



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2014. február

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2014. február 18-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2014. március 5. 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, 2013. évi CXXXIX. tv.) 3.§ (1) az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként. Az MNB legfőbb döntéshozó szerve a Monetáris Tanács. A Tanács szükség szerint, de üléseinek időpontját előre meghirdetve legalább havonta kétszer ülésezik, minden hónap második ülésén tárgyalva a jegybanki alapkamatláb módosításának kérdését. Ezekről az üléseiről a Monetáris Tanács rövidített jegyzőkönyveket ad közre, amelyek még a következő kamatmeghatározó ülés előtt megjelennek. A rövidített jegyzőkönyvhöz készített háttéranyag az MNB szakértői által a Monetáris Tanács részére készített elemzések tartalmi összefoglalójaként a gazdasági és pénzügyi folyamatokat, az előző ülés óta nyilvánosságra került új információkat ismerteti.

A rövidített jegyzőkönyvek, valamint a jegyzőkönyvek háttéranyagai elérhetők az MNB honlapján:

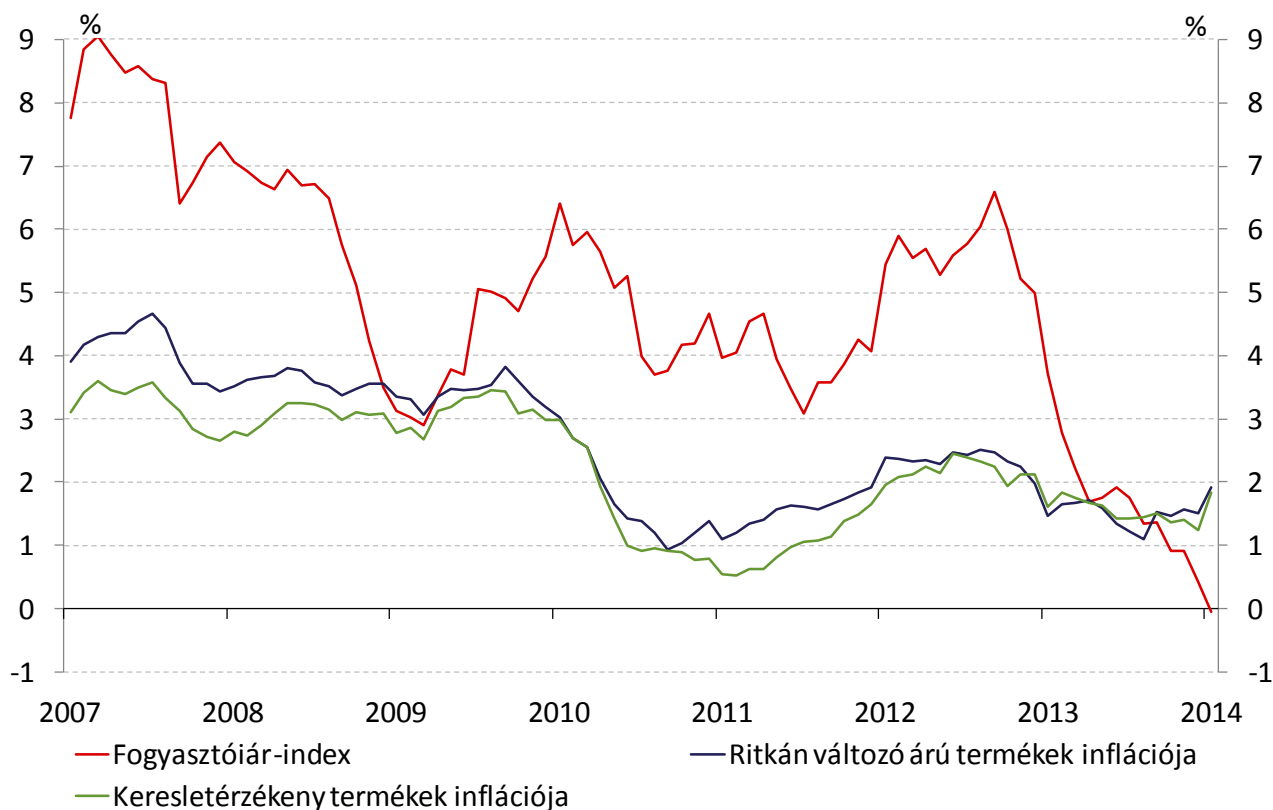
http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv

Makrogazdaság

A decemberi kamatdöntés óta beérkezett **makrogazdasági adatok összességében alátámasztották a decemberi inflációs jelentés fő üzeneteit**. Az infláció visszafogott maradt, a reálgazdaságban és a munkapiacra pedig továbbra is a fokozatos élénkülés jelei mutatkoznak. Az elmúlt havi adatok alapján az infláció rövid távon enyhén alacsonyabb a decemberi előrejelzésnél. A középtávú kilátásokat megragadó inflációs alapfolyamat mutatók emelkedtek az előző hónaphoz képest, azonban továbbra is mérsékelt inflációs nyomást jeleznek.

A decemberi inflációs jelentés **dezinflációs hatású makrogazdasági környezetet vetített előre a következő negyedévekben**. A mérsékelt nyersanyag- és importárak, a visszafogott fogyasztási kereslet, és az inflációs várakozások alkalmazkodása révén **az infláció a teljes előrejelzési horizonton a 3 százalékos cél alatt maradhat az előrejelzés szerint**. Az adószűrt maginfláció a jelenlegi alacsony szintjéről 2014 második negyedévéől indulhat emelkedésnek, a belföldi kereslet fokozatos élénkülésével párhuzamosan.

1. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH, MNB

2014 januárjában a fogyasztóiár-index 0 százalék, a maginfláció 3,4 százalék, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,6 százalék volt. A beérkezett adat az infláció esetében 0,4, míg a maginfláció esetében 0,2 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. **Az éves infláció januári csökkenését elsősorban az üzemanyagárak mérséklődése okozta.** Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók emelkedtek az előző hónaphoz képest, amelyhez erős bá-

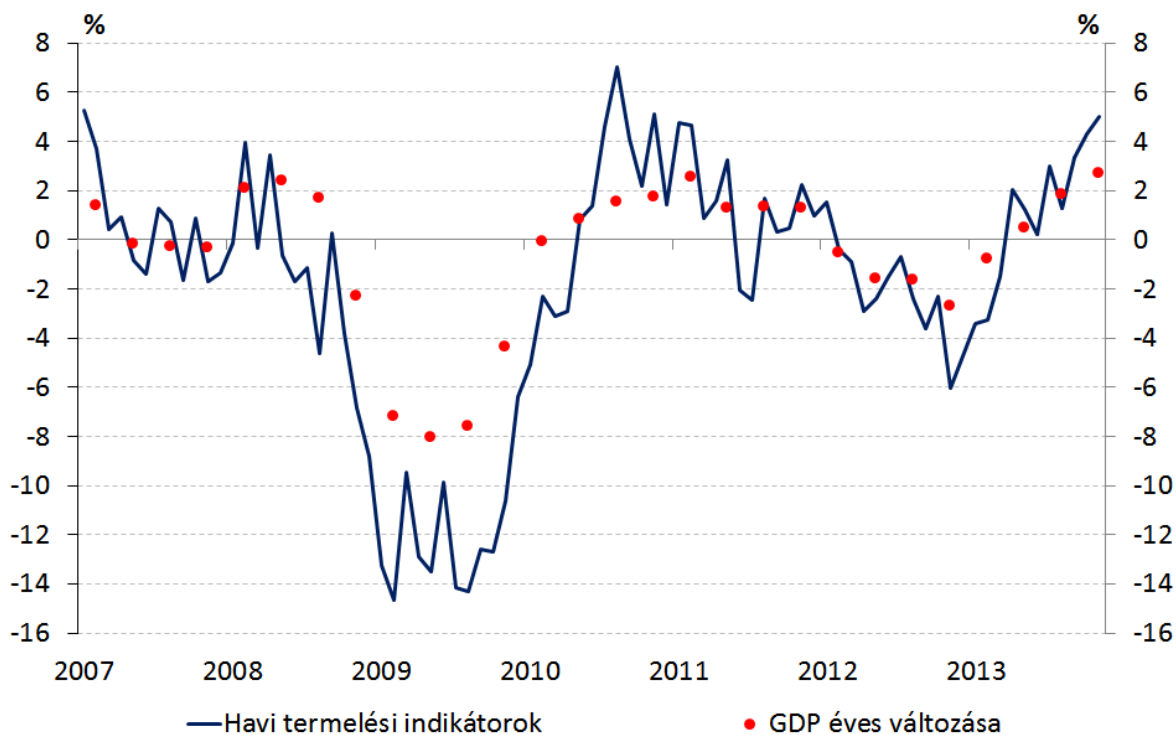
zishatások is hozzájárultak. **A mutatók szintjei változatlanul mérsékelt inflációs környezetre utalnak.**

A decemberi és januári inflációs adatok alacsonyabbak voltak a decemberi inflációs jelentés alap-pályájánál. Az eltérés döntően az üzemanyagok és élelmiszerek mérsékeltébb áralakulására vezethető vissza.

A visszafogott inflációs alapfolyamatokhoz a kedvező költségoldali és keresleti folyamatok egyaránt hozzájárulhattak. A mezőgazdasági termelői árak 2013 novemberében éves alapon 14,6 százalékkal csökkentek. A fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 2013 decemberében 1,1 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Az elmúlt hetekben a Brent olaj ára is mérséklődött tavaly év végéhez képest. A fogyasztási kereslet a kiskereskedelmi adatok alapján az elmúlt év végén fokozatosan bővülhetett, ám a kiskereskedelmi forgalom szintje változatlanul érdemben elmarad a válság előtti években megfigyelttől. Így **a belső keresleti környezet összességében továbbra is deflációs hatású lehet.**

A decemberi előrejelzés a gazdasági aktivitás fokozatos élénkülését vetítette előre, melyhez az export mellett a belföldi kereslet – rövid távon elsősorban a beruházási aktivitás – egyre nagyobb mértékben járulhat hozzá.

2. ábra: Havi termelési indikátorok és GDP éves változása



Forrás: MNB

Megjegyzés: A havi termelési indikátor az ipari termelés, az építőipari termelés és a kiskereskedelmi forgalom súlyozott átlaga. A súlyok olyan regresszióból származnak, amelyben a GDP-t e három indikátor magyarázza.

2013 negyedik negyedévében a decemberi előrejelzés alappályájával összhangban bővült a GDP. A negyedik negyedévben 2,7 százalékkal nőtt a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest, a tavalyi év egészét tekintve pedig 1,1 százalékos volt a gazdasági növekedés mértéke. A harmadik negyedéves 0,8 százalékos negyedéves növekedési ütemet követően a negyedik negyedévben 0,6 százalékkal tudott gyorsulni a gazdaság.

Decemberben a főbb ágazatok kibocsátása éves alapon érdemben nőtt, míg havi alapon enyhén mérséklődött. A novemberhez képest megfigyelt csökkenésben az ünnepnapok időzítése miatt a szokásosnál hosszabb év végi szabadságolások is szerepet játszhattak. **Az ipari termelés a tavalyi alacsony bázist követően 6,8 százalékkal bővült.** A feldolgozóipari kibocsátás motorja továbbra is a járműgyártás ágazat volt, mely az év utolsó hónapjában is kedvezően teljesített. A negyedik negyedév egészében ugyanakkor lassult az ipari kibocsátás, melyhez hozzájárult az elektronika, optika ágazat termeléses csökkenése. **Az építőipari termelés éves alapon 11,4 százalékkal nőtt,** míg az előző hónaphoz viszonyítva 1,3 százalékkal csökkent. Az új rendelések állománya az év végén mind a feldolgozó-, mind az építőiparban érdemben emelkedett, ami a gazdasági élénkülés folytatódására utal.

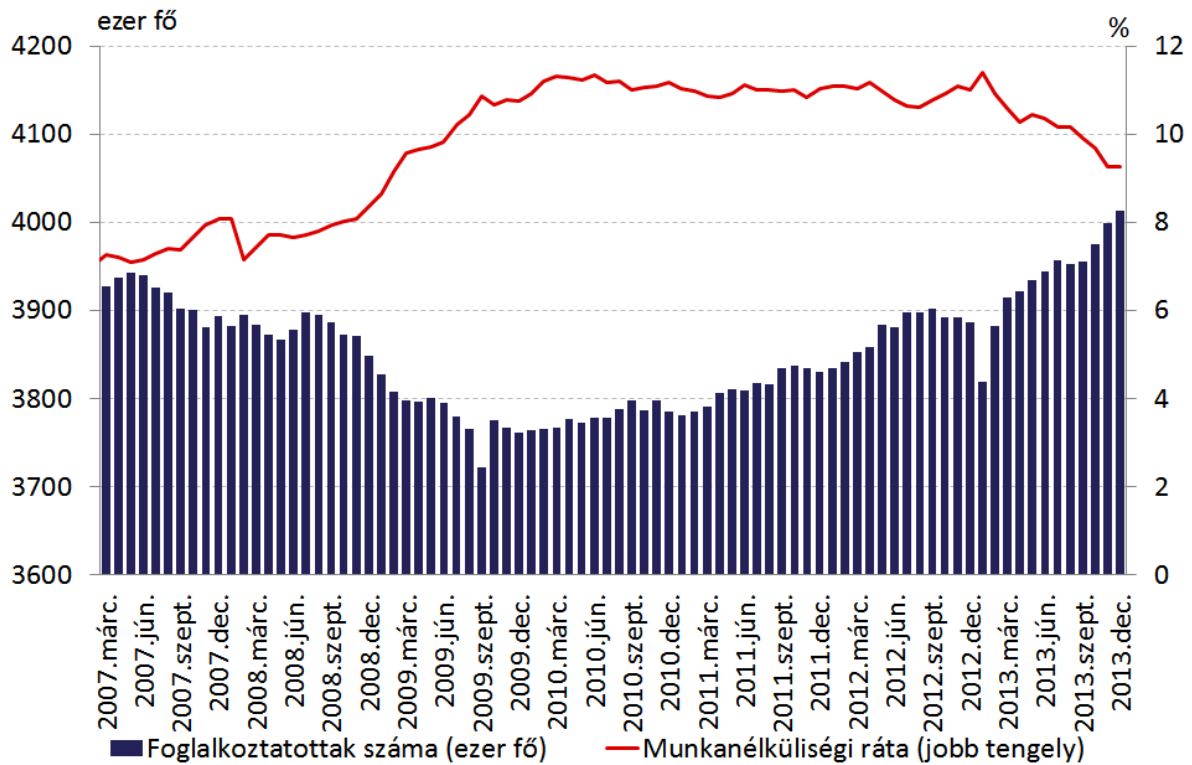
A felhasználási oldali folyamatok alátámasztották decemberi előrejelzés üzeneteit. A lakossági fogyasztás fokozatos bővülésére utal, hogy az előzetes adatok alapján decemberben tovább emelkedett a kiskereskedelmi forgalom szintje (az előző év azonos időszakához képest 1,8 százalékkal). Ehhez az üzemanyagok és az élelmiszerek mellett a nem élelmiszer jellegű termékek bővülő forgalma is hozzájárult. A lakossági fogyasztás élénkülését a reálbérek növekedése mellett az erősödő fogyasztói bizalom is támogathatta, miközben a hitelkínálat tekintetében a fogyasztási hitelezési feltételek lassú enyhülését lehetett megfigyelni.

Decemberben folytatódott a külkereskedelmi többlet növekedése, az áruforgalom bővülésének dinamikája a korábbi hónapokhoz képest erősödött. A külkereskedelmi mérleg többlete 150 millió eurós javulást mutatott 2012 azonos időszakához képest, így közel duplájára nőtt a decemberi aktívum. 2013 egészében a kivitel és a behozatal euróban számított értéke 2,5, illetve 1,8 százalékkal nőtt. A külkereskedelmi mérleg többlete 617 millió euróval volt több, mint a tavalyi év egészében. Mindezek alapján **a nettó export növekedési hozzájárulása 2013 negyedik negyedévében is jelentős maradhatott.**

A decemberi Inflációs jelentés a foglalkoztatás további növekedését, illetve a visszafogott bérdinamika fennmaradását vetítette előre. **A beérkezett létszámadatok a vártak megfelelően növekvő foglalkoztatást és csökkenő munkanélküliséget mutattak.** A munkaerő-felmérés decemberi adatai alapján a 15–74 éves foglalkoztatottak létszáma 4 millió 7 ezer fő volt, 2,6 százalékkal több az előző év azonos időszakánál. A foglalkoztatás növekedéséhez a közfoglalkoztatás bővülése és a versenyszférában foglalkoztatottak létszámának emelkedése (főként a feldolgozóiparban) egyaránt hozzájárult. A munkanélküliek száma érdemben csökkent az előző hónaphoz viszonyítva, a munkanélküliségi ráta decemberben 9,3 százalékon állt.

A versenyszféra novemberi béradatai a bruttó átlagkeresetek dinamikájának gyorsulását mutatták, a versenyszféra keresetei novemberben az előző év azonos időszakához képest 5,3 százalékkal nőttek. **A gyorsabb bérkiáramlás döntően az erőteljesebb feldolgozóipari béreknek köszönhető.** A piaci szolgáltatások rendszeres bérei ugyanakkor továbbra is visszafogottan alakultak.

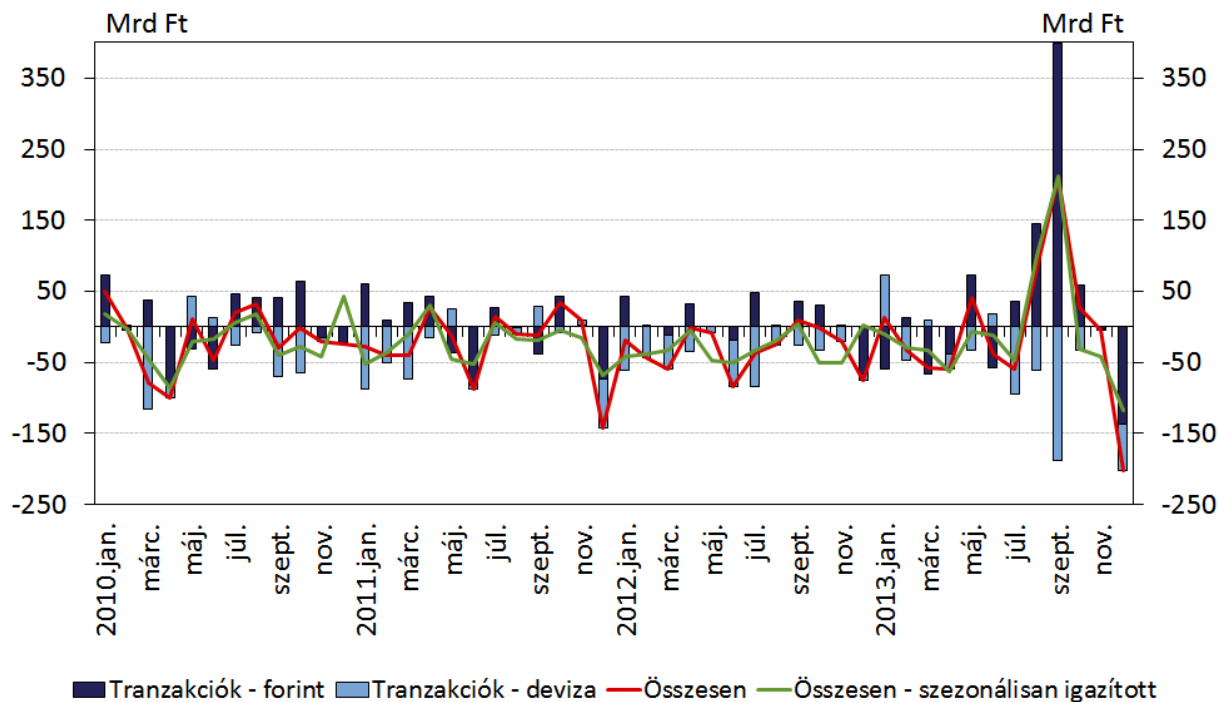
3. ábra: Munkaerő-piaci mutatók alakulása



Forrás: KSH

A nem pénzügyi vállalatok hitelállománya decemberben csak a tranzakciókat figyelembe véve szezonálisan igazítva **118,4 milliárd forinttal**, míg a szezonális hatások kiszűrése nélkül **204,3 milliárd forinttal csökkent**, melyben egyedi hatások is jelentős szerepet játszottak. A forintHITELEK állománya tranzakcióból eredően 136,2 milliárd forinttal, a devizahitelek állománya 66,3 milliárd forinttal mérséklődött.

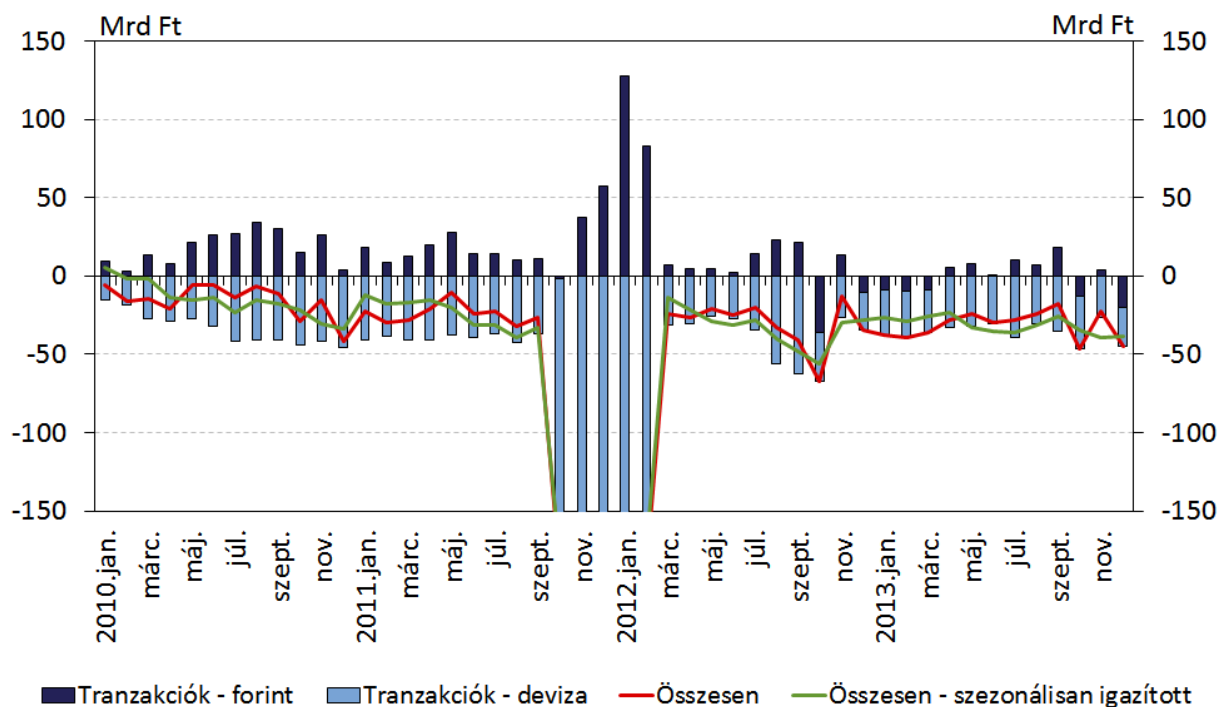
4. ábra: Vállalati hitelállomány alakulása



Forrás: MNB

A háztartások hitelállománya decemberben a tranzakciókból adódóan szezonálisan igazítva **38,4 milliárd forinttal mérséklődött, míg a szezonális igazítás nélküli adat 44,8 milliárd forintos csökkenést mutatott.** Az említett változás a forintHITELEK 20,0 milliárd forintos, illetve a devizahitelek 24,8 milliárd forintos tranzakciós csökkenéséből adódott.

5. ábra: Háztartási hitelállomány alakulása

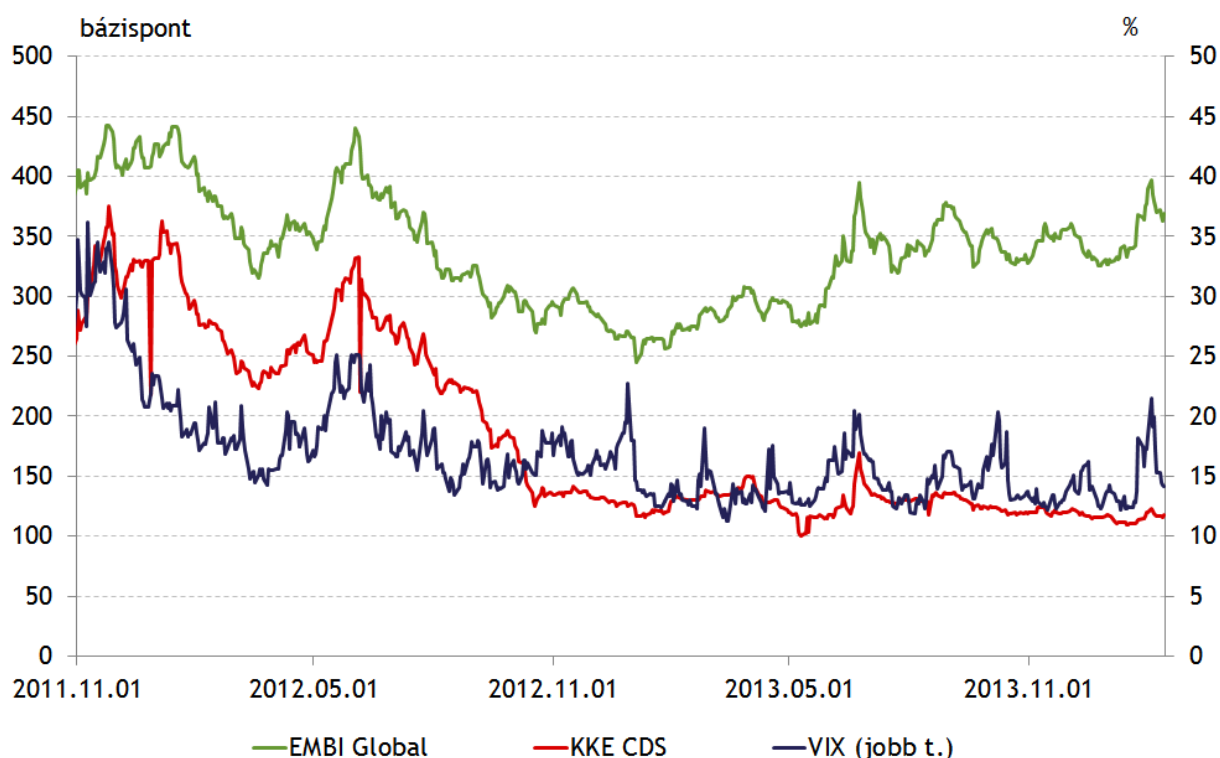


Forrás: MNB

Pénzügyi piacok

A januári kamatdöntés óta rövid idő alatt¹ **jelentősen emelkedett a piaci szereplők kockázatkezelése, ennek megfelelően romló hangulat és turbulens kereskedés jellemezte a pénz- és tőkepiacokat.** Ennek oka, hogy a fejlett jegybankok monetáris politikája mellett **kiemelt figyelem irányult a feltörekvő régióban zajló folyamatokra,** valamint ezen országok sérülékenységére, az ezzel kapcsolatos aggodalmak pedig **visszahatottak a fejlett pénzpiacokra is.** A már korábban is „törékenynek” látott feltörekvő országokban (Törökország, Argentína, Dél-Afrika, Ukrajna) bekövetkező kedvezőtlen folyamatok **az egész feltörekvő régiót fokozott nyomás alá helyezték,** így a közép-kelet-európai térség devizái is komoly leértékelődésen mentek keresztül. A kínai lassulással kapcsolatos félelmek és a Fed januári döntése az eszközvásárlási program további lassításáról – bár utóbbi megfelelt a várakozásoknak – szintén hozzájárult a hangulatromláshoz. **Az időszak végén valamelyest stabilizálódtak a piacok és egy kisebb korrekció zajlott le.**

6. ábra: A fontosabb nemzetközi kockázati mutatók alakulása



Forrás: Thomson Reuters

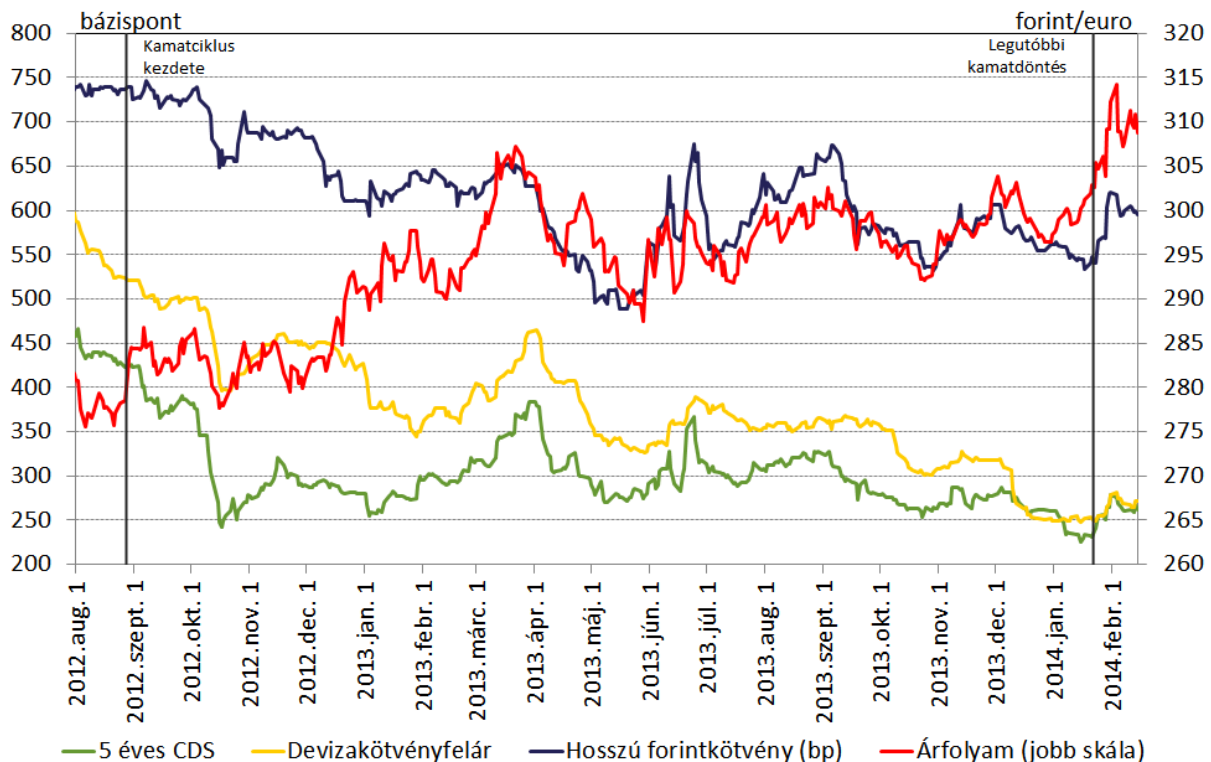
Az **Európai Központi Bank**, valamint a **Bank of England** is **változtatlanul hagyta irányadó rátáját,** illetve **előretekintő iránymutatásán sem változtatott.** Törökországban a január végi kamatdöntő ülésen a jegybank a kamatlábak változatlan formában történő fenntartása mellett egyéb kondíciókon keresztül enyhén szigorított a monetáris feltételeken, ez azonban nem nyugtatta meg a piacokat, a líra a kamatdöntés után tovább gyengült. Néhány nappal később – látva a török líra folyamatos gyengülését – **a török jegybank rendkívüli kamatdöntő ülésén az irányadó kamat**

¹ A pénzügyi piacok fejezet a januári és a februári kamatdöntés közötti időszak folyamataira koncentrált, az adatgyűjtési időszak lezárása a kamatdöntést megelőző pénteken, február 14-én történt.

jelentős emeléséről döntött, ennek azonban csak átmeneti piacnyugtató hatása volt. Ugyanezen a héten az **indiai jegybank 25 bázisponttal 8 százalékra**, a **dél-afrikai jegybank – meglepetésre – 50 bázisponttal 5,5 százalékra emelte az alapkamatot**.

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban **a kockázati indexek érdemben megugrottak**: az amerikai tőzsdei volatilitást mérő VIX index 4,3 százalékpontot, a feltörekvő kötvénypiaci folyamatokat megragadó EMBI Global mutató 34 bázispontot emelkedett. **A fejlett piaci tőzsdeindexek a kedvezőtlen hangulatban igen jelentős esést szenvedtek el**, a hagyományosan menedékként számító svájci frank és japán jen felértékelődött a dollárral szemben. Ugyanakkor a **fejlett hosszú hozamok – a kockázatvállalási hajlandóság megingásához köthetően – tovább mérséklődtek**. A **perifériaországok hosszú hozamaira ugyancsak nem hatott a romló hangulat**, a hozamok enyhe mérséklődést mutattak. Ezzel szemben **a feltörekvő országok állampapírhozámai a turbulens időszakban jelentős emelkedést könyvelhettek el**. A lengyel, román és magyar 10 éves kötvényhozamok 11-56 bázisponttal emelkedtek az időszak során, míg a cseh hozamszint lefelé mozdult el.

7. ábra: A hazai kockázati mutatók alakulása



Forrás: Thomson Reuters

A januári kamatdöntés óta eltelt időszakban **viszonylag kevés hazai piacmozgató esemény történt**, ezek közül a paksi atomerőmű bővítéséről szóló megállapodást, a kormány által bejelentett újabb rezsicsökkentést, valamint egyes jegybanki döntéshozóknak a további kamatpolitikára vonatkozó nyilatkozatait lehet megemlíteni.

A hazai devizapiaci folyamatok és kockázati mutatók kedvezőtlenül alakultak. A forint az időszak eleji mérsékelt gyengülés után gyorsabb ütemben értékelődött le, majd az időszak végén némileg korrigált, így összességében az előző kamatdöntés óta 2,1 százalékkal gyengült az euróval szemben, ezzel alulteljesítő volt a régióban. A magyar 5 éves CDS-felár a régiós mozgásokkal

összhangban mintegy 30 bázisponttal emelkedett az időszak során, míg az euró- és dollárkötvények felárában 30 bázispont körüli emelkedés volt tapasztalható.

A forint állampapírpiacon az elsődleges kibocsátások vegyesen alakultak, az időszak első felét jellemző gyenge vételi érdeklődést követően az időszak második felében a kibocsátó mind a rövid, mind a hosszú papírok esetében növelni tudta a kibocsátott mennyiségeket. A másodpiacon az időszak során 30-40 bázispontos hozamemelkedés következett be. Az állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége az időszak közepén újabb csúcsra emelkedett, mielőtt némi mérséklődést mutatott.