



# Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2014. március

Háttéranyag  
a Monetáris Tanács  
2014. március 25-i ülésének  
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2014. április 9. 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](http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv)

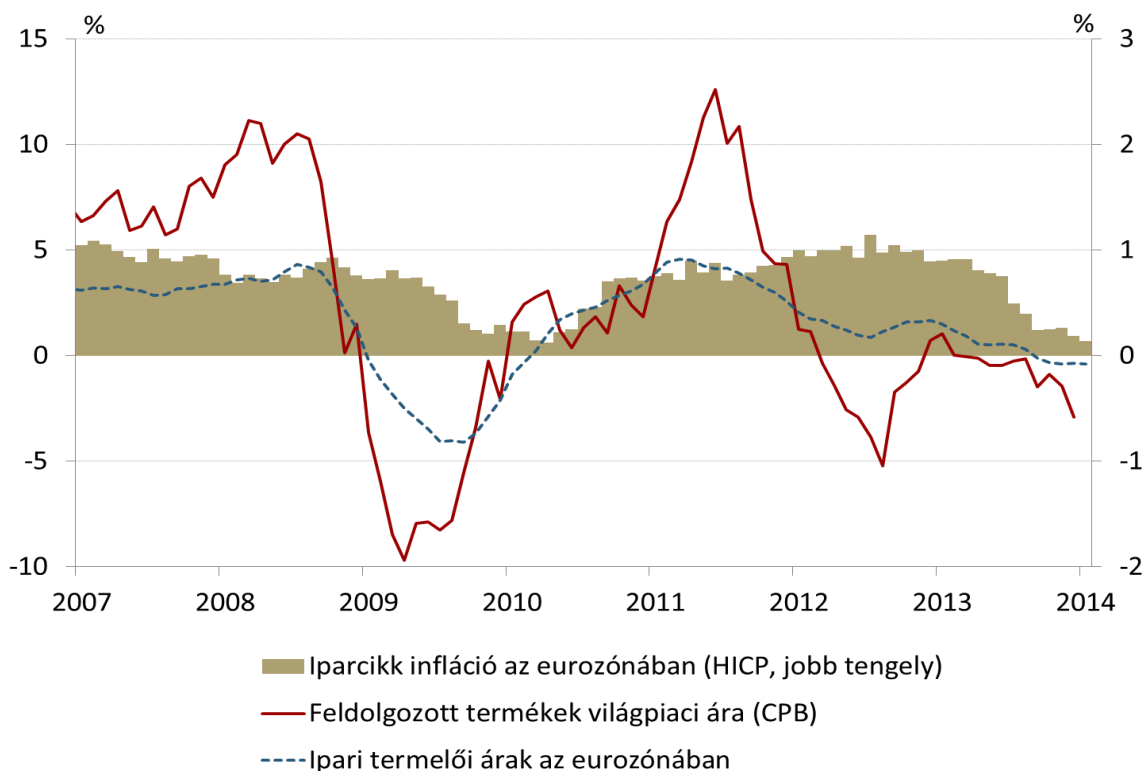
# Makrogazdaság

## Nemzetközi makrogazdasági környezet

**2013 negyedik negyedében folytatódott a világgazdaság lassú élénkülése.** A növekedési környezet változása a fejlett és a feltörekvő országokban eltérő irányultságot mutatott. A korábban gyors növekedést mutató feltörekvő gazdaságokat lassuló dinamika jellemezte 2013 utolsó hónapjaiban, miközben a fejlett gazdaságok egyre szélesebb körében jelentkeztek a gazdasági aktivitás erősödésének jelei. A legfrissebb konjunktúraindikátorok alapján e kettősség 2014 elején is fennmaradt.

**Az eurozóna 2013 második felében kikerült a recesszióból. A januári konjunktúraindikátorok a növekedés erősödését jelzik,** az ipari termelés és a kiskereskedelmi forgalom is bővült az euroövezetben. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország ipari kibocsátása is tovább bővült, és a német ipari rendelések dinamikája is gyorsult.

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



**A világpiacon felől érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban.** A mérséklődő nyersanyagárak és a lassan növekvő világgazdaság együttesen mérséklék az inflációt, aminek eredményeként az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak. Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világpiacon árában továbbra is kedvező folyamatok figyelhetők meg. A feldolgozott termékek világpiacon árai továbbra is visszafogottan alakultak.

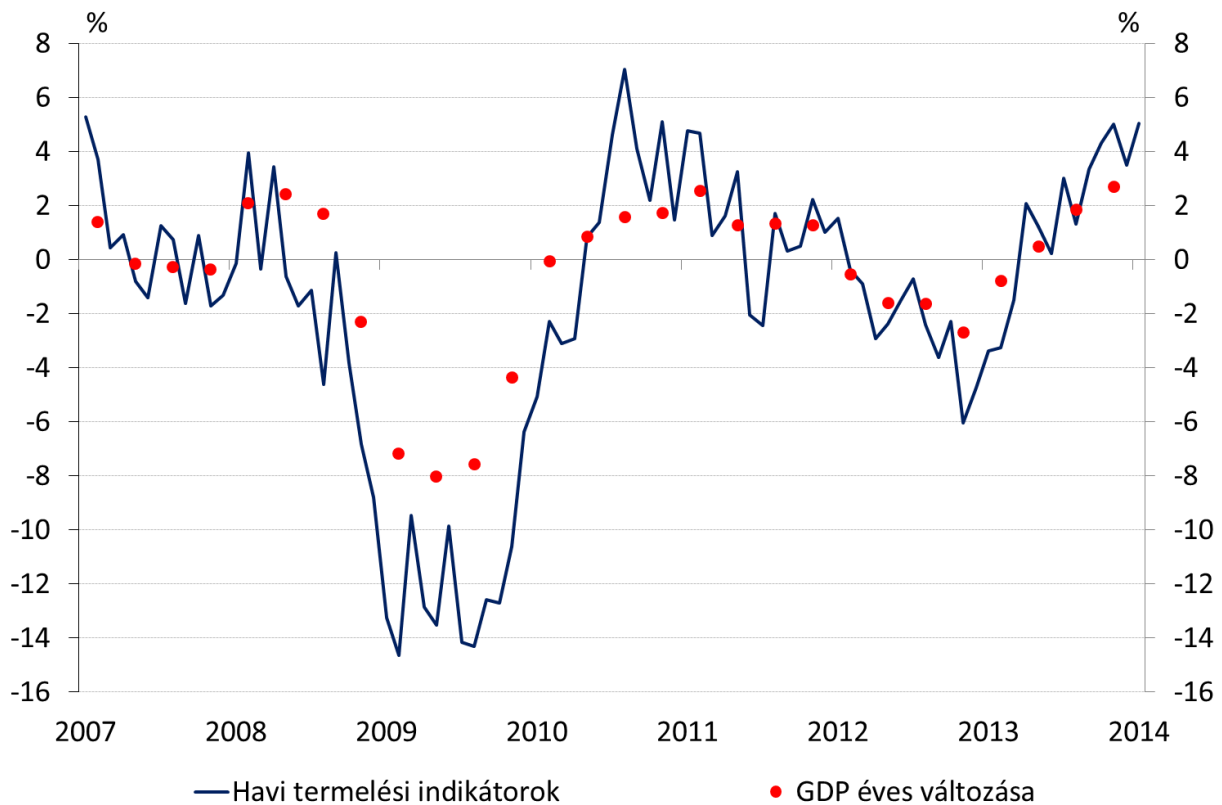
## **Hazai reálgazdasági és foglalkoztatási folyamatok**

**2014 első negyedében folytatódhatott a gazdaság növekedése.** A tavalyi év során fokozatosan gyorsult a hazai gazdaság bővülése, a negyedik negyedévben a bruttó hazai termék 2,7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A növekedés mértéke összhangban állt a decemberi Inflációs jelentés rövid távú prognózisával. A januári termelési mutatók és előretekintő indikátorok alapján a gazdasági növekedés 2014 elején is élénk maradhatott. 2013 folyamán egyre több szektor kibocsátásában fordulatot figyelhettünk meg, 2014 januárjában az ágazatok széles körében nőtt a kibocsátás.

**A gazdaság növekedése várakozásainknak megfelelően kiegyensúlyozottan alakulhat, az export és a belföldi kereslet egyaránt élénkülhet.** Erre utal, hogy januárban az exportszektor és a belföldre termelő ágazatok kibocsátása is kedvezően alakult.

**Az ipari termelés éves összevetésben 6,1 százalékkal, az előző hónaphoz képest pedig 2,1 százalékkal növekedett. A feldolgozóipari ágazatok széles körében nőtt a termelés januárban.** Ahogy a tavalyi év során, így az év elején is a járműgyártás ágazat teljesítménye magyarázta a bővülés nagyobb részét. A kedvező keresleti környezet a következő hónapokban is hasonló teljesítményt vetít előre. Az ipari új rendelések volumene januárban ugyan 3,3 százalékkal csökkent az előző év januárjához képest, de az utolsó három hónap átlagos növekedési üteme 13,9 százalék volt. Januárban az enyhe időjárás miatt csökkent az energiaszektor kibocsátása, átmenetileg tompítva az ipari termelés növekedését. **Az áruexport az ipari folyamatokkal összhangban tovább emelkedett januárban,** ezt elsősorban a járműgyártás ipari exportja magyarázza. Ezzel szemben januárban az import szezonálisan igazított szintje stagnált.

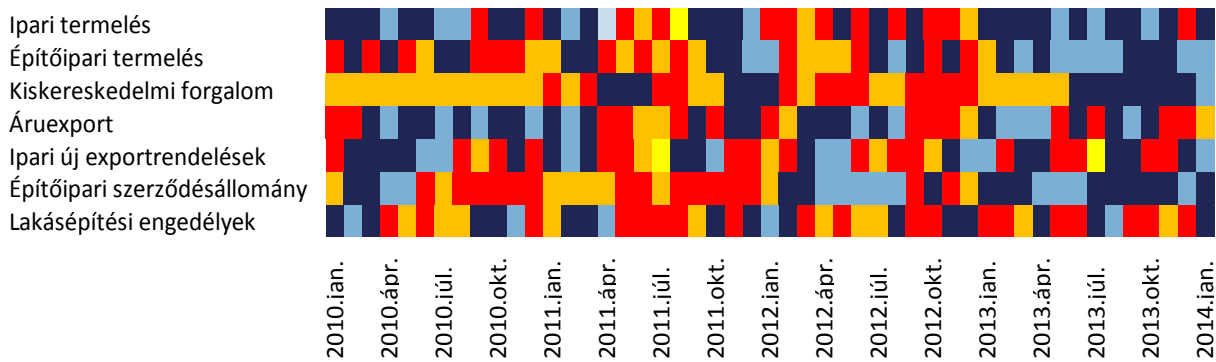
2. ábra: Havi termelési indikátorok\* és a GDP alakulása



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

**Az építőipar termelése januárban is bővült (éves összevetésben 15,9 százalékkal),** a tavalyi év során megfigyelt kettősség fennmaradása mellett. Míg a magánszektor beruházási aktivitása visszafogottan alakult, az állami kör uniós forrásból finanszírozott, döntően infrastrukturális beruházásai jelentősek maradtak. A kedvező termelési adatban az enyhe januári időjárás is szerepet játszhatott, de a rendelésállomány jelentős növekedése a következő hónapokra is élénk termelés bővülést vetít előre. Az építőipar szerződésállománya januárban 66,7 százalékkal múlta felül az egy évvel korábbi szintet. Emellett a lakáspiaci konjunktúra stabilizálódását jelezheti, hogy több negyedéves csökkenés után a lakóépületek építésére kiadott engedélyek száma januárban növekedett. A kedvező építőipari adatok alapján **az épületjellegű beruházások számottevő ütemben nőhetnek 2014 elején is.**

3. ábra: Növekedési hőtérkép\*



\* A növekedési hőtérkép a legfontosabb havi konjunktúraindikátorok szezonálisan igazított, havi növekedési ütemének háromhavi mozgóátlagát jeleníti meg, az alábbi színkód alapján: sötétkék = 5 éves átlagnál magasabb ütemben, gyorsulva nő, kék = átlagnál magasabb ütemben, lassulva nő, halványkék = átlagnál alacsonyabb ütemben, gyorsulva nő, sárga = átlagnál alacsonyabb ütemben, lassulva nő, narancssárga = lassuló ütemben csökken, piros = gyorsuló ütemben csökken.

**A fogyasztási kereslet fokozatos növekedése az idei év elején is folytatódhatott, a kiskereskedelmi értékesítések bővülése számottevő volt. Az előzetes adatok alapján januárban a kiskereskedelmi értékesítések 3,9 százalékkal nőttek 2013 januárjához képest, illetve 1,1 százalékkal bővültek 2013 decemberéhez viszonyítva.**<sup>1</sup> A tavalyi évben fokozatosan bővültek az ágazat eladásai, így mostanra a válság utáni szintekről várható a fogyasztás további élénkülése. A lakossági fogyasztás bővülését támogatják a historikusan alacsony infláció révén érdemben növekvő reáljövedelmek. A fellendülés azonban továbbra is mérsékelt lehet, összhangban a még mindig jelentős óvatossági megtakarítási motívumokkal és a lakossági mérlegalkalmazkodással.

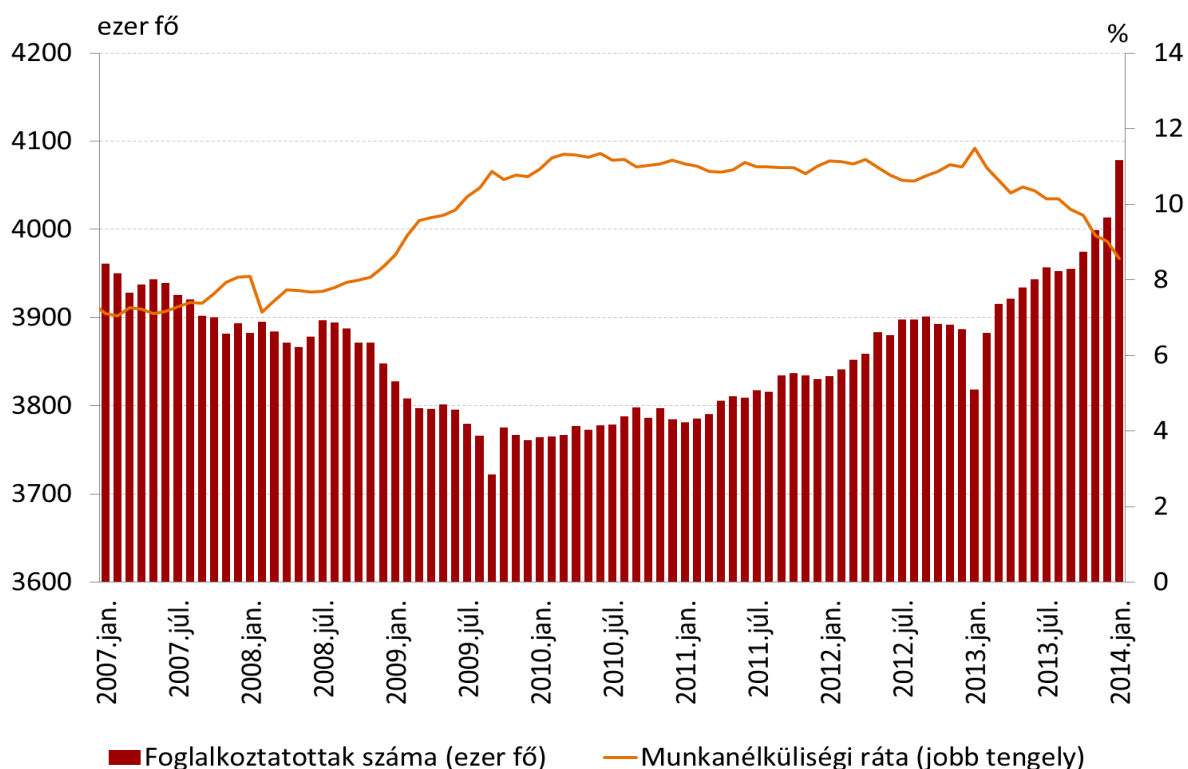
A Munkaerő-felmérés adatai alapján **januárban tovább nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma. A munkanélküliség tovább csökkenve 8,6 százalékra állt.** A foglalkoztatás bővülése mögött nagyrészt a téli közmunkaprogramok állhatnak. Részletes adatok 2013. negyedik negyedéről állnak rendelkezésre. A tavalyi utolsó negyedévben jelentősen emelkedett az államháztartásban foglalkoztatottak létszáma, valamint bővült a versenyszféra

<sup>1</sup> A Központi Statisztikai Hivatal a március 25-i kamatdöntés után jelentette meg a januári részletes kiskereskedelmi adatokat, melyek az előzetes adatközlésnél érdemben magasabb növekedést jeleztek. Az eltérés fő oka, hogy a részletes adatközléssel megváltozott a dohánytermékek forgalmának számbavétele. Míg 2013 júliusa előtt a KSH reprezentatív mintavétellel becsülte a dohányforgalmat, addig a trafikrendszer bevezetése után átálltak a Nemzeti Dohánykereskedelmi Nonprofit Zrt. adatszolgáltatására, amely teljes körűen lefedi a legális forgalmat. E módszertani változás miatt a 2013. július előtti és utáni adatok nem hasonlíthatók össze. A dohányforgalom változásának kiszűrésével januárban a kiskereskedelmi forgalom 2,7 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.

foglalkoztatottsága is. Ezen belül főként a feldolgozóipar létszáma nőtt, míg a piaci szolgáltatások létszáma enyhén csökkent az előző negyedévhez képest.

**A vállalati munkakereslet fokozatos javulását** alátámasztja, hogy a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai alapján februárban jelentősen nőtt az előző hónapokhoz képest az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma. A korábbi hónapokban csökkent az új álláshelyek száma, azonban a februári adat visszatérést jelent az őszi szintekhez.

4. ábra: Munkaerő-piaci mutatók alakulása



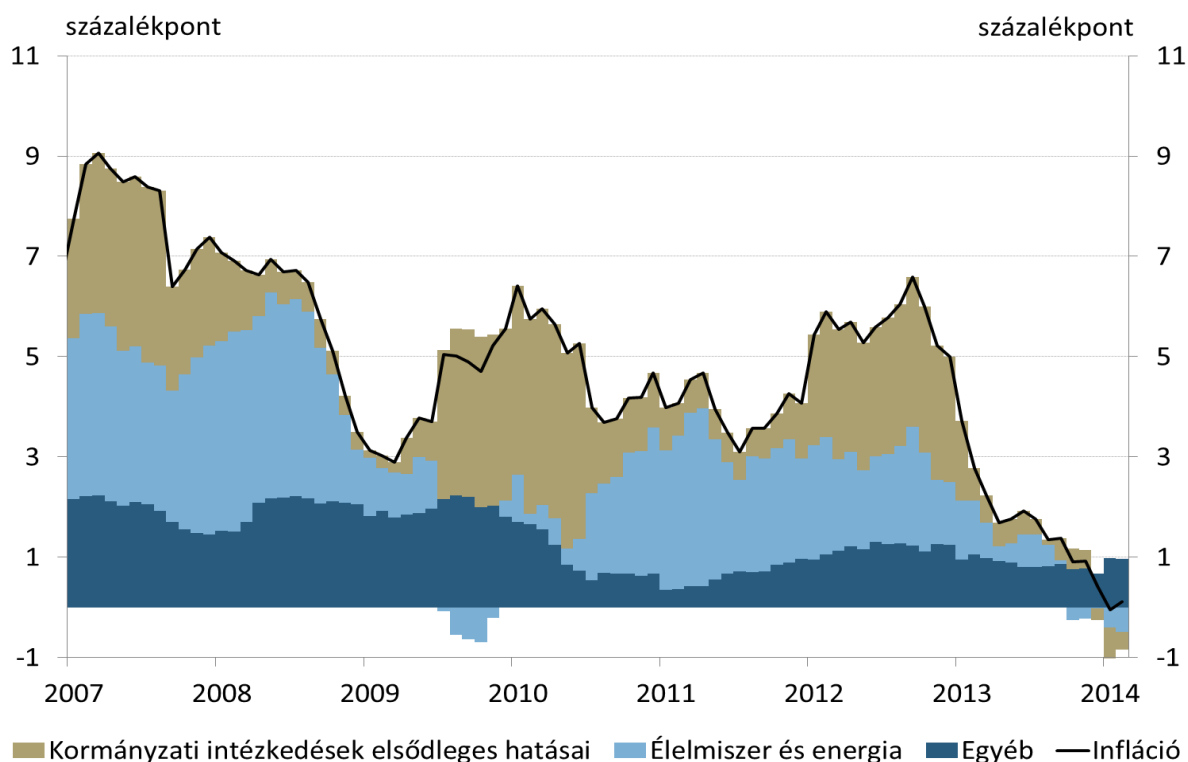
## Infláció és bérek

**2013 egészét tekintve a versenyszféra bérei visszafogottan alakultak, a bruttó átlagkeresetek 3,6 százalékkal nőttek. 2013 decemberében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 0,5 százalékkal növekedett.** Tavaly (a 2012. évhez hasonlóan) is sokkal változékonyabb volt a bérdinamika, mint a korábbi években. A nagy ágazatokban eltérően alakult a bérezés. Míg a piaci szolgáltatásoknál az egész év tekintetében jelentősen visszafogott bérdinamikát tapasztaltunk, addig a feldolgozóiparban csak az év utolsó hónapjában lassult a bérdinamika.

**2014 februárjában a fogyasztóiár-index 0,1, a maginfláció 2,8 százalék, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,6 százalék volt.** Az infláció 0,1 százalékponttal emelkedett, míg a maginfláció 0,6 százalékponttal csökkent az előző hónaphoz képest. A maginfláció csökkenését elsősorban az alkohol, dohány bázishatás miatt csökkenő inflációja, illetve a piaci szolgáltatások árcsökkenése magyarázza. Azonban a teljes infláció szintjén ezt ellensúlyozta a tavaly év eleji szabályozott energiaár-csökkentés bázisból való kiesése.

**Az elmúlt negyedévben az infláció tovább fékeződött és továbbra is historikusan alacsony szinten, jóval a 3 százalékos inflációs cél alatt tartózkodik.** A mérsékelt inflációhoz a kedvező költségoldali nyomás, visszafogott keresleti környezet, várakozások fokozatos alkalmazkodása, illetve a szabályozott energiaárak csökkentése egyaránt hozzájárulhatott. A beérkezett inflációs adatok alacsonyabbak voltak a decemberi inflációs jelentés várakozásainál. Az eltérés jelentős részét költségoldali tényezők magyarázzák, ezen belül is a nyersanyagárak, illetve az olajárak kedvező alakulása. Emellett az eltéréshez kis részben az iparcikkek visszafogott inflációja is hozzájárult.

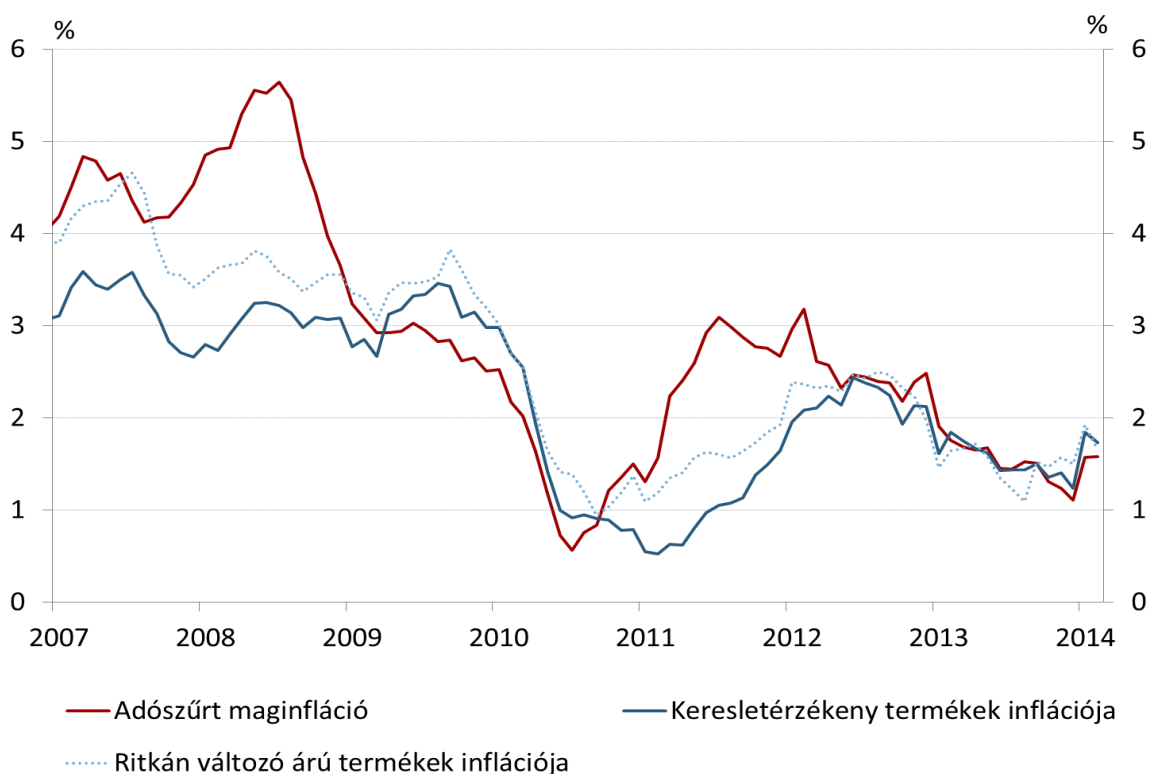
5. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója





Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók az év elején némileg emelkedtek, melyhez a tavaly januári visszafogott áralakulás bázishatása is hozzájárult. Februárban részben korrigálódott az alapfolyamat mutatók szintje. Az **alapfolyamat mutatók alacsony szintje** a fentebb felsorolt tényezőkkel összhangban **továbbra is mérsékelt inflációs környezetre utal**. Az adószűrt maginfláció a jelenlegi alacsony szintjéről 2014 második negyedévéől indulhat emelkedésnek, a belföldi kereslet fokozatos élénkülésével, valamint az év eleje óta gyengébb árfolyam fokozatos begyűrűzésével párhuzamosan.

6. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



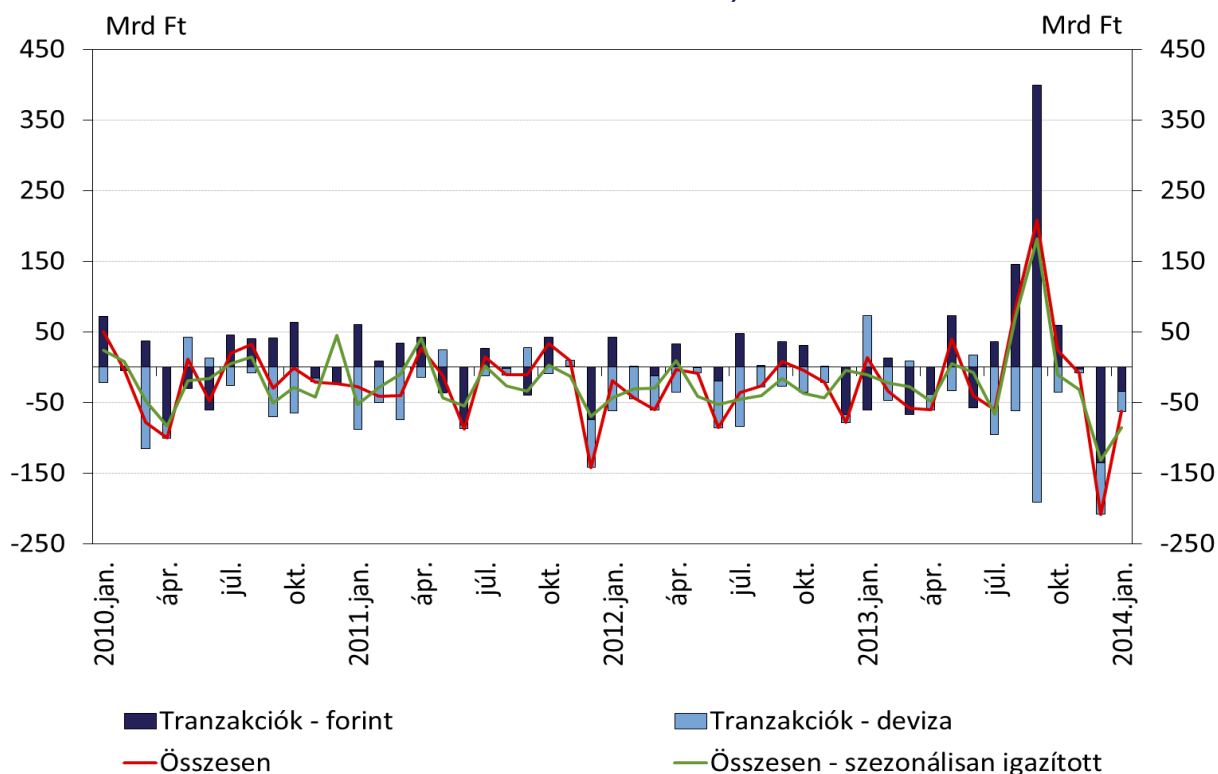
**A visszafogott inflációs alapfolyamatokhoz a kedvező költségoldali és keresleti folyamatok egyaránt hozzájárulhattak az elmúlt hónapokban.** A mezőgazdasági termelői árak 2014 januárjában éves alapon 13,4 százalékkal csökkentek. A fogyasztási cikket gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 2014 januárjában 1,2 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Az üzemanyagárak az év elején mérséklődtek, melyet alapvetően a dollárban kifejezett olajárak mérséklődése magyaráz. Azonban februárban az árfolyam leértékelődése következtében az üzemanyagárak emelkedését figyelhettük meg. A fogyasztási kereslet a

kiskereskedelmi adatok alapján az elmúlt hónapokban fokozatosan bővíthetett, ám a kiskereskedelmi forgalom szintje változatlanul érdemben elmarad a válság előtti években megfigyelttől. Így a belső keresleti környezet összességében továbbra is deflációs hatású lehet.

## Hitelezési folyamatok alakulása

**2014 januárjában a nem pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele -63 milliárd forintot tett ki, tehát a szektor nettó hiteltörlesztő volt** a teljes hitelintézeti szektorral szemben. A törlesztések forintban 34, devizában 29 milliárd forinttal haladták meg a folyósításokat, és egyaránt érintették a rövid és hosszú lejáratú hiteleket. A tranzakciókból eredő éves állománylépülési ütem így 2,5 százalék körül alakult. Januárban a kisebb összegű forinthitelek átlagos kamata nem változott a decemberi értékhez képest, míg a nagyobb összegű forint hitelek átlagos kamatlába lassabb ütemben, de tovább csökkent.

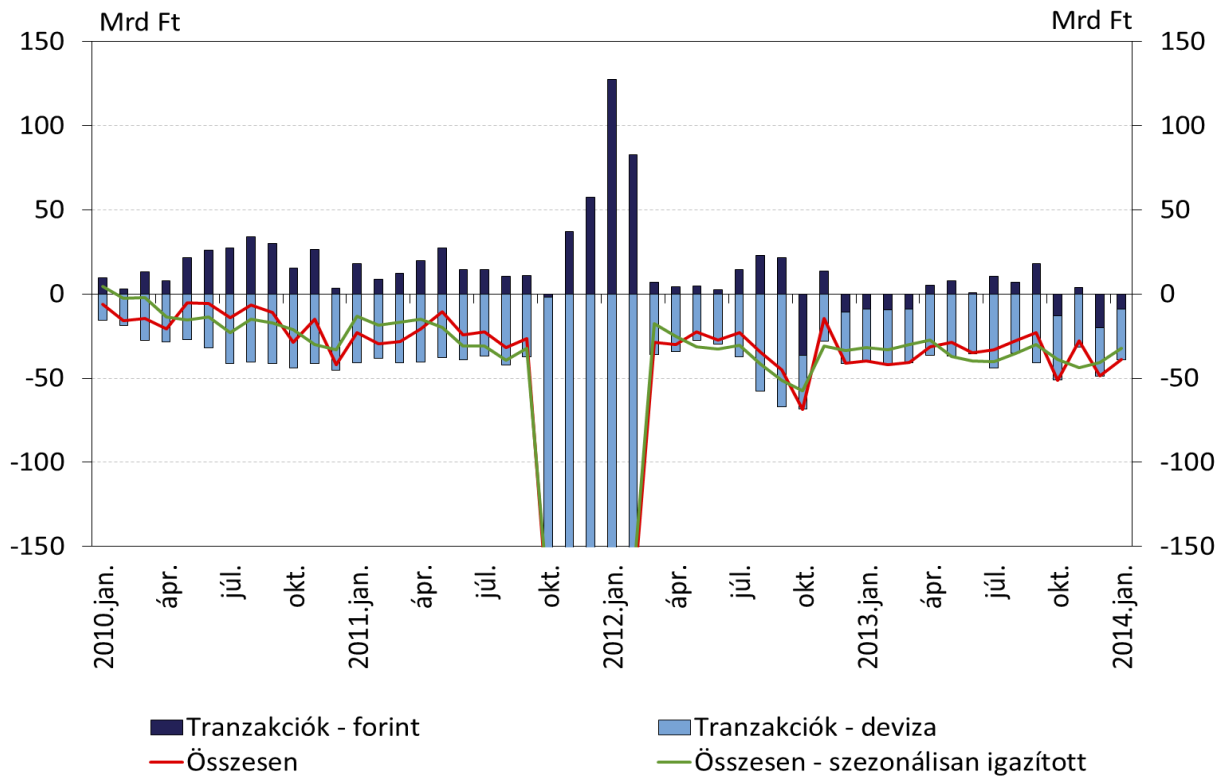
7. ábra: Vállalati hitelállomány alakulása



**Januárban a háztartások nettó hitelfelvétele a teljes hitelintézeti szektorral szemben -39 milliárd volt.** A hónap folyamán nettó értelemben a deviza és forinthiteleket is törlesztették a háztartások, előbbit 30 milliárd forint, utóbbit pedig 9 milliárd forint értékben. A tranzakciókból

eredő éves állományleépülés így 5,9 százalék maradt. Az új kihelyezésű háztartási lakáshitelek átlagos kamata januárban gyorsuló ütemben csökkent tovább, míg a szabad felhasználású jelzáloghitelek átlagos kamata a decemberi értékhez képest érdemben nem változott.

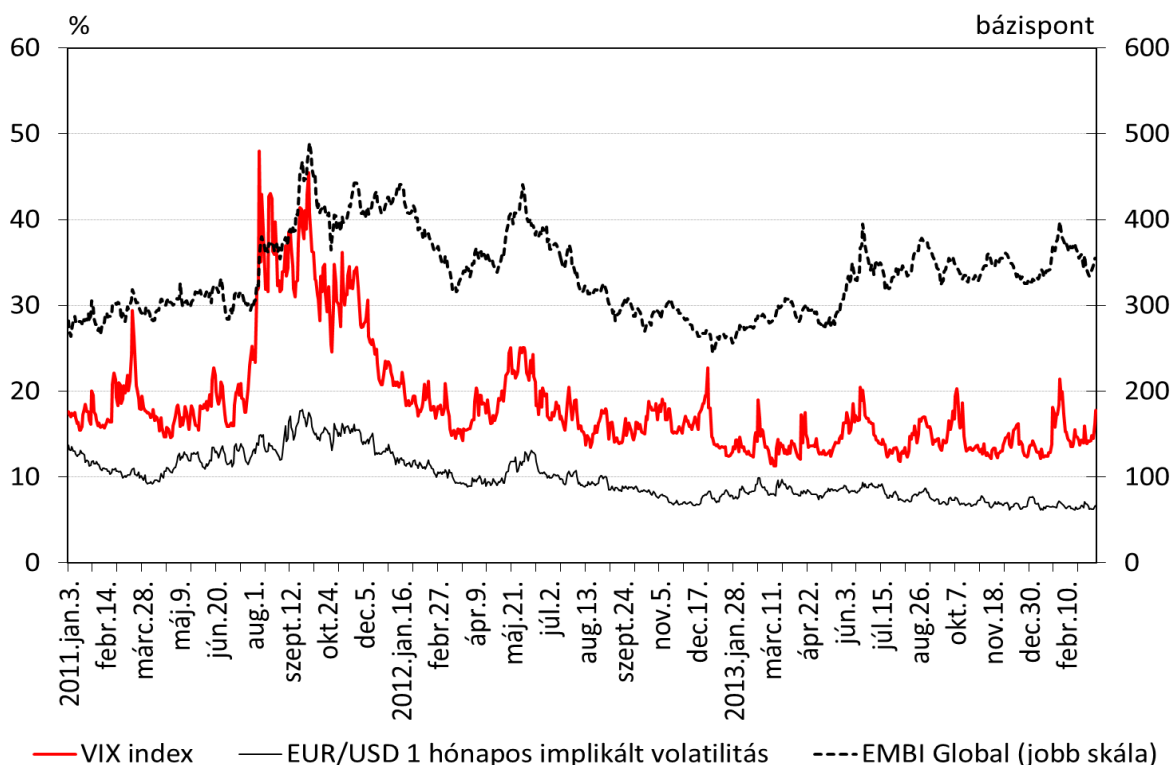
8. ábra: Háztartási hitelállomány alakulása



## Pénzügyi piacok

A februári kamatdöntés óta eltelt időszakban változékonyan alakultak a pénzügyi folyamatok, a piaci szereplőket elsősorban a feltörekvő gazdaságok növekedésével kapcsolatos aggodalmak, illetve geopolitikai feszültségek befolyásolták, így az alapvetően kedvezőtlen hangulatban a részvénypiacok relatíve alulteljesítették a kötvénypiacokat. Ez tükröződött a kockázati indikátorok alakulásában is: míg a tőzsdei volatilitást mérő VIX-index enyhén emelkedett, addig a feltörekvő piaci EMBI kötvénymutató értéke csökkent. A pénz- és tőkepiaci folyamatokat a fejlett jegybankok felől érkező hírek mellett elsősorban az Ukrajnával kapcsolatos fejlemények, valamint Oroszország és a nyugati államok között fokozódó politikai feszültségek mozgatták. **Egyre több piaci elemzés foglalkozott a feltörekvő régió, ezen belül Kelet-Közép-Európa gazdasági-pénzügyi kitettségével Oroszország és Ukrajna felé** részben a külkereskedelmi kapcsolatok, részben az orosz gázimportra való ráutaltság terén. A közép-kelet-európai térség devizái közül az elmúlt egy hónapban a cseh korona, illetve a román lej viszonylag kis elmozdulást mutatott, miközben a lengyel zloty és a magyar forint az időszak nagy részében gyengült, majd a vizsgált időszak legvégén az orosz-ukrán feszültségek enyhülésével az elszenvedett 1,5-2 százalékos gyengülés jó részét korrigálni tudta. Az utóbbi időben **Kínából érkező, rendre a várakozásoktól elmaradó makrogazdasági adatok növelték a világgazdaság lassulásával kapcsolatos félelmeket**, ami az ukrán helyzet mellett szintén hozzájárulhatott a globális hangulat ingadozásához. A fejlett piaci tőzsdeindexek vegyesen teljesítettek: az amerikai tőzsdével szemben az európai és japán tőzsdeindexek alulteljesítőnek számítottak.

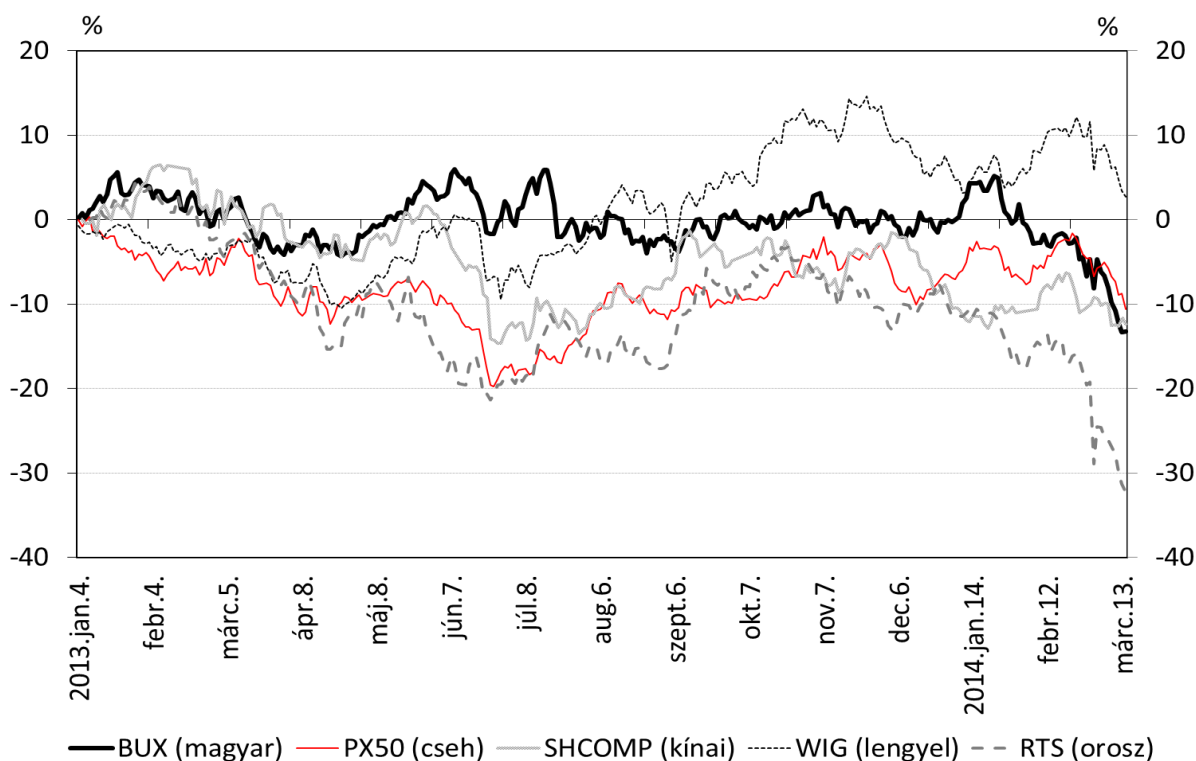
9. ábra: A fontosabb nemzetközi kockázati mutatók alakulása



**Az EKB a piaci várakozásokkal szemben nem változtatott irányadó rátáján, illetve előretekintő iránymutatásán,** a jegybank elnöke hangsúlyozta, hogy egyelőre nem látnak közvetlen deflációs veszélyt az eurozónában. A Fed márciusban is folytatta az eszközvásárlások ütemének decemberben megkezdett lassítását, a jegybanki kommunikáció alapján a piac korábbra várja az első kamatemelést. A Bank of England jelezte, hogy a 7 százalékos munkanélküliségi szint vártnál korábbi elérése nem jelenti automatikusan a kamatemelési ciklus kezdetét. **Oroszországban rendkívüli kamatdöntő ülésen 150 bázisponttal 7 százalékra emelték az irányadó kamatot** az év eleje óta tartó erőteljes rubelgyengülésre hivatkozva, míg Új-Zélandon és Brazíliában 25 bázisponttal emelték az alapkamatot. A dollár másfél százalékkal gyengült az euróhoz képest elérve a 1,395-ös szintet, a hagyományosan menedékdevizának számító svájci frank és japán yen pedig felértékelődött a dollárral szemben. **Ugyanakkor a fejlett hosszú hozamok – a jegybanki előretekintő iránymutatásoknak köszönhetően – tovább mérséklődtek.** A perifériaországok hosszú hozamaira ugyancsak kevésbé hatott a kedvezőtlen hangulat, a hozamok enyhe mérséklődést mutattak. **A régiós feltörekvő országok állampapírhozamai a február végi megugrást követően szintén csökkentek.** A cseh, román 10 éves kötvényhozamok 8-10

bázisponttal, míg a lengyel és magyar hozamszint ennél nagyobb mértékben, 20-25 bázisponttal mozdultak el lefelé az időszak végére.

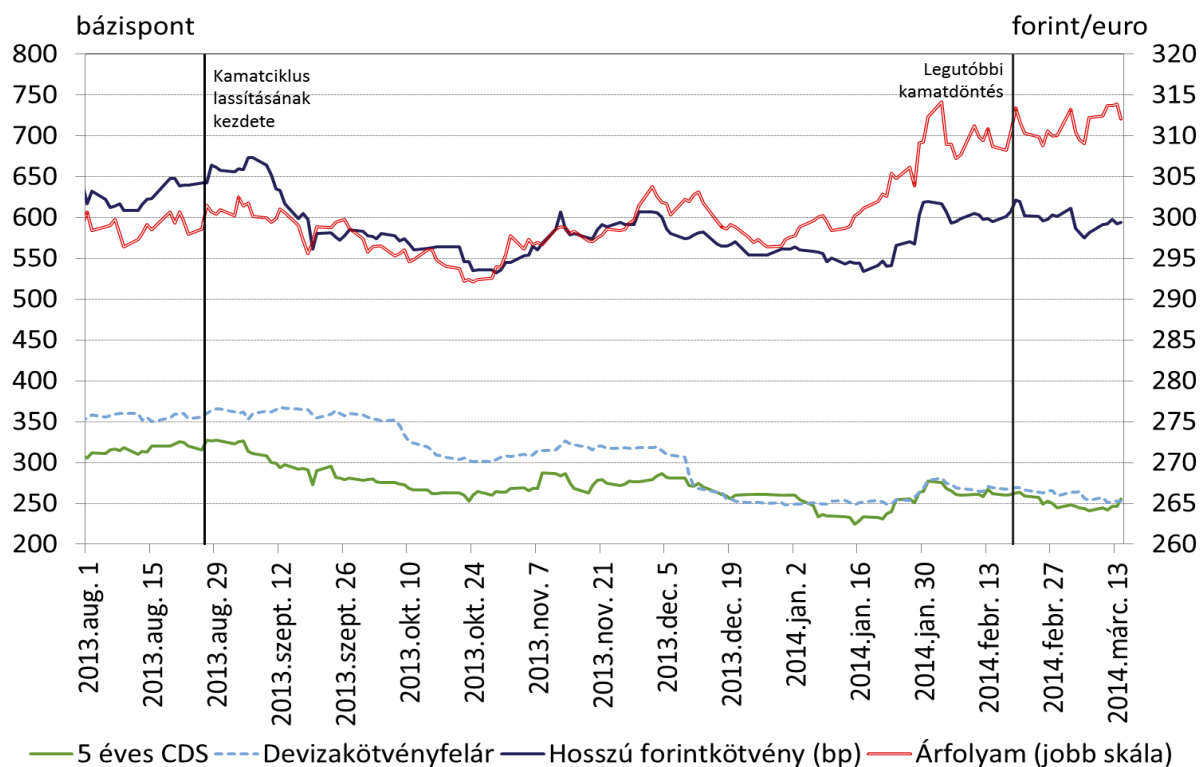
10. ábra: Néhány feltörekvő piaci részvényindex alakulása



A februári kamatdöntés óta eltelt időszakban viszonylag kevés hazai piacmozgató esemény történt, ezek közül a devizahitel-szerződésekkel kapcsolatos alkotmánybírósági döntés, illetve a jegybanki döntéshozóknak a további kamatpolitikára vonatkozó nyilatkozatai érdemelnek említést. **Össességében inkább a nemzetközi, mint a hazai folyamatok voltak hatással a hazai pénzügyi hangulatra.** A BUX index értéke az elmúlt egy hónapban mintegy 10 százalékkal esett, miközben a régiós tőzsdék 3-6 százalékos csökkenést szenvedtek el.

**Devizapiaci folyamataink és kockázati mutatóink vegyes képet mutattak.** A hazai 5 éves CDS-felár a régiós mozgásokkal összhangban csak kis ingadozást mutatott az időszak során, lényegében stagnált, és euro- és dollárkötvényeink felárában is csak egy enyhe, 10-20 bázispontos csökkenést tapasztalhattunk. A 10 éves forint államkötvény hozama az időszak végére 20 bázisponttal mérséklődni tudott. Ugyanakkor a forint euróval szembeni árfolyama továbbra is a 308-315-ös sávban ingadozott, jelentős volatilitást mutatva.

11. ábra: A hazai kockázati mutatók alakulása



Összességében az időszak során 0,5 százalékkal gyengült a hazai deviza, ezzel a régiós középmezőnyben szerepelt. A rövid távú árfolyam-várakozásokra utaló ferdeségi mutató egy kisebb emelkedés után csökkenni kezdett, azonban még mindig a 2013-ban jellemző szinteknél magasabban van. A külföldiek forint állampapír-állománya 120 milliárd forinttal mérséklődött március elejéig, majd az időszak végén egy nagyobb korrekció volt megfigyelhető, így összességében 25 milliárdos volt az állománycsökkenés.

A forint állampapírpiacra az elsődleges kibocsátások erős kereslet mellett zajlottak, a kibocsátó mind a rövid, mind a hosszú papírok esetében növelni tudta a kibocsátott mennyiségeket, ugyanakkor a február végi turbulens időszakban jelentősen megugrottak az átlaghozamok, amelyek az időszak végére mérséklődni tudtak. A másodpiaci rövid forint állampapírhozamok 15-20, a hosszú hozamok 5-20 bázisponttal csökkentek az időszak egészében.

### **Keretes írás: A márciusi devizakötvény-kibocsátás értékelése**

Az Államadósság Kezelő Központ 2014. március 18-án 5 és 10 éves futamidejű dollárkötvény kibocsátást hajtott végre. Jelentős, ötszörös túlkereslet mellett az állam összességében 3 milliárd dollárt vont be 4,14 százalékos (5 éves) és 5,55 százalékos (10 éves) hozammal. Ez az azonos futamidejű amerikai dollárkötvények feletti 260 és 287 bázispontos felárat jelent, ami kedvezőbb az elmúlt évek hasonló hazai kibocsátásain kialakult felárnál. A korábbiaknál kedvezőbb hozamszint eléréséhez hozzájárult az alacsonyabb hazai kockázati prémium is. A kialakuló felár összhangban volt a régiós országokban (Románia, Szlovénia) az elmúlt időszakban végrehajtott dollárkötvény kibocsátások tapasztalataival. A márciusi dollár kibocsátásokkal az idei évre tervezett devizakötvény kibocsátás nagy része teljesült.