



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2016. február

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2016. február 23-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2016. március 9. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2016. február 19-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>

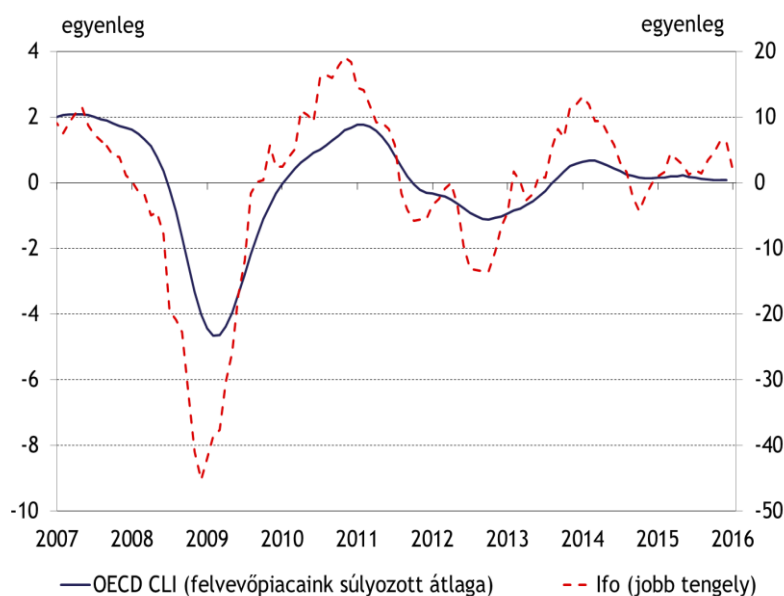
1. MAKROGAZDASÁG

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

2015 negyedik negyedévében a régiós országok dinamikusán bővültek, az euroövezet növekedése is a korábbi negyedévekhez hasonló ütemben folytatódott. Az elmúlt hónapokban a feltörekvő országokban a bejövő indikátorok alapján lassulhatott a növekedés a korábbi várakozásokhoz képest. **A növekedés továbbra is törékeny, melyet elsősorban lefelé mutató kockázatok öveznek.** A feltörekvő régiók növekedési kilátásai a válság előtti szinthez képest mérséklődtek. A nagy nyersanyagexportőr országokat a következő negyedévekben is érzékenyen érinthetik az alacsony nyersanyagárak. A geopolitikai feszültségek változatlanul fékezhetik a fejlett gazdaságok növekedését a gyengébb keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül.

2015 negyedik negyedévében 0,3 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves összevetésben. A legfontosabb exportpartnerünknek számító német gazdaság a negyedik negyedévben a korábbi negyedévekhez hasonló bővülést mutatott. A német belső kereslet tovább bővíthetett, ugyanakkor a külpiaci aktivitást fékezhetette az orosz-ukrán konfliktus és a lassuló ázsiai kereslet. A német ipari termelés az utóbbi hónapok csökkenése után decemberben emelkedett. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) kismértékben romlottak a korábbi hónapokhoz képest (1. ábra).

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

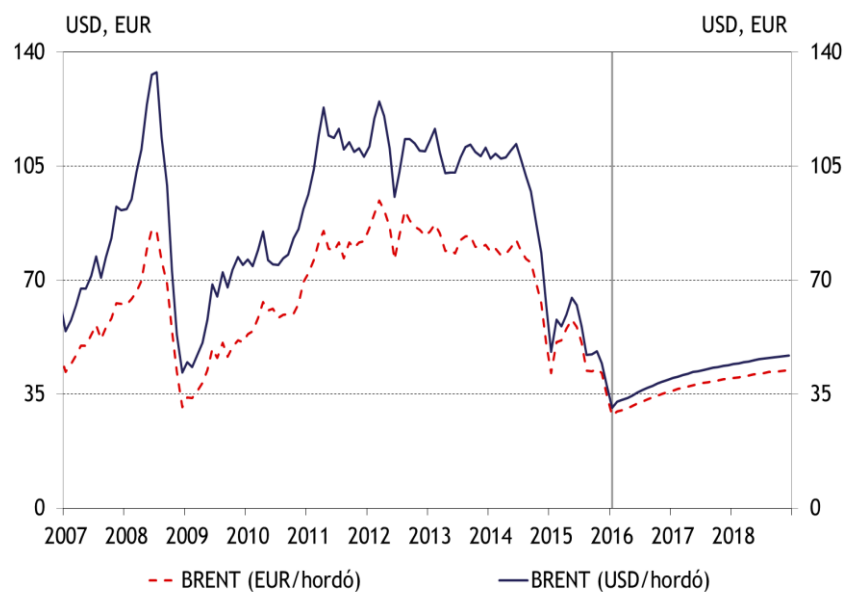


Forrás: OECD, Ifo

A régió teljesítménye kedvezően alakult 2015 utolsó negyedében is. Az orosz-ukrán konfliktus negatív hatásai eddig csak korlátozottan érinthették a régiós növekedési folyamatokat, ám a várhatóan jelentősen zsugorodó ukrán és orosz gazdaság közvetlenül és közvetve is kockázatokat hordoz a régió gazdasági növekedésére vonatkozóan.

A világpiac felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge. A nyersanyagárak csökkenése és a gyenge globális kereslet együttesen mérséklék az inflációt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak. Januárban az olajárak tovább csökkentek (2. ábra, erről részletesebben ld. 2.1. alfejezet).

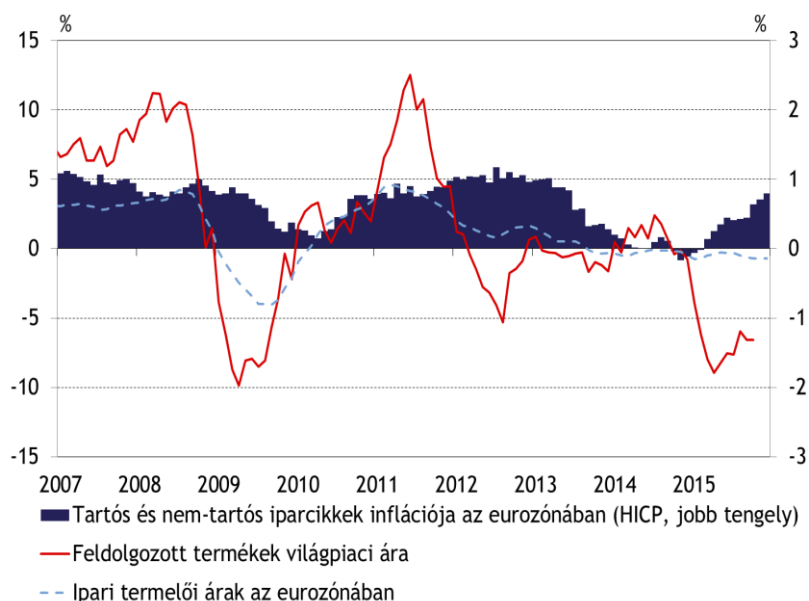
2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

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

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



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

1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

1.2.1. Gazdasági növekedés

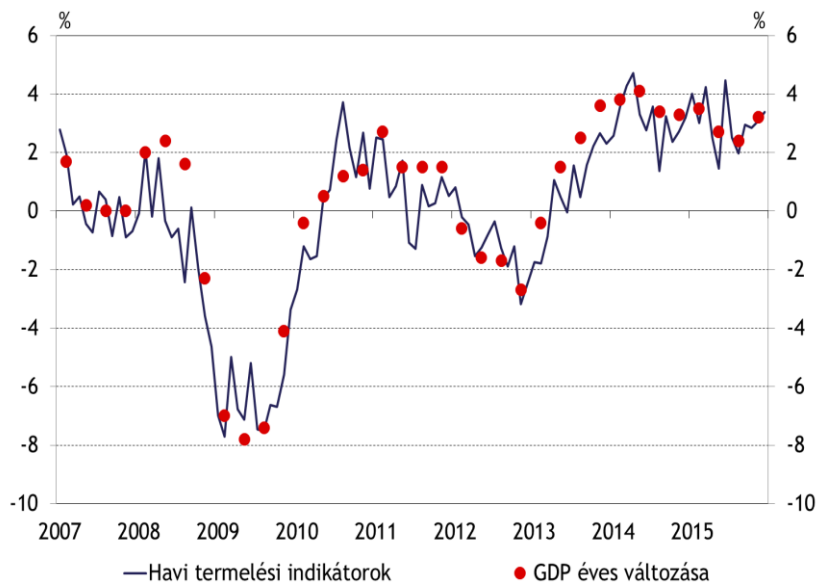
2015 negyedik negyedévében az előző negyedévekhez képest élénkebben folytatódott a hazai gazdaság növekedése az előzetes adatok alapján. A bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 3,2 százalékkal, az előző negyedévhez képest pedig 1 százalékkal emelkedett.

A GDP előző év azonos időszakához viszonyított bővüléséhez **a mezőgazdaság és az építőipar kivételével mindegyik nemzetgazdasági ág hozzájárulhatott.** A rendelkezésre álló havi termelési adatok alapján az ipari termelés és a kiskereskedelmi forgalom emelkedett az előző negyedévhez képest, míg az építőipar stagnált (4. ábra). A terméseredmények alapján **a mezőgazdaság negatívan járulhatott hozzá** a gazdasági növekedéshez 2015 folyamán, amely elsősorban a tavalyi év magas bázisához volt köthető.

Felhasználási oldalon folytatódhatott a belső kereslet élénkülése. A kiskereskedelmi adatok alapján a lakossági fogyasztás a negyedik negyedévben tovább bővíthetett, míg a lakosság beruházási aktivitása a lakáspiaci adatok alapján mérséklődhetett az előző negyedévhez képest. A vállalati beruházási aktivitás a korábbi nagyberuházások tovagyrúzó hatásainak kifutásával továbbra is visszafogottan alakulhatott. Az árukivitelünk az előző negyedévhez képest

növekedett, összhangban az ipar javuló teljesítményével és a magyar ipari rendelések emelkedésével. A behozatal negyedéves dinamikája elmaradt a kivitel dinamikájától és stagnálást mutatott. Összességében a nettó export növekedési hozzájárulása emelkedhetett az előző negyedévhez viszonyítva.

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

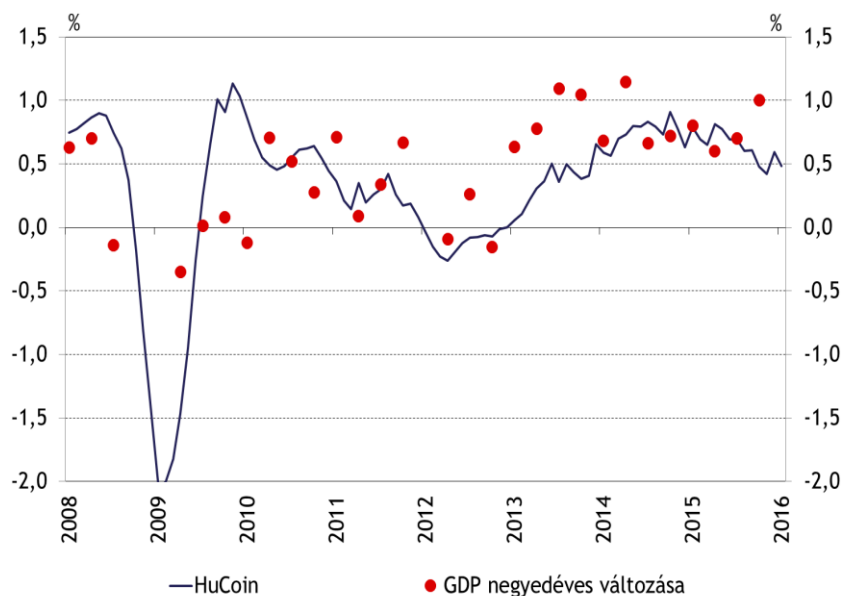


* A havi termelési indikátorok (ipar, építőipar, kiskereskedelem) súlyozott átlaga, ahol a súlyok a GDP növekedési ütemét magyarázó regresszióból származnak.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

A hazai gazdaság konjunkturális alapfolyamatait jelölő HuCoin indikátor értéke az év végi lassulást követően januárban újra emelkedett, majd februárban némileg korigálódott (5. ábra).

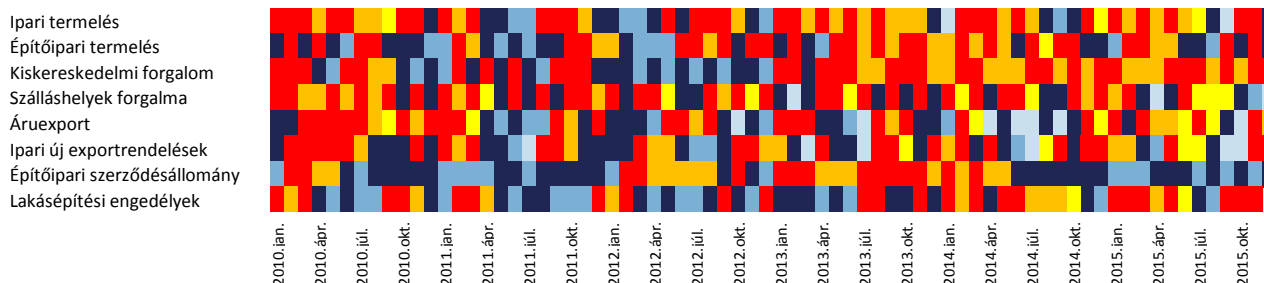
5. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



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 konjunktúra-indikátorok szezonálisan igazított, havi növekedési ütemének háromhavi mozgóátlagát jeleníti meg, az alábbi színkód 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

2015 decemberében **9,4 százalékkal bővült az ipari kibocsátás az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg 0,7 százalékkal mérséklődött az előző hónaphoz viszonyítva.** A feldolgozóipari alágazatok teljesítménye vegyes képet mutatott novemberhez viszonyítva. A járműgyártás és az elektronika kibocsátása emelkedett, míg az élelmiszeriparé mérséklődött. **Az előretekintő indikátorok összességében kedvező rövid távú kilátásokat jeleznek.** Az euroövezet

konjunkturális alapfolyamatait jelölő Eurocoin indikátor értéke emelkedett, a hazai exportrendelések kedvezően alakultak. Kockázatot jelenthet azonban a német ipar visszafogott teljesítménye, amely összhangban van az Ifo indikátor januári csökkenésével.

A 2015 decemberében a kivitel euróban számított értéke 7,3, a behozatalé 1 százalékkal nőtt az előző év azonos hónapjához viszonyítva. Tavaly decemberhez képest a külkereskedelmi mérleg aktívuma 398 millió euróval nőtt. 2015 egészében a kivitel euróban számított értéke 7,4, a behozatalé 5,6 százalékkal emelkedett, a külkereskedelmi többlet 1809 millió euróval bővült. Novemberben továbbra is az alacsony energiaárak járultak hozzá legnagyobb mértékben a cserearány-javuláshoz.

2015 decemberében **8,1 százalékkal emelkedett az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest**, míg szezonálisan és munkanaphatással kiigazítva **2,3 százalékkal növekedett az előző hónaphoz viszonyítva**. A megkötött új szerződések volumene érdemben emelkedett decemberben, amelyet elsősorban az épületek építésére kötött szerződések jelentős bővülése magyarázott. A növekedést sportlétesítményekre, oktatási, illetve ipari épületekre kötött szerződések támogatták.

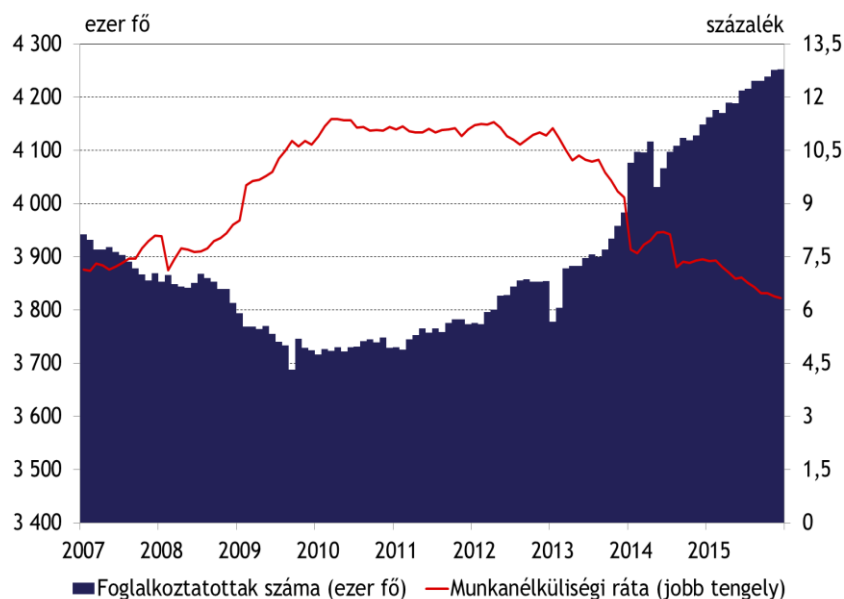
A fogyasztási kereslet tavalyi évben tapasztalt élénkülése folytatódhatott a negyedik negyedévben is. Ezt a javuló munkaerő-piaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyarázhatja. **Decemberben az előzetes adatok alapján az értékesítések volumene 5,3 százalékkal emelkedett** a tavalyi év azonos időszakához képest, míg **az előző hónaphoz viszonyítva 0,8 százalékkal emelkedett a forgalom**. Decemberben a termékek széles körében bővíthettek a kiskereskedelmi értékesítések. A nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek mellett az élelmiszer-eladások is érdemben hozzájárulhattak a kiskereskedelmi forgalom bővüléséhez. Az üzemanyag-eladások az elmúlt hónapokhoz képest lassabb ütemben bővültek. A hazai értékesítések nemzetközi összehasonlításban összességében kedvezően alakultak, a régiós országokhoz hasonló növekedést tapasztaltunk.

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2015 negyedik negyedévében 2,8 százalékkal nőtt a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma az előző év azonos időszakához képest**. Az

aktivitás érdemben nem változott az előző negyedévhez képest. A munkanélküliségi ráta decemberben 6,1 százalékon állt (7. ábra).

7. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta

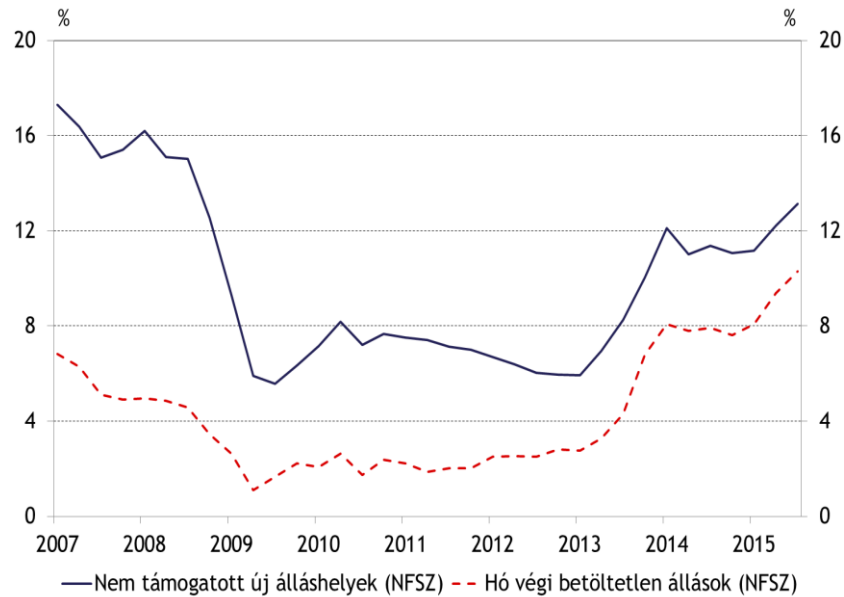


Forrás: KSH

A negyedik negyedévben - előzetes ágazati bontás alapján - tovább bővült a versenyszféra foglalkoztatottsága. A versenyszférán belül a foglalkoztatás növekedése a feldolgozóiparhoz volt köthető, a piaci szolgáltató szektorban nem volt érdemi létszámváltozás. Az államháztartásban dolgozók létszáma kis mértékben csökkent az előző negyedévhez képest.

2015. negyedik negyedévében **az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma kis mértékben alacsonyabb volt** az előző negyedévhez képest, emellett **a negyedéves betöltetlen, nem támogatott álláshelyek száma** is enyhén csökkent. **A munkaerő-piac feszessége folytatódott az utóbbi években** a különböző feszességi mutatók alapján (8. ábra).

8. ábra: A munkaerő-piaci feszességet mérő mutatók



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

1.3. Infláció és bérek

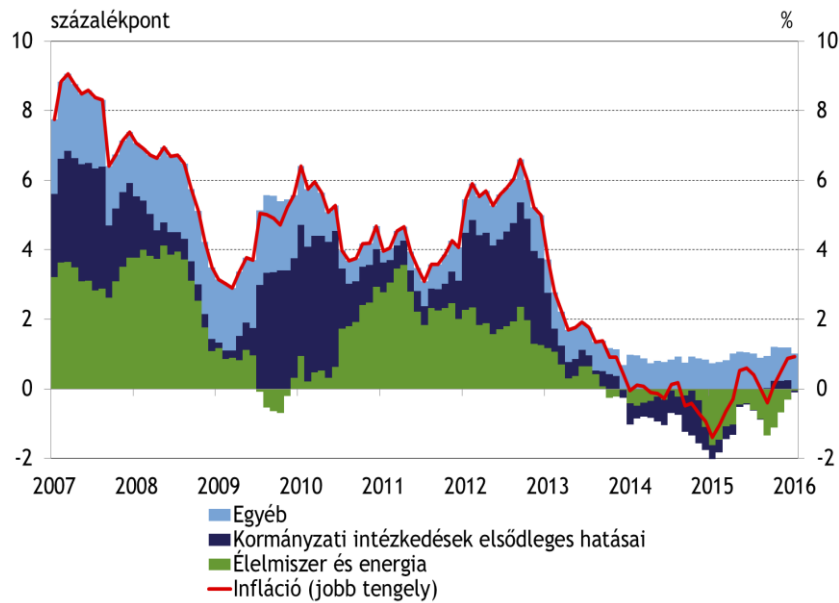
1.3.1. Bérezés

Decemberben a versenyszféra éves bérdinamikája csökkent az előző hónaphoz képest. A bruttó átlagkeresetek éves dinamikájának csökkenését a piaci szolgáltató szektor mérséklődő dinamikája magyarázza.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2016 januárjában az infláció 0,9, a maginfláció 1,5 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,3 százalék volt (9. ábra). Az infláció esetében az üzemanyag termékkör árindexének bázishatások miatti növekedését ellensúlyozta, hogy a sertéshús áfájának csökkentése miatt a feldolgozatlan élelmiszerek árindexe mérséklődött.

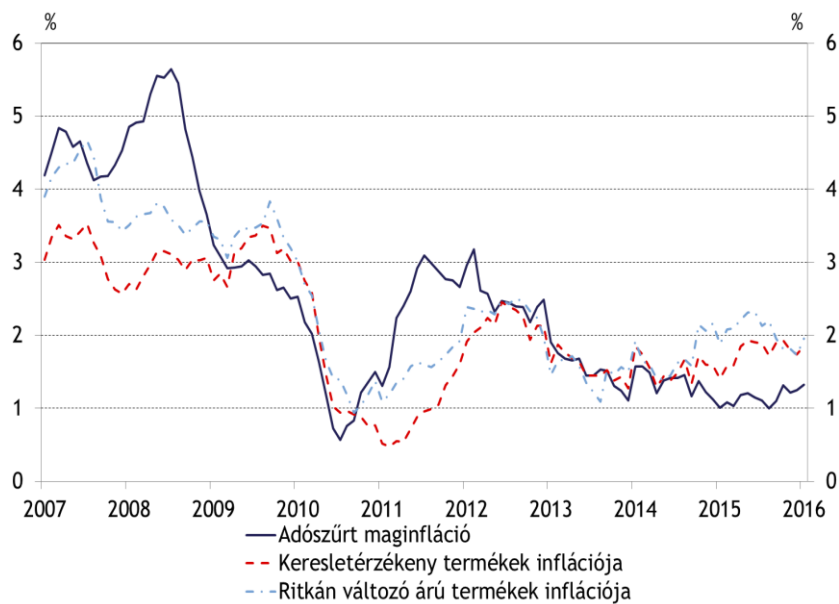
9. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Az inflációs alapmutatók továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek, amihez hozzájárulhatott az importált infláció alacsony szintje, az alacsony olajárak és a kihasználatlan kapacitások nagysága (10. ábra). 2015 decemberében a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 5,2 százalékkal növekedtek, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 0,7 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest.

10. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



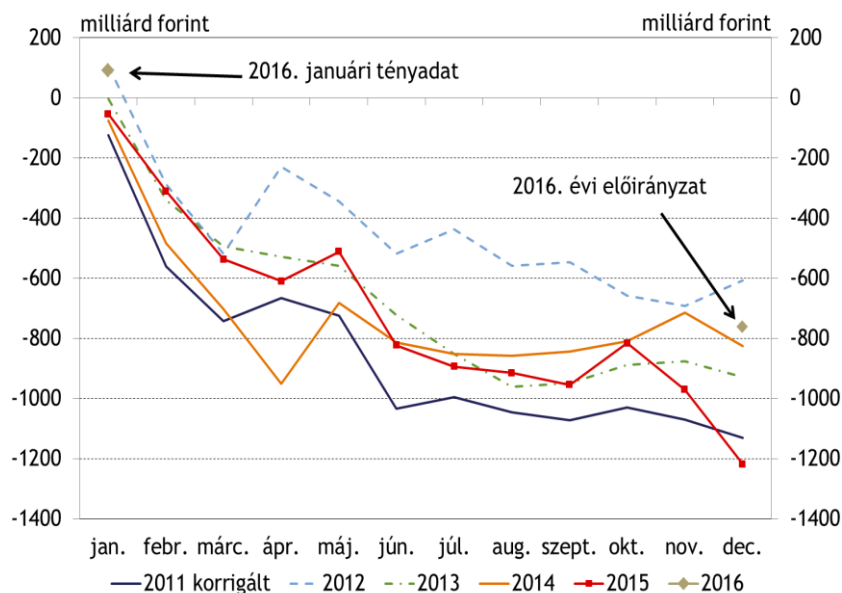
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

A beérkezett adatok alapján az inflációs alapfolyamatok alapvetően megfeleltek korábbi várakozásunknak. Ugyanakkor az infláció alacsonyabban alakult, főként a nyersanyagárak tavaly december óta bekövetkező jelentős csökkenésének következtében. Az infláció esetében tapasztalható eltérést a járműüzemanyagok árindexének alakulása, illetve a nem feldolgozott élelmiszerek mérsékeltebb árdinamikája magyarázza. A piaci szolgáltatások árai mérsékeltan növekedtek, ami előretekintve a vártnál visszafogottabb dinamikát indokolhat. **Az elmúlt hetekben tapasztalható számottevő olajár-csökkenés lefelé mutató kockázatot jelent a decemberi Inflációs jelentés rövid távú előrejelzésére.** Az infláció előretekintve számottevően elmaradhat a 3 százalékos céltól és csak az előrejelzési időhorizont végére kerülhet annak közelébe.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2016 januárjában 92 milliárd forintos többlettel zárt, ami kedvező egyenleget jelent a korábbi évek azonos időszakához képest (11. ábra). A 2016. januári költségvetési egyenleg jelentős mértékben, 146 milliárd forinttal kedvezőbben alakult a 2015. januári egyenleghez képest, amit kisebb részt a bevételek növekedése, nagyobb részt az alacsonyabb kiadási szint okozott.

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



Forrás: MÁK

A központi alrendszer adó- és járulékbevételei 5 százalékkal meghaladták a 2015. januári értéket, ami elsősorban a fogyasztási adóbevételek és a járulékbevételek dinamikus év/év alapú

növekedéséhez kapcsolódik. Az általános forgalmi adó esetében a bruttó befizetések dinamikus növekedése januárban is folytatódott, a bevételek 7,5 százalékkal meghaladták az előző év azonos havi értékét. A bruttó áfabevételek növekedését több tényező magyarázhatja: egyrészt a kedvező makrogazdasági folyamatok, így például a lakossági fogyasztás bővülése, amit a kiskereskedelmi forgalom dinamikus növekedése is mutat, másrészt az EU támogatások tavalyi év végén megugró kifizetése, harmadrészt a gazdaság fehéredését célzó intézkedések hatása.

A kiadási oldalon az európai uniós projektekhez kapcsolódó nettó kiadások alacsonyabb összegben alakultak az előző év januárjához képest a 2007-2013-as ciklus zárása és az új, 2014-2020-as ciklushoz kapcsolódó kifizetések lassabb felfutása miatt.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A decemberi adatközlés szerint a szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség 630 millió euróra mérséklődött, ami a folyó fizetési mérleg 450 millió eurós és a tőkemérleg közel 180 millió eurós többlete mellett alakult ki.

A finanszírozási adatok a reálgazdaságinál kissé magasabb, 770 millió eurós finanszírozási képességet jeleznek. A források kiáramlása a nettó külső adósság közel 1 milliárd eurós csökkenése és a nettó FDI források kisebb kiáramlása mellett alakult ki. A közvetlentőke források kismértékben, 35 millió euróval mérséklődtek, ami a rezidensek nagyobb kifizetése és a külföldiek kisebb befektetése mellett alakult ki. Decemberben tovább nőtt a külföldiek részvénybefektetése, mintegy 200 millió euróval. A nettó külső adósság közel 1 milliárd eurós csökkenésében a bankrendszer több mint 2 milliárd eurós adósságcsökkentése játszotta a legnagyobb szerepet, ugyanakkor a vállalatok is mintegy 0,6 milliárd euróval csökkentették adósságukat. A korábbi hónapokban megfigyelt csökkenéssel szemben 1,7 milliárd euróval nőtt az állam nettó külső adóssága, amiben jelentős szerepe volt a tartalék csökkenésének. Az év végén csökkentette a tartalékokat a PEMÁK lejáratja, valamint az év végén a bankrendszer részére nyújtott devizacsere ügylet is.

2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

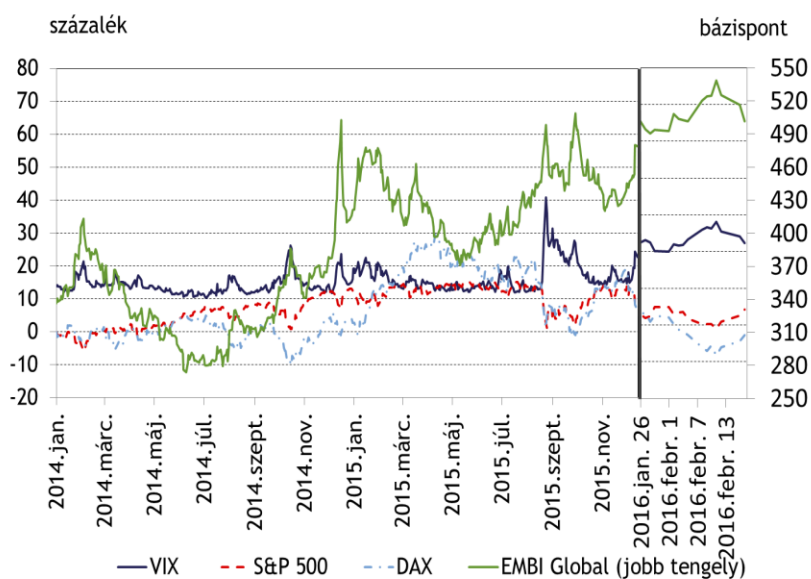
A piaci hangulatot elsősorban a globális növekedési és inflációs félelmek, az olajárak volatilis alakulása, illetve a japán jegybank kamatdöntése, a Fed jövőbeli kamatemelésére vonatkozó piaci várakozás időbeli kitolódása és az EKB márciusra várt újabb lazítása határozta meg. A január végén tapasztalt hangulatjavulás után az időszak második felében a részvénytőzsdék estek, a feltörekvő kötvénypiacokkal kapcsolatos bizalmatlanság pedig érdemben megugrott (12. ábra). Az amerikai tőzsdeindexek a globális befektetői hangulatromlás és a Fed jövőbeli kamatpályája körüli bizonytalanság következtében az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban jellemzően csökkentek, de végül összességében 1,5-2 százalékos mértékben emelkedni tudtak: az időszak eleji javulás után a romló hangulatban estek a tőzsdék, bár az időszak legvégén már jelentősebb korrekciót lehetett megfigyelni. Az európai és japán indexek az időszak közepén még jelentősebb, 6-10 százalékos esésben voltak, utóbbi esetében a japán monetáris lazítás is csak átmeneti emelkedést okozott a részvénytőzsdén. Az időszak legvégén viszont élesen felfelé korrigáltak, így összességében 1-5 százalékkal kerültek lejjebb a kiinduló szintjeiknél. Az európai részvénytőzsdéket a bankszektor szereplőivel kapcsolatos negatív hírek befolyásolták leginkább kedvezőtlen irányba. A devizapiacra a dollár az euróval szemben folyamatosan gyengült a deflációs félelmek, illetve a Fed következő kamatemelésével kapcsolatos bizonytalanság hatására. Az időszak végén ugyanakkor egy enyhe korrekciót lehetett megfigyelni az euro/dollár kurzusban, így a jegyzések az 1,135-ös szintről 1,11 közelébe süllyedtek vissza. A romló kockázatvállalási kedvvel párhuzamosan a menedékdevizának számító japán jen és svájci frank is felértékelődött.

A globális kockázatvállalási kedv a január végi átmeneti javulást követően összességében romlott az időszak során, amelynek hatására a kockázatos eszközök árfolyama csökkent, míg a menedékeszközök ára érdemben emelkedett. A tőzsdei volatilitást mérő VIX-index érdemi emelkedést mutatott, majd az időszak végére az előző kamatdöntéskor jellemző 22 százalékos közeli értékére süllyedt vissza. Az EMBI Global feltörekvő piaci kötvénypár – bár a vizsgált időszak végén már valamelyest csökkenni tudott – az időszak második felében egészen 538 bázispontig emelkedett: ehhez hasonló szinteken utoljára 2008-2009 folyamán járt a mutató. Szintén az erősödő kockázatkerülés hatására az arany árfolyama 8 százalékos emelkedést, míg a fejlett piaci hosszú hozamok 17-20 bázisponttal csökkentek. Az amerikai tízéves hozam 1,66, míg

a német 0,18 százalékig esett, amelyre utoljára 2015 tavaszán volt példa. A japán tízéves hozam pedig – igaz, csak átmenetileg – negatív tartományba süllyedt. Ezt követően a kockázatkerülés enyhe mérséklődésével a fejlett hosszú hozamok is némileg emelkedtek, ám továbbra is az egy évvel ezelőtti mélypontok közelében ingadoznak, míg a japán hozam – vélhetően a dezinflációs félelmek és a további monetáris lazításra vonatkozó várakozások hatására – az időszak végén is nulla százalék környékén ingadozott.

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

Global mutató (jobb tengely) alakulása



Forrás: Bloomberg

A Bank of Japan január végi ülésén negatív kamat bevezetése mellett döntött. A japán jegybank 20 bázisponttal -0,1 százalékra mérsékelte a kereskedelmi bankok jegybanknál tartott folyósámláján újonnan elhelyezett többlettartalékok után fizetendő kamatot, ezzel párhuzamosan pedig háromszintű tartalékrendszert vezetett be. A jegybank jelezte, hogy amennyiben szükséges, még tovább csökkentheti a kamatot a jövőben. A japán jen árfolyama a döntést követő átmeneti gyengülés után folyamatosan erősödött, amelyet a globális kockázatkerülés felerősödése is támogatott, így a jen árfolyama mintegy 3-4 százalékkal került feljebb a dollárhoz képest február második hetére.

A Fed nem változtatott kamatpolitikáján, ugyanakkor az olajáresés és a nemzetközi dezinflációs aggodalmak miatt a Fed következő kamatemelésének időpontjára vonatkozó piaci várakozások

egyre jobban kitolódtak. Míg január utolsó napjaiban a piaci árazás alapján valószínűnek tűnt legalább egy idei kamatemelés, addig február közepére a várakozások már a Fed decemberi ülésére is mindössze 30 százalékos valószínűséggel jeleztek előre kamatemelést. **A Bank of England legutóbbi ülésén egyhangúan a kamatszint tartása mellett döntött**, növekedési és inflációs előrejelzését pedig lefelé módosította. Az angol jegybank várható kamatpolitikája körüli bizonytalansághoz hozzájárulhat a Nagy-Britannia EU-s tagságával kapcsolatos, idénre várható referendum kimenetelével kapcsolatos várakozások ingadozása is.

Az amerikai munkapiacról vegyes hírek érkeztek. A nem mezőgazdasági foglalkoztatottak száma januárban jóval a várakozások alatt alakult, és az előző havi adatot is lefelé módosították. Ugyanakkor a munkanélküliség 5-ről 4,9 százalékra csökkent, az átlagos órabér pedig a várakozásokat meghaladva havi alapon 0,5 százalékkal (éves alapon 2,5 százalékkal) nőtt. Az újonnan munkanélküli segélyért folyamodók száma továbbra is a 300 ezres lélektani határ alatt ingadozik, az újonnan létesített álláshelyek száma pedig nőtt az előző hónaphoz képest, így a munkapiac állapota összességében továbbra is megfelelőnek mondható. A negyedik negyedéves előzetes amerikai GDP-adat ugyan elmaradt a várakozásoktól (éves alapon 0,7 százalékkal nőtt a gazdaság az utolsó negyedévben), ennek ellenére a 2015. év egészében 2,4 százalékkal emelkedhetett a GDP az előző évhez képest. A feldolgozóipari aktivitás azonban továbbra is gyengélkedik, és az eddig jól teljesítő szolgáltatás-szektor is váratlan visszaesést mutatott januárban, bár továbbra is bővülést jelez az ISM beszerzési menedzserindexe alapján.

Az európai inflációs adat némi javulást mutatott. A januári eurozónás inflációs adat megfelelt a várakozásoknak, éves alapon 0,4 százalékos emelkedést mutatott, a maginfláció azonban a vártnál valamivel magasabban, 1 százalékon alakult. A hosszú távú inflációs várakozások az utóbbi időszakban jelentős mérséklődést mutattak (hasonlóan az eurozónán kívüli fejlett országokhoz), amelynek hatására ismét felerősödtek az EKB további lazításával kapcsolatos várakozások. A negyedik negyedéves GDP-adat a várakozásoknak megfelelően 1,5 százalékon alakult éves alapon az euroövezetben, azonban mind a német Ifo üzleti, mind az eurozónás Sentix befektetői hangulatindex csökkenést mutatott, amely a jövőbeli gazdasági kilátások romlására utal. Szintén ebbe az irányba hat a német gyáripari megrendelések és kiskereskedelmi eladások alakulása, mely elmaradt a várttól.

Az olaj árának alakulását elsősorban kínálati hírek mozgatták. Január utolsó napjaiban elsősorban egyes OPEC és nem-OPEC tagországok között tervezett tanácskozásról szóló hírek adtak lökést az olajáremelkedésnek, míg az amerikai olajtartalékok várakozásokat jelentősen meghaladó növekedése és az OPEC januárban tovább emelkedő kitermeléséről szóló adatközlés hatására ismét csökkenésnek indult az olajár. Az időszak végén Oroszország és néhány OPEC-tag közötti – a kitermeléssel kapcsolatos – tanácskozást övező várakozások hatására emelkedett meg ismét a Brent olaj árfolyama, amely volatilis kereskedés mellett összességében 7-8 százalékkal az előző kamatdöntéskor megfigyelt szint (31,8 dollár) fölé tudott emelkedni. Év elejéhez viszonyítva mindkét olajfajta számottevően, 7-17 százalékot veszített értékéből. Az iráni kitermelés növekedése, a kínai olajimport januári visszaesése, valamint az éven belüli olajfelhasználás szokásos ciklikussága (a tavaszi hónapokban jellemzően visszaesik az olajfogyasztás a világon) miatt rövid távon továbbra is a lefelé mutató kockázatok a jelentősebbek.

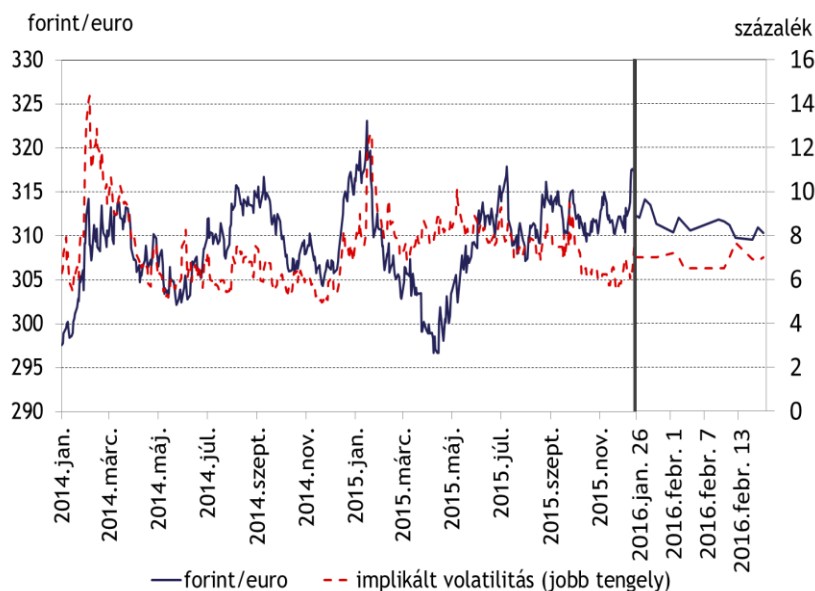
2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A hazai eszközárakat elsősorban a nemzetközi tényezők mozgatták az elmúlt időszakban, a hazai adatközléseknek kismértékű hatása volt. A vártnál kissé alacsonyabban alakuló inflációs adatközlésnek átmeneti gyengítő hatása lehetett az árfolyamra, míg a másnapi negyedik negyedéves GDP-adatközlés után, amely jelentősen a szakértői becslések felett alakult, az árfolyam kismértékű erősödést mutatott. Ezeket a hatásokat azonban nehéz elkülöníteni a nemzetközi trendektől, mivel az említett időszakokban a régiós árfolyamok is hasonló mozgást mutattak, vélhetően az euro/dollár árfolyam mozgására és a nemzetközi kockázatvállalás hullámvásáira reagálva.

Az euro/forint árfolyam az időszak során 309 és 314-es szintek között mozgott, összességében mintegy 1 százalékkal erősödve. Az előző kamatdöntés utáni átmeneti gyengülést egy fokozatos felértékelődés követte, így az időszak végére 310 forint közelébe erősödött az euroárfolyam. Hasonló felértékelődést lehetett a régióban is megfigyelni, feltehetően az EKB felől várt márciusi lazítással kapcsolatos várakozások hatására. A legnagyobb mértékben a zloty erősödött, amely közel 2 százalékkal tudott az időszak eleji értéke fölé kerülni. A dollárral szemben, annak fokozatos gyengülése miatt, a régiós devizák mintegy 2,5-4 százalékkal értékelődtek fel (13. ábra).

A Reuters által február elején megkérdezett elemzők rövid, 3 hónapos távon a jelenleginél kissé gyengébb, 314 forint körüli euroárfolyamot, míg hosszabb, fél-egyéves távon fokozatosan 309 forint közelébe erősödő árfolyamot várnak.

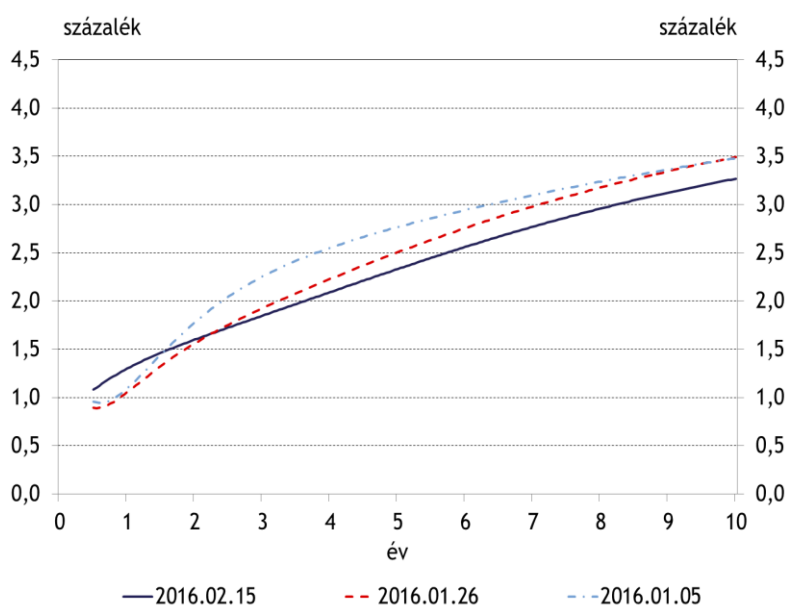
13. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyamvárakozások implikált volatilitása



Forrás: Bloomberg

Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid vége 10-25 bázisponttal feljebb, míg középső és hosszabb szakasza 10-25 bázisponttal lejjebb tolódott az előző kamatdöntés napjához képest (14. ábra). A rövid futamidejű, 3, 6 és 12 hónapos állampapír-piaci benchmark hozamok 0,9-0,95 százalék közötti kiinduló szintjükről az időszak során 1 százalék fölé emelkedtek, legnagyobb mértékben a 12 hónapos diszkontkincstárjegy hozama nőtt, mintegy 25 bázisponttal, míg a 3 hónaposé 11 bázisponttal emelkedett. Az éven túli lejáratú hozamok mozgását befolyásolta, hogy január végén az ÁKK a 3, 5 és 10 éves referenciapapír esetében benchmarkváltást hajtott végre, ami a hozamok átmeneti megugrásával járt. Ezt a technikai hatást kiszűrve az 5 és 10 éves hozampontok 20 bázispontos csökkenést mutattak, míg a görbe 3 éves szakasza 8 bázisponttal mérséklődött.

14. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

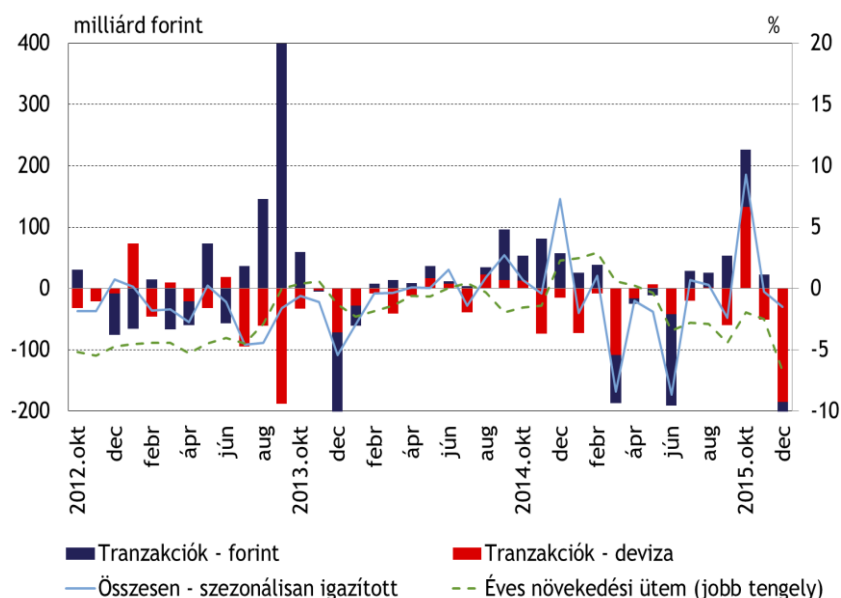
Az időszak első felében mérsékelt volt a kereslet a rövid futamidejű állampapír-aukciókon, amely február második hetében azonban erőteljesebbé vált. A 3 hónapos diszkontkincstárjegyek értékesítése az időszak első felében visszafogott, a meghirdetett mennyiséget alig meghaladó érdeklődés mellett zajlott. Az időszak második felében már erőteljesebb kereslet, 2-2,5-szeres lefedettség mellett zajlottak az aukciók. Az átlaghozamok 1,08 százalék közelében alakultak az utolsó aukciókon, amely az időszak eleji átlaghozamhoz képest 10 bázispontos emelkedést jelent. A 12 hónapos papír aukciói hasonlóan visszafogott kereslet mellett zajlottak. A hosszú lejáratú állampapírok esetében nem alakult ki egyértelmű tendencia az időszakban, ugyanakkor a változó kamatozású papírok iránt továbbra is mérsékelt érdeklődés mutatkozott.

A külföldiek állampapír állománya nagyságrendileg 200 milliárd forinttal tovább csökkent az előző kamatdöntés óta, ezzel portfóliójuk mérete 3640 milliárd forint alá süllyedt, arányuk pedig 27,4 körül alakult a teljes piaci forint államkötvény-állományon belül. A romló nemzetközi hangulatban a magyar 5 éves CDS-felár az időszak végére 165 bázispontra emelkedett. Az enyhe, 5 pontos növekedés mögött dekompozíciós módszertanunk szerint elsősorban nemzetközi hatás állhatott, míg a hazai komponens ezúttal is a csökkenés irányába hatott.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

A hitelintézetek vállalatoknak nyújtott hitelállománya decemberben összesen 247 milliárd forinttal mérséklődött a tranzakciók hatására – ez szezonálisan igazítva 30 milliárd forintos csökkenést jelentett (15. ábra). Devizális bontásban a forintHITELEK állománya 62 milliárd forinttal nőtt, míg a devizahiteleké 185 milliárd forinttal csökkent. A csökkenés jelentős részben egy nagybank portfóliótisztításának tudható be, ez azonban annak ellenére, hogy a hitelintézeti szektor mérlegéből kikerült, a tágabb értelemben vett hazai pénzügyi közvetítőrendszer finanszírozásának része marad. Az állománycsökkenés éves dinamikája így 6,7 százalékot tett ki a hitelintézeti szektorban, míg az említett egyedi hatásokat kiszűrve 2 százalékos éves leépülési ütem adódna.

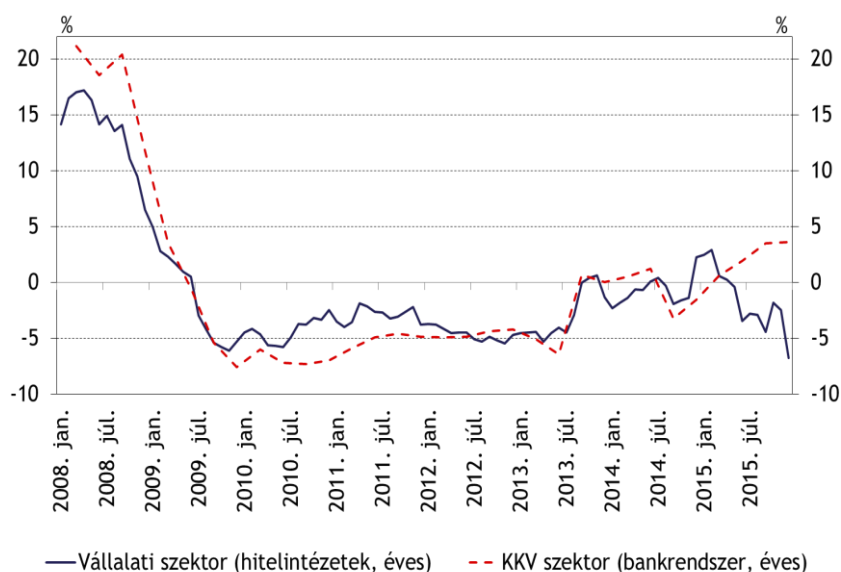
15. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Ezzel szemben a kkv szegmens hitelállománya az előzetes adatokon alapuló becslés alapján 3,6 százalékos éves növekedést mutatott decemberben (16. ábra). Az NHP I. pillére és az NHP+ összesen 68 milliárd forinttal járult hozzá az állománybővüléséhez a vizsgált időszakban.

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

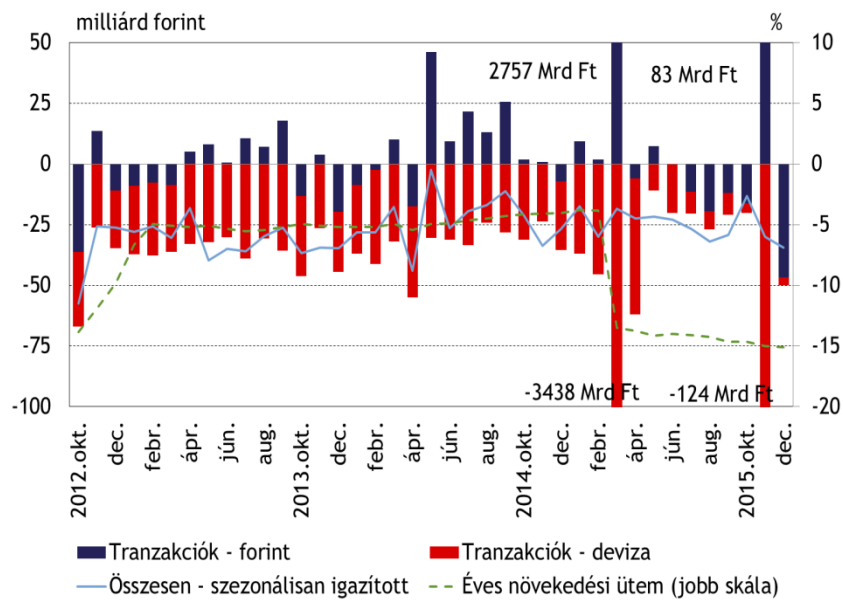


Forrás: MNB

Decemberben az új kibocsátású vállalati hitelek esetében a kisebb összegű forinthitelek átlagos kamatlába novemberhez képest 0,42 százalékponttal 4,19 százalékra csökkent, míg a nagyobb összegű forint hitelek átlagos kamatlába 1,26 százalékponttal 2,95 százalékra nőtt.

A háztartási szegmens teljes hitelintézeti szektorral szembeni hitelállománya a hiteltranzakciók eredőjeként 50 milliárd forinttal csökkent (17. ábra). A forinthitel-állomány 49 milliárd forinttal, a devizahitelek állománya pedig 1 milliárd forinttal mérséklődött. A forint hitelállomány csökkenésének számottevő része a folyószámlahitelek visszaesésének tudható be, amelyet a decemberre előrehozott bérkifizetések okoztak. Decemberben az állományleépülés éves üteme 15,1 százalék, az elszámolás és a forintosítás aktuális hatását kiszűrve 4,5 százalék volt.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Az új kihelyezésű háztartási hitelek kamatai decemberben enyhén emelkedtek. A lakáscélú forint hitelek teljes hitelköltsége (THM) 0,16 százalékponttal 5,94 százalékra, míg a szabad felhasználású forint hitelek THM-je 1,4 százalékponttal 8,7 százalékra nőtt.