



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2016. június

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2016. június 21-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2016. július 6. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2016. június 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 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>

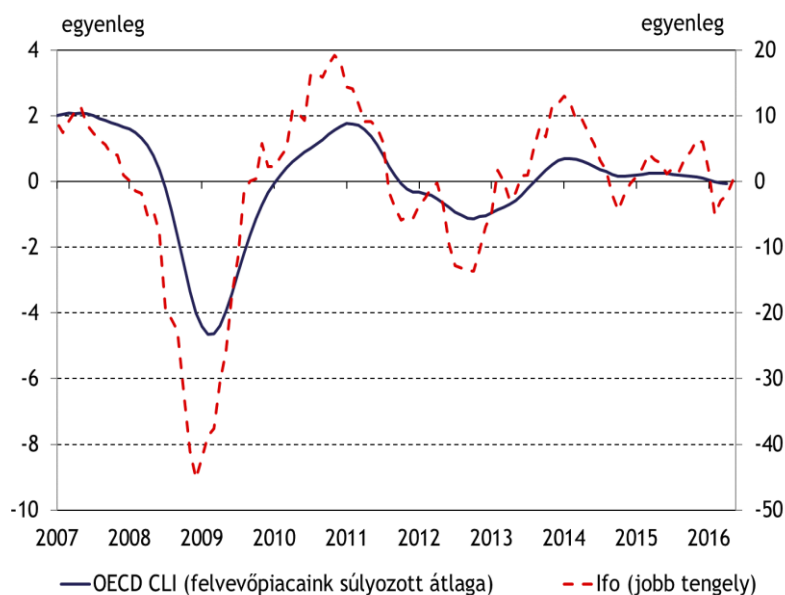
1. MAKROGAZDASÁG

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Az első negyedéves GDP adatok vegyes képet mutattak. Az USA és az eurozóna növekedése az elemzői várakozásoknál gyengébb, míg Németországé kedvezőbb volt. Japán növekedése nulla százalék közelébe lassult az előző év azonos időszakához viszonyítva. Előretekintve a globális növekedés lassulása várható a következő negyedévekben. Az IMF a legfrissebb, áprilisi jelentésében mind a fejlett, mind a feltörekvő országok növekedési kilátásait mérsékelte. **A növekedés továbbra is törékeny, melyet elsősorban lefelé mutató kockázatok öveznek.** Az alacsony nyersanyagárak továbbra is fékezik a nyersanyagexportőr országok gazdasági aktivitásának bővülését, emellett a geopolitikai feszültségek változatlanul visszafogják a fejlett gazdaságok növekedését is a gyengébb keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül.

2016 első negyedévében 0,6 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves összevetésben. A növekedésre negatív hatással lehet a feszült geopolitikai helyzet: a növekvő bizonytalanság és a kétoldalú gazdasági szankciók visszafoghatják a gazdasági aktivitást. A legfontosabb exportpartnerünknek számító német gazdaság bővülése az első negyedévben is folytatódott, amit az emelkedő belső kereslet támogatott. A német külkereskedelmet ezzel szemben fékezte a lassuló ázsiai kereslet, így az ipar teljesítménye mérséklődött a korábbi hónapokhoz képest. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) tavaly december óta tartó csökkenő trendje megtört és az elmúlt hónapokban korrekció volt megfigyelhető (1. ábra).

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

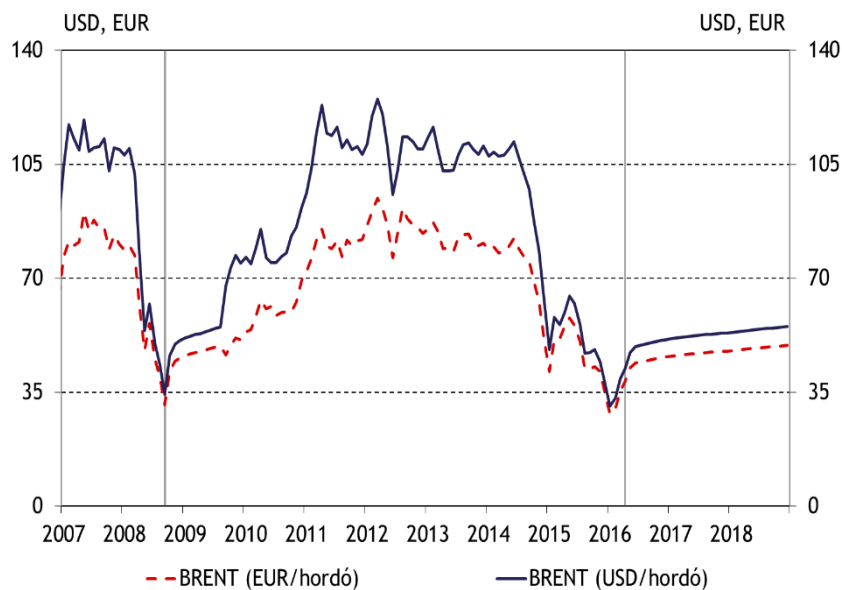


Forrás: OECD, Ifo

A régió teljesítménye kedvezően alakult a 2016 első 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, részben a historikusan alacsony nyersanyagárak, részben a visszafogott kereslet miatt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak. Az olajár az utóbbi hónapokban 50 dollár fölé emelkedett, majd az időszak végén csökkent (2. ábra, erről részletesebben ld. 2.1. alfejezet).

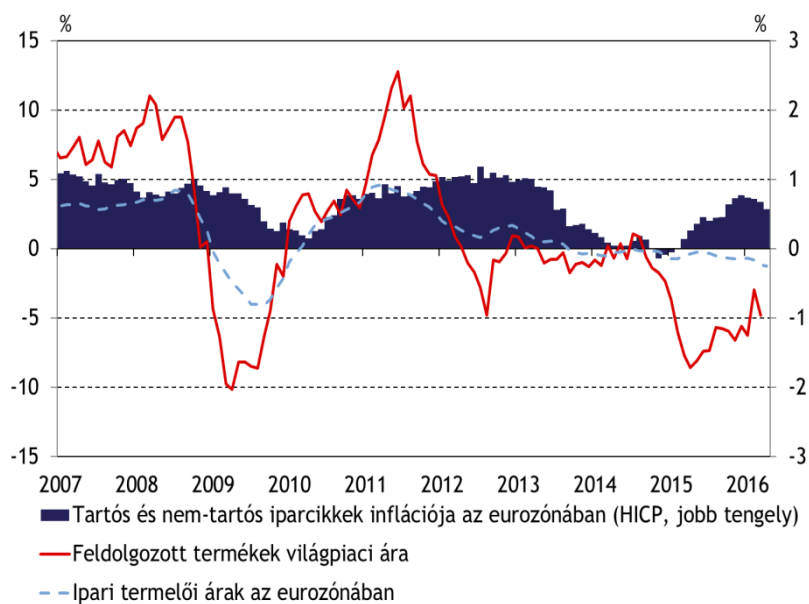
2. ábra: A Brent olaj világpiaci havi átlagárának alakulása



Forrás: Bloomberg

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

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



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

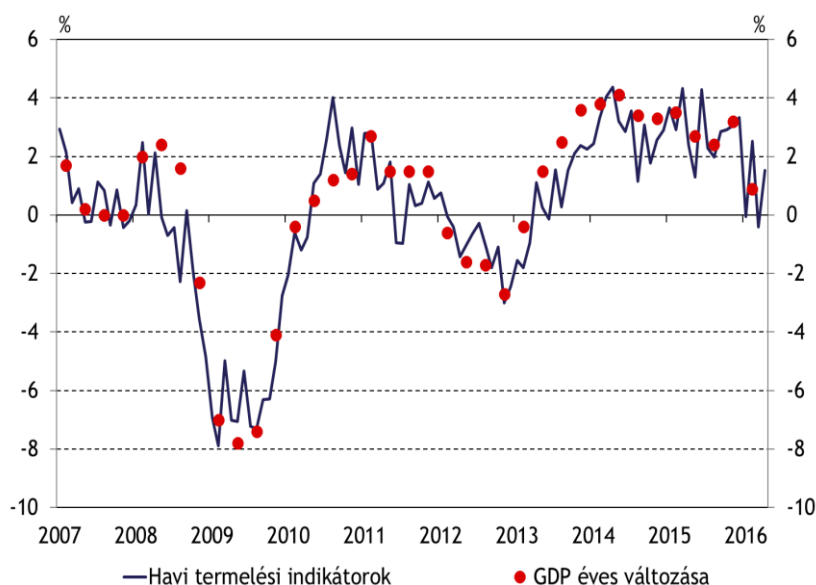
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

1.2.1. Gazdasági növekedés

2016 első negyedében a bruttó hazai termék 0,9 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, ugyanakkor 2015 negyedik negyedéhez viszonyítva 0,8 százalékkal mérséklődött a hazai GDP, amelyben egyedi hatások játszottak szerepet (4. ábra). Az év eleji átmeneti mérsékelt dinamikát követően a növekedés várhatóan érdemben erősödik.

Termelési oldalról a piaci szolgáltatások volumenének bővülése emelte, míg az ipar lassulása és az építőipar jelentős visszaesése csökkentette a gazdaság növekedési ütemét 2016 első negyedében. Havi adatok alapján az ipari termelés korábbi negyedekben tapasztalt dinamikus bővülését az első negyedben átmeneti gyárleállások és az Audi rövidített munkahete fogták vissza, azonban áprilisban korrigálódott a kibocsátás. Az építőipar termelési volumene jelentős mértékben zsugorodott, amelyet elsősorban az uniós forrásból finanszírozott projektek kifutása magyarázott. Ezzel szemben a kiskereskedelmi forgalom bővülése tovább folytatódott 2016 első negyedében.

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



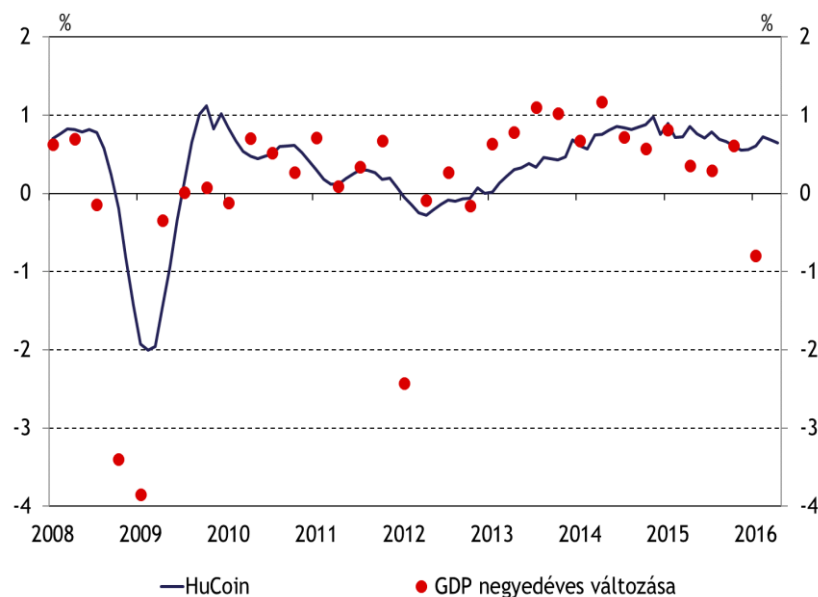
* A havi termelési indikátorok (ipar, építőipar, kiskereskedelem) súlyozott átlaga, ahol a súlyok a GDP növekedési ütemét magyarázó regresszióból származnak. Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

A lakossági fogyasztás tovább élénkült az első negyedben, amelyet a javuló munkapiaci folyamatok, a magas bérkiáramlás és az alacsony infláció hatására dinamikus bővülő reálkeresettömeg támogatott. Számottevő mértékben bővült a háztartások tartós cikkek és

szolgáltatások iránti kereslete. A nemzetgazdasági beruházások mérséklődtek az első negyedévben, amelyet elsősorban az uniós forrásból finanszírozott állami beruházások év eleji visszaesése magyarázott. Az ágazati megoszlás alapján az uniós források alakulásával szorosan összefüggő állami és kvázifiskális kör beruházási aktivitása visszaesett, a vállalati és lakossági beruházások továbbra is visszafogottan alakultak. A nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt az első negyedévben, ami több tényezőre vezethető vissza. A kivitel dinamikájának lassulása a járműgyártás év eleji akadozásával függ össze. Az import élénkülését elsősorban a fogyasztási kereslet bővülése magyarázza, mivel a beruházási és a reexport célú import csökkent. Az export az előző negyedéveknél kisebb mértékben növekedett – összhangban az áruexport lassulásával –, míg a behozatal az importigényesebb fogyasztási keresleti tételek dinamikus növekedésével párhuzamosan emelkedett.

A hazai konjunktúra középtávú kilátásait megragadó HuCoin indikátor az elmúlt időszakban kissé emelkedett, ami azt jelzi, hogy az első negyedéves visszafogottabb növekedés átmeneti lehetett és előretekintve a növekedés újból élénkülhet (5. ábra).

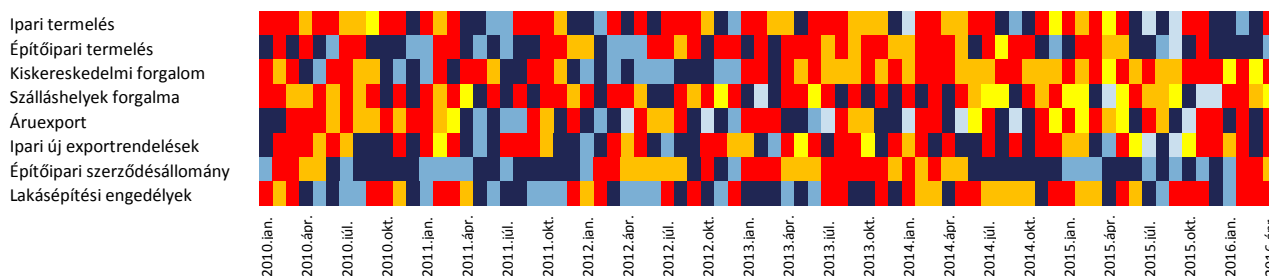
5. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



Megjegyzés: 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 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

2016 áprilisában az ipari termelés volumene az előző év azonos időszakához viszonyítva 5,3 százalékkal emelkedett, míg szezonálisan igazítva az előző hónaphoz képest 5,4 százalékos bővülést regisztráltak. Az első negyedévben az ipari termelés átmeneti hatások miatt visszafogottan alakult, azonban áprilisban jelentős korrekció következett be, mivel az ágazatok többségében bővült a termelés és jelentős volt az emelkedés a legnagyobb súlyú, járműgyártás ágazatban. **Az előretekintő indikátorok alapvetően kedvező képet mutatnak a hazai ipar rövid távú kilátásaira vonatkozóan.** Az euroövezet konjunkturális alapfolyamatait jelölő Eurocoin indikátor mérséklődött az utóbbi négy hónapban, a hazai exportrendelések éves összevetésben áprilisban emelkedtek. További kockázatot jelenthet a német ipar várakozásoknál számottevően visszafogottabb teljesítménye, amelyre vonatkozóan az Ifo indikátor ad jelzést. A mutató szintje továbbra is nulla körül alakul.

Az ipari korrekcióval összhangban a külkereskedelemben is kedvező fordulatot láthattunk a második negyedév elején. Az előzetes adatok alapján 2016 áprilisában az árukivitel euróban számított értéke 5,1 százalékkal emelkedett, míg a behozatalé 1,9 százalékkal csökkent az előző év azonos hónapjához viszonyítva. Tavaly áprilishoz képest a külkereskedelmi mérleg aktívuma 527 millió euróval nőtt.

2016 márciusában tovább javult a cserearány, amihez továbbra is az alacsony energiaárak járultak hozzá a legnagyobb mértékben. A részletes adatok alapján az első negyedévben a legnagyobb súlyú termékcsoporthoz, a gépek és szállítóeszközök esetében lassult jelentősen az

éves növekedési ütem a korábbi időszakokhoz képest, összhangban a járműgyártás termelési lassulásával.

2016 áprilisában **29,8 százalékkal mérséklődött az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest**, míg az előző hónaphoz viszonyítva 2,0 százalékkal emelkedett a kibocsátás. Áprilisban mindkét építményfőcsoport termelése csökkent az előző év azonos időszaki, magas bázishoz viszonyítva. Az épületek építése 2,7 százalékkal mérséklődött, míg az uniós forrásokból megvalósuló projektek lassú felfutása következtében az egyéb építmények volumene 52,1 százalékkal esett vissza. A szerződésállomány a mélyponthoz képest nőtt, ugyanakkor éves összevetésben továbbra is csökkentést mutat a magas, tavalyi bázis miatt.

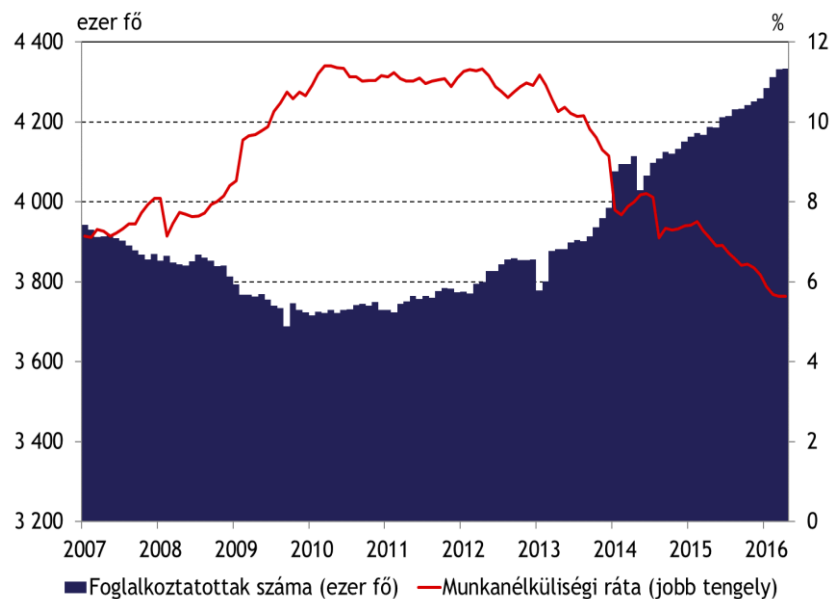
A fogyasztási kereslet élénkülése folytatódott az év elején is, melyet a javuló munkaerőpiaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyarázhat. **Áprilisban az előzetes adatok alapján a kiskereskedelmi értékesítések volumene 4,7 százalékkal emelkedett** a tavalyi év azonos időszakához képest, míg **az előző hónaphoz viszonyítva 0,9 százalékkal bővült a forgalom**. Az értékesítések szerkezetét tekintve a termékek széles körében regisztrálták a forgalom volumenének növekedését. A kiskereskedelmi forgalom bővüléséhez a korábbiaknál jelentősebb mértékben járult hozzá a nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek forgalmának élénkülése. Emellett folytatódott mind az élelmiszer-eladások, mind az üzemanyag-értékesítések emelkedése.

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2016 áprilisában a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 2,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest**. Az aktivitás az előző hónaphoz hasonlóan alakult, így a munkanélküliségi ráta 5,7 százalékon állt áprilisban (7. ábra).

2016 első negyedében kismértékben tovább nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma. Az államháztartásban dolgozók létszáma az előző negyedévhez képest enyhén növekedett, jóllehet a közfoglalkoztatottak száma visszaesett az első negyedévben. A versenyszférában foglalkoztatottak létszáma visszafogottabban nőtt az előző évi dinamikus létszámbővülést követően. A versenyszférán belül a foglalkoztatás bővüléséhez mind a feldolgozóipari, mind a piaci szolgáltató szektori létszám enyhe növekedése hozzájárult.

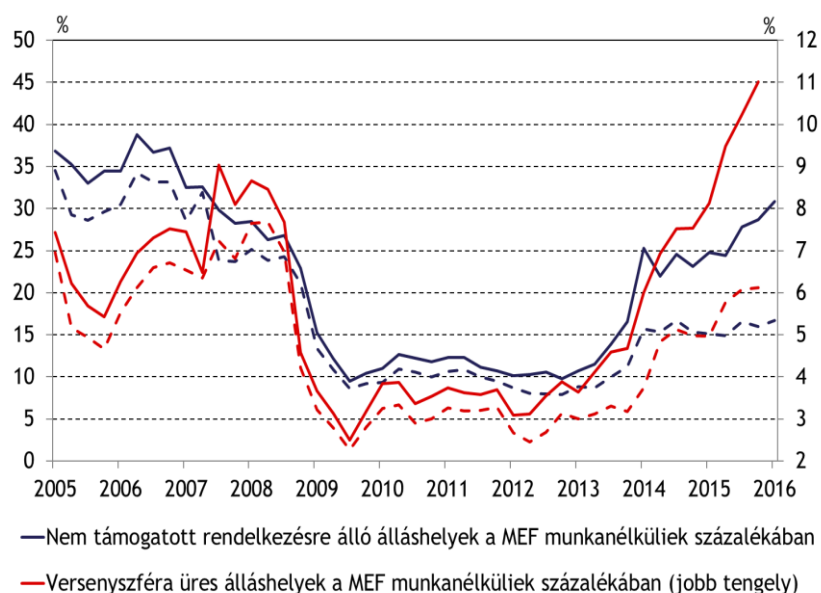
7. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

2016 májusában az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma érdemben nem változott, míg a hó végi betöltetlen, nem támogatott álláshelyek száma a válság utáni időszakot tekintve historikus csúcsponton van. 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



A szaggatott vonal a közfoglalkoztatottakkal korrigált munkaerőpiaci feszeségi mutatókat jelöli.

Forrás: NFSZ, KSH

1.3. Infláció és bérek

1.3.1. Bérezés

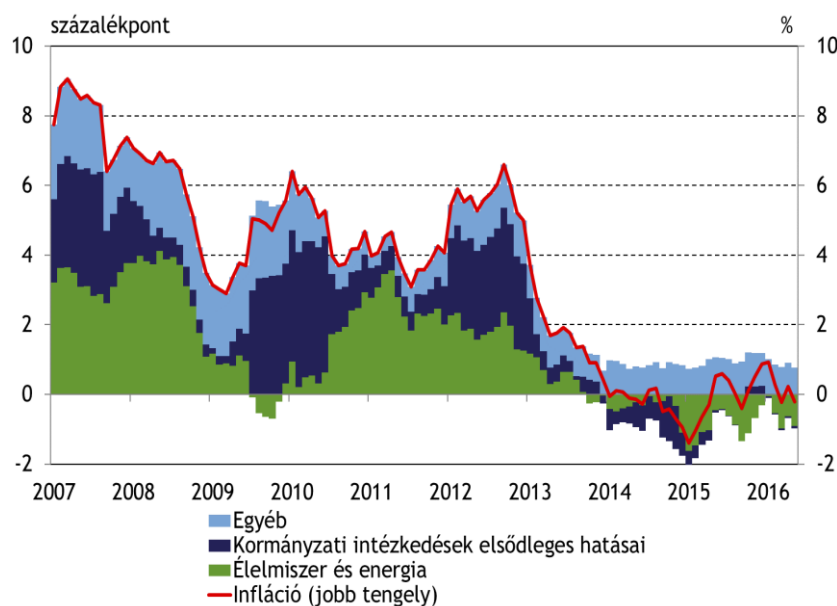
2016 első negyedében a versenyszféra éves bérdinamikája gyorsult az előző évihez képest.

2016 márciusában a szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában a bruttó átlagkereset 5,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A márciusi prémium-kifizetések is magasabbak voltak, mint egy évvel korábban. A versenyszférán belül a bruttó átlagkeresetek éves dinamikája márciusban a piaci szolgáltató szektorban erőteljesebben alakult, mint a feldolgozóiparban.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2016 májusában az infláció -0,2, a maginfláció 1,3 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,1 százalék volt (9. ábra). Az infláció mérséklődését főként a nem feldolgozott élelmiszerek árindexének csökkenése okozta.

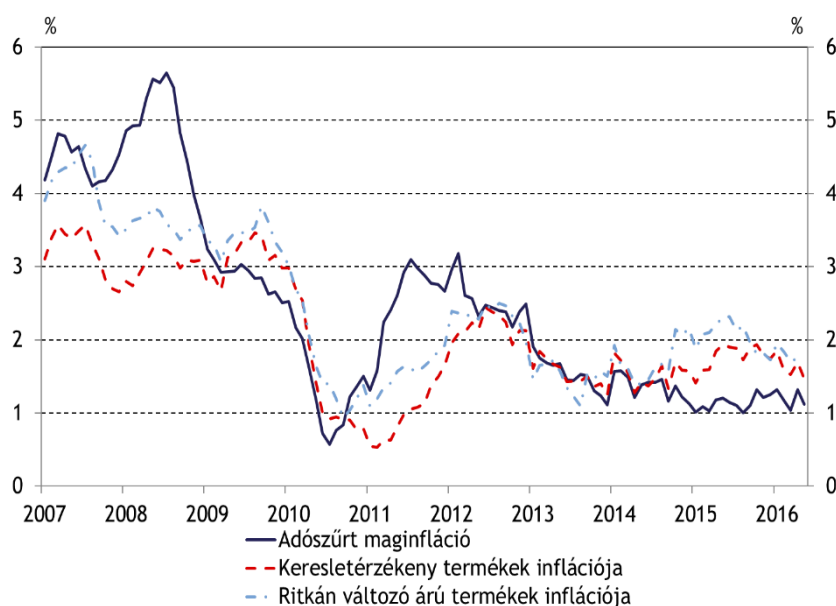
9. ábra: A fogyasztói-árindex dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

Az inflációs alapmutatók továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek, amihez hozzájárulhatott az importált infláció alacsony szintje, az alacsony nyersanyagárak és a gazdaság ciklikus pozíciója (10. ábra). 2016 áprilisában a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 0,4 százalékkal, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai nem változtak.

10. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



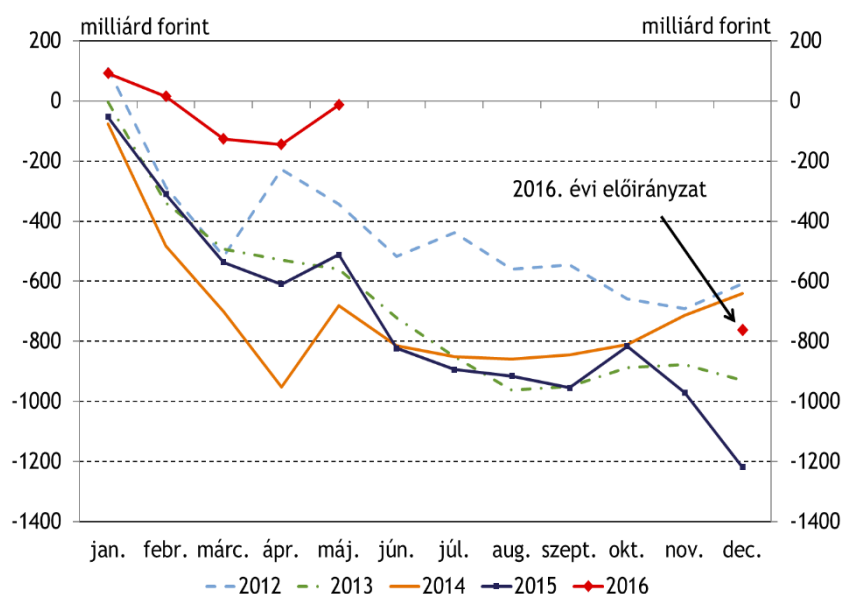
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

Az infláció előretekintve számottevően elmaradhat a 3 százalékos céltól és csak az előrejelzési időhorizont végére kerülhet annak közelébe. Az infláció rövid távon 0 százalék közelében alakulhat.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2016 májusában 132 milliárd forintos többlettel zárt, ami kedvező egyenleget jelent a korábbi évek azonos időszakához képest (11. ábra), és a tavaly májusi, szintén többletet mutató egyenlegnél is 33 milliárd forinttal magasabb. A bevételek oldalán főként a bérekhez kapcsolódó bevételek, illetve a társasági adót érintő egyedi befizetések javítják az egyenleget, míg a kiadásoknál a központi költségvetési szervek magasabb, valamint az EU-s támogatásokhoz kapcsolódó kiadások alacsonyabb szintje magyarázzák a tavalyi értéktől való eltérést. Az év első öt hónapjában az állami költségvetés kumulált pénzforgalmi hiánya mindössze 13 milliárd forint volt, mely az elmúlt évek legalacsonyabb értéke.

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



Forrás: 2016. évi költségvetési törvény, Magyar Államkincstár

A **központi alrendszer adó- és járulékbevételei** 2016 májusában 167 milliárd forinttal haladták meg a 2015. májusi bevételeket, aminek közel fele a növekedési adóhitelből eredt. Ezen felül a fogyasztáshoz és a bérekhez kapcsolódó bevételek is dinamikus növekedést mutattak a tavalyi év azonos időszakához képest.

A **központi alrendszer kiadásai** 2016 májusában 144 milliárd forinttal magasabban alakultak a 2015. májusi kiadásoknál, míg a prognózisunktól mindössze 6 milliárd forinttal maradtak el. A tavaly májusi adatokhoz képest a kiadások összegének emelkedését a központi költségvetési szervek és fejezetek nettó saját kiadásai, valamint a nyugdíjakra fordított kiadások növekedése magyarázzák, míg a költségvetési szervek EU-támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadásai érdemben mérséklődtek.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Az április havi adatközlés szerint a szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség **788 millió euró volt**, amely a folyó fizetési mérleg 738 millió eurós és a tőkemérleg 50 milliós többletéből adódott össze.

A finanszírozási adatok szerint áprilisban közel **830 millió eurós finanszírozási képesség** alakult ki, azaz a finanszírozási oldali folyamatok is forráskiáramlást mutatnak, ami mind az adósság, mind a nem adósság típusú forrásokat érintette. A nettó működőtőke-kiáramlás 380 millió eurós

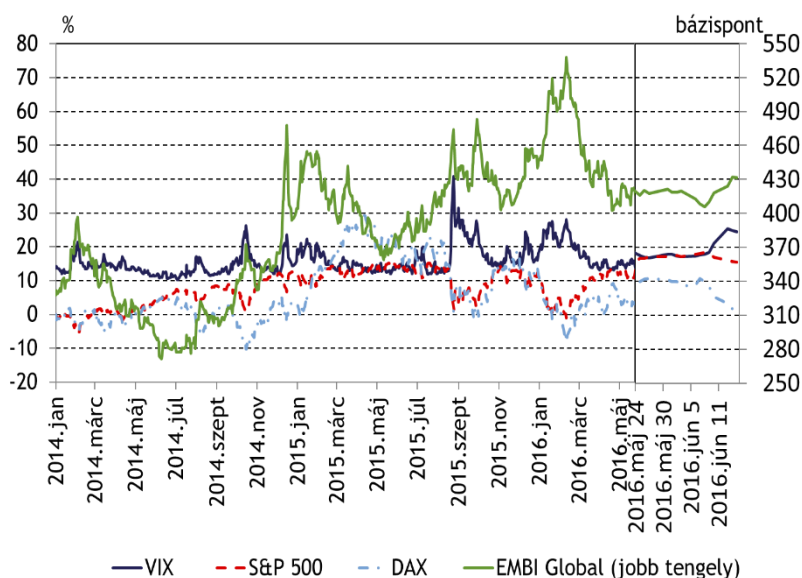
értéke elsősorban a külföldi vállalatok szezonálisan megszokott osztalékkifizetéseivel magyarázható. Ezzel párhuzamosan a nettó külső adósság 450 millió eurót meghaladó mértékben mérséklődött, ami az államhoz és a vállalatokhoz kötődött. Az állam nettó külső adósságát elsősorban az NHP III. pillére keretében lejáró swapok devizatartalékot növelő hatása csökkentette. Az állam bruttó külső adósságát mérsékelte, a nettót azonban nem érintette az EU hitel utolsó részletének törlesztése áprilisban. A bankok nettó külső adóssága áprilisban enyhén emelkedett, miközben a vállalatoké mérséklődött. Ez utóbbi a külföldön elhelyezett eszközök emelkedéséhez köthető.

2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszak nagy részében kedvező volt a piaci hangulat, majd a brit referendummal kapcsolatos aggodalmak érdemben rontották a kockázatvállalási hajlandóságot (12. ábra). Az időszak vége felé ugyanis felerősödött a kockázatkerülés, amelyben a Brexittel kapcsolatos aggodalmak játszottak nagy szerepet, miután június elejétől egyre több előzetes közvélemény-kutatás mutatott abba az irányba, hogy a korábbiakkal ellentétben többségben lehetnek a britek között az EU-ból való kilépésre szavazók. **A május során felerősödő amerikai kamatemelési várakozások június elején ismét érdemben későbbre tolódtak a vártnál jóval kedvezőtlenebb munkapiaci adat hatására.** Az EKB a vártnak megfelelően nem változtatott monetáris politikáján, és a piaci szereplők ugyancsak nem számítottak változásra június közepén a Bank of Japan kamatdöntő ülésén sem.

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



Forrás: Bloomberg

A tőzsdeindexek az időszak első felében még emelkedést mutattak, a kockázatérzékelés megváltozása azonban a részvénytőzsdák hirtelen esésével járt együtt. Az előző kamatdöntés óta az amerikai tőzsdeindexek így összességében minimálisan lejjebb kerültek, míg az európai tőzsdék – amelyeket sokkal erőteljesebben érintettek a Brexittel kapcsolatos félelmek – 3-4,5

százalékkal csökkentek. A feltörekvő részvénytőzsiadokon az MSCI kompozit részvényindex az időszak végi visszaesés ellenére is összességében 2 százalékot emelkedett, ami összefüggésben lehetett az amerikai kamatemelési várakozások mérséklődésével.

A kockázati indexek az időszak első részében viszonylag alacsony szinteken ingadoztak, és csak az időszak vége felé emelkedtek meg a kockázatkerülés felerősödésével. A VIX index a tőzsdéi emelkedéssel párhuzamosan az időszak közepéig alacsony szinten, szűk sávban mozgott, majd az időszak vége felé hirtelen megugrott, így az időszak eleji nyitóértékéhez képest 6 százalékponttal magasabban zárt. A feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global felár mintegy 15 bázisponttal csökkent az időszak első felében, majd onnan végül 10 bázisponttal az időszak eleji nyitóértéke fölé emelkedett vissza.

Az időszak végére a kockázatvállalási hajlandóság mérséklődésével a menedékeszköznek számító fejlett piaci hosszú lejáratú kötvények hozamai érdemben csökkentek. Az euro, dollár és font 10 éves hozamok 20-30 bázisponttal süllyedtek, amely a brit hozam esetében több évtizedes mélypontot, az eurohozamnál pedig a nulla alatti szint elérését jelentette, míg a japán hozam még mélyebben negatív tartományba, -0,185 százalékra mérséklődött.

Az olaj árfolyama az időszak első felében tovább emelkedett, elérve az 50-51 dolláros szintet, amelyet az amerikai kitermelés csökkenéséről, illetve az egyéb kőolajkitermelő országok váratlan termelésekieséséről szóló hírek is támogattak, és az emelkedő olajárpályára vonatkozó várakozásokat az OPEC-országok június eleji bécsi találkozója sem befolyásolta érdemben. Az időszak végén azonban az olajpiacon is visszaesés bontakozott ki, részben a kedvezőtlen kockázatvállalási hajlandóság, részben pedig a korábban folyamatosan csökkenő trendet mutató amerikai olajkutak számának újbóli emelkedése következtében.

A főbb devizák közül a brit font gyengült az időszak során, míg a japán jen és a svájci frank a kockázatkerülés hatására erősödött. A dollárnak az euróval szemben május során mutatott erősödő trendjében a június elején publikált amerikai munkapiaci adat okozott érdemi törést, majd onnan nagyrészt korrigálni tudott az amerikai fizetőeszköz. A brit font euróval, illetve dollárral szembeni árfolyama 2-3 százalékos gyengülést mutatott a brit referendum kimenetele körüli bizonytalanság hatására, míg a jen és a svájci frank árfolyamában az időszak második felében lehetett megfigyelni erősödést a főbb devizákkal szemben.

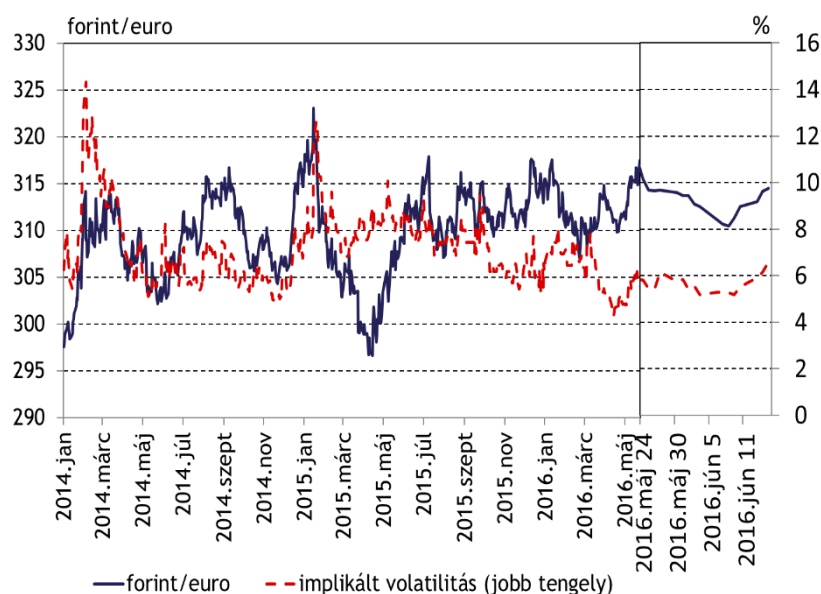
A Fed következő kamatemelésére vonatkozó piaci várakozásokban fordulat történt, és az időszak végére lecsökkent az esélye egy lehetséges nyári kamatemelésnek. A Fed döntéshozóinak májusi kommunikációja, illetve az áprilisi kamatdöntő ülés májusban publikált jegyzőkönyvének hatására május folyamán egyre növekvő valószínűséggel árazott a piac egy nyáron történő amerikai kamatemelést. A június elején publikált legfrissebb munkaerőpiaci adat azonban a legpesszimistább várakozásokat is alulmúlva a várt 160 ezer fős növekedéssel szemben mindössze 38 ezer fős létszámbővülést mutatott a magánszektorban, ami a kamatemeléssel kapcsolatos piaci várakozások érdemi későbbre tolódását eredményezte. A június közepére felerősödő globális kockázatkerülés hatására azután nemcsak a nyári kamatemelési várakozások árazódtak ki, de a decemberi kamatemelésre vonatkozó kumulált valószínűség 40 százalék közelébe csökkent. A júniusi kamatdöntés és az azt követő kommunikáció alapján növekedett azon tagok száma, akik idén már csak egy kamatemelésre számítanak.

Az eurozónában az inflációs folyamatokban továbbra sem volt látható érdemi növekedés, sőt a hosszú távú inflációs várakozások tovább süllyedtek az időszak során. Az EKB a májusi ülésén változatlanul tartotta a kamatszintet, és a 2016-os növekedésre és inflációra vonatkozó várakozását is csak kismértékben módosította felfelé, míg a 2017-2018-as előrejelzését lényegében nem változtatta.

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A hazai eszközárakat nemzetközi tényezők mozgatták leginkább az elmúlt időszakban. Az euro/forint árfolyam az időszak során a 310 és 316-os szintek között mozgott. A forint az időszak eleji 1,5 százalékos erősödését követően – a Brexitet övező nemzetközi hangulatromlással párhuzamosan – gyakorlatilag a 315 közeli nyitó szintjére gyengült, így a hazai fizetőeszköz összességében 0,5 százalékkal erősödött az euróval szemben a legutóbbi kamatdöntés óta (13. ábra). A forint és a lengyel zloty jellemzően együttmozgott az időszak során, míg a román lej és a cseh korona minimális elmozdulást mutatott. A hazai adatközlések, például a májusra vonatkozó inflációs adat jellemzően kismértékű, átmeneti hatással voltak az árfolyamra. A dollárral szemben a forint és a cseh korona 1-1,5 százalékos, míg a zloty és a román lej 1 százaléknál kisebb mértékben erősödött.

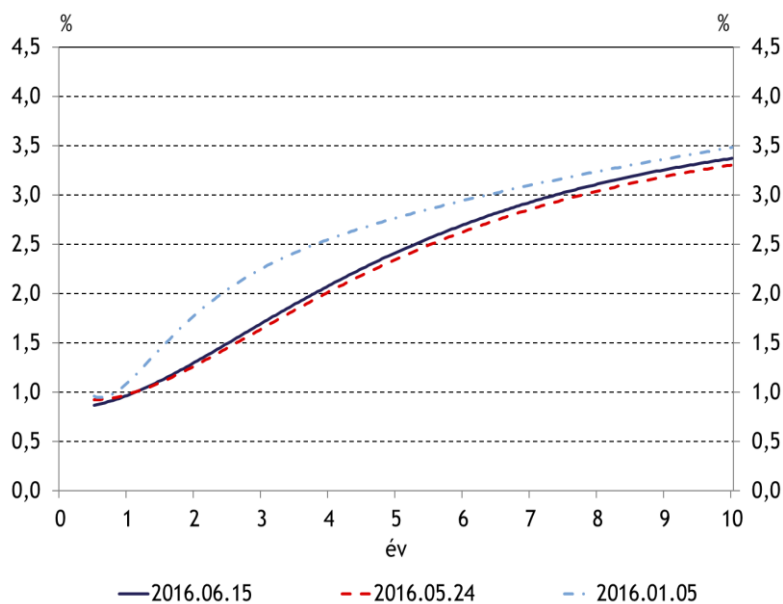
13. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyamvárakozások implikált volatilitása



Forrás: Bloomberg

Az állampapír-piaci hozamgörbe az időszak során alig változott, enyhén meredekebbé vált: rövid, éven belüli szakasza kissé lejjebb került, míg a középső szakasza és a hosszú vége kismértékben emelkedett (14. ábra). A rövid, éven belüli állampapír-piaci benchmark hozamok 3-5 bázisponttal süllyedtek. A hozamgörbe középső szakaszán 3-4, míg a hosszabb, 7 éven túli lejáratú pontoknál 5-7 bázispontos emelkedés ment végbe.

14. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

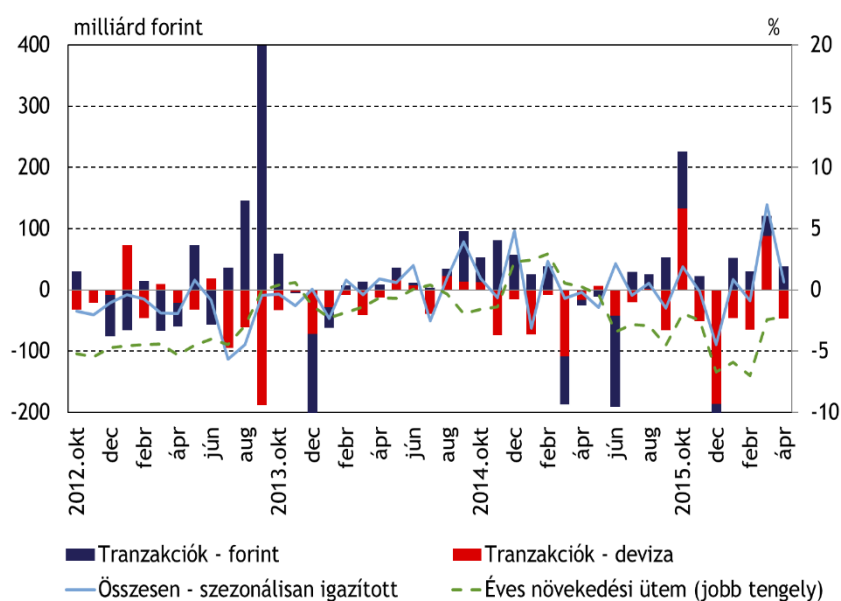
Az időszak kötvényszerkezetin jellemzően egészséges volt a kereslet, így az ÁKK szinte minden esetben a meghirdetett mennyiségen felül tudott államkötvényt kibocsátani. A 3 hónapos diszkontkincstárjegyek értékesítése is erőteljes volt, a meghirdetett mennyiségre jellemzően 1,5-3-szoros érdeklődés jelentkezett, az átlaghozamok pedig csökkentek az aukciókon. A fix kamatozású, hosszú lejáratú állampapírok iránt is erőteljes kereslet mutatkozott, ami főként a 10 éves papír esetében volt kiugró, itt a június 9-i aukción 7-szeres volt a túljegyzés. Az aukciós kötvényszerkezetek összességében mintegy 5-7 bázisponttal süllyedtek.

A külföldiek állampapír-állománya emelkedett az előző kamatdöntés óta, portfóliójuk 3582 milliárd forintról 3668 milliárd forintra, azaz több mint 85 milliárd forinttal nőtt. Az emelkedést megelőzően ugyanakkor az időszak első felében egy jelentősebb állományleépülés történt, amelynek során a nem rezidensek mintegy 100 milliárddal csökkentették kitettségüket, az időszak második felére azonban ez a mérséklődés korrigálódott, és a külföldiek aránya a forint állampapírok állományán belül ismét 26,5 százalék fölé emelkedett. Az időszak végére romló nemzetközi hangulatban a magyar 5 éves CDS-felár 161 bázispontra emelkedett, amely illeszkedett a régiós folyamatokba, ahol az időszak első felében még csökkenő, majd a piaci hangulat romlásával emelkedő felárakat lehetett megfigyelni.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

A hitelintézetek vállalati hitelállománya áprilisban összesen 9 milliárd forinttal csökkent a tranzakciók hatására, ugyanakkor ez szezonális igazítással 13 milliárd forintos növekedéssel egyenértékű (15. ábra). Denominációs bontásban a forintHITELEK állománya 38 milliárd forinttal nőtt, míg a devizahiteleké 47 milliárd forinttal csökkent a vizsgált időszakban. A hitelállomány éves leépülése a márciusi 2,4 százalékról 2,2 százalékra mérséklődött.

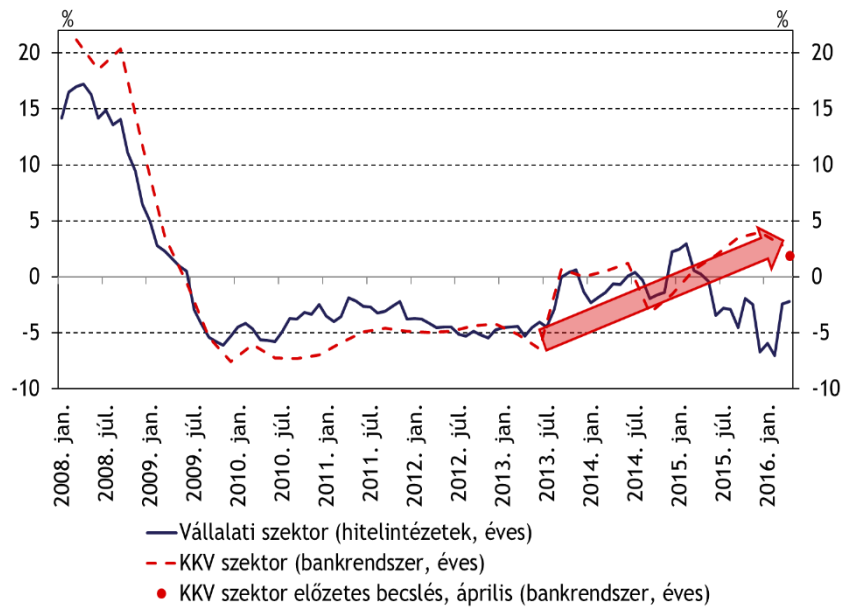
15. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Ezzel szemben a **kkv szegmens hitelállománya** az előzetes adatokon alapuló becslés alapján 1,9 százalékos éves növekedést mutatott áprilisban (16. ábra). A Növekedési Hitelprogram harmadik szakaszában megkötött hitelszerződések 13 milliárd forinttal járultak hozzá a forint-hitelállomány, és mintegy 2 milliárd forinttal a devizahitelek növekedéséhez.

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

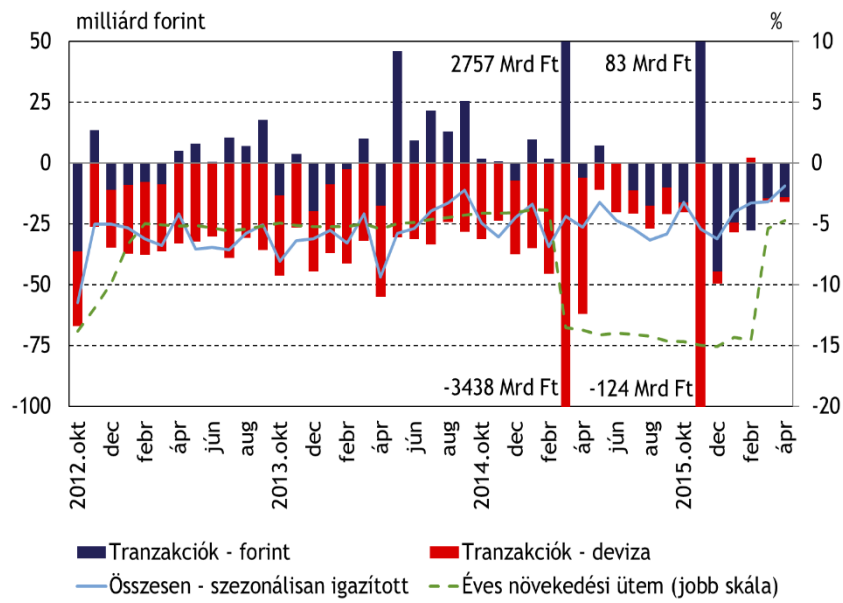


Forrás: MNB

Áprilisban az **új kibocsátású vállalati hitelek** esetében a kisebb összegű forinthitelek átlagos évesített kamatlába márciusához képest 0,03 százalékponttal 4,94 százalékra emelkedett, míg a nagyobb összegű forinthitelek átlagos pénzügyi ügyletektől megtisztított kamatlába 1,25 százalékponttal 3,53 százalékra emelkedett.

A **háztartási szegmens hitelezése** 16 milliárd forinttal csökkent a hitelintézeti szektorban (17. ábra). A forinthitelek állománya 14 milliárd forinttal, a devizahiteleké pedig 2 milliárd forinttal mérséklődött. Áprilisban az éves állománycsökkenés mértéke 4,7 százalékot tett ki.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Az új kihelyezésű háztartási hitelek kamatai áprilisban eltérő irányban mozdultak el. A lakáscélú forinthitelek teljes hiteldíjmutatója 0,03 százalékponttal 5,80 százalékra mérséklődött, míg a szabad felhasználású forinthiteleké 0,64 százalékponttal 8,10 százalékra emelkedett.