gyengébb a 2016 év elejénél.

A fejlett monetáris politikai döntések továbbra is fókuszban maradtak. A Fed 25 bázisponttal növelte irányadó rátáját a márciusi kamatdöntésen. A sajtótájékoztatón ugyanakkor kiemelték, hogy a decemberi gazdasági előrejelzésén nem változtatott a jegybank, és a döntéshozók sem módosították a kamatpályára adott előrejelzésüket, tehát továbbra is 3 kamatemelést jeleznek előre az idei évre vonatkozóan. A piacok a változatlan előrejelzést inkább lazító hangvételűnek ítélték meg, amely a dollár 1 százalékos gyengülésében, illetve a hosszú állampapírhozamok mérséklődésében is tükröződött. Utóbbi támogatja, hogy Janet Yellen kitért a sajtótájékoztatóra arra is, hogy egyelőre nem tervezik a mérleg leépítését. A piac jelenleg júniusban várja a következő kamatemelést, 54 százalékos valószínűséggel.

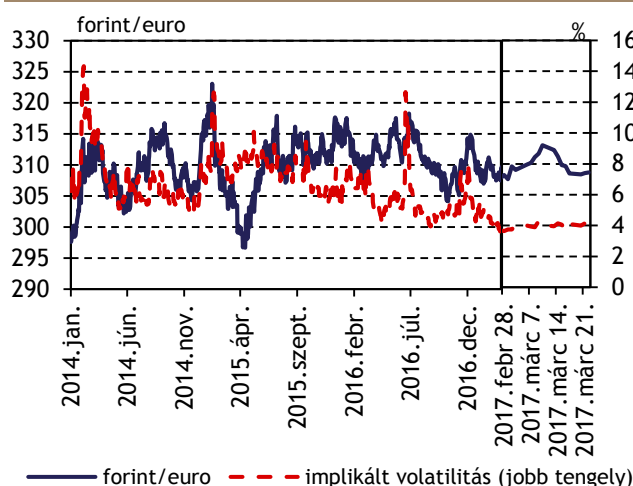
Márciusban sem az EKB, sem a japán jegybank nem változtatott monetáris politikai kondícióin. Ugyanakkor az EKB kormányzótanácsának osztrák és olasz tagja már az eszközvásárlási program befejezésének módzatairól nyilatkozott. Az osztrák tanácsstag szerint az EKB eszközvásárlásának befejezése eltérhet a Fed eszközvásárlásának befejezésétől, amellyel arra utalt, hogy az irányadó kamatok már akár a vásárlások befejezése előtt emelkedhetnek. Az olasz tanácsstag szerint pedig a korábban kommunikált kivárás az eszközvásárlás befejezése és az első kamatemelés között rövidebb lehet. A nyilatkozatok a piaci árazásra is hatással voltak, amely az első kamatemelést immár idén decemberre árazza.

A holland választásokon a szélsőjobboldali párt az előzetes felmérésekhez képest gyengén szerepelt, amely megnyugtatta a piacokat. A szélsőjobboldali Szabadságpárt mindössze 20 helyet szerzett a parlamentben, szemben a jobbközép Néppárttal, amely 33 helyet szerzett (az összes szavazat 21 százaléka). A korábbi felmérések közül több a szélsőjobboldali párt győzelmét jelezte előre, azonban mivel a nyertes párt kizárta a koalícióalakítást a szélsőjobboldali párttal, ezért az ellenzékben fog maradni. A piacok az eredményre pozitívan reagáltak: a holland részvényindex emelkedett, a hosszú hozam pedig csökkent.

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A forint árfolyama érdemben nem változott az előző időszakhoz képest, míg a lengyel zloty kismértékben erősödött a hónap során. Az állampapír-piaci hozamgörbe meredekebbé vált, ugyanis a rövid hozamok némileg csökkentek, míg a hosszabbak, nemzetközi hatásra kissé emelkedtek. A külföldiek forint állampapír-állományának mérséklődése szintén a hozamemelkedés irányába hathatott. A nyugodt nemzetközi kockázatvállalási hangulatban a hazai CDS-felár enyhén az előző kamatdöntés napján tapasztalható szint alatt, 113 bázisponton zárt.

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



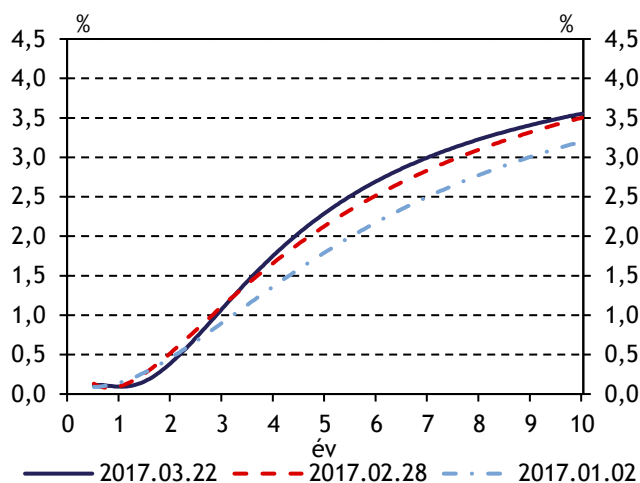
Forrás: Bloomberg

A forint az időszak első felében gyengült, majd az időszak végére visszakorrigált, így lényegében változatlanul, 309-es árfolyam közelében zárt az euróval szemben (14. ábra). A lengyel zloty 0,6 százalékkal erősödött, ugyanakkor a román lej megközelítőleg 0,8 százalékkal gyengült. A cseh korona az euróval szembeni árfolyamrögzítés következtében továbbra sem változott.

Az állampapír-piaci hozamgörbe meredekebbé vált: a hozamgörbe rövid szakaszán, az egy 1 éven belüli lejáratokon 2-3 bázispontos emelkedés, míg az 1-2 éves futamidőn átlagosan 10 bázispontos csökkenés ment végbe. A görbe középső szakaszán 15-20 bázispontos emelkedés, a 10 év körüli lejáraton pedig kisebb, 5 bázispontos emelkedés volt tapasztalható (15. ábra).

Az időszak kötvénypiacon megfelelő volt a kereslet. Az időszak első felében a 3 hónapos DKJ esetében erős kereslet mutatkozott, illetve a hosszú papírok aukcióját az esetek többségében magas lefedettség jellemezte, így az 5 és 10 éves állampapírok meghirdetett mennyisége egy-egy alkalommal emelésre került. A 3 hónapos DKJ aukciós átlaghozama márciusban rekord alacsony szintre, 0,01 százalékra csökkent, a hosszú lejáratokon csupán az 5 éves állampapír aukciós átlaghozamában történt érdemi változás, amely 25 bázisponttal emelkedett.

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



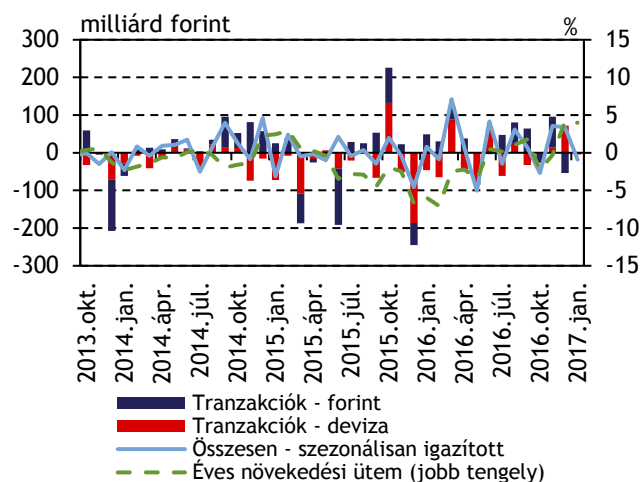
Forrás: MNB, Reuters

A külföldiek állampapír-állománya az időszak során közel 30 milliárd forinttal csökkent. Portfóliójuk így 3294 milliárd forint, míg a piaci forint állampapírok állományán belüli arányuk némileg 23 százalék fölött volt (23,3 százalék). A hazai 5 éves CDS-felár az időszak nagy részében a kamatdöntés napján tapasztalható, 114 bázispont alatti szinten ingadozott, majd az időszak végén összességében enyhé, 1 bázispontos csökkenéssel 113 bázisponton zárt.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

Januárban a hitelintézetek vállalati hitelállománya összesen 3 milliárd forinttal mérséklődött a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 18 milliárd forintos csökkenéssel egyenértékű. Januárban a háztartási szegmens hitelállománya az önálló vállalkozókkal együtt nem változott a folyósítások és törlesztések hatására.

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

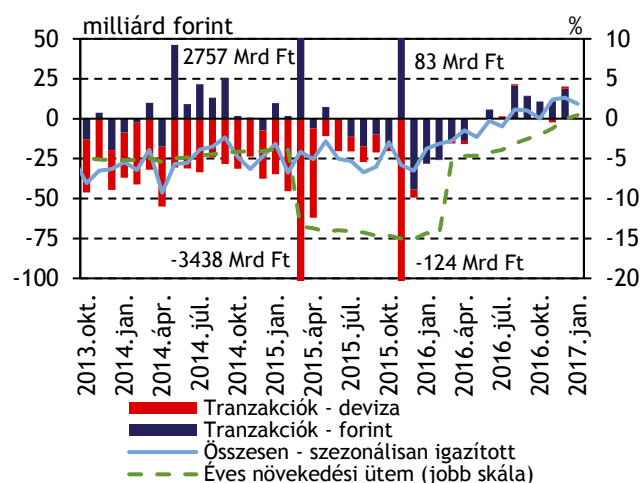
Januárban a hitelintézetek vállalati hitelállománya összesen 3 milliárd forinttal mérséklődött a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 18 milliárd forintos csökkenéssel egyenértékű (16. ábra). Devizális bontást tekintve a forinthitelek állománya 2 milliárd forinttal emelkedett, míg a devizahiteleké 5 milliárd forinttal csökkent a hónap során. **2017 januárjában éves alapon 4 százalékkal nőtt a vállalati hitelállomány a tranzakciók hatására.** A Növekedési Hitelprogram harmadik szakaszában megkötött hitelszerződések a forinthitelek állományát januárban 9 milliárd forinttal, a devizahitelek állományát pedig 5 milliárd forinttal növelték. A 2013 júniusában elindított Növekedési Hitelprogram 2017. március végén lezárul. A piaci hitelezésre való átállást a Piaci Hitelprogram biztosítja. Ennek keretében a hitelintézetek idei évre 170 milliárd forint összegű hitelnövekményt vállaltak, amely eredményeként fennmarad a kkv-hitelezés 5-10 százalékos közötti bővülése.

Januárban az **új kibocsátású vállalati forinthitelek kamatai** 88 bázisponttal csökkentek. A kisebb összegű forinthitelek átlagos évesített kamatlába az előző hónaphoz képest 0,19 százalékponttal 3,71 százalékra emelkedett, míg a nagyobb összegű forint hitelek pénzügyi ügyletektől megtisztított átlagos kamatlába 1,02 százalékponttal 1,74 százalékra esett.

Januárban a **háztartási szegmens hitelállománya** az önálló vállalkozókkal együtt nem változott a folyósítások és törlesztések hatására (17. ábra). A vizsgált időszakban összesen 88 milliárd forint értékben kötöttek új szerződéseket a háztartások, így éves átlagban 53 százalékos volt az új hitelek volumenének bővülése, ezen belül a lakáscélú hitelkibocsátás 47 százalékkal emelkedett.

A **lakáscélú forint hitelek teljes hiteldíj mutatója** az előző havi értékhez képest kis mértékben növekedett, 6 bázisponttal 5,39 százalékra emelkedett. Az éven belüli kamatfixálású termékeknél csökkenés, míg az éven túliaknál növekedés volt megfigyelhető.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB