



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2015. július

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2015. július 21-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2015. augusztus 5. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2015. július 17-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 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

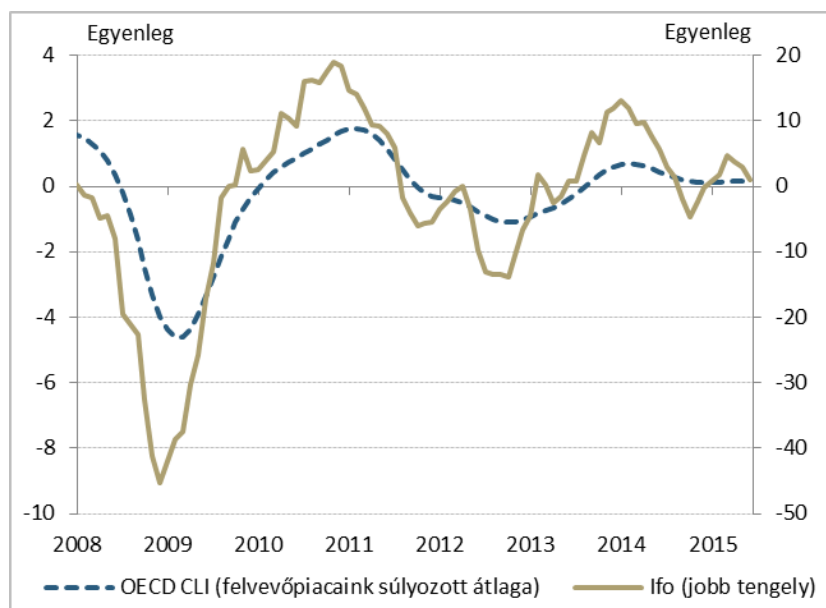
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

2015 első negyedében a GDP adatok a várakozásoknak megfelelően alakultak felvevőpiacainkon, így az idei növekedési kilátások a korábban várt pályán alakulhatnak. A növekedés továbbra is törékeny, melyet kétirányú kockázatok öveznek. A feltörekvő régiók növekedési kilátásai a válság előtti szinthez képest mérsékeltek. A geopolitikai feszültségek változatlanul fékezik a fejlett gazdaságok növekedését a gyengébb keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül. Az alacsony olajár az olajimportőr gazdaságok növekedését élénkítheti, míg az inflációt mérsékli. A világpiacról érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban, köszönhetően az olajár mérsékelt áralakulásának.

Az idei év első negyedében folytatódott a világ gazdaság bővülése. A beérkezett adatok alapján a növekedés megfelelt a várakozásoknak, a legerősebb növekedést a kelet-közép európai térség országaiban láthattuk. A gazdasági bővülést továbbra is negatívan érinthette az orosz-ukrán konfliktus, ami a gyengébb keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül hat.

2015 első negyedében 0,4 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves alapon. A beérkezett havi termelési adatok a térség gazdasági aktivitásának kismértékű élénkülését mutatják. Az előretekintő konjunktúraindikátorok mérsékelten javuló teljesítményt vetítenek előre. A gazdasági aktivitást továbbra is negatívan befolyásolta a feszült geopolitikai helyzet: a növekvő bizonytalanság és a kétoldalú gazdasági szankciók visszafogják a gazdasági aktivitást. Emellett azonban a korábbi negyedekben látott mérsékelt ütemben folytatódott a gazdasági bővülés. A legfontosabb exportpartnerünknek számító német gazdaság az első negyedében visszafogott bővülést mutatott. A német belső kereslet továbbra is bővült, ugyanakkor a külpiazi aktivitást fékezhetette az orosz-ukrán konfliktus és a lassuló ázsiai kereslet. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) az elmúlt hónapokban fokozatosan mérséklődtek, azonban továbbra is kedvező szinten tartózkodnak (1. ábra). A német ipari új rendelések összességében visszafogottan emelkedtek az elmúlt hónapok átlagában, így előretekintve folytatódhat a lassú konjunkturális javulás.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

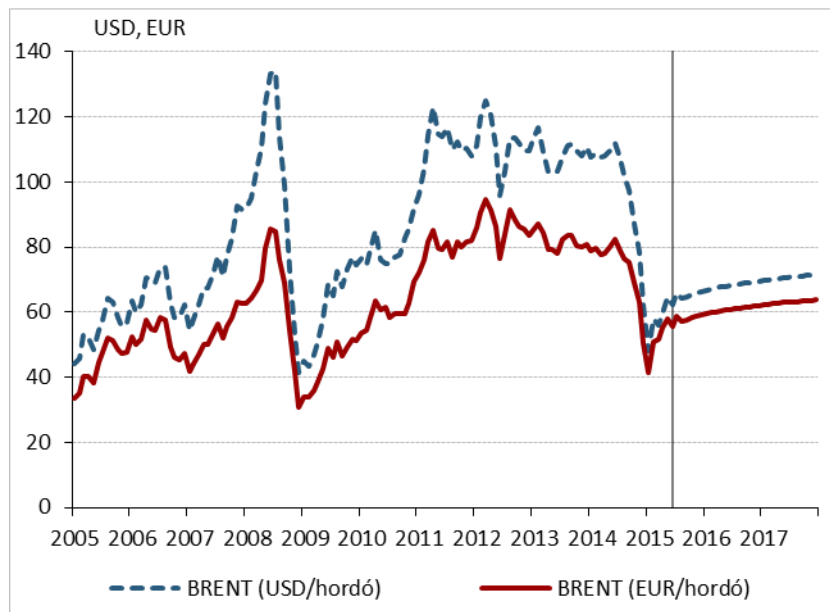


Forrás: OECD, Ifo

A régió teljesítménye kimagaslóan alakult az idei év első negyedében, ám az elmúlt hónapok havi indikátorai alapján a térségben továbbra is törékeny az ipari kibocsátás. 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 visszavetheti a régió gazdasági növekedését.

A világpiac felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge. A mérsékelt nyersanyagárak és a lassan növekvő világgazdaság együttesen mérséklük az inflációt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak (az eurozóna esetében, júniusban 0,2 százalék volt az infláció). Az elmúlt hetekben az olajárak mérséklődtek, így összességében az olajárak továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak, melyet a megnövekedett kínálat mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – okozhat (2. ábra).

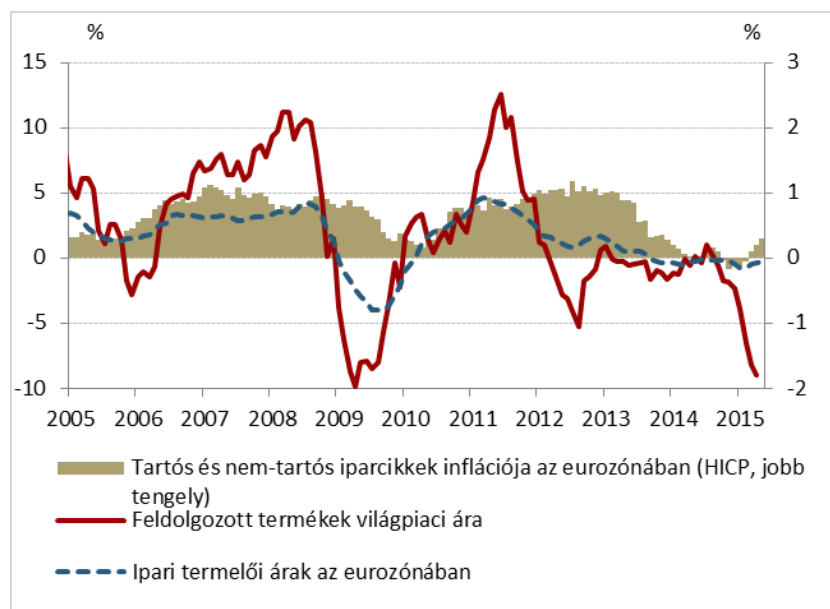
2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

Az ipari nyersanyagok, a nyers élelmiszerek, valamint a feldolgozott termékek világpiaci árai továbbra is visszafogottan alakultak (3. ábra).

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



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

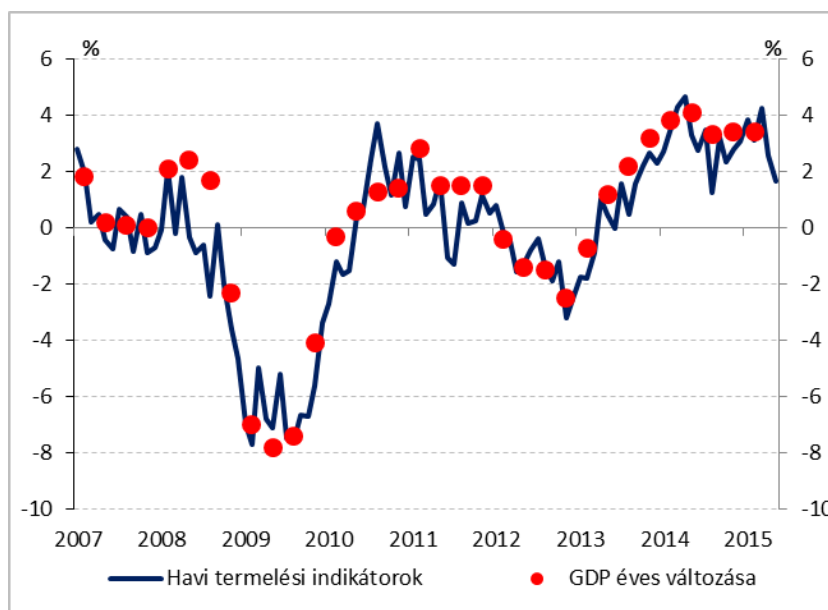
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

1.2.1. Gazdasági növekedés

2015 első negyedében folytatódott a gazdaság növekedése. A bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 3,5 százalékkal, az előző negyedévhez képest pedig 0,8 százalékkal bővült.

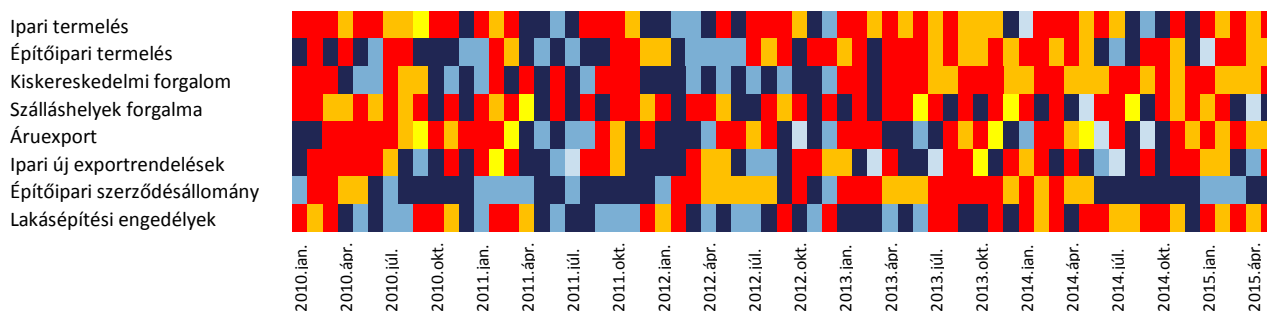
A GDP bővüléséhez legnagyobb mértékben a feldolgozóipar és a szolgáltatások járultak hozzá. A feldolgozóipar hozzáadott értékének növekedése továbbra is elsősorban a járműgyártás és a hozzá kapcsolódó alágazatok termelésének emelkedéséhez volt köthető, míg a piaci szolgáltatások széles körében mért bővülést a belső kereslet élénkülése támogatta. Az építőipar továbbra is pozitívan járult hozzá a növekedéshez, azonban a korábbi negyedévekhez képest kisebb mértékben. A tavalyi kedvező terméseredmény magas bázisa miatt az első negyedévben negatív volt a mezőgazdaság becsült hozzájárulása. Az ágazat első negyedévi hozzáadott értékét technikai feltevések alapján becsli a KSH, a végleges adat a következő negyedévi terméseredmények függvényében határozódik majd meg.

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

5. ábra: Növekedési hőtérkép*



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

2015 májusában 1,5 százalékkal bővült az ipari kibocsátás az előző év azonos időszakához viszonyítva. A szezonálisan igazított és munkanaphatástól megtisztított termelési szint **0,5 százalékkal mérséklődött az előző hónaphoz képest.** A feldolgozóipari ágazatok teljesítménye vegyes képet mutatott. Az élelmiszeripar és a járműgyártás kibocsátása emelkedett, míg a vegyipar és fémipar termelése mérséklődött az előző hónaphoz képest. Előretekintve kettős a kép. A német ipari termeléssel kapcsolatos Ifo bizalmi index gyengült az elmúlt hónapokban, ugyanakkor a hazai alapfolyamatokra vonatkozó előretekintő indikátorok továbbra is kedvezően alakultak. Összességében elmondható, hogy a következő hónapokban tovább folytatódhat az euroövezet fokozatos élénkülése, melyet támogathat az mérsékelt olajár és az EKB laza monetáris politikája, míg negatívan érintheti az orosz-ukrán konfliktus és a jövő januárig meghosszabbított szankciók hatása.

Májusban az **export** euróban számított értéke **2,5 százalékkal növekedett**, míg az **importé 0,7 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest.** A külkereskedelmi mérleg aktívuma meghaladta a tavaly májusi értékét. Az exportárak és importárak közel azonos mértékű csökkenése mellett a cserearány stagnált áprilisban.

2015 májusában **2,3 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest**, míg szezonálisan és munkanaphatással kiigazítva **3,1 százalékkal csökkent a kibocsátás az előző hónaphoz viszonyítva.** Az épületek építésének visszaesése elsősorban az egy évvel korábbi magas bázis, illetve a nagy értékű új beruházások hiányának lehet a következménye. Az ágazat teljesítménye várakozásaink szerint mérsékelten alakulhat 2015

folyamán, amelyet a szerződésállomány közel egy éve tartó folyamatos leépülése és a tavalyi év magas bázisa is indokolhat. A 2007-2013-as uniós programozási periódus végéhez közeledve az EU forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházások az év során folyamatosan kifuthatnak.

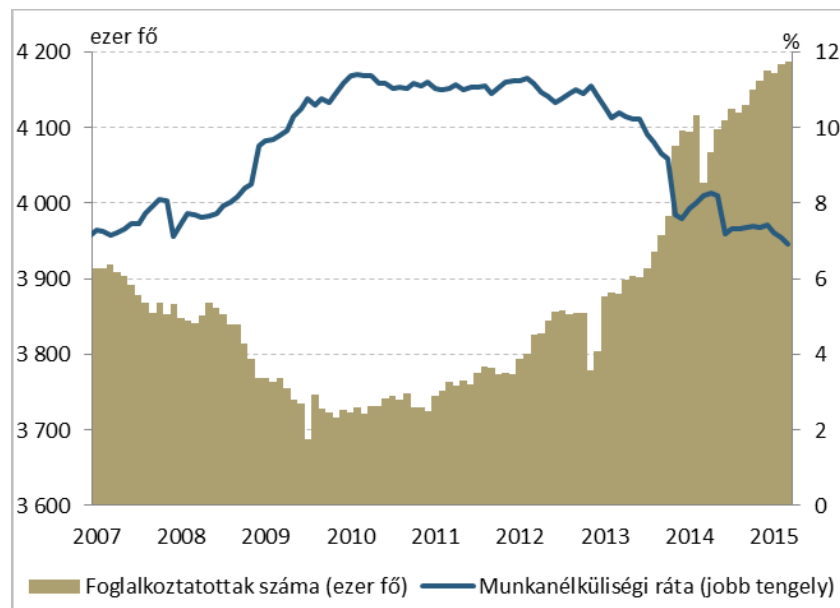
A fogyasztási kereslet tovább bővült az idei első negyedévben, mely tendencia a második negyedévben is folytatódhatott. Ezt a javuló munkaerő-piaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyarázhatja. Májusban az előzetes adatok alapján folytatódott a kiskereskedelmi forgalom bővülése, 5,5 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának szintjét. Az értékesítések szerkezete alapján májusban a termékek széles körében bővíthetett a forgalom. Az élelmiszerek eladásai az áprilisi stagnálást követően (melyet főként bázishatás magyarázhatott) májusban visszafogott bővülést mutattak. A nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek eladásai érdemben bővültek a tavalyi év azonos időszakához képest és jelentősen hozzájárultak a kiskereskedelmi forgalom emelkedéséhez. Az üzemanyag eladások májusban tovább bővültek, azonban a bővülés üteme elmarad a korábban látott éves dinamikától, melyben a magas előző évi bázis hatása is szerepet játszhat. Az olajárak és ezen keresztül a mérséklődő üzemanyagárak keresletélénkítő hatása már a termékek szélesebb körében is hozzájárulhatott a kiskereskedelmi eladások növekedéséhez.

A júniusi Inflációs jelentés előrejelzésének alappályája kiegyensúlyozott szerkezetű gazdasági növekedés folytatódását vetíti előre, a fogyasztás és beruházások további növekedése mellett a nettó export is érdemben hozzájárulhat a gazdaság bővüléséhez 2015-ben. 2014 egészében 3,6 százalékkal nőtt a gazdaság, amit az idei évben szintén 3 százalék feletti bővülés követhet. Az idei növekedést támogathatja az élénkülő belső kereslet, az uniós forrásfelhasználás, a laza monetáris kondíciók, illetve a javuló munkaerő-piaci helyzet. A mérséklődő olajárak élénkíthetik az uniós országok növekedését, ugyanakkor az elhúzódó orosz-ukrán krízis és a visszaeső orosz és ukrán gazdasági növekedés fékezheti azt.

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2015 májusában a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 4,4 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.** Az aktivitás stagnálása mellett a **munkanélküliek száma tovább mérséklődött májusban** (6. ábra), így a munkanélküliségi ráta 6,7 százalékra csökkent.

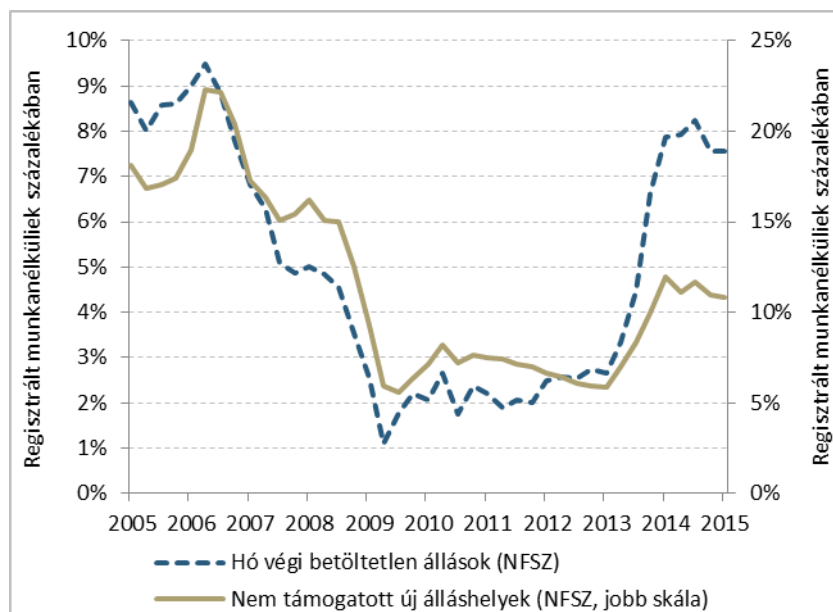
6. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

Áprilisban csökkent mind az újonnan kiírt, mind pedig a betöltetlen, nem támogatott álláshelyek száma az előző hónaphoz képest. A munkapiac továbbra is feszebb, mint 2013 elején (7. ábra).

7. ábra: A munkapiaci feszeséget mérő mutatók



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

1.3. Infláció és bérek

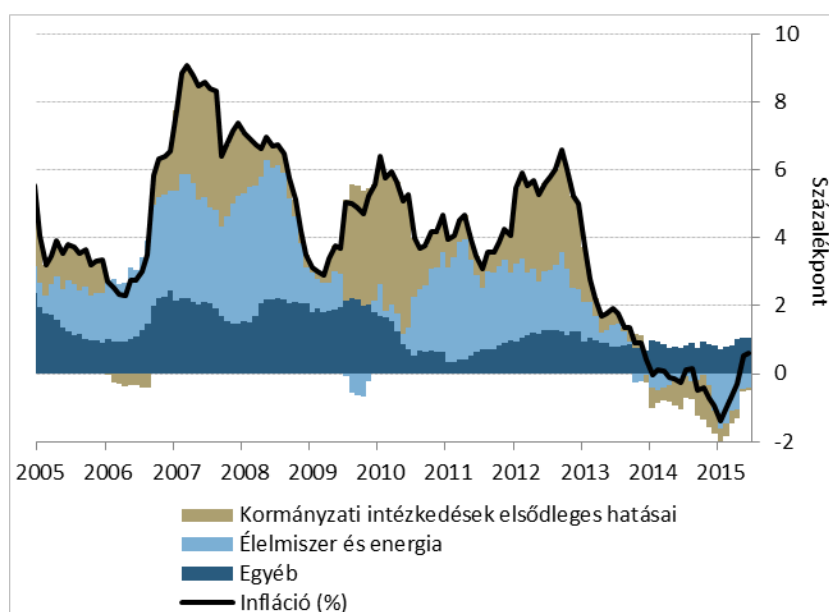
1.3.1. Bérezés

Áprilisban a bruttó átlagkereset a versenyszférában 4,1 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az élénkülő bérdinamika a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltató szektorban egyaránt megfigyelhető volt.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2015 júniusában az infláció 0,6, a maginfláció 1,3 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,2 százalékos értéket mutatott (8. ábra). A teljes infláció, illetve a csoportok többségénél az éves árindexek csak kismértékben változtak májushoz képest.

8. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója

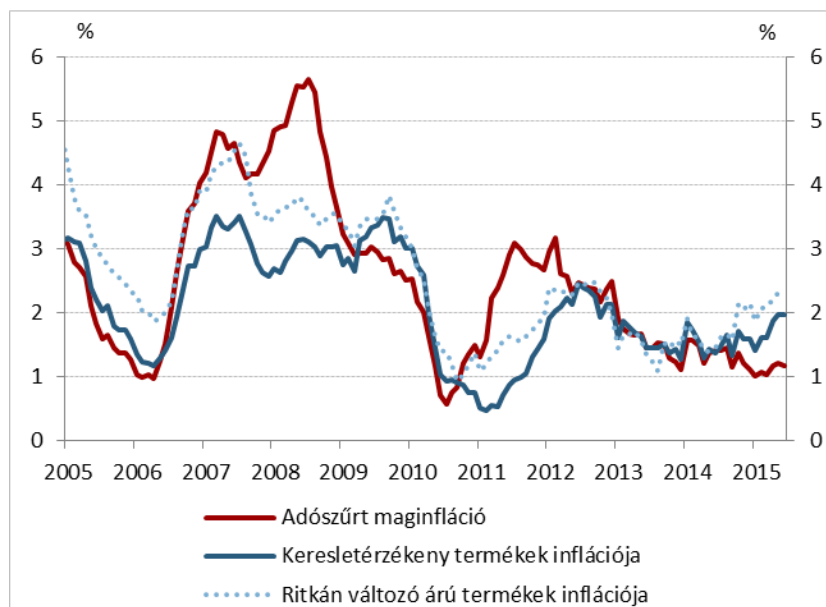


Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

A visszafogott inflációhoz a mérsékelt olajárak, az alacsony inflációs várakozások, valamint a mérsékelt importált infláció egyaránt hozzájárulhattak az elmúlt hónapokban (9. ábra). 2015 májusában a mezőgazdasági termelői árak éves alapon 8,1 százalékkal csökkentek, a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai nem változtak az előző év azonos időszakához képest. Júniusban az üzemanyagok ára enyhén emelkedett az előző hónaphoz képest. A fogyasztási kereslet a kiskereskedelmi adatokkal összhangban a második negyedév során tovább bővíthetett a reálkeresetek éves összevetésben mért emelkedésével párhuzamosan. A kiskereskedelmi forgalom szintje változatlanul elmarad a válság előtti években megfigyelttől, így

a belső keresleti környezet összességében továbbra is deflációs hatású lehet, bár fokozatosan enyhébb mértékben.

9. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



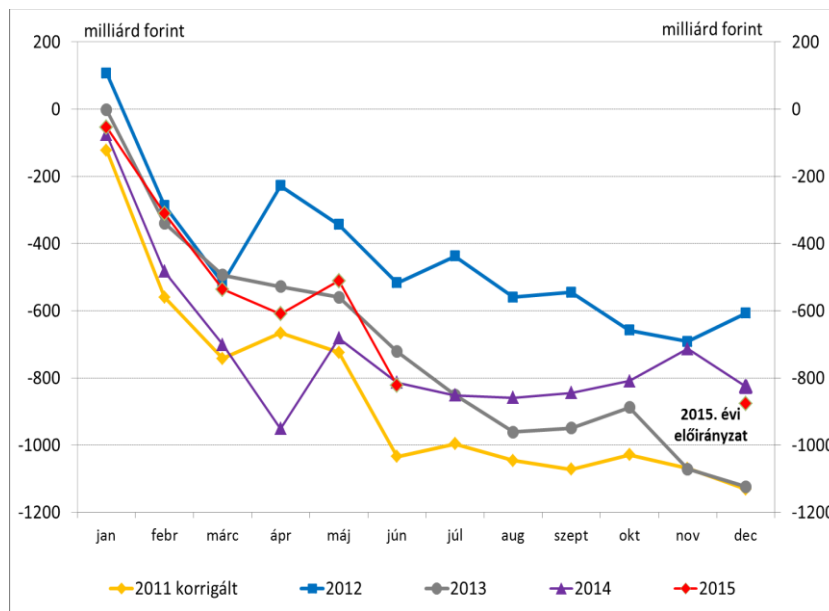
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Rövid távon enyhén pozitív tartományban maradhat az infláció. A beérkezett júniusi adat lényegében megfelelt a júniusi Inflációs jelentésben szereplő várakozásnak. Előretekintve pedig a rendkívül mérsékelt költséghatások kifutásával és a kereslet élénkülésével párhuzamosan az inflációs ráta további emelkedésére számítunk.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az állami költségvetés 2015 júniusában 312 milliárd forint hiánnyal zárt, ami 150 milliárddal nagyobb, mint a megelőző három év átlaga (10. ábra). A központi alrendszer bevételei 2015 júniusában 31 milliárd forinttal alakultak kedvezőbben a 2014. évi bázisnál, ami nagyjából az általános forgalmi adó növekedéséhez kapcsolódik. A központi alrendszer kiadásai 222 milliárd forinttal meghaladták a 2014. júniusi értéket. A kiadások növekedése mögött elsősorban a központi költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai, valamint a kamatkiadások állnak.

10. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált egyenlege



Forrás: MÁK

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A májusi adatközlés szerint a szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség 860 millió eurót tett ki a folyó fizetési mérleg 500 millió eurós és a tőkemérleg 360 millió eurós többlete mellett.

A finanszírozási adatok által jelzett finanszírozási képesség 900 millió eurót tett ki, a finanszírozás szerkezetében pedig tovább folytatódott az adósságcsökkenés, amely mellett enyhe nettó FDI beáramlásra is sor került. A finanszírozási adatok is a reálgazdasági adatokhoz hasonló mértékű finanszírozási képességet jeleztek májusban. Áprilist követően ebben a hónapban is összességében enyhe nettó FDI beáramlás következett be. Folytatódott ugyanakkor az adósság típusú források kiáramlása, amelyben a külföldiek kezében lévő forint állampapír-állomány csökkenése volt meghatározó, így az állam külső adóssága érdemben csökkent. Emellett a bankrendszer nettó külső adóssága kismértékben emelkedett, a vállalatoké pedig tovább mérséklődött.

2. PÉNZÜGYI PIACOK

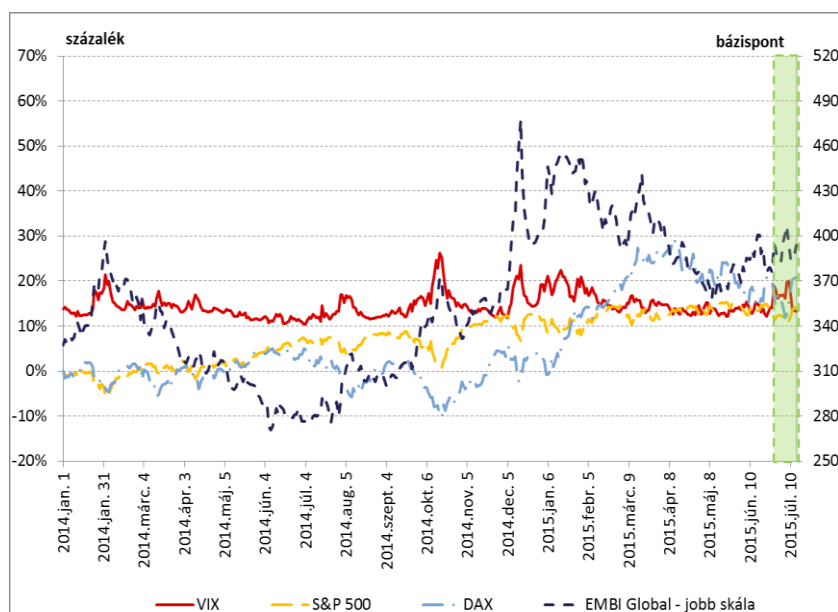
2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban összességében romlott a befektetői hangulat, növekedett a pénzügyi volatilitás, a részvényindexek csökkentek, és a feltörekvő devizaárfolyamok pedig gyengültek a dollárral szemben. Európában elsősorban a görög helyzettel kapcsolatos híráramlások kerültek előtérbe a hónapban, és annak ellenére, hogy a piaci szereplők többsége enyhe pénz- és tőkepiaci hatással számolt, a görög események piacmozgatónak bizonyultak a hónap során is. Az USA-ban a vegyes munkapiaci adatok ellenére alapvetően javuló kép rajzolódik ki, ugyanakkor továbbra is fennmaradt a bizonytalanság a Fed kamatpályájával kapcsolatban: jelenleg azt találgatják a piacokon, hogy az idei évben 1 vagy 2 kamatemelésre fog-e sor kerülni. A piaci árazás alapján egy decemberi kamatemelés tűnik a legvalószínűbb kimenetnek, az elemzői várakozások alapján azonban már szeptemberben megindulhat a szigorítás. Az FOMC júniusi üléséről készült jegyzőkönyvből kiderült, hogy a Fed is tart a görög válság esetlegesen tovaryűrűző negatív hatásaitól, melyek különösen a pénzügyi folyamatok tekintetében lehetnek befolyással az amerikai gazdaságra, így a görögökkel kapcsolatos bizonytalanság is újabb tényezőt jelenthet a Fed döntési függvényében. Nem tisztult a kép Janet Yellen Fed elnök beszéde után sem az első kamatemelés időzítésével kapcsolatban, amely nagyrészt kiegyensúlyozott volt, és nem tartalmazott újdonságokat, viszont megerősítette, hogy már idén megkezdődhet a kamatemelés, ami a dollár erősödésének irányába hatott. Elmondta, hogy megítélése szerint a munkapiac lazább lehet, mint ahogy azt az 5,3 százalékos munkanélküliségi ráta jelzi, ugyanakkor számos területen az élénkülés jelei láthatók, például a részmunkaidős foglalkoztatottság, vagy az aktivitási ráta esetében. A bérek növekedési üteme azonban továbbra sem mutatja az élénkülés várt jeleit.

A fejlett és feltörekvő részvénypiacok teljesítményét mérő MSCI-indexek az időszak egészében csökkenést könyvelhettek el, utóbbi esetében a mérséklődés erőteljesebb volt. Ázsiában a feltörekvő piaci tőzsdék csökkenése mögött a Kínában kibontakozó eladási nyomás állt, melynek következtében a kínai részvényindex a júniusi csúcsról közel 30 százalékkal esett. A részvénypiac helyzetét a kiterjedt tőkeáttételes kereskedés is nehezítette, ami tovább növelte a részvényesek veszteségeit. A kínai tőzsde zuhanása az ázsiai térség több országában is éreztette hatását, bár sokkal inkább a növekedési aggodalmak, mintsem a direkt fertőzés következtében. Az időszak végén a görög tárgyalásokon elért megállapodás hírére és a kínai részvénypiac

stabilizálódásának köszönhetően érdemi hangulatjavulásnak, és jelentős tőzsdei emelkedésnek lehettünk tanúi. Az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci index 19 bázisponttal került feljebb az előző kamatdöntés óta, ami azt jelzi, hogy a feltörekvő piacok megítélése a borús nemzetközi hangulat ellenére csak kismértékben romlott az elmúlt hónapban (11. ábra).

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



Forrás: Bloomberg

Görögország helyzete továbbra is sérülékeny. A Grexit esélyét az időszak elején még másodlagosnak ítélték meg a piaci szereplők, az IMF-kötelezettség elmulasztása, a görög bankrendszer likviditási helyzetének drasztikus romlása, a tőkekorlátozások bevezetése és legfőképpen a június 25-i reformtervezet népszavazáson történő elutasítása következtében fokozatosan emelkedett a Grexit valószínűsége. Az időszak végén, szinte az utolsó pillanatban elért megállapodás az elemzők szerint a Grexit-nél kedvezőbb scenárió bekövetkezését jelenti, ugyanakkor többen hangsúlyozták, hogy a görög válság ezen szakaszában kedvező kimenetről már nem lehet beszélni. A gazdasági, pénzügyi és politikai kilátások érdemben romlottak az elmúlt hónapokban, miután a tőkekorlátozások bevezetése a gazdaság minden ágazatában jelentős költségekkel jár, a tárgyalófelek közötti bizalom megromlása pedig megnehezítheti a 3 éves ESM hitelprogrammal kapcsolatos tárgyalások lebonyolítását. További kockázatként említhető a görög kormány esetleges bizalmi válsága, miután mind a korábbi választási ígéretükkel, mind pedig a népszavazási eredménnyel ellentétben szigorú megszorításokat kell

végrehajtaniuk az új megállapodás szerint. A görög parlament ugyanakkor megszavazta a hitelezők által elvárt intézkedések (prior actions) bevezetését, mellyel egy érdemi kockázat elhárult. A megszorítások gazdasági hatásáról megoszlanak a vélemények, többen is úgy látják, hogy a megszorítások bevezetése tovább mélyítheti a görög gazdasági válságot. Hosszabb távon kérdéseket vet fel az adósság-elengedés problematikája, amire a görög program első felülvizsgálata után kerülhet majd sor, ehhez azonban az kell, hogy Görögország teljesítse a hitelezők követeléseit.

A görög problémák eszkalálódása mindhárom nagy hitelminősítő részéről lépéseket váltott ki, amivel Görögország közelebb került ahhoz, hogy részlegesen vagy teljesen csődben lévőnek nyilvánítsák. **Az S&P és a Fitch is 1 fokozattal rontotta a szuverén görög adósbesorolást** (előbbi „CCC”-ra, utóbbi „CC”-re), **a Moody’s pedig Caa2-ről Caa3-ra rontotta a görög szuverén adósmínősítést.** Az S&P emellett négy görög nagybank besorolását SD (részleges csőd) minősítéssel látta el a tőkekorlátozás bevezetése miatt.

Az USA-ból és az eurozónából érkező makrogazdasági adatok vegyesen alakultak a vizsgált periódusban. Az elmúlt kamatdöntés óta az euro ennek ellenére több mint 2 százalékot veszített értékéből a dollárral szemben, így az EUR/USD kereszt 1,10 alá süllyedt, amely a görög válság kapcsán veszélybe került közös európai valuta stabilitásával kapcsolatos aggodalmakat tükrözte. A július közepi görög megállapodást követően újra inkább a Fed és az EKB eltérő monetáris politikai irányultsága dominálta az euro/dollár keresztárfolyam alakulását. Európában az időszakban publikált májusra vonatkozó kiskereskedelmi forgalmi adat és a júniusi beszerzési menedzser indexek enyhe emelkedést mutattak, és azt jelzik, hogy a második negyedévben az országok széles körében folytatódhatott a gazdasági növekedés. A júniusi fogyasztóiár-index a várakozásokkal összhangban 0,1 százalékponttal 0,2 százalékra mérséklődött, ami azt jelenti, hogy az euroövezeti infláció már egy 1 éve fél százalék alatt található. Az EKB a várakozásoknak megfelelően változatlanul hagyta irányadó rátáját a júliusi kamat-meghatározó ülésén.

A globális kockázatkerülés erősödésével párhuzamosan a fejlett piaci hosszú hozamok az időszak elején mérséklődtek, később azonban korrigáltak, így összességében a hónap során érdemben nem változtak. A 10 éves német Bund hozama 0,84 százalékon található, míg az előző kamatdöntés idején 0,87 százalékon jegyezték. A brit és amerikai hozamok is csupán 2-3 bázispontos elmozdulást mutattak. Az eurozóna periferiáján a hozamok 15-40 bázisponttal

növekedtek, de később emelkedésüket teljesen mértékben korrigálták. Szűkebb régiókban jellemzően 5-10 bázispontos csökkenést lehetett megfigyelni.

Az általános negatív hangulat mellett több tényező is az olaj árának csökkenése irányába hatott, így a Brent és a WTI típusú olaj ára 7-9 dollárral csökkent. A görög válság esetleges tovagyrúzása miatti európai olajkereslet visszaesés mellett a kínai növekedési aggodalmak is felszínre kerültek, miután a kínai háztartások és a vállalatok jelentős veszteségeket szenvedtek el a kínai tőzsde zuhanása következtében. A dollár erősödése szintén az olajár csökkenését erősíthette. Tovább növelheti a már így is magas olajkínálatot az időszakban született iráni megállapodás, melynek értelmében az iráni atomprogram korlátozásáért és ellenőrzéséért cserébe csökkentik az olajexportra kivetett szankciókat. Az amerikai olajkészletek csökkenése az időszak végén az emelkedés irányába mozdította el az olaj árát, globálisan azonban továbbra is túlkínálatra lehet számítani.

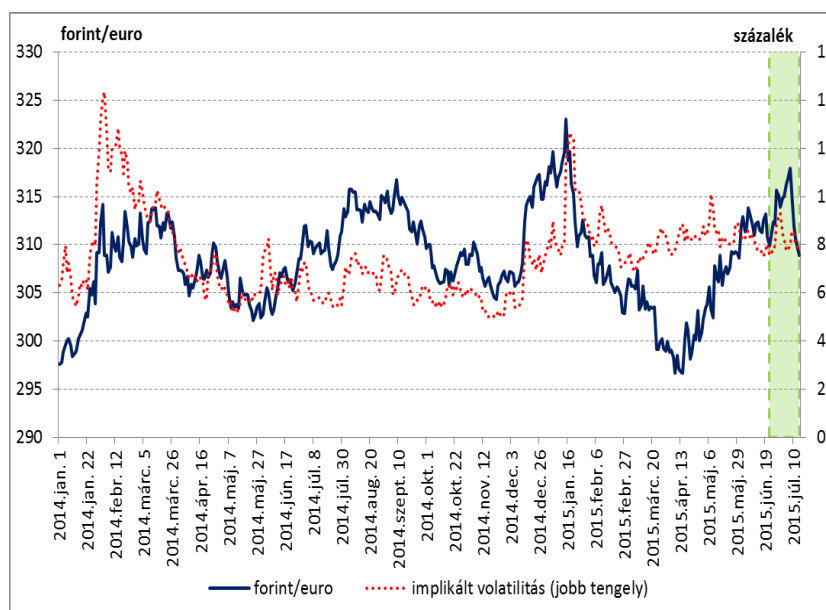
2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A hazai pénzügyi hangulatot tekintve elsősorban a nemzetközi tényezőknek volt meghatározó a szerepe az időszakban, az országspecifikus hatások kevésbé érvényesültek.

A forint árfolyama az előző kamatdöntés óta a globális hangulat változásával párhuzamosan volatilisen alakult, összességében ugyanakkor nem változott érdemben (12. ábra). Az euro/forint jegyzések folyamatos leértékelődést mutattak a hónap első felében, és a 310-es szintekről 318 közelébe emelkedtek, amely a kedvezőtlen globális befektetői hangulatnak volt betudható. Ugyanakkor a hónap végén a görög megállapodással kapcsolatos kedvezőbb hírek hatására a forint árfolyama is visszaerősödött a 309 körüli szintekre. A régiós devizákkal összevetve a forint a zlotyhoz hasonló pályát írt le, azonban a lengyel deviza időszak elején tapasztalt mérsékeltebb gyengülése miatt a hazai fizetőeszköz a hónap elején kissé alulteljesítő volt a régióban, ugyanakkor ezt a hónap végére ledolgozta. Az időszakban a cseh korona volt felülteljesítő a közel 1,5 százalékos erősödésével, míg a többi régiós deviza nem változott érdemben. A nemzetközi tényezők mellett az országspecifikus okok kevésbé hatottak a forint mozgására az elmúlt időszakban. Utóbbiak közül kiemelendő az MNB kedvezményes kamatcsere-ügyleteinek (IRS) aukcióin tapasztalható kiemelkedő kereslet, amely hozzájárulhatott az időszak végi forinterősödéshez, illetve a Moody's felülvizsgálatával kapcsolatos spekulációk is erősítő

hatásúak lehettek. Ugyanakkor a júniusi, várakozásoknak megfelelően alakuló inflációs adatnak nem volt hatása az árfolyamra.

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

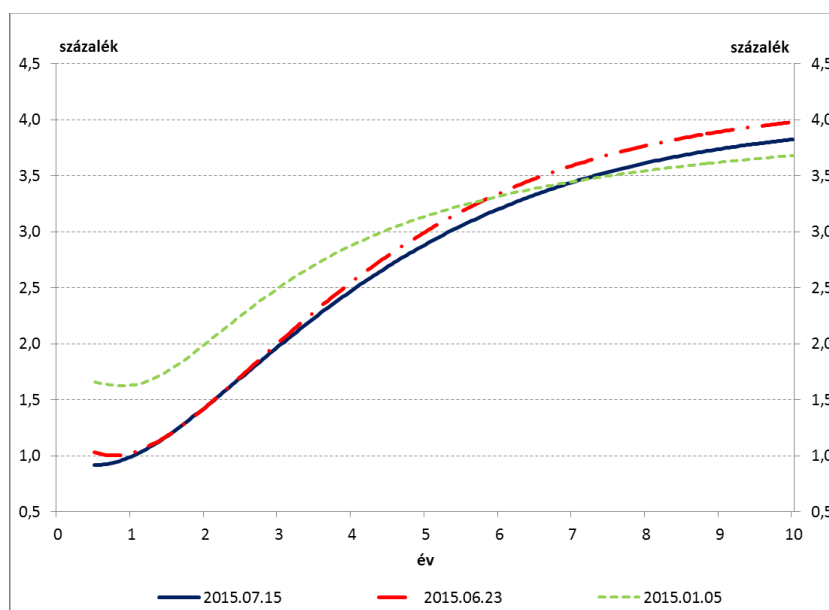


Forrás: Bloomberg

Az időszakban közzétett hazai makrogazdasági adatok vegyesen alakultak. A március-május időszakra számolt munkanélküliségi ráta pozitívan lepte meg a befektetőket, míg a júniusi inflációs adat a várakozásoknak megfelelően alakult. A májusi külkereskedelmi egyenleg kedvezőbben alakult mint áprilisban, ugyanakkor az ipari termelés kis mértékben elmaradt a várakozásoktól.

A magyar állampapír-piaci hozamoknál a csökkenés volt jellemző az időszakra. Az állampapírok másodpiacán az éven belüli lejáratokon enyhe 10-17 bázispontos, a középső, 1-3 éves szegmensben enyhe 3-4 bázispontos hozamcsökkenés ment végbe. A hosszú hozamok esetében az éven belüli lejáráthoz hasonlóan, 15-16 bázispontos volt a csökkenés. A 3 hónapos benchmarkhozam 0,93 százalékra csökkent, míg a 10 éves hozam ismét 4 százalék alatt, 3,75 százalékon áll. A rövid hozamok lassú ütemben folyamatosan mérséklődtek, míg a hosszú hozamok dinamikusabb csökkenésében az MNB IRS aukcióinak sikeressége is közrejátszhatott. A hosszú hozamok csökkenése mellett a rövid hozamok mérséklődése miatt **az állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége nem változott érdemben az előző kamatdöntés óta** (13. ábra).

13. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

Az időszak során az állampapír aukciókon csökkentek a kialakult átlaghozamok. A 3 hónapos és a 12 hónapos papír aukcióin is 6 bázisponttal került lejjebb az átlaghozam. A diszkontkincstárjegyek értékesítése során egészséges kereslet mutatkozott az elmúlt hetekben, a lefedettség 1,5-2,5 között alakult. Erős kereslet jellemezte a hosszú lejáratú fix kamatozású papírok aukcióit is, az érdeklődés minden alkalommal meghaladta a kétszeres lefedettséget, és az adósságkezelő rendre megemelte a kibocsátott mennyiséget a 3, 5 és 10 éves papírok utolsó aukciója esetében. Az átlaghozamok a fix kamatozású hosszú szegmensben minden lejárat esetében, 5-30 bázisponttal csökkentek az előző kamatdöntés óta.

Az MNB önfinanszírozási programjának keretében meghirdetett 3 és 5 éves kamatcsere-ügylet (IRS) tenderen kiemelkedő mennyiségű, összesen 140,5 milliárd forintos kereslet mutatkozott, amely teljes mértékben elfogadásra került. Az 5 éves állampapír aukciókon tapasztalható erős keresletet a kedvező jegybanki tender eredménye is támogathatta.

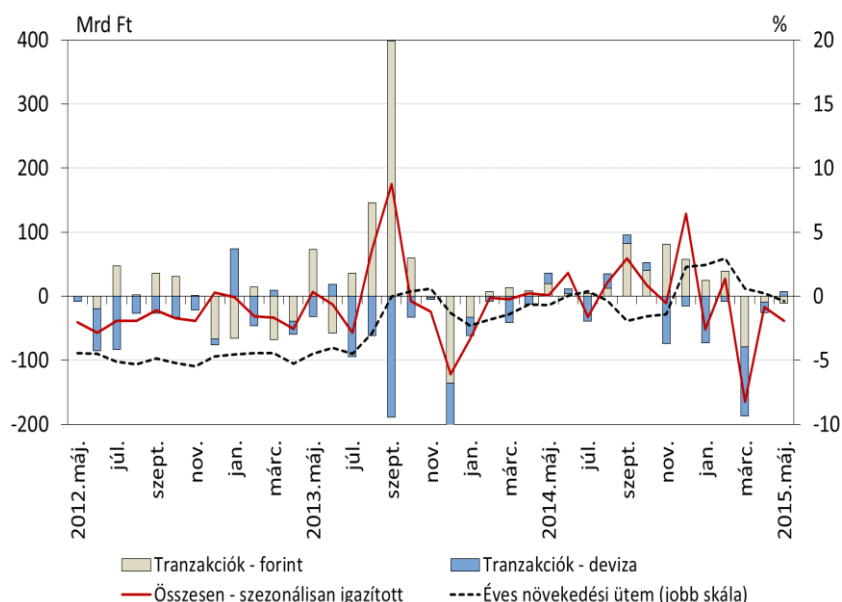
A külföldiek állampapír állománya az elmúlt hónapban már csak minimális mértékben csökkent, jelenleg nagyságrendileg 4460 milliárd forintnyi magyar állampapírt tartanak külföldi befektetők, amellyel részarányuk 40 százalék közelébe mérséklődött. A kismértékű eladás ellenére a hazai hosszú hozamok a régióhoz hasonlóan csökkentek az időszak alatt, illetve **hazánk kockázati megítélése sem változott érdemben. A magyar 5 éves CDS-felár 4 bázisponttal csökkent, 147 bázispont környékén jegyzik.**

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

Májusban a hitelintézeti szektor vállalati hitelállománya összesen 5 milliárd forinttal (szezonalisan igazítva 38 milliárd forinttal) csökkent a tranzakciók hatására (14. ábra). A forinthitelek állományában mintegy 12 milliárd forintos csökkenés, a devizahitelekében pedig közel 7 milliárd forintos növekedés volt megfigyelhető. A tranzakció alapú éves állománynövekedési ütem az áprilisi plusz 0,2 százalékról mínusz 0,4 százalékra csökkent. Az NHP I. pillérén belül szerződött hitelek májusban 34 milliárd forinttal járultak hozzá a vállalati hitelezéshez.

Májusban az új kibocsátású vállalati hitelek esetében mind a kisebb, mind a nagyobb összegű forint hitelek átlagos kamatlába egyaránt csökkent.

14. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

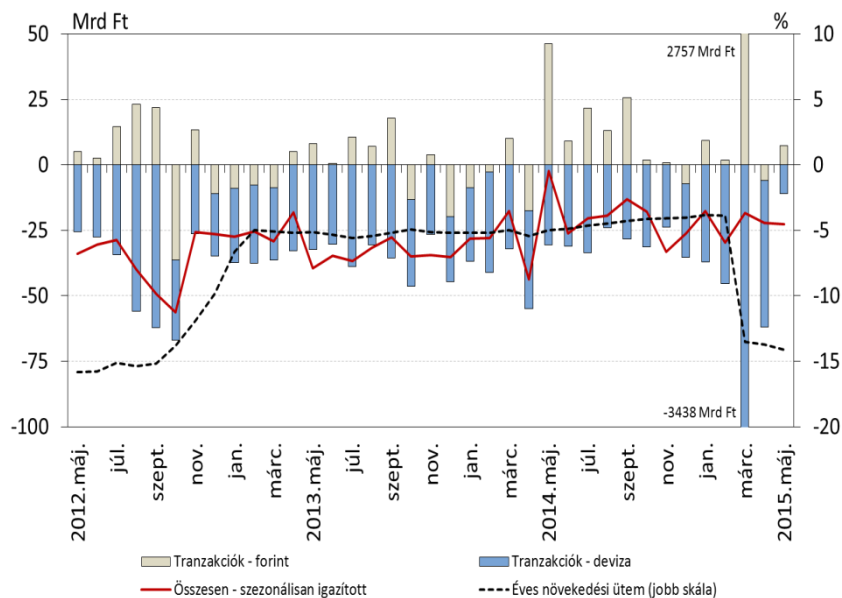


Forrás: MNB

A háztartási szegmens teljes hitelintézeti szektorral szembeni hitelállománya a hiteltranzakciók eredőjeként 4 milliárd forinttal csökkent májusban (15. ábra). A forinthitel-állomány 7 milliárd forinttal nőtt, míg a devizahitelek állománya 11 milliárd forinttal csökkent. Az éves állományleépülési ütem az áprilisi 13,7 százalékos értékről 14,1 százalékra növekedett. A lakáscélú és a gépjármű hitelek májusi kihelyezése éves alapon továbbra is intenzív bővülést mutatott, míg a szabadfelhasználású és áruhitelek kibocsátása lényegében nem változott, a személyi és egyéb hitelek esetében azonban a szerződéskötések összege némileg csökkent.

Az új kihelyezésű lakáscélú hitelek kamatainak mérséklődése is folytatódott. A lakáscélú hitelek teljes hitelköltsége (THM) mintegy 0,2 százalékponttal mérséklődött májusban. Tovább csökkent a fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége is, a háztartásoknak nyújtott forint fogyasztási hitelek átlagos hitelköltsége 18,98 százalékról 17,67 százalékra süllyedt májusban.

15. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB