



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2014. május

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2014. május 27-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2014. június 11. 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

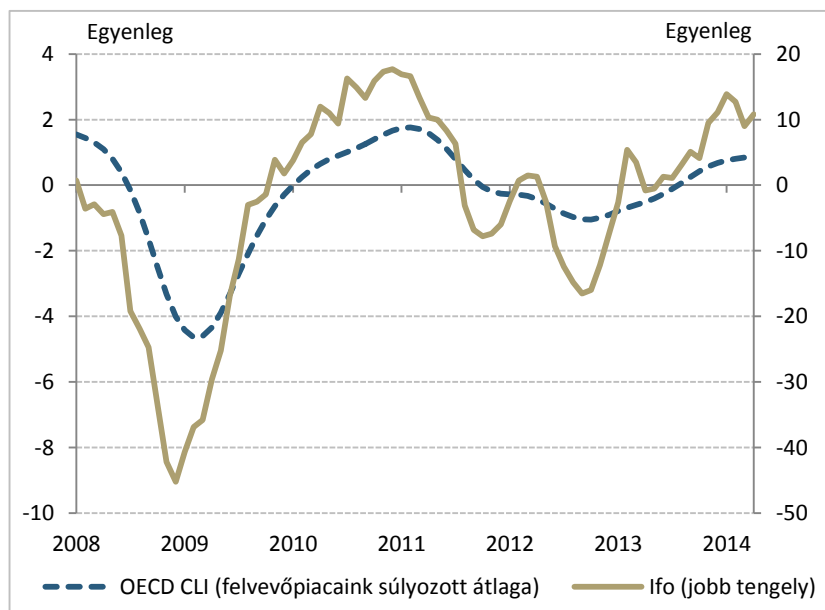
1. Makrogazdaság

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Felvevőpiacaink gazdasági növekedése fokozatosan élénkül. Az elmúlt hónapokban folytatódott az eurozóna kilábalása a recesszióból. Eközben a feltörekvő régiók lassultak, különösen a pénzügyi turbulenciák, illetve a politikai feszültségek által érintett országok növekedési kilátásai romlottak. A világpiac felől érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban.

2014 első negyedében folytatódott a világ gazdaság 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 2014 első hónapjaiban, miközben a fejlett gazdaságok egyre szélesebb körében jelentkeztek a gazdasági aktivitás erősödésének jelei. A legfrissebb konjunktúraindikátorok alapján e kettősség 2014-ben további részében is fennmaradhat (1. ábra).

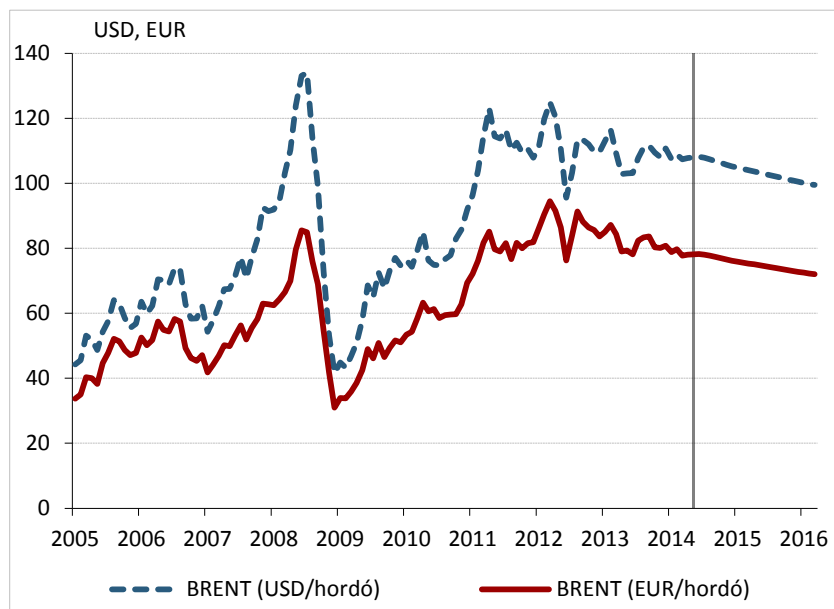
1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



2014 első negyedében folytatódott az eurozóna gazdaságának mérsékelt ütemű bővülése, a bruttó hazai termék 0,2 százalékkal nőtt az előző negyedévhez képest. Az áprilisi konjunktúraindikátorok a növekedés további bővülését jelzik, ugyanakkor az előretekintő indikátorok emelkedése a növekvő kockázatok miatt megtorpant. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország ipari kibocsátása és a német ipari rendelések kismértékben csökkentek márciusban. A német ipari vállalatok termelési várakozásait felmérő Ifo indikátor pedig az elmúlt

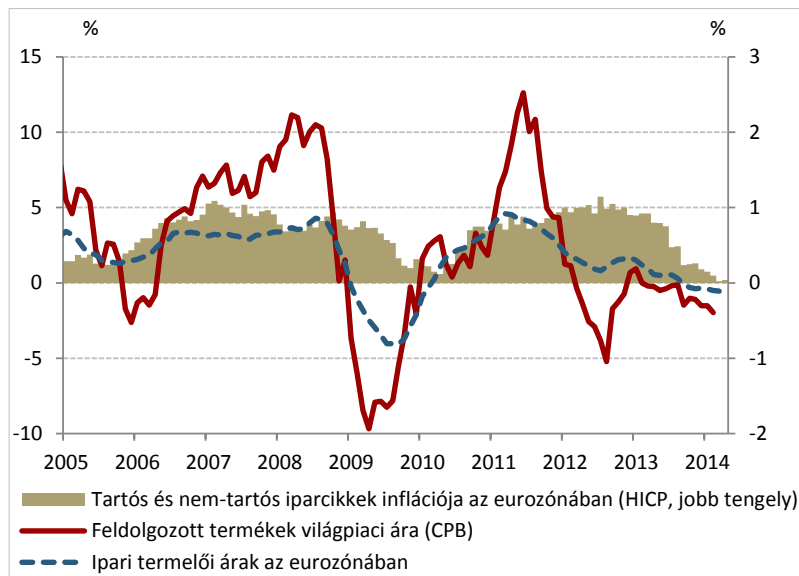
hónapokban enyhén mérséklődött, amihez hozzájárulhatott az ukrán-orosz konfliktus miatt erősödő bizonytalanság.

2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



A világpiac felől érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban. A mérséklődő nyersanyagárak (2. ábra) és a lassan növekvő világ gazdaság együttesen mérséklék az inflációt, aminek eredményeként az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak. Ezzel összhangban az eurozóna esetében is alacsony a fogyasztóiár-index növekedése. Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világpiaci árában továbbra is kedvező folyamatokat figyelhetünk meg. A feldolgozott termékek világpiaci árai továbbra is visszafogottan alakultak (3. ábra).

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



1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

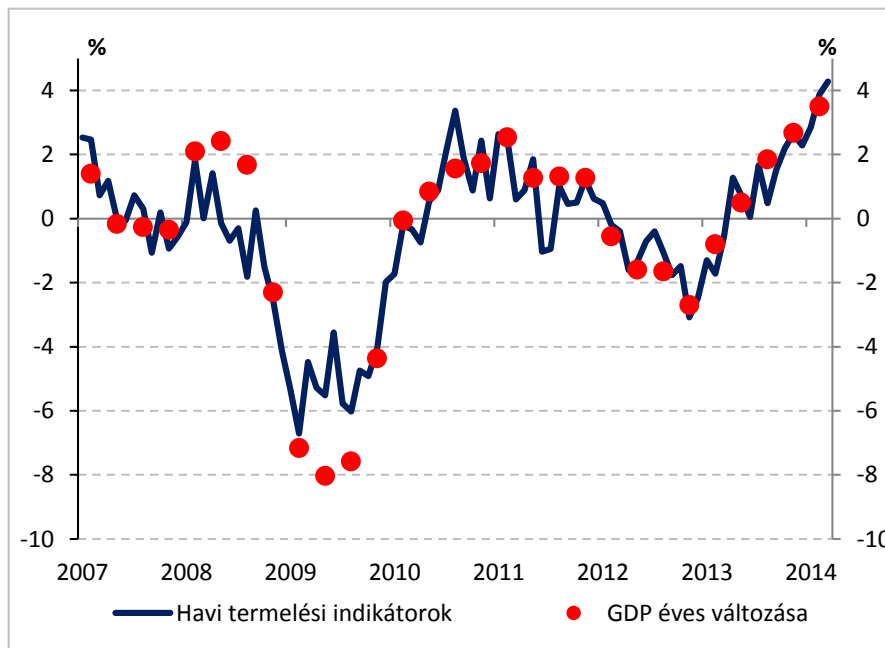
2014 elején érdemben gyorsult a gazdaság növekedése. Az ágazatok széles körében bővült a kibocsátás az első negyedévben, az export mellett a belső keresleti tételek is támogathatták a GDP növekedését. Emellett tovább bővült a nemzetgazdasági foglalkoztatás és 8 százalék alá csökkent a munkanélküliség, melyhez a versenyszféra növekvő munkakereslete és a közmunkaprogramok egyaránt hozzájárultak. A munkapiac 2014 első hónapjaiban feszesebbé vált, az egy munkakeresőre eső álláshelyek száma tovább növekedett.

Gazdasági növekedés

2014 első negyedévében folytatódott a gazdaság növekedése. A KSH előzetes közlése alapján a **bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 3,5 százalékkal nőtt, az előző negyedévhez képest pedig 1,1 százalékkal emelkedett.** A GDP adat meghaladta az elemzői várakozásokat, és az MNB márciusi inflációs jelentésében szereplő előrejelzést.

A februári és márciusi termelési indikátorok alapján a gazdaság az idei év elején tovább gyorsult, amelyet elsősorban a dinamikus erősödő állami beruházási aktivitás, a járműgyártás ágazat termelésének felfutása, és a lakossági fogyasztás fokozatos bővülése magyarázhat (4. ábra).

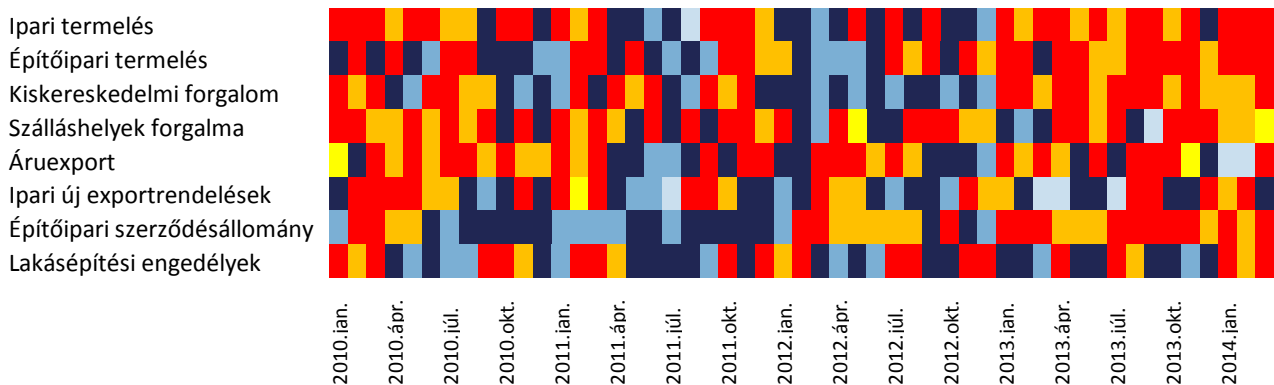
4. ábra: Havi termelési indikátorok* és a GDP alakulása



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

A következő negyedévekben a gazdasági növekedés további fokozatos élénkülése várható, mely a korábbiaknál kiegyensúlyozottabb szerkezetben valósulhat meg, és nagyobb súlyt kaphat benne a belső kereslet erősödése. Márciusban az exportszektor és a belföldre termelő ágazatok kibocsátása is kedvezően alakult. Az egyes hazai szektorok teljesítményének alakulását foglalja össze a növekedési hőtérkép (5. ábra).

5. ábra: Növekedési hőtérkép*



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

Az ipari termelés az előző év azonos időszakához képest 10,6 százalékkal, az előző hónaphoz képest pedig 0,5 százalékkal növekedett. A feldolgozóipari ágazatok széles körében nőtt a termelés idén februárban. 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, ez az ipari rendelésállományban is visszatükröződik. Márciusban az enyhe időjárás miatt az előző hónaphoz hasonlóan számottevően csökkent az energiaszektor kibocsátása, amely átmenetileg fékezte az ipari termelés növekedését. **Az áruexport az ipari folyamatokkal összhangban tovább emelkedett,** ezt elsősorban a járműgyártás ipari exportja magyarázza.

Az építőipar termelése márciusban is bővült (az előző év azonos időszakához képest 34,2 százalékkal). Az épületjellegű beruházások bővülése továbbra is elsősorban a vállalati kör ipari beruházásainak köszönhető, a magánszektor beruházási aktivitása továbbra is visszafogottan alakult. Az állami kör uniós forrásból finanszírozott, döntően infrastrukturális beruházásai jelentősek maradtak. A kedvező termelési adatban az enyhe márciusi időjárás is szerepet játszhatott, de a rendelésállomány jelentős növekedése a következő hónapokra is élénk termelés-bővülést vetít előre. A kedvező építőipari adatok alapján **az épületjellegű beruházások számottevő ütemben nőhetnek 2014 elején is.**

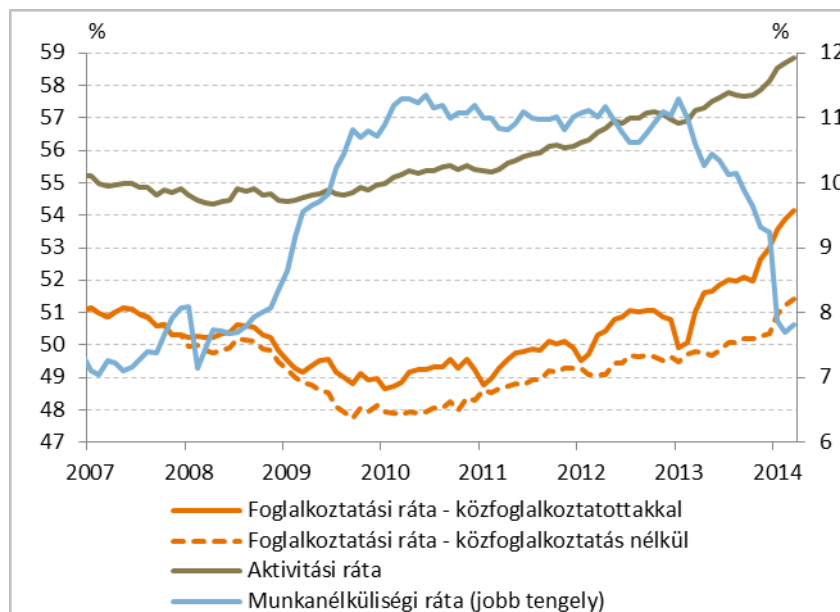
A fogyasztási kereslet fokozatos növekedése az idei év elején is folytatódhatott. Márciusban a kiskereskedelmi értékesítések számottevően, 5,8 százalékkal nőttek az előző év azonos

időszakához képest. Az előző hónaphoz képest 0,8 százalékos volt a bővülés.¹ A lakossági fogyasztás élénkülését támogatják a historikusan alacsony infláció révén érdemben növekvő reáljövedelmek. A fellendülés azonban fokozatos lehet, összhangban a még mindig jelentős óvatossági megtakarítási motívumokkal, és a lakossági mérlegalkalmazkodással. Ugyanakkor a kiskereskedelmi adatok alapján a fogyasztás ebben az évben a márciusi előrejelzésünkénél gyorsabban növekedhet.

Foglalkoztatás

A munkaerő-felmérés adatai alapján **márciusban az előző hónaphoz képest nem változott a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma. A munkanélküliség 8,4 százalékon (szezonálisan igazítva 7,8 százalékon) állt.** A foglalkoztatás első negyedévi bővülése mögött nagyrészt a téli közmunkaprogramok állhatnak. Ugyanakkor az előzetes adatok alapján a versenyszféra foglalkoztatása is növekedett 2014 első negyedében, melyhez a feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások is hozzájárultak (6. ábra).

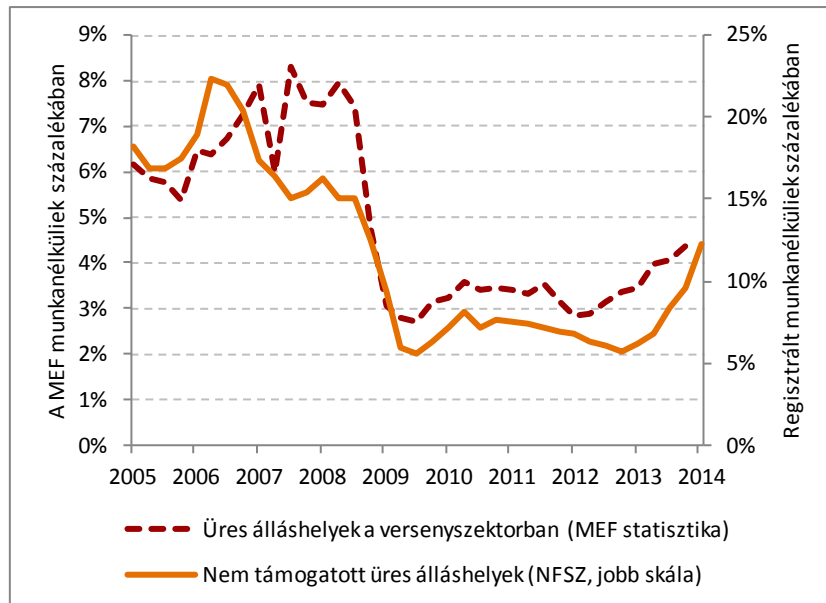
6. ábra: Az aktivitási, a foglalkoztatási és a munkanélküliségi ráta



¹ 2014. január óta a KSH megváltoztatta a dohánytermékek forgalmának megfigyelési módszertanát. A korábbi mintavételes felmérés helyett a Nemzeti Dohánykereskedelmi Nonprofit Zrt. teljes körű adataira tértek át. A KSH által publikált adat 2013 júniusáig a régi, júliustól pedig az új módszertan szerint tartalmazza a dohányforgalmat, ami strukturális törést okoz az idősorban. Ezért elemzésünkben a régi módszertan továbbvezetésével számított indexet mutatjuk be. Az új módszertan szerint számolva az előző év azonos időszakához képest 8,3 százalékos növekedést közölt a KSH.

A vállalati munkakereslet fokozatos javulását alátámasztja, hogy a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai alapján az első negyedévben tovább bővült az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma. Ezzel párhuzamosan az egy álláskeresőre eső új álláshelyek száma tovább nőtt (7. ábra), azaz **a munkapiac a korábbiaknál kevésbé lehet laza.**

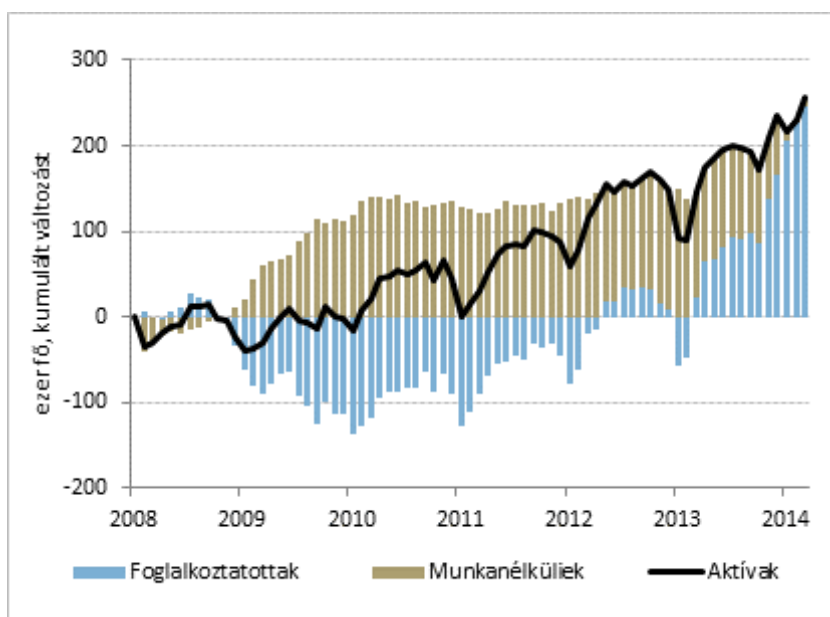
7. ábra: A munkapiac feszességet mérő mutatók



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

2014 első negyedévében tovább folytatódott az aktivitási ráta növekedése. Az aktivitás emelkedése a munkanélküliség csökkenése és a foglalkoztatottság bővülése mellett valósult meg, ami azt jelenti, hogy inaktívak áramlottak be a munkapiacra. A munkaerő-felmérés adatai alapján 2014 márciusában az aktivitási ráta 58,9 százalékon állt (8. ábra).

8. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség kumulált változása 2008 óta



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

1.3. Infláció és bérek

2014 első hónapjaiban az infláció historikusan alacsonyan alakult. Az alacsony inflációban szerepet játszottak a kedvező költségoldali és keresleti folyamatok, a visszafogott importált infláció, illetve a várakozások alkalmazkodása. 2014 elején gyorsult a versenyszféra bérindexe, a bérezés alapfolyamatairól azonban csak a márciusi bér adatok szolgálhatnak érdemi információval.

Bérezés

A 2013. év egészét tekintve a versenyszféra bérei visszafogottan alakultak, a bruttó átlagkeresetek 3,6 százalékkal nőttek. 2014. január-februárban összességében emelkedett a bérdinamika 2013 decemberéhez képest a versenyszférában. 2014. februárban a teljes munkaidős foglalkoztatottak bruttó átlagkeresete 5,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Mivel az év elején szokásos béremeléseket csak a márciusi keresetekkel fizetik ki, így az idei évi alapfolyamatokról a márciusi bér adatok szolgálnak érdemi információval.

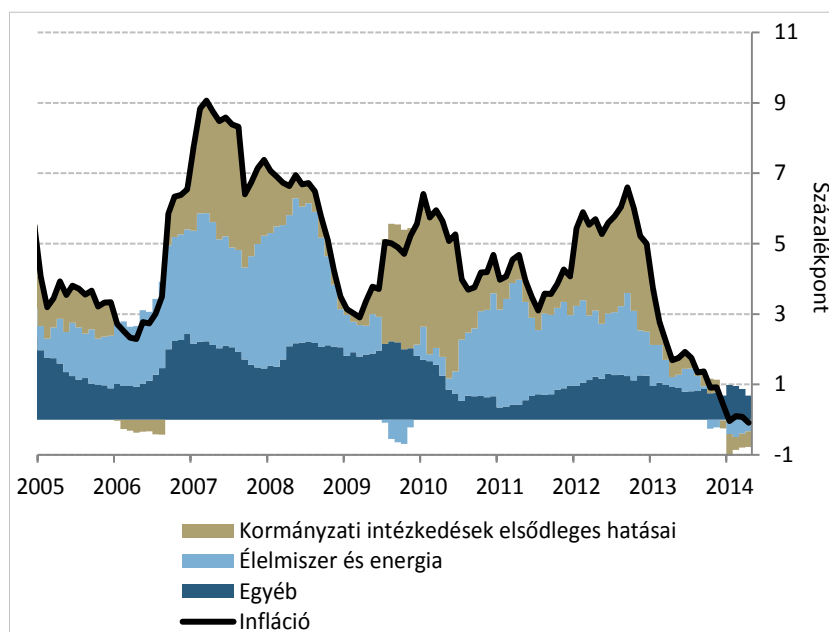
2014. márciusban a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 2,8, a versenyszférában 5,3, az államháztartásban (közfoglalkoztatással együtt) pedig 0,1 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához képest. **A márciusi bér adatok magasabbak, mint a márciusi inflációs jelentésben közölt pálya. A gyorsuló bérindex általános volt az egyes ágazatokban.** A korábbi hónapokhoz

képest gyorsult a bérnövekedés a piaci szolgáltatásokban, mind a rendszeres, mind a bruttó átlagkeresetek esetében. Ebben az ágazatban a korábbi évekhez képest magasabb prémiumkifizetések történtek márciusban. A feldolgozóiparban a korábbi hónap mértékével megegyező volt a bérnövekedés. Mindez alátámasztja a **feszesebbé váló munkapiaccal** kapcsolatos képet.

Inflációs folyamatok

Az év elején az infláció tovább fékeződött és továbbra is historikusan alacsony szinten, jóval a 3 százalékos inflációs cél alatt tartózkodik. 2014 áprilisában a fogyasztóiár-index -0,1, a maginfláció 2,3 százalék, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,2 százalék volt. Az infláció 0,2, míg a maginfláció 0,4 százalékponttal csökkent az előző hónaphoz képest. Az inflációs ráta csökkenését márciushoz képest elsősorban a maginflációs körbe tartozó iparcikkek és piaci szolgáltatások éves indexének mérséklődése okozta (9. ábra). Az inflációs alapmutatók csökkentek az előző hónaphoz képest. Az alapmutatók alacsony szintje továbbra is mérsékelt inflációs környezetre utal (10. ábra). Az áprilisi inflációs adat a negatív előjel ellenére sem utal deflációra, ugyanakkor az alapmutatók alacsony szintje továbbra is mérsékelt inflációs környezetre utal.

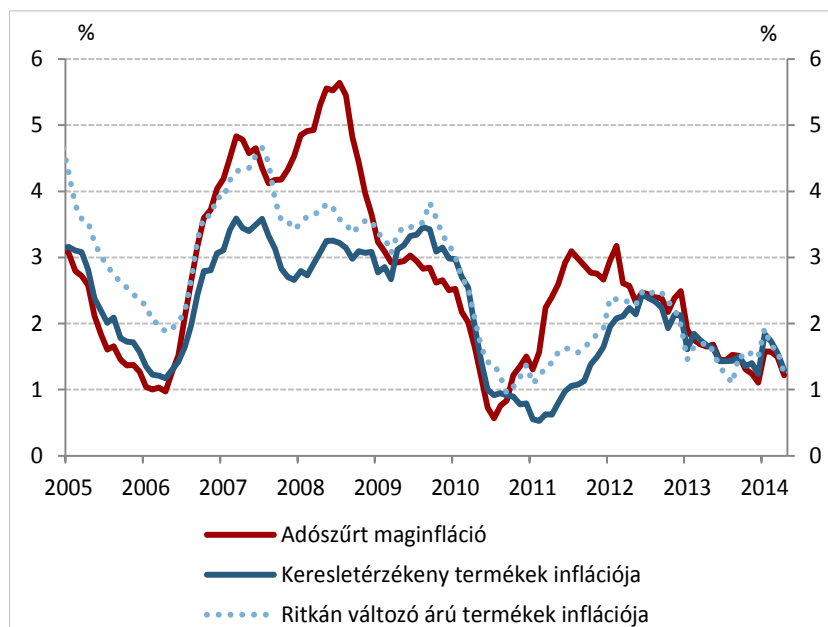
9. ábra: A fogyasztói árindex dekompozíciója



A visszafogott inflációs alapfolyamatokhoz a kedvező költségoldali és keresleti folyamatok, a várakozások fokozatos alkalmazkodása, valamint az alacsony importált infláció egyaránt

hozzájárulhattak az elmúlt hónapokban. Amíg a mezőgazdasági termelői árak 2014 márciusában éves alapon 10,2 százalékkal csökkentek, addig a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 2014 februárjában 1,4 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Az üzemanyagárak áprilisban éves alapon tovább mérséklődtek, havi alapon azonban nem változtak, a dollárban kifejezett olajárak emelkedésének és a forint árfolyam erősödésének eredőjeként. A fogyasztási kereslet a kiskereskedelmi adatok alapján az elmúlt hónapokban fokozatosan bővülhetett, a reálkeresetek éves alapon számított emelkedésével párhuzamosan. A belső keresleti környezet összességében továbbra is deflációs hatású lehet, bár fokozatosan enyhébb mértékben.

10. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása (százalék)



Az áprilisi inflációs adat alacsonyabb lett a márciusi inflációs jelentésben szereplő előrejelzésnél. Az eltérést nagyrészt az üzemanyagárak, az iparcikkek, illetve a feldolgozatlan élelmiszerek vártnál mérsékeltebb árindexe magyarázza, melyhez az importárak felől jelentkező alacsony árnyomás járulhatott hozzá döntően. A mérsékelt importált infláció rövidtávon fennmaradhat, erre utal többek közt, hogy áprilisban az eurozóna inflációja továbbra is alacsony szinten, jóval az EKB 2 százalékhoz közeli, ám az alatti árstabilitási célja alatt alakulhat. Az eurozóna harmonizált fogyasztóiár-indexe 0,7 százalékkal növekedett áprilisban, ami némileg

alacsonyabb volt az EKB saját előrejelzésénél és a piaci várakozásoknál. Az EKB közleménye szerint huzamosabb ideig fennmaradhat az alacsony inflációs környezet.²

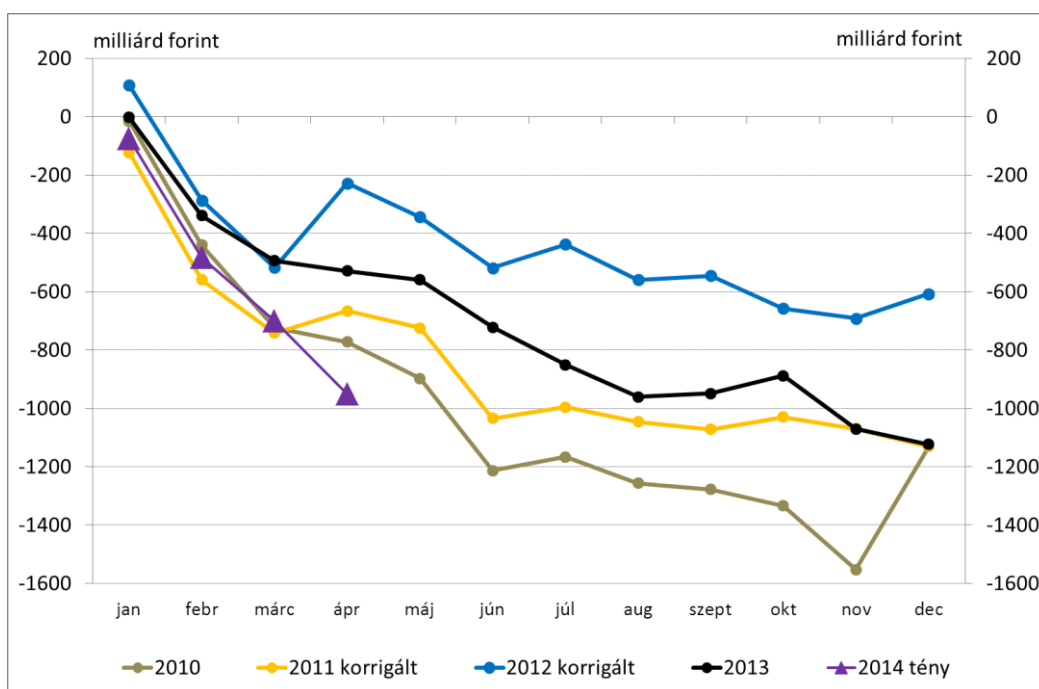
Mindezen tényezőket figyelembe véve előretekintve **az infláció a márciusi inflációs jelentés pályája alatt alakulhat. Ezt részben ellensúlyozhatja a hazai belföldi kereslet oldaláról érkező deflációs nyomás mérséklődése, melyre a friss kiskereskedelmi és munkapiaci adatok utalhatnak.** Megítélésünk szerint a beérkezett adatok alapján a márciusi inflációs jelentésbe a Monetáris Tanács által azonosított három alternatív forgatókönyv közül kettőnek – a tartósan alacsonyabb külső inflációs környezet és a belföldi defláció mérséklődése – az utóbbi időben nőhetett a valószínűsége.

² Mindeközben 4 tagországban (Görögország, Ciprus, Portugália és Szlovákia) negatív volt az árindex.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az állami költségvetés hiánya áprilisban 250 milliárd forint volt, ami 215 milliárd forinttal magasabb, mint egy évvel korábban. Összességében az első négy hónapban 951 milliárd forint volt a hiány, ami 420 milliárd forinttal magasabb az egy évvel korábbinál (11. ábra). Az általunk becsült, az Országvédelmi Alap teljes törlését feltételező éves hiány több mint 90 százaléka, az előirányzatnak pedig a 97 százaléka teljesült az első négy hónapban. Azonban a magas év eleji deficit nem jelenti az éves hiánycél veszélybe kerülését, mert a hiány kialakulásának átmeneti és látszólagos okai vannak. Átmeneti hatású az uniós támogatások előfinanszírozása és április végén a május eleji támogatások és illetmények átutalása, látszólagos pedig az önkormányzatoktól átvállalt adósság hatása, ami a konszolidált hiányt nem növeli.

11. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált egyenlege



Az MNB május 19-én hozta nyilvánosságra a pénzügyi számlák előzetes adatait az államháztartásra vonatkozóan, amely szerint a bruttó államadósság a GDP 84,6 százaléka volt az első negyedév végén. A 2013. év végi 79,2 százalékosnál magasabb adósságot alapvetően három tényező okozta.

1.) Az adósságkezelő az első negyedévben megnövelte a 2013 végén lecsökkent pénzügyi tartalékait, azaz az adósságkibocsátás meghaladta a költségvetés hiányát. Az állam betétei ennek következtében mintegy 1100 milliárd forinttal, a GDP 3,5 emelkedtek az első három

hónapban, ami hasonló mértékben növelte az adósságrátát is. A betétek felhalmozásának jelentős része a sikeres márciusi 3 milliárd dolláros devizakötvény kibocsátásból származik.

2.) *Március végére a költségvetés pénzforgalmi hiánya elérte az éves előirányzat 70 százalékát.*

Magyarországon az adóbevételek időzítése miatt ismert jelenség, hogy év elején alakul ki a hiány nagyobb része, de ez 2014-ben a vártnál kissé magasabb mértékű volt.

3.) *A forint árfolyama év vége óta 297-ről 307-re gyengült az euróhoz képest, ami a devizaadósság ártértékelődésén keresztül a GDP 1 százalékával magasabb forintban kifejezett adósságrátát eredményezett.*

A **nettó államadósság** a bruttó szintnél kevésbé emelkedett, mert a bruttó adósság növekedésének jelentős része a betétek felhalmozásából származott, ami a nettó adósságot nem növeli.

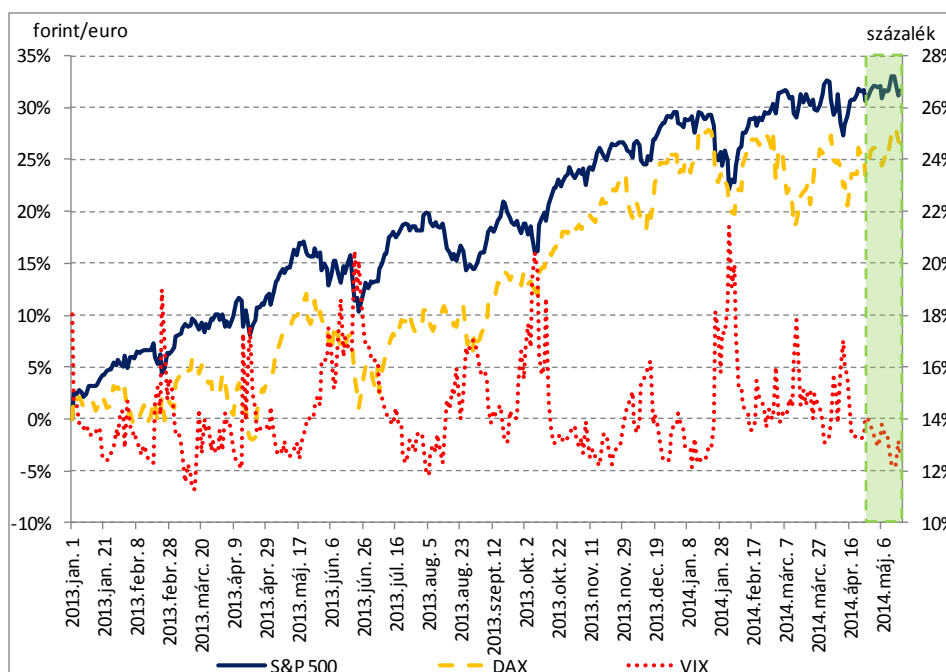
A látszólag magas adatok **átmeneti hatásokat tükröznek, így továbbra is kissé 3 százalék alatti éves hiányra és a jelenleginél alacsonyabb év végi államadósság-rátára számítunk.**

2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Összességében kedvezően alakult a hangulat a globális piacokon az elmúlt hónapban. A főbb fejlett piaci tőzsdék tovább emelkedtek, amivel a hónap során ismét historikus csúcs közelébe kerültek. A piaci kockázatérzékelés mutatói mérséklődtek, a legtöbb kockázati mutató az egy évvel korábbi – tehát a Fed eszközvásárlási programjának lassításáról szóló kommunikáció előtti – szintje alá csökkent. Emellett általános hozam és kockázati felár csökkenés ment végbe a globális állampapír piacokon. Az amerikai és német hosszú hozamok 10 bázispont körüli mértékben csökkentek. Az EMBI feltörekvő piaci kötvényfelár szintén egy éves mélypontra csökkent (12. ábra). Az euro a dollárral szemben az időszak első felében erősödő trendet mutatott és az árfolyama megközelítette az 1,4-es szintet, azonban az EKB laza hangvételi kommunikációját követően az árfolyam az 1,37-es szintig korrigált.

12. ábra: Fejlett piaci részvényindexek és a VIX index alakulása



Áprilisi ülésén a Fed a várakozásoknak megfelelően folytatta eszközvásárlási programjának lassítását, míg az EKB jelezte, hogy a következő időszakban további lépéseket tehet az alacsony inflációs környezet miatt. A Fed álláspontja szerint továbbra is magas fokú monetáris politikai alkalmazkodásra lesz szükség. Bár vannak javulásra utaló jelek a munkaerőpiacon, az még távol van a kívánatos állapottól. A Fed döntése nem lepte meg a befektetőket, így érdemi piacmozgató

hatása nem volt. A piacon a következő hónapokra az eszközvásárlások további lassítását valószínűsítik az eddigi ütem fenntartása mellett.

Az alacsony inflációs környezetre reagálva az EKB döntéshozói az utóbbi hónapokban többször is megszólaltak a jegybank lehetséges eszközeit illetően, azonban konkrét lépésekre mostanáig nem került sor. Miután azonban az eurozónában tapasztalt inflációs folyamatok továbbra is igen visszafogott árdinamikát jeleznek és az EKB friss felmérése szerint a várakozások horgonyozottsága is gyengülhetett, a májusi ülést követő sajtótájékoztatón az EKB elnöke jelezte, hogy a jegybank egyre kevésbé toleráns a jelenlegi helyzettel. **A sajtótájékoztatón elhangzottakat a legtöbb piaci szereplő a további lazítás egyértelmű előjeleként értelmezte.** A piacon az irányadó kamat 10-15 bázispontos mérséklését és ezzel párhuzamosan a jegybanki betéti kamat negatív tartományba való csökkentését tartják a legvalószínűbb lehetséges lépésnek. Emellett szóba jöhet az előretekintő iránymutatás erősítése, újabb LTRO program meghirdetése, vagy egyéb likviditásnövelő intézkedések. Egy nagyobb léptékű eszközvásárlási program bejelentésére rövidtávon kis esélyt látnak a piacon, ezért egy ilyen lépésnek nagyobb hatása lenne.

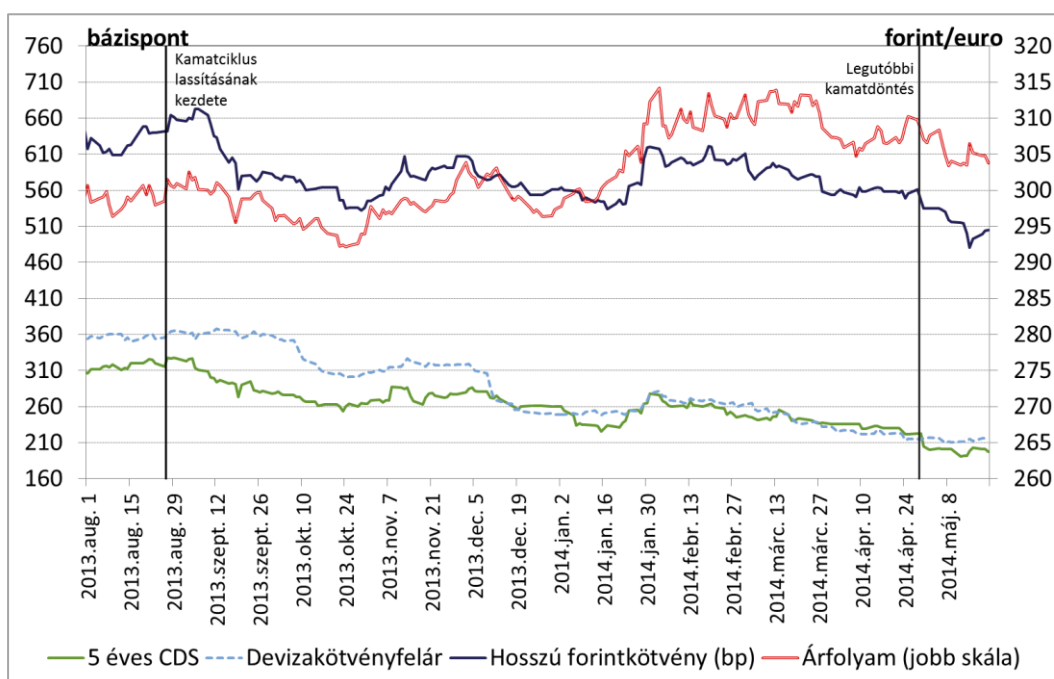
A kedvező hangulatot az EKB kommunikációja és várt lépései mellett az is megalapozta, hogy az orosz-ukrán konfliktus fejleményei az elmúlt időszakban a korábbiaknál visszafogottabban érintették a nemzetközi kockázatvállalási kedvet. Ennek hátterében egyrészt az állhat, hogy a korábbi gyors ütemű eszkaláció után valamivel stabilabb helyzet alakult ki Ukrajnában, másrészt orosz oldalról is visszafogottabb jelzések érkeztek. Emiatt a piacnak lehetett ideje felmérni és beárazni a kapcsolódó kockázatokat. A piaci kockázatérzékelés javulását az is jelzi, hogy az ukrán és orosz eszközárakban a hónap során kedvező folyamatok indultak. Az ukrán hozamok csökkenését támogatta, hogy az IMF átutalta a 17 milliárd dolláros csomag első, mintegy 3,2 milliárd dolláros részletét. Ugyanakkor az ukrán-orosz konfliktusok jövőbeli kimenetelét és annak pénzpiaci hatásait továbbra is bizonytalanság övezi.

A feltörekvő piacokon is jellemzően pozitív trend érvényesült a piaci folyamatokban, amit a kedvező globális hangulat és a makroadatok is támogathattak. A tőzsdeindexek emelkedtek, a hozamok csökkentek, a devizaárfolyamok pedig általában erősödtek a feltörekvő országokban. A kockázatosabbnak ítélt „törékeny ötök” országcsoport devizái 2-4 százalékos mértékben értékelődtek fel a hónap során.

2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

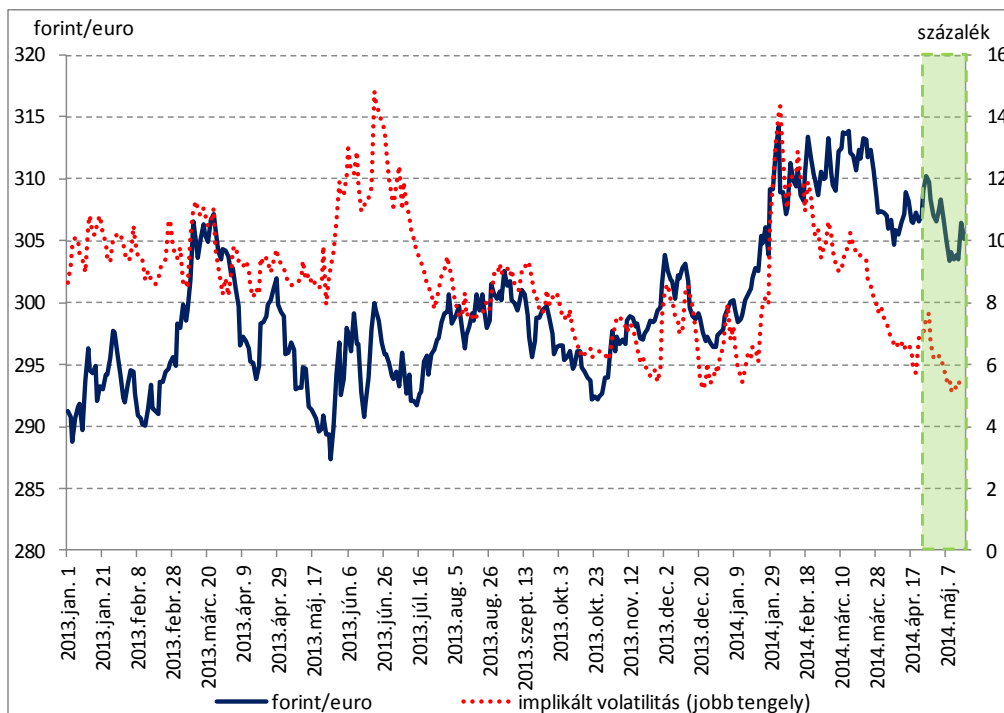
A magyar pénzügyi piaci mutatók alapvetően a globális kockáztvállalási kedv emelkedésével összhangban alakultak az elmúlt időszakban. A forint/euro árfolyam a 309-es szintről 303-304-ig erősödött a hónap során, ami a szűkebb régiót tekintve az átlagnál nagyobb felértékelődést jelent, ugyanakkor tágabb feltörekvő piaci kontextusban megfelelt az érzékenyebb devizaárfolyamok erősödésének (13. ábra).

13. ábra: A hazai kockázati mutatók alakulása



Az erősödéssel párhuzamosan historikus mélypontra csökkent a forint árfolyam implikált volatilitása, ami szintén kedvező piaci megítélésre utal (14. ábra). A hazai inflációs adat gyengítette, az EKB kommunikációja, az Európai Bíróság hazai vonatkozású devizahiteles döntése és az itthoni növekedési adat viszont erősíthették a magyar fizetőeszközt.

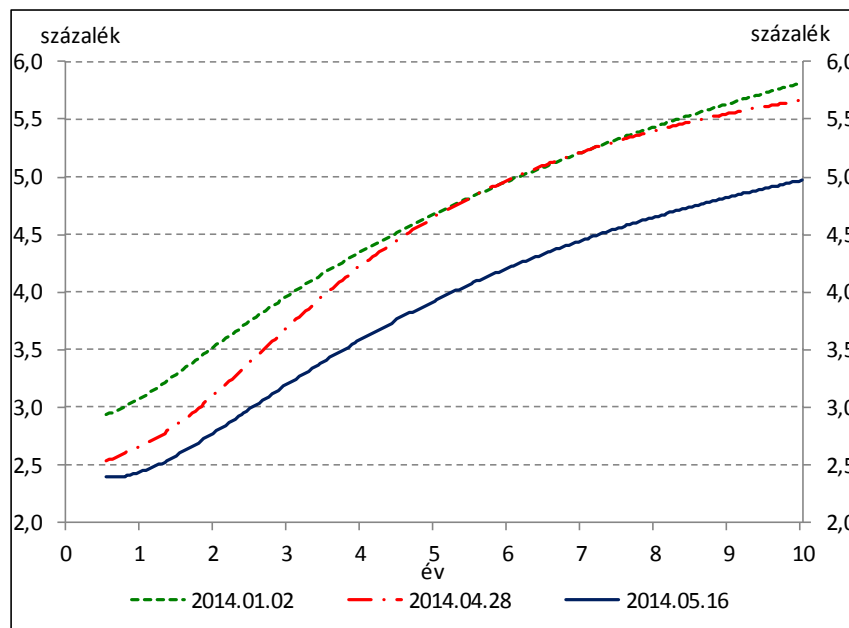
14. ábra: A forint/euro árfolyam és az implikált volatilitás alakulása



A hazai CDS-felár május eleje óta 200 bázispont környékén, vagy az alatt tartózkodik, ami 20 bázispont körüli esést jelent az előző kamatdöntés óta.

Az állampapír-piaci hozamgörbe lefelé tolódott a hónap során. A görbe különböző szakaszai azonban eltérően alakultak: a rövid hozamszint 10 bázispontnál kisebb mértékben került lejjebb, míg a hosszú hozamok 40-50 bázisponttal csökkentek. Ennek következtében **a hozamgörbe meredeksége érdemben csökkent.** Az 5 éves benchmark hozam 4, a 10 éves benchmark hozam pedig 5 százalék környékére csökkent, ami historikus mélypontot jelent (15. ábra). A hosszú hozamok csökkenése a teljes feltörekvő régióban megfigyelhető volt, ugyanakkor a hazai mérséklődés ebből a trendből is kiemelkedett, ami arra utal, hogy a folyamatnak nemzetközi és országspecifikus okai is lehettek. A hozamcsökkenéshez nemzetközi oldalról hozzájárulhatott az EKB kommunikációja, hazai oldalról pedig az MNB önfinanszírozási koncepcióhoz kapcsolódó bejelentése, az alacsony infláció következtében felerősödő kamatcsökkentési várakozások, illetve a vártál kedvezőbb GDP adat játszhattak szerepet.

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Magas lefedettség és csökkenő hozamszint mellett zajlottak a hónap során az állampapír-aukciók. Az ÁKK összességében érdemben a meghirdetett mennyiség felett vont be forint forrást a piacról. A hónap során jelentős mértékű állampapír-visszavásárlás történt az augusztusban lejáró kötvényből.

Az Európai Bíróság április végén a hazai vonatkozású devizahiteles eset kapcsán nem mondta ki a devizahitel-szerződések érvénytelenségét, ugyanakkor a Kúria hatáskörébe utalta annak megítélését, hogy tisztességtelen volt-e vételi és eladási árfolyamot alkalmazni a szóban forgó hitellel kapcsolatos tranzakciók során. A döntést követően a forint erősödött, amit a piacon úgy interpretáltak, hogy bár lényegében a várható ítélet született, de csökkent a bankrendszer számára nagyobb terhet jelentő forgatókönyvek valószínűsége.

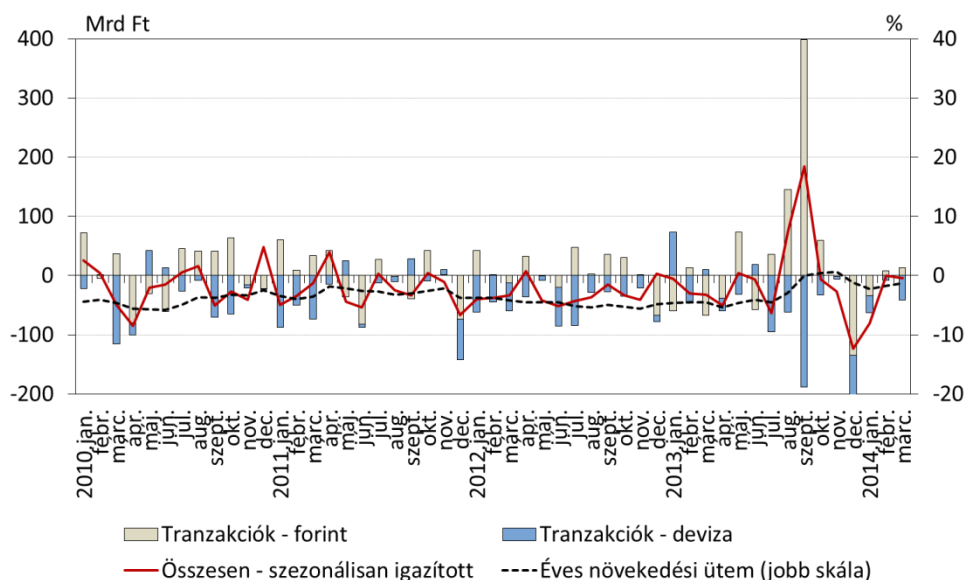
Az éves alapon 0,1 százalékos árcsökkenést jelző áprilisi inflációs adat lefelé lepte meg a piacokat. A legtöbb elemző kiemelte, hogy az alacsony adat nem egy-egy szegmenshez, hanem a termékcsoportok széles köréhez köthető, illetve hogy a maginfláció is csökkent. A meglepetés következtében több elemző lefelé módosította az alapkamatra vonatkozó előrejelzését. **A 3,5 százalékos éves növekedést mutató első negyedéves hazai GDP adat felfelé lepte meg a piacokat,** a konszenzus 2,7 százalék volt. Az adat publikálását követően megjelenő kommentárok szerint megerősödött az a kép, hogy folytatódik a magyar gazdasági aktivitás erősödése. Több elemző érdemben felfelé módosította az idei évre vonatkozó növekedési becslését.

3. A bankrendszer helyzete

3.1. Hitelezési feltételek

Márciusban a nem pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele a teljes hitelintézeti szektorral szemben negatív volt, a törlesztések mintegy 28 milliárd forinttal haladták meg a hitelfolyósításokat. Szezonálisan igazítva a tranzakciók -4 milliárd forintot tettek ki. Az éves növekedési ütem kevésbé negatív az előző hónaphoz képest, értéke a februári -1,8 százalékos érték után márciusban -1,3 százalék volt (16. ábra). Márciusban a kisebb összegű forintHITELEK átlagos kamata tovább csökkent, míg a nagyobb összegű forint hitelek átlagos kamatlába a februári adat után ismét emelkedést mutatott.

16. ábra: Nem pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Márciusban tovább folytatódott a háztartások hitelállományának leépülése. A tranzakciók -22 milliárd forintot, szezonális igazítással -17 milliárd forintot tettek ki. A folyósításokból és törlesztésekből eredően a devizahitelek állománya 32 milliárd forinttal csökkent, míg a forintHITELEK 10 milliárd forinttal emelkedtek. A tranzakciókból eredő éves állományleépülési ütem enyhén javult az előző hónaphoz képest, értéke 5 százalék volt (17. ábra). Az új kihelyezésű háztartási lakáshitelek átlagos kamata márciusban tovább csökkent, míg a szabad felhasználású jelzálogHITELEK átlagos kamatszintje nagyjából változatlan maradt.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele

