



# Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2016. március

Háttéranyag

a Monetáris Tanács

2016. március 22-i ülésének

rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2016. április 13. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2016. március 18-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>

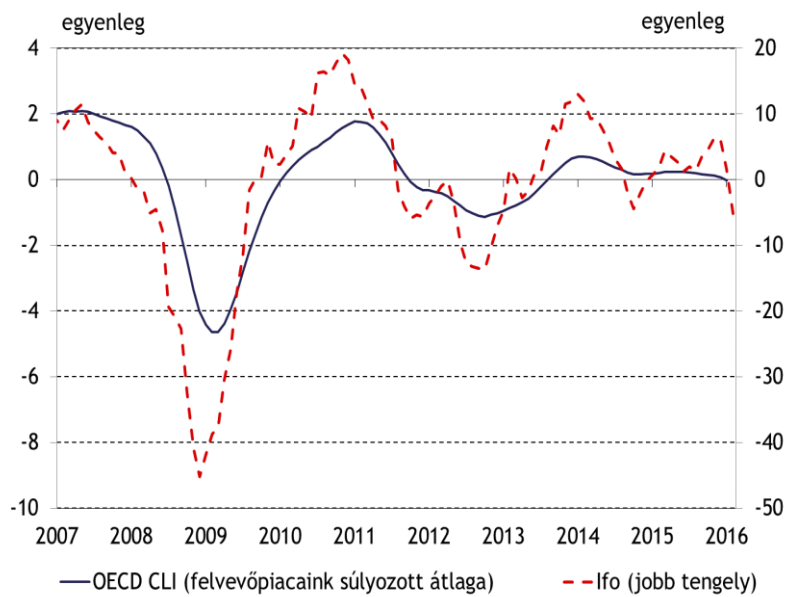
# 1. MAKROGAZDASÁG

## 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 feltörekvő piacok növekedése továbbra is törékeny és elsősorban lefelé mutató kockázatok övezik.** 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.** Előretekintve a növekvő bizonytalanság és a kétoldalú gazdasági szankciók visszafoghatják a gazdasági aktivitást. A legfontosabb exportpartnerünknek számító német gazdaság a negyedik negyedévben a korábbi negyedévekhez hasonló bővülést mutatott. A német belső kereslet tovább bővíthetett, ugyanakkor a külpiazi 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

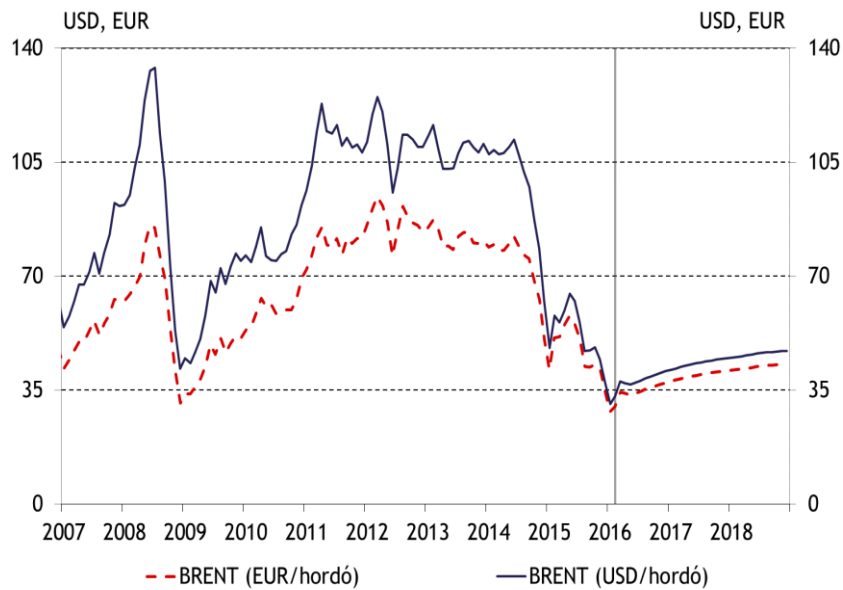


Forrás: OECD, Ifo

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. Az olajárak március közepéig visszafogottan, 30-40 dollár között alakultak. (2. ábra, erről részletesebben ld. 2.1. alfejezet).

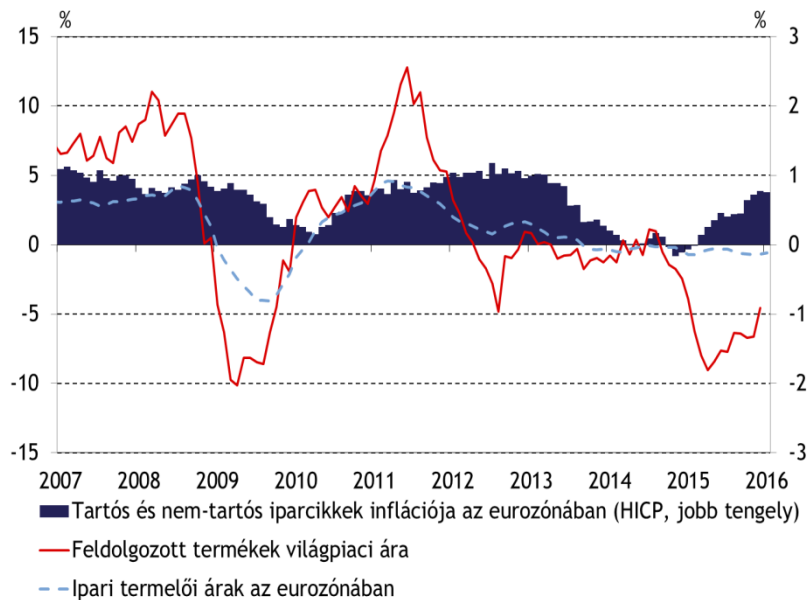
2. ábra: A Brent olaj világgpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

Az ipari nyersanyagok, a nyers élelmiszerek világgpiaci 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 világgpiaci árának alakulása



Forrás: Centraal Planbureau ([www.cpb.nl](http://www.cpb.nl)), Eurostat, EKB

## 1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

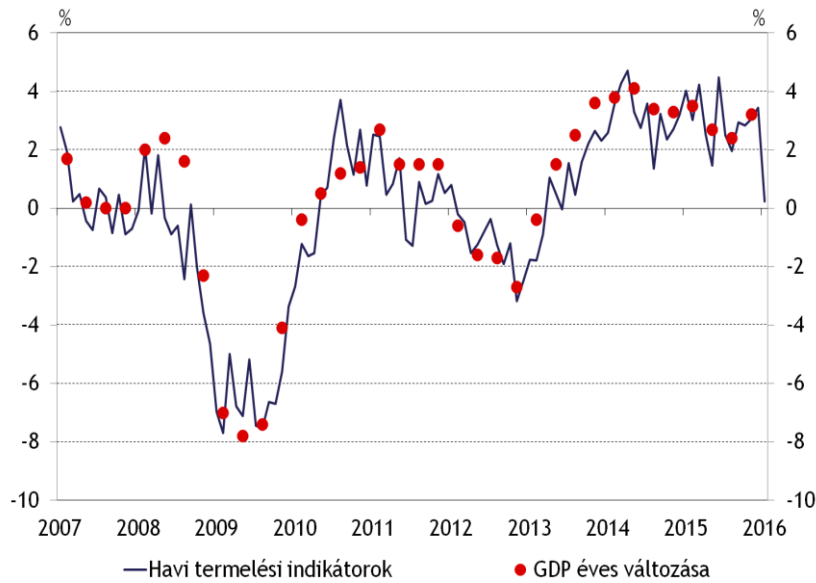
### 1.2.1. Gazdasági növekedés

**2015** negyedik negyedében az előző negyedéveknél élénkebb ütemben folytatódott a gazdasági kibocsátás emelkedése. A bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest **3,2 százalékkal**, az előző negyedévhez képest pedig **1 százalékkal emelkedett**. 2015 egészében a bruttó hazai össztermék megközelítőleg **3 százalékkal növekedett**.

A GDP előző év azonos időszakához viszonyított növekedését továbbra is **elsősorban a szolgáltatások és az ipar teljesítményének bővülése** támogatta. Az ipari termelés és a kiskereskedelmi forgalom emelkedett az előző negyedévhez képest, míg az építőipar az év második felétől már nem járult hozzá a gazdaság növekedéséhez (4. ábra). A **mezőgazdaság negatívan járult hozzá** a gazdasági növekedéshez 2015 folyamán, ami elsősorban a tavalyi év magas bázisához volt köthető.

Felhasználási oldalon folytatódott a belső kereslet élénkülése. A kiskereskedelmi adatok alapján a lakossági fogyasztás a negyedik negyedévben tovább bővült, míg a lakosság beruházási aktivitása a lakáspiaci adatok alapján mérséklődött az előző negyedévhez képest. A vállalati beruházási aktivitás a korábbi nagyberuházások tovagyrúzó hatásainak kifutásával mérséklődött a negyedik negyedévben. Az árukivitelünk az előző negyedéveknél kisebb mértékben növekedett – összhangban a mérsékeltebben bővülő szolgáltatásexporttal –, míg a behozatal a belső keresleti tételek dinamikus növekedésével párhuzamosan emelkedett. Összességében a nettó export növekedési hozzájárulása továbbra is pozitívan alakult a negyedik negyedévben, azonban érdemben elmaradt 2015 átlagától.

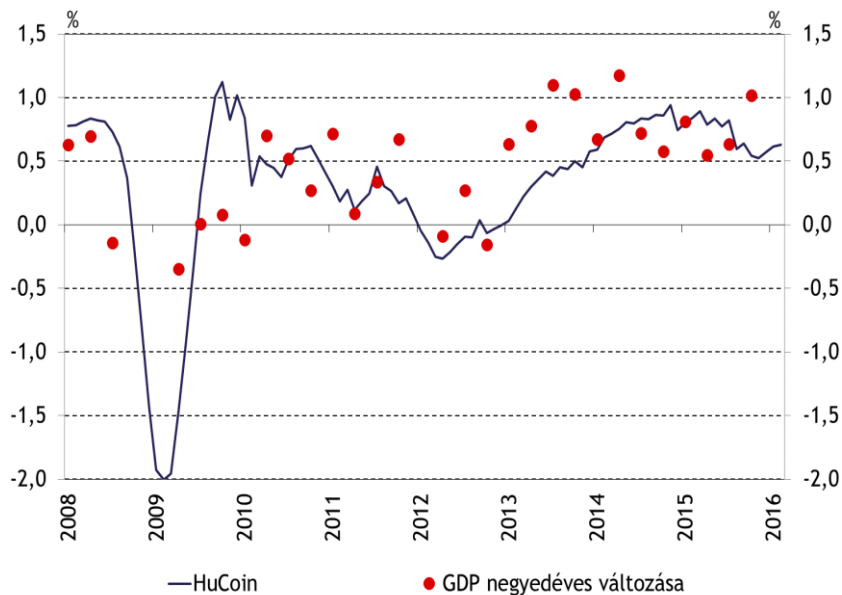
4. ábra: Havi termelési indikátorok\* és a GDP alakulása



\* 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 elején továbbra is kedvező kilátásokat jelez (5. ábra).

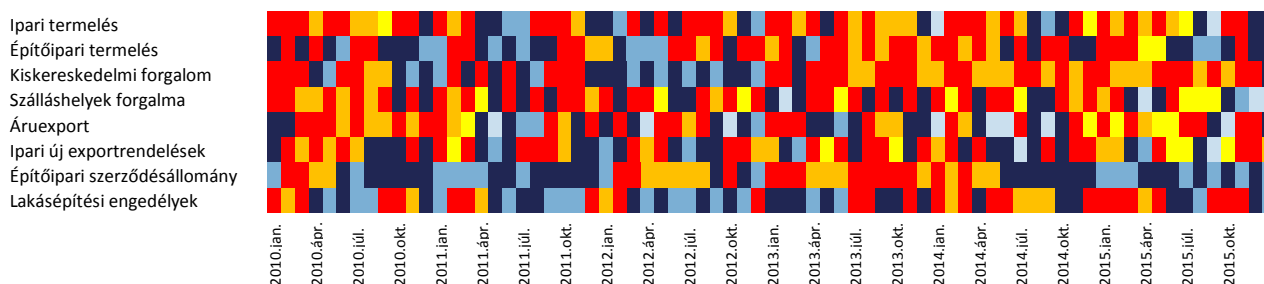
5. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



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 konjunktúraindikátorok 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

2016 januárjában az ipari termelés volumene az előző év azonos időszakához viszonyítva **0,2 százalékkal**, míg az előző hónaphoz képest **0,1 százalékkal mérséklődött**. A feldolgozóipari alágazatok teljesítménye vegyes képet mutatott. A járműgyártás alágazat termelésének visszaesése az év eleji gyárleálláshoz kötődött, miközben az élelmiszeripar és fémipar teljesítménye növekedett az előző hónaphoz viszonyítva. **Az előretekintő indikátorok vegyes képet mutatnak a hazai ipar rövid távú kilátásaira vonatkozóan.** 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 2015 decembere óta tartó csökkenésével.

2016 januárjában az áruexport euróban számított értéke 1, az áruimporté pedig 4,3 százalékkal nőtt az előző év azonos hónapjához viszonyítva. Tavaly januárhoz képest a külkereskedelmi mérleg aktívuma 195 millió euróval csökkent. Decemberben továbbra is az alacsony energiaárak járultak hozzá legnagyobb mértékben a cserearány javulásához.

2016. januárban **20,1 százalékkal mérséklődött az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest**, szezonálisan és munkanaphatással kiigazítva pedig **13 százalékkal csökkent az előző hónaphoz viszonyítva**. A megkötött új szerződések volumene érdemben csökkent januárban, amihez mind az épületek, mind az egyéb építmények építésére kötött szerződések visszaesése hozzájárult. A januári visszaesést elsősorban az uniós forrásból végzett munkák 2015. végi befejeződése magyarázza. A legnagyobb mértékben az út- és vasútépítő, valamint a közműépítéssel foglalkozó vállalkozások termelése csökkent.



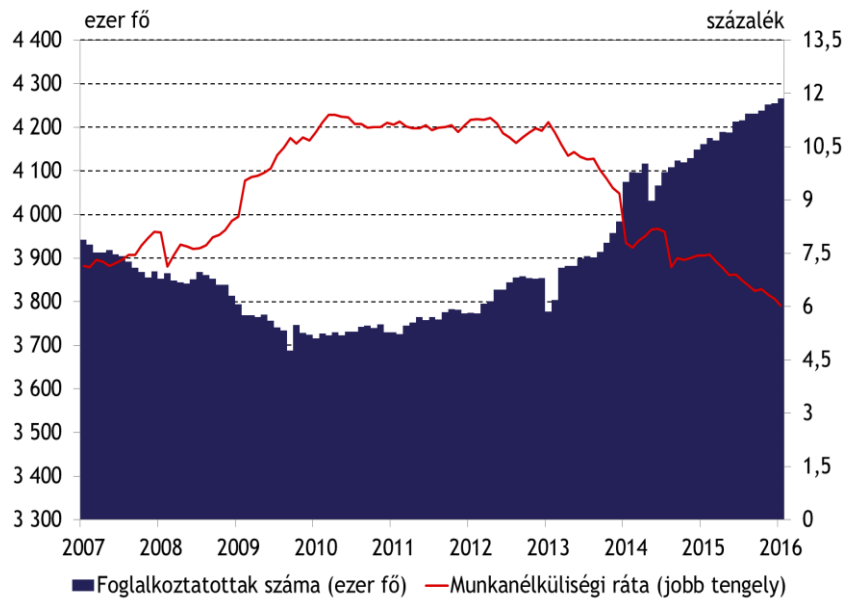
**A fogyasztási kereslet élénkülése folytatódott az év elején is.** Ezt a javuló munkaerő-piaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyarázhatja. **Januárban az előzetes adatok alapján az értékesítések volumene 2,4 százalékkal emelkedett** a tavalyi év azonos időszakához képest, míg **az előző hónaphoz viszonyítva 0,9 százalékkal mérséklődött a forgalom.** A visszafogottabb növekedést mutató januári forgalmi adatot lefelé torzította az előző évi magas bázis- és a naptárhatás is. Az értékesítések szerkezetét tekintve januárban az élelmiszerforgalomtól eltekintve a termékek széles körében bővíthetett a forgalom. A nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek forgalmának élénkülése folytatódott, míg az élelmiszer-eladások a tavalyi évi magas bázis- és naptárhatás miatt mérséklődést mutattak. Az üzemanyag-eladások tovább emelkedtek.

#### 1.2.2. Foglalkoztatás

**2015 negyedik negyedévében kismértékben tovább nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma.** Az államháztartásban dolgozók létszáma az előző negyedévhez hasonlóan érdemben nem változott, jóllehet a közfoglalkoztatás tovább bővült. A versenyszférában folytatódott az év eleje óta jellemző dinamikus létszámbővülés. A versenyszférán belül a foglalkoztatás emelkedése a feldolgozóiparban volt megfigyelhető, míg a piaci szolgáltató szektorban dolgozók létszáma csökkent.

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2016 januárjában a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 2 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.** A munkanélküliségi ráta januárban 6,3 százalékon állt (7. ábra).

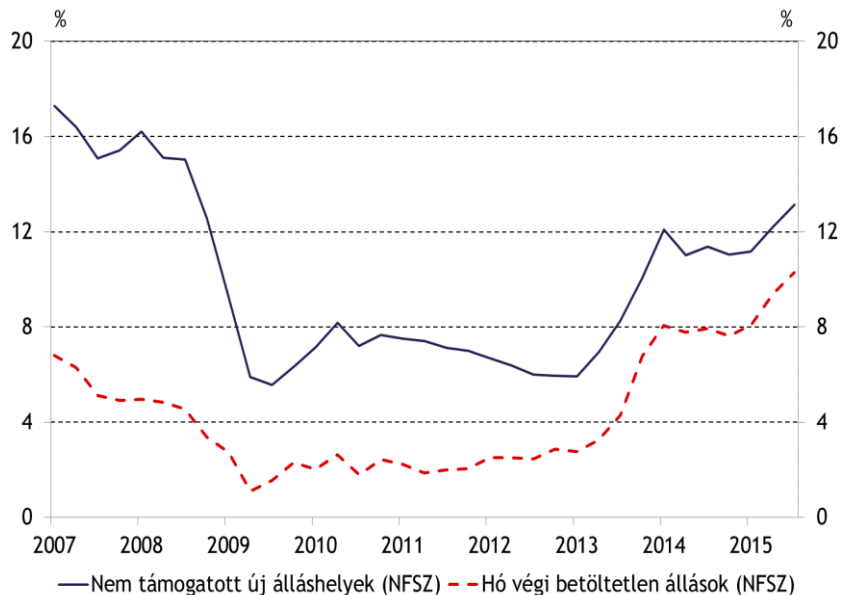
7. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

2015 negyedik negyedévében az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma kismértékben **alacsonyabb volt** az előző negyedévhez képest, emellett **a negyedév végén betöltetlen, nem támogatott álláshelyek száma** is enyhén csökkent. 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



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

### 1.3. Infláció és bérek

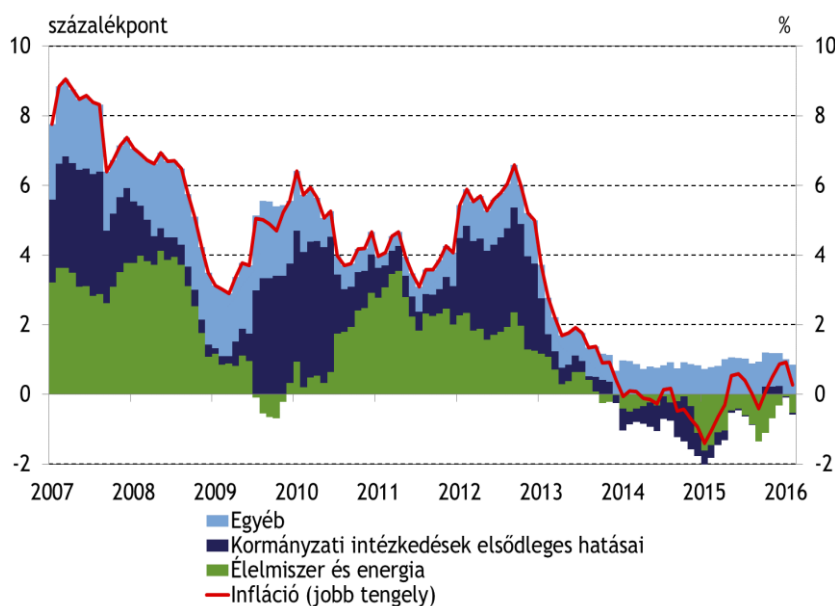
#### 1.3.1. Bérezés

2016 januárjában a versenyszféra éves bérdinamikája gyorsult az előző évben jellemző dinamikához képest. A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában a bruttó átlagkereset 4,4 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A januári prémium-kifizetések erőteljesebben alakultak az előző években tapasztalt mértékeknél. A versenyszférán belül a bruttó átlagkeresetek éves dinamikája januárban a piaci szolgáltató szektorban erőteljesebb volt, mint a feldolgozóiparban.

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

**2016 februárjában az infláció 0,3, a maginfláció 1,4 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,2 százalék volt** (9. ábra). Az infláció mérséklődését alapvetően az üzemanyagok árindexének csökkenése okozta.

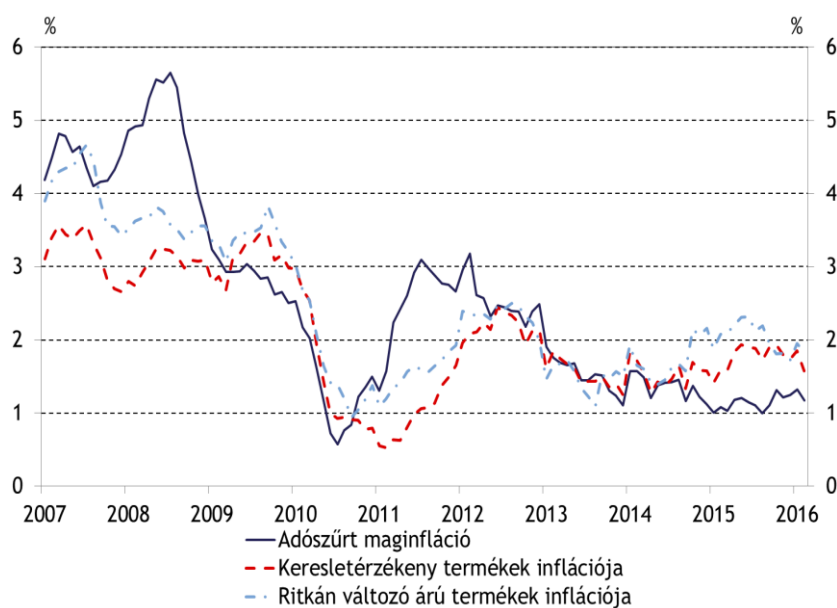
9. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

**Az inflációs alapmutatók továbbra is visszafogott inflációs környezetet jeleznek, amihez hozzájárulhatott az importált infláció alacsony szintje, az alacsony olajárak és a kihasználatlan kapacitások nagysága** (10. ábra). 2016 januárjában a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 4,8 százalékkal növekedtek, míg a fogyasztási cikket gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 0,6 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest.

10. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



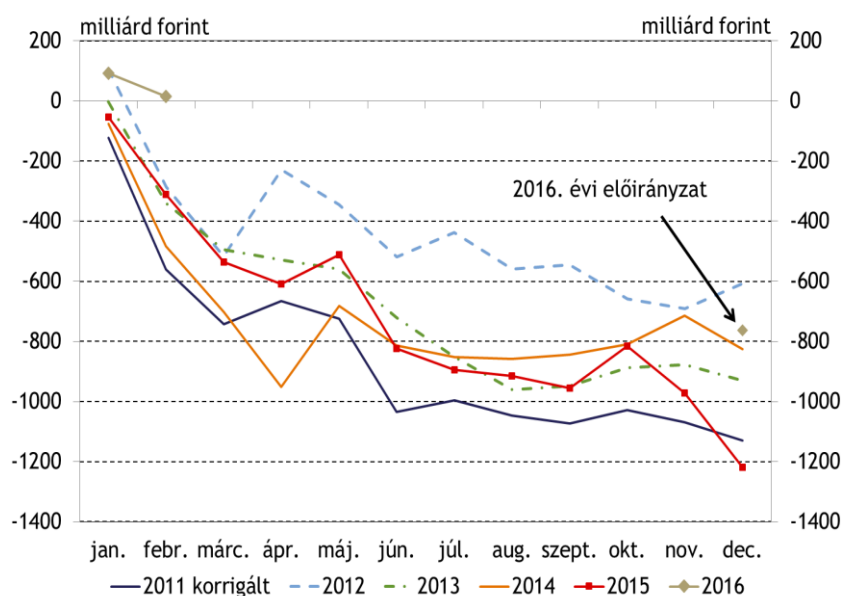
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Az infláció előretekintve számottevően elmaradhat a 3 százalékos céltól és csak 2018 első felében érhet annak közelébe. Az infláció rövid távon 0 százalék közelében alakulhat.

#### 1.4. Költségvetési folyamatok

**Az államháztartás központi alrendszere 2016 februárjában 77 milliárd forintos hiánnyal zárt, ami kedvező egyenleget jelent a korábbi évek azonos időszakához képest (11. ábra).** A 2016. februári költségvetési egyenleg jelentős mértékben, 180 milliárd forintra kedvezőbben alakult 2015 azonos hónapjához képest, melyet nagyobb részben a bevételek növekedése, kisebb részben pedig az alacsonyabb kiadási szint magyaráz.

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



Forrás: MÁK

A **központi alrendszer adó- és járulékbevételei** 2016 februárjában 102 milliárd forinttal meghaladták a 2015. februári bevételeket. A különbség a magas társasági adóbevételekhez, illetve az egyéb bevételek tételhez köthető, valamint kisebb mértékben a lakosság befizetései is hozzájárultak a tavalyinál kedvezőbb bevételi adatokhoz.

A **központi alrendszer kiadásainak** összege 2016 februárjában 78 milliárd forinttal alacsonyabban alakult a 2015. februári kiadásoknál. Az eltérést csaknem kizárólag az európai uniós projektekkel kapcsolatos nettó kiadások alacsonyabb értéke okozza.

### 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A **januári adatközlés szerint a szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség 350 millió euróra mérséklődött**, ami a folyó fizetési mérleg közel 260 millió eurós és a tőkemérleg 90 millió eurós többlete mellett alakult ki.

A **finanszírozási adatok a reálgazdaságinál kissé magasabb, közel 450 millió eurós finanszírozási képességet jeleznek. A külföldi források mérséklődése a nettó külső adósság csökkenése és a nettó FDI források kisebb beáramlása mellett alakult ki.** A közvetlentőke források kismértékben, 39 millió euróval emelkedtek, azonban átfolyótőke-tranzakciók miatt a magyarországi és külföldi befektetések is jelentősen, mintegy 9 milliárd euróval mérséklődtek. Januárban folytatódott a külföldiek részvénybefektetése (70 millió euro), azonban ezt a forrásbeáramlást mérsékelte a

rezidensek külföldi részvényvásárlása. A nettó külső adósság több mint 200 millió eurós csökkenésében az állam 575 millió eurós adósságcsökkenése játszotta a legnagyobb szerepet, ami főként a tartalék bővülése mellett alakult ki. Ebben többek között a december végén a bankoknak nyújtott swapok lejáratára, valamint az EU-transzferek felhasználására játszott szerepet. Az állam adósságcsökkenésével szemben a bankok decemberi kiugró nettó adósságtörlesztését követően januárban mintegy 525 millió euró értékben vontak be nettó külső forrásokat, amiben az adósság emelkedése és a követelések csökkenése is szerepet játszott – utóbbiban az MNB-vel kötött swapok lejáratának is szerepe lehetett. A nem pénzügyi vállalati szektor közel 180 millió euróval csökkentette tovább külső adósságát.

## 2. PÉNZÜGYI PIACOK

### 2.1. Nemzetközi pénzpiacok

A 2016-ban a februári kamatdöntésig megfigyelt alapvetően kedvezőtlen piaci hangulat és feltörekvő piaci turbulencia enyhült az elmúlt egy hónap folyamán. A hónap során leginkább az eurozóna vártnál alacsonyabb és újra negatív inflációja került a befektetési elemzések középpontjába, amely felerősítette az EKB márciusi monetáris lazításával kapcsolatos várakozásokat. Emellett a kínai növekedés lassulása és az olajár alakulása volt még meghatározó, de összességében a monetáris politikai döntésekre helyeződött át a hangsúly a hónap során. A pénzügyi piaci folyamatokat tekintve eleinte iránytalan kereskedést tapasztaltunk, majd a feltörekvő piaci turbulencia enyhülése, a piaci hangulat egyértelmű javulása látszódott.

Ezt támasztja alá a **tőzsdeindexek korábbi negatív teljesítményének jelentős korrekciója**, a kockázati indexek mérséklődése és az olajár emelkedése is. Az amerikai tőzsdeindexek emelkedést mutattak, az S&P 500 index február 23. óta 5,5 százalékkal, a DAX index 6,5, míg a japán Nikkei 5,5 százalékkal került feljebb. Ugyanakkor a kedvező tendencia nem volt elég ahhoz, hogy az év eleji fejlett piaci tőzsdeindexesést kompenzálja. A feltörekvő tőzsdéken ennél árnyaltabb volt a kép, a turbulenciára érzékenyebb országokban jelentős negatívumokat, míg például a kelet-közép európai régióban inkább pozitív tendenciákat tapasztaltunk az év első hónapjai folyamán. Összességében a kedvező részvénypiaci tendenciát támasztják alá a kompozit indexek is, mind a fejlett, mind a feltörekvő államokat tömörítő MSCI részvényindex érdemben (5-6 százalék) emelkedett az elmúlt hónap során.

**A kockázati indexek alakulása hasonlóan kedvező folyamatokat jelzett**, a feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global felár (50 bázispontos csökkenéssel) és a VIX (6 százalékpontos csökkenéssel) is év eleji szintje alá süllyedt.

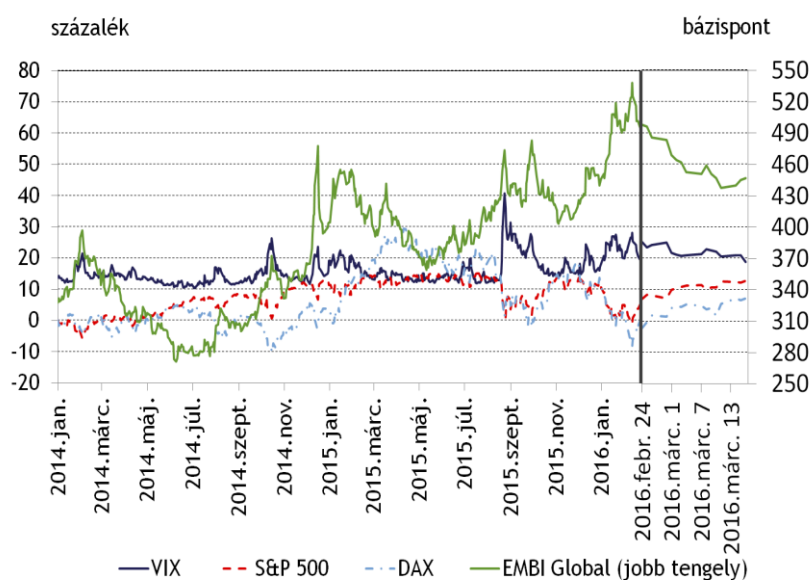
**A hosszú hozamok az eurozóna perifériáján csökkenést mutattak**, míg a kevésbé kockázatos, magasabb hitelminősítéssel rendelkező országok esetében enyhe emelkedést vagy stagnálást figyeltünk meg, ami szintén a piaci feszültségek részleges kiárazódására utalt.

**Az olaj árfolyama** eleinte ingadozott a változékony hírek hatására, a megfigyelési időszakban ugyanakkor 20-23 százalékkal emelkedett az olaj árfolyama. Ezt részben magyarázhatta az alapvetően kedvező piaci hangulat, valamint azon piaci hírek, miszerint korlátozhatják a kitermelt

mennyiséget. A kedvező hangulat olajáremelő hatását erősítheti, hogy általános nyersanyagár-korrekciónak ment végbe, a legnagyobb mértékben az energiahordozóknál, de a fémek és az agrártermékek árai is emelkedést mutattak.

**A főbb devizák árfolyamát** eleinte leginkább a trend nélküli kereskedés határozta meg, kivéve a fontot, mely a Brexittel kapcsolatos erősödő várakozások hatására 7 éves mélypontra gyengült, majd innen korrigált. Az euró a dollárhoz képest az időszak nagy részében szűk sávban mozgott, azonban az EKB bejelentését követően előbb az euro számottevő gyengülése, majd még nagyobb mértékű erősödése volt megfigyelhető. Ezt követően pedig a Fed vártnál enyhébb hangvételi nyilatkozata tovább gyengítette a dollárt az euróhoz viszonyítva.

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



Forrás: Bloomberg

**A globális jelentőségű jegybankok** alapvetően a monetáris lazítás felé tolódtak el, míg a Fed esetében a decemberihez viszonyítva lassabban emelkedő kamatpálya-várakozás figyelhető meg. A vártnál kedvezőbb munkapiaci adatok (nem-mezőgazdasági foglalkoztatottak számának havi bővülése a várt 195 ezer fő helyett 242 ezer fő volt, illetve 4,9 százalékon stagnált a munkanélküliség) és az enyhén emelkedő inflációs adat hatására ugyan a kamatemelési várakozások kissé felerősödtek, de továbbra is alatta maradnak a feltörekvő piaci turbulenciát megelőző szinteknek. A kamatpálya meredekségének mérséklődése részben ahhoz köthető, hogy



a Fedet is meglepte Japán, Európa, valamint néhány feltörekvő állam lassulása, és ez hatással lehet az USA gazdaságára is. Ugyanakkor összességében idén 2 további kamatemelést áraz a piac, ami a decemberihez képest kevesebb, de a január-februári turbulencia időszakához képest több. **A Bank of Japan** nem változtatott monetáris kondícióin, ugyanakkor az elnök jelezte, hogy három irányba léphetnek el a monetáris kondíciók lazítása és az inflációs cél elérése érdekében (a jelenlegi -0,1%-os irányadó kamat csökkentése; a monetáris bázis növelésének felgyorsítása; kockázatosabb eszközök vásárlása). **A kínai jegybank** március elsejével 50 bázisponttal mérsékelte a kötelező tartalékrátát, emellett bővítette az onshore kötvénypiacához való hozzáférést. A legfrissebb adatok szerint a korábbiakhoz viszonyítva lassult a devizatartalék csökkenési üteme.

A hónap egyértelműen az **Európai Központi Bank lehetséges lépéseivel kapcsolatos várakozásokról**, a lépések bejelentéséről és annak hatásairól szólt. Az elemzők a monetáris politikai döntést megelőzően legvalószínűbbnek az eszközvásárlások ütemének felgyorsítását, a betéti ráta csökkentését és az eszközvásárlások időbeli horizontjának kitolását tartották. A várakozásokat fokozta, hogy a februári inflációs adatok alulmúlták az elemzői várakozásokat, és ezzel újra negatív tartományba került az infláció az euroövezetben (a várt 0 százalékkal szemben -0,2 százalékra csökkent az infláció, ami egyéves mélypontot jelent). Az EKB március 10-én jelentős intézkedés csomagot jelentett be, melynek hatására érdemi volatilitás alakult ki a piacokon. A betéti kamatot 10, az alapkamatot és hitelkamatot 5 bázisponttal csökkentette az EKB, emellett havi 20 milliárd euróval növelte és vállalati kötvényekre is kiterjesztette eszközvásárlási programját, valamint új, négyütemű TLTRO programot hirdettek, 2016. júniusi indulással. A piaci hangulatot kezdetben javította az EKB bejelentése, nem sokkal a döntést követően azonban jelentős korrekciót lehetett megfigyelni a sajtótájékoztatón elhangzottak miatt, miszerint jelen állapotban nem indokolt további kamatcsökkentés.

## **2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása**

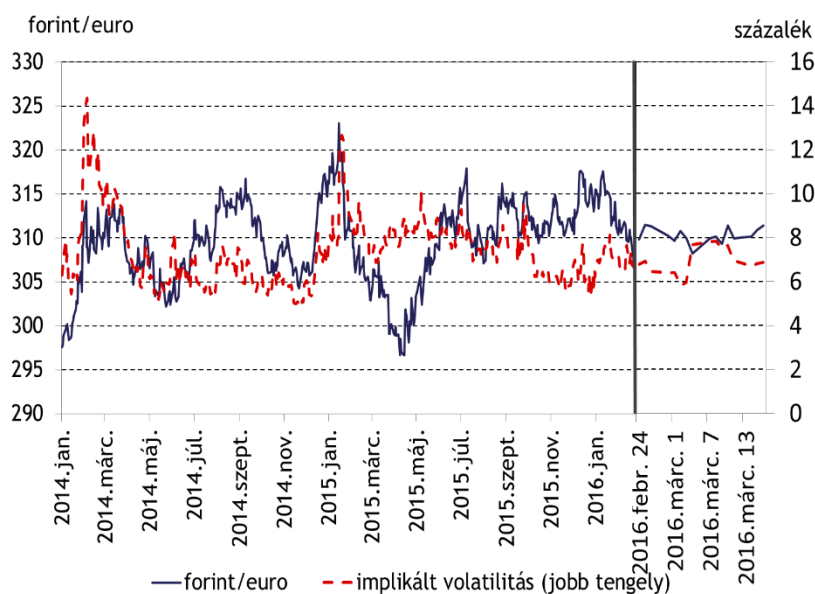
**A hazai eszközárakat a nemzetközi tényezők mellett jegybanki nyilatkozatok és hazai adatközlések mozgatták az elmúlt időszakban.** A vártnál kissé alacsonyabb inflációs adatnak átmeneti gyengítő hatása lehetett az árfolyamra.

**Az euro/forint árfolyam az időszak során 308 és 312-es szintek között mozgott, a forint összességében 1 százalékkal gyengült az euróval szemben.** A februári kamatdöntés másnapján a

régiótól kissé elszakadva 311-ig gyengült a forint euróval szembeni árfolyama. Február végén a javuló nemzetközi hangulatban érdemi korrekció vette kezdetét, és 308 alá erősödött a forint, majd a várakozásoktól elmaradó inflációs mutató publikálását követően a régiótól elszakadva gyengült ismét a 311-es szintig a hazai fizetőeszköz. Az EKB márciusi döntése előtti napokban kissé erősödött, majd ismét visszatért az 1 százalékos gyengülést jelentő 311-es szintre. A döntést követően a régiós devizák átmenetileg gyengültek. A március 16-i Fed-döntés hatására az euro erősödése mellett a forint és a zloty erősödtek mind a dollárral, mind az euróval szemben. A zloty a forinttól elszakadva 2 százalékos mértékben értékelődött fel az időszak folyamán, amit a januári érdemi zloty-leértékelődés korrekciója magyarázhat. A dollár időszak végi gyengülése miatt a forint árfolyama 1 százalékkal értékelődött fel a dollárral szemben, míg az egyéb régiós devizák a 2-4 százalékos körüli mértékben erősödtek az amerikai fizetőeszközzel szemben.

A dezinflációs kockázatok és az EKB laza monetáris politikája miatt alternatív pályaként már rövid távon is beárazódhatott egy újabb kamatsökkentés valószínűsége a **bankközi kamatokba**.

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

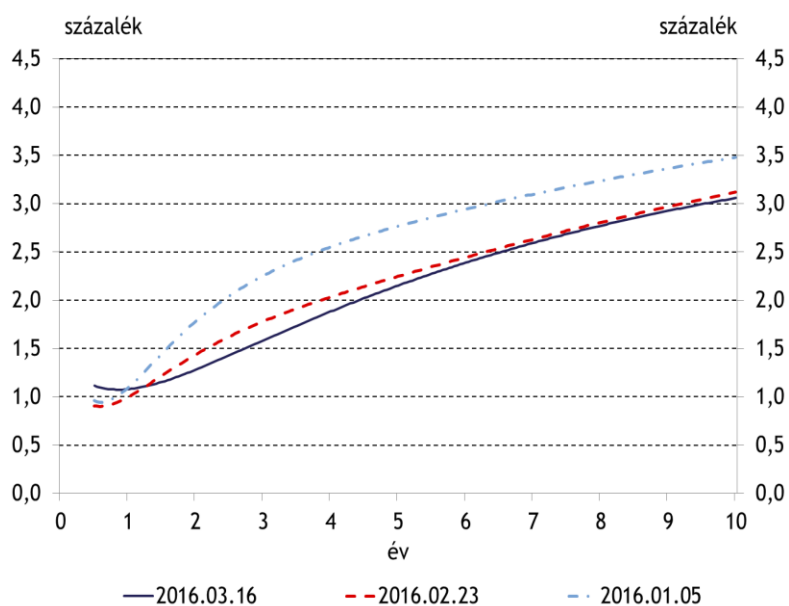


Forrás: Bloomberg

**Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid vége 5-15 bázisponttal feljebb, míg középső és hosszabb szakasza ennél kisebb mértékben lejjebb tolódott az előző kamatdöntés napjához képest.**

A rövid, éven belüli állampapír-piaci benchmark hozamok 0,95 százalékos körüli kiinduló szintjükről 1 százalékos fölé emelkedtek. A hozamgörbe középső és hosszabb szakaszán hozamcsökkenés következett be.

14. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

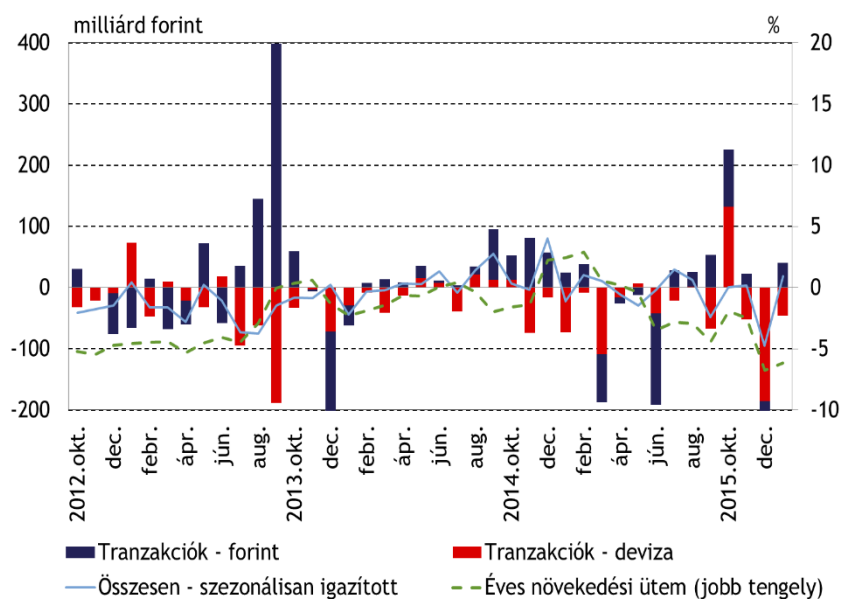
**Az időszak kötvény-aukcióin erőteljes volt a kereslet.** A 3 hónapos diszkontkincstárjegyek értékesítése visszafogott, a meghirdetett mennyiséget alig meghaladó érdeklődés mellett zajlott, a felajánlott mennyiséget két esetben csökkentette az ÁKK. Az átlaghozamok 1,26 százalék közelében alakultak az utolsó aukciókon, amely az időszak eleji átlaghozamhoz képest 20 bázispontos emelkedést jelent. A 12 hónapos papír első aukcióján a benyújtott ajánlatok összege nem érte el a felkínált mennyiséget, az Adósságkezelő a meghirdetett mennyiség kevesebb mint felét bocsátotta ki. A fix kamatozású, hosszú lejáratú állampapírok iránt ugyanakkor egészséges kereslet mutatkozott. A 3, 5 és 10 éves kötvények esetében három-négyszeres túljegyzés és csökkenő átlaghozamokat hozott, valamint az Adósságkezelő mindegyik esetben megemelte a kibocsátott mennyiséget.

**A külföldiek állampapír állománya nem változott érdemben előző kamatdöntés óta, portfóliójuk mérete 3590-3690 milliárd forint közötti tartományban ingadozott az időszak során,** jelenleg 3615 milliárd forinton áll, arányuk ugyanakkor 27,1 százalék alá süllyedt a teljes piaci forint államkötvény-állományon belül. A javuló nemzetközi hangulatban a magyar 5 éves CDS-felár az időszak végére 159 bázispontra mérséklődött. Az enyhe, 6 bázispontos csökkenés mögött dekompozíciós módszertanunk szerint az időszak végén javuló nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság állhatott.

### 3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

A hitelintézetek vállalati hitelállománya januárban összesen 5 milliárd forinttal mérséklődött a tranzakciók eredőjeként, míg a tranzakciók szezonálisan igazított értéke 19 milliárd forintot tett ki (15. ábra). Devizális bontásban a forinthitelek állománya 41 milliárd forinttal nőtt, míg a devizahiteleké 46 milliárd forinttal csökkent. Az állomány-csökkenés éves dinamikája így 6,1 százalékot tett ki januárban, szemben a decemberi 6,7 százalékos értékkel.

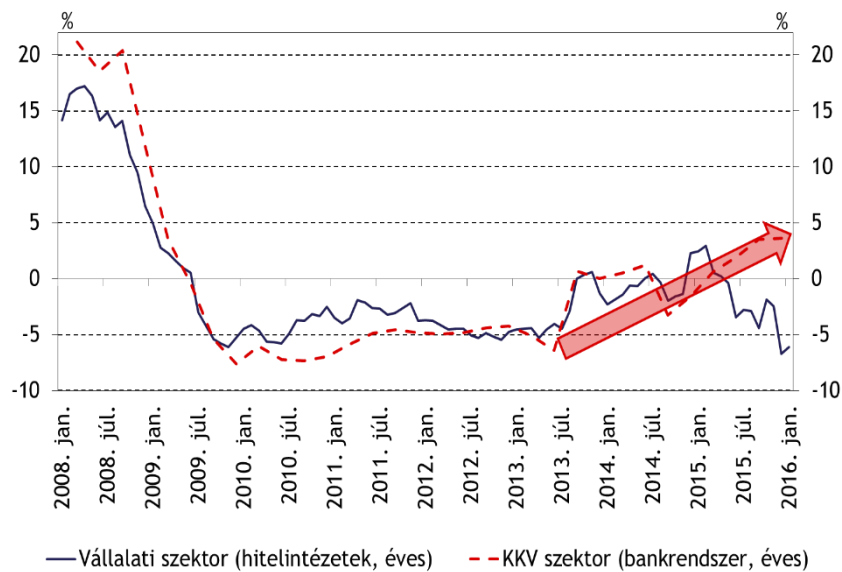
15. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Ezzel szemben a kkv szegmens hitelállománya az előzetes adatokon alapuló becslés alapján 2,4 százalékos éves növekedést mutatott januárban (16. ábra). A Növekedési Hitelprogram a korábban leszerződött hitelek egy részének folyósítása révén 10 milliárd forinttal járult hozzá az állománybővüléséhez a vizsgált időszakban.

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

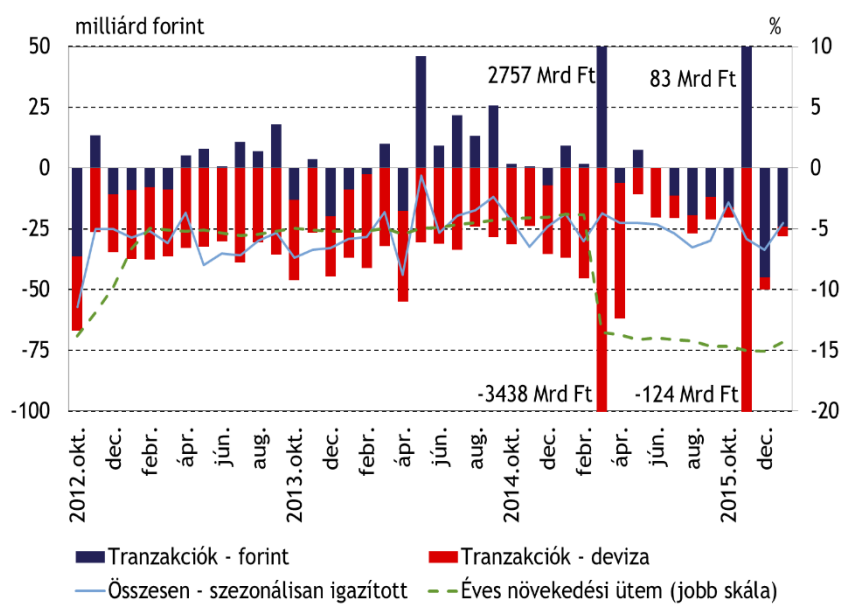


Forrás: MNB

Januárban az új kibocsátású vállalati hitelek esetében a kisebb összegű forinthitelek átlagos évesített kamatlába decemberhez képest 0,79 százalékponttal 4,85 százalékra emelkedett, míg a nagyobb összegű forint hitelek átlagos kamatlába 1,21 százalékponttal 1,75 százalékra csökkent.

A háztartási szegmens teljes hitelintézeti szektorral szembeni hitelállománya a hiteltranzakciók eredőjeként 28 milliárd forinttal csökkent (17. ábra). A forinthitelek állománya 24 milliárd forinttal, a devizahiteleké pedig 4 milliárd forinttal mérséklődött. Januárban az éves állománycsökkenés 14,3 százalékot tett ki, ez az elszámolás és a forintosítás hatását kiszűrve 4,3 százalékos csökkenéssel egyenértékű. 2015 januárjához képest leginkább a személyi kölcsönök szerződött összege emelkedett, de nőtt az új lakáscélú- és a gépjárműhitelek kibocsátása is.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Az új kihelyezésű háztartási hitelek kamatai januárban enyhén csökkentek. A lakáscélú forint hitelek teljes hiteldíj mutatója 0,18 százalékponttal 5,62 százalékra, míg a szabad felhasználású forint hiteleké 0,75 százalékponttal 6,85 százalékra mérséklődött.