



# Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2014. szeptember

Háttéranyag  
a Monetáris Tanács  
2014. szeptember 23-i ülésének  
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2014. október 8. 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)

# 1. Makrogazdaság

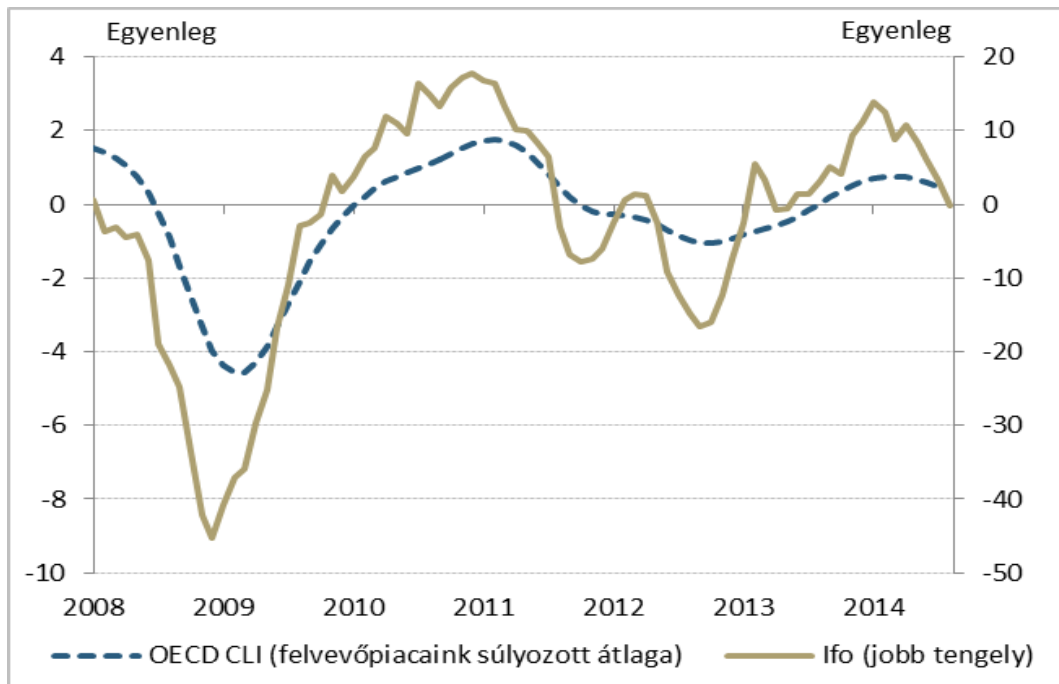
## 1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Felvevőpiacaink gazdasági növekedése fokozatosan élénkül. Az elmúlt hónapokban lassú ütemben, de folytatódott az eurozóna kilábalása a recesszióból, ugyanakkor a második negyedéves adatok a vártnál visszafogottabban alakultak, és a 2014-es növekedéssel kapcsolatos várakozások is mérséklődtek. A feltörekvő régiók növekedési kilátásai továbbra is törékenyek. A fokozott geopolitikai feszültségek a visszaeső keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül a fejlett országok és a régió gazdasági teljesítményét is kedvezőtlenül érinthetik. A világpiac felől érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban.

**2014 második negyedében folytatódott a világgazdaság lassú bővülése.** A fejlett és feltörekvő régiók közötti növekedési különbségek fennmaradtak. A korábban gyors növekedést mutató feltörekvő gazdaságokat lassuló dinamika jellemezte 2014 első felében, miközben a fejlett gazdaságok tovább bővültek, ám a második negyedévben a várakozásoktól némileg elmaradó mértékben. Ezt részben az euroövezet nagy gazdaságainak (Németország, Franciaország, Olaszország) gyengülő konjunktúrája magyarázza, másrészt az elmélyülő orosz-ukrán konfliktus miatti gazdasági lassulás, ami a gazdasági szankciók életbe lépésével erőteljesebb lehet az év második felében.

**2014 második negyedében stagnált az eurozóna gazdasága negyedéves alapon. Az előretekintő konjunktúraindikátorok az elmúlt hónapokban folyamatosan lassuló gazdasági helyzetet jeleztek.** Ennek hátterében elsősorban a romló geopolitikai helyzet állhat, emellett a növekvő bizonytalanság és a kétoldalú egyre kiterjedtebb gazdasági szankciók a gazdasági aktivitás lassulását okozhatják. Ezzel összhangban a második negyedéves adatok a várttól némileg elmaradó bővülést mutattak. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország ipari kibocsátása a korábbi hónapok stagnálását követően júliusban emelkedett, és ezzel párhuzamosan a német ipari új rendelések is nőttek (1. ábra).

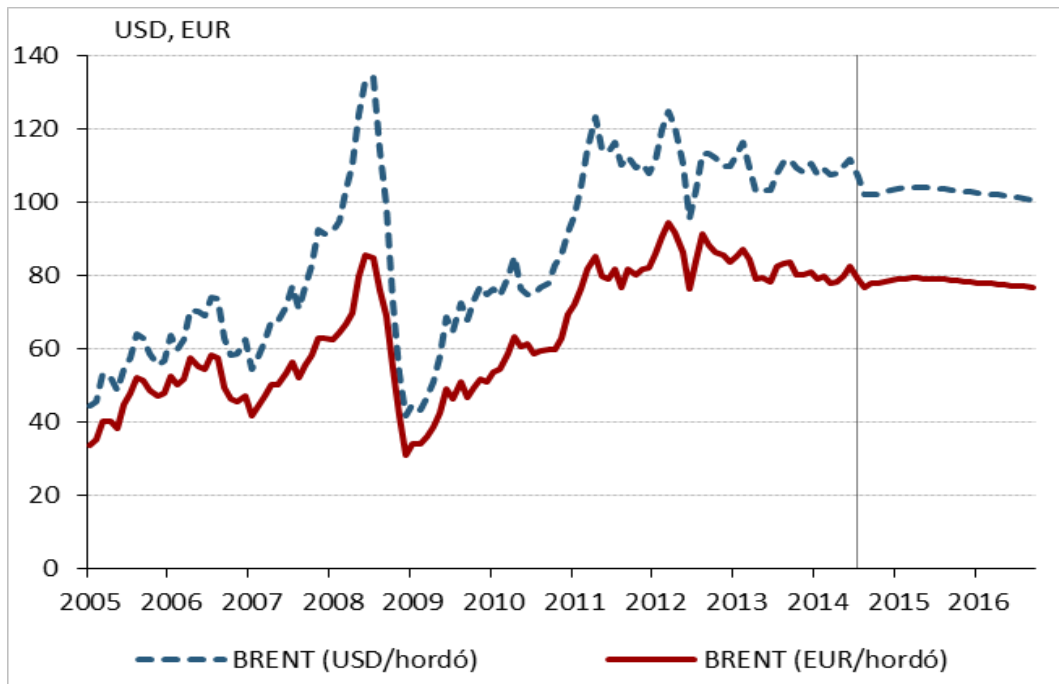
1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



**A lassuló német gazdaság mellett a vártnál gyengébb teljesítményt mutatott a francia és az olasz gazdaság is.** A régió teljesítménye ugyanakkor kedvező volt a második negyedévben, az orosz-ukrán konfliktus elmélyülése és az európai lassulás csak korlátozottan érinthette a régiós növekedési folyamatokat.

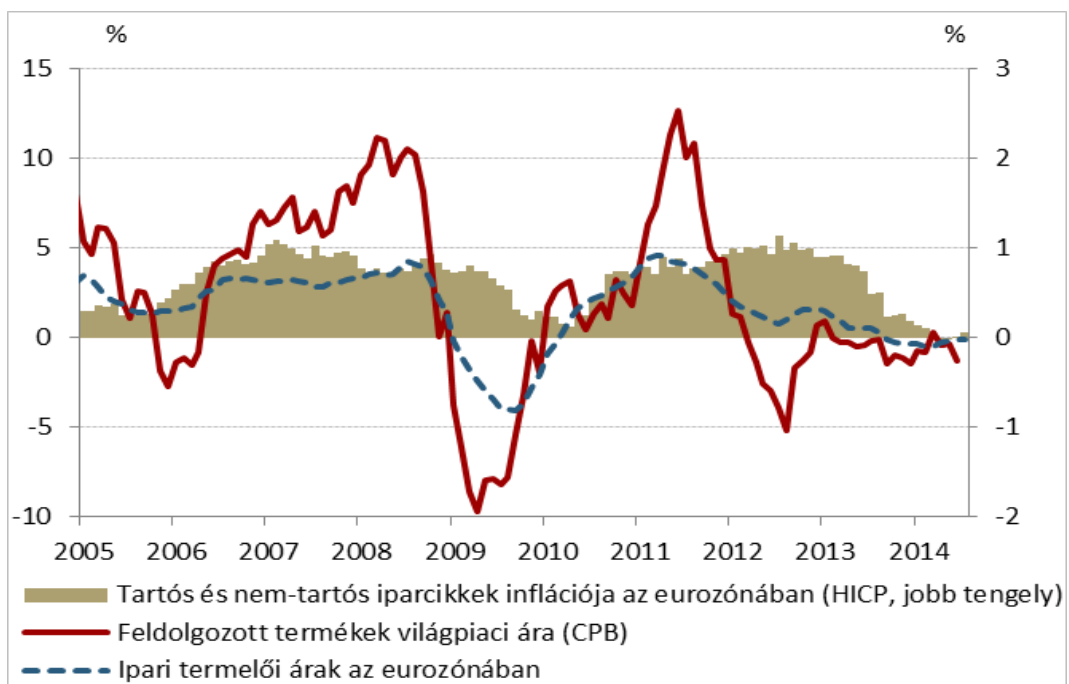
**A világpiac felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge.** A mérséklődő nyersanyagárak és a lassan növekvő világgazdaság együttesen mérséklék az inflációt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak (az eurozóna esetében pedig továbbra is alacsony a fogyasztóiár-index). Szeptember elején a kőolaj világpiaci ára 100 dollár alá mérséklődött. Az olajár alakulását egyrészt a növekvő kínálat (szaúd-arábiai termelés növekedése, amerikai palaolaj-kitermelés felfutása) mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – magyarázza (2. ábra).

2. ábra: A Brent olaj világgpiaci árának alakulása



Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világgpiaci árában továbbra is mérsékelt dinamika figyelhető meg. A feldolgozott termékek világgpiaci árai továbbra is visszafogottan alakultak (3. ábra).

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



## 1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

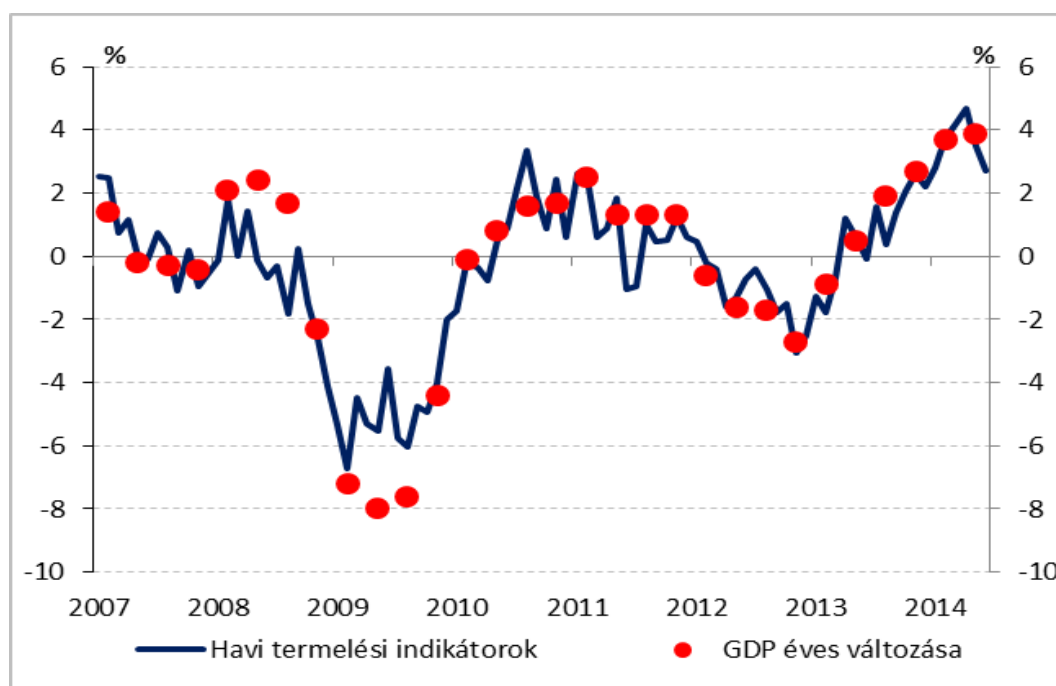
2014 második negyedében folytatódott a gazdaság növekedése. A harmadik negyedében a rendelkezésünkre álló havi indikátorok alapján az ágazatok széles körében bővíthetett a kibocsátás és folytatódhatott a belső kereslet élénkülése. A második negyedében stagnált a nemzetgazdasági foglalkoztatottság az előző negyedévhez képest, azonban a versenyszféra munkakereslete tovább bővült.

### 1.2.1. Gazdasági növekedés

**2014 második negyedében folytatódott a gazdaság növekedése. A bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 3,9 százalékkal nőtt, az előző negyedévhez képest pedig 0,8 százalékkal emelkedett.**

Az elmúlt hónapokról rendelkezésünkre álló indikátorok alapján a növekedés dinamikus maradhat a harmadik negyedében is (4. ábra).

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



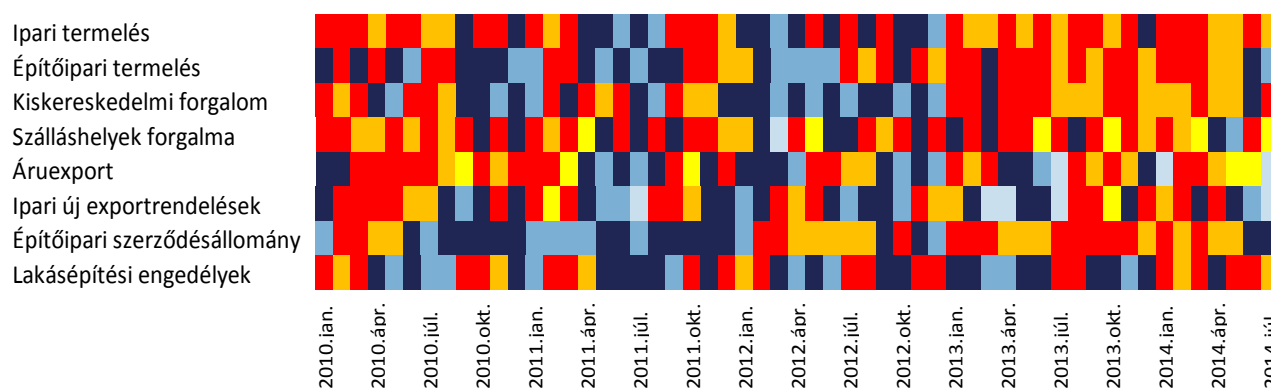
\* A havi termelési indikátorok (ipar, építőipar, kiskereskedelem) súlyozott átlaga, ahol a súlyok a GDP növekedési ütemét magyarázó regresszióból származnak.

Az ipar, az építőipar és a kiskereskedelem teljesítménye egyaránt tovább bővült az előző év azonos időszakához képest. Júliusban az előző hónaphoz képest havi alapon mintegy 2

százalékkal emelkedett az ipari termelés és éves alapon továbbra is számottevő bővülés volt megfigyelhető. A kedvező ipari alapfolyamatokat továbbra is az autóiipari kapacitások felfutása magyarázza, de emellett az ágazatok széles körében bővült a kibocsátás üteme. Az építőipar kibocsátása júliusban az előző hónaphoz képest 4 százalékkal bővült.

**A gazdaság növekedése kiegyensúlyozottan alakult, az export és a belföldi kereslet egyaránt élénkült a második negyedévben.** A GDP bővülés fő motorja a beruházási aktivitás volt, emellett azonban a fogyasztás és a kivitel is tovább növekedett, míg a nettó export növekedési hozzájárulása mérséklődött a gazdaság erősödő importkereslete miatt.

5. ábra: Növekedési hőtérkép\*



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

**Júliusban az ipari termelés az előző év azonos időszakához képest 12,3 százalékkal, havi alapon 2,0 százalékkal bővült saját igazításunk szerint. A feldolgozóipari ágazatok széles körében nőtt a termelés,** továbbra is a nagy súlyú járműgyártás és a hozzá kötődő ágazatok termelésbővülése volt a legjelentősebb. Ezen túl a nagy súlyú elektronika, optika és élelmiszeripari ágazatok termelése is számottevően bővült. Az ipari exportértékesítések és az ipar belföldi értékesítései is érdemben emelkedtek júliusban. **Az áruexport az ipari folyamatokkal összhangban tovább emelkedett.**

**Az építőipar termelése júliusban tovább bővült, az ágazat teljesítménye éves alapon 17,5 százalékkal emelkedett.** Az állami kör uniós forrásból finanszírozott, döntően infrastrukturális

beruházásai emelték érdemben az építőipar teljesítményét. A magánszektor beruházási aktivitása továbbra is visszafogottan alakult. A kedvező építőipari adatokkal összhangban **az épületjellegű beruházások számottevő ütemben nőttek 2014 első felében és a szerződésállomány adatok az év második felében is kedvező építőipari teljesítményt vetítenek előre.**

**A fogyasztási kereslet fokozatos növekedése az elmúlt hónapokban tovább folytatódhatott.** Júliusban az előzetes adatok alapján a forgalom 2,9 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.<sup>1</sup> A lakossági fogyasztás élénkülését támogatják a javuló munkapiaci folyamatok és 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.

**A szeptemberi előrejelzés alappályája a kiegyensúlyozott szerkezetű gazdasági növekedés folytatódását vetíti előre, 2014-ben 3,3 százalékkal növekedhet a gazdaság.** Negyedéves alapon folyamatos növekedésre számítunk, az éves dinamika lassulása bázishatások eredménye. A növekedést támogatja az élénkülő belső kereslet, az intenzív EU forrásfelhasználás, a laza monetáris kondíciók, a javuló munkapiaci helyzet, illetve az erősödő üzleti és fogyasztói bizalom.

### 1.2.2. Foglalkoztatás

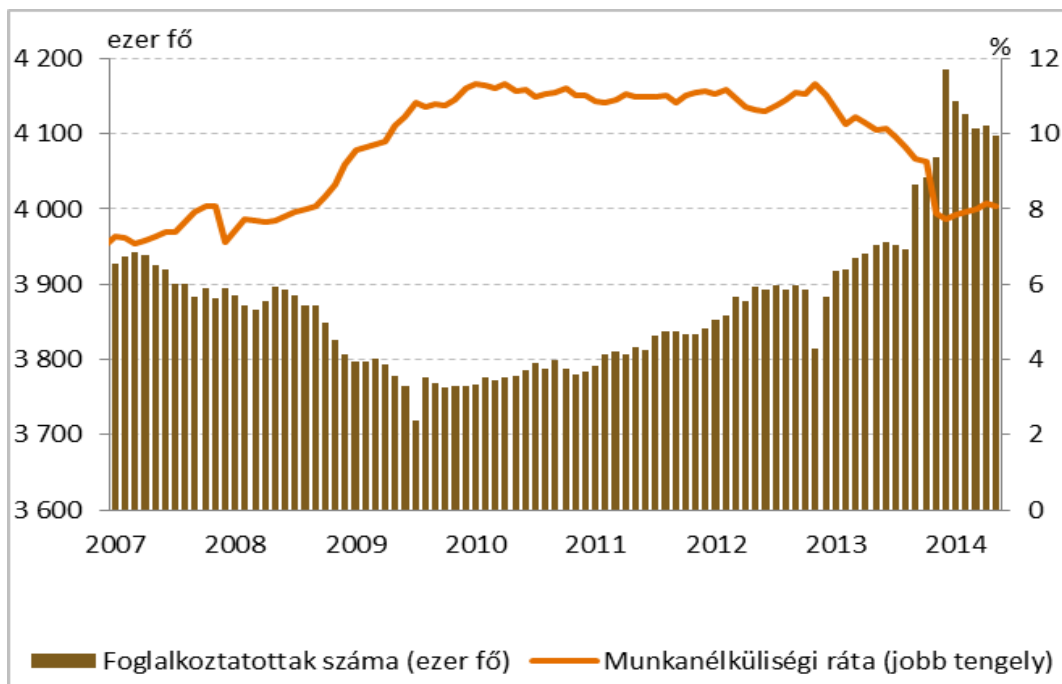
A Munkaerő-felmérés adatai alapján **júliusban 3,8 százalékkal nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma az előző év júliusához viszonyítva. Azonban havi alapon – az igazított adatok szerint – stagnált a foglalkoztatottság.** A versenyszféra foglalkoztatása enyhén növekedett a második negyedévben. Azonban az államháztartásban foglalkoztatottak száma csökkent, ami főként a közmunkaprogramoknak tudható be. **A munkanélküliség év eleje óta enyhén növekszik, a munkanélküliségi ráta júliusban 8 százalékon állt** (6. ábra). A foglalkoztatottak számának év eleje óta tartó enyhe csökkenése főként közfoglalkoztatottak létszámának mérséklődésére vezethető vissza, ami a munkanélküliségi ráta enyhe emelkedéséhez vezetett az utóbbi hónapokban (6. ábra).

---

<sup>1</sup> 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.

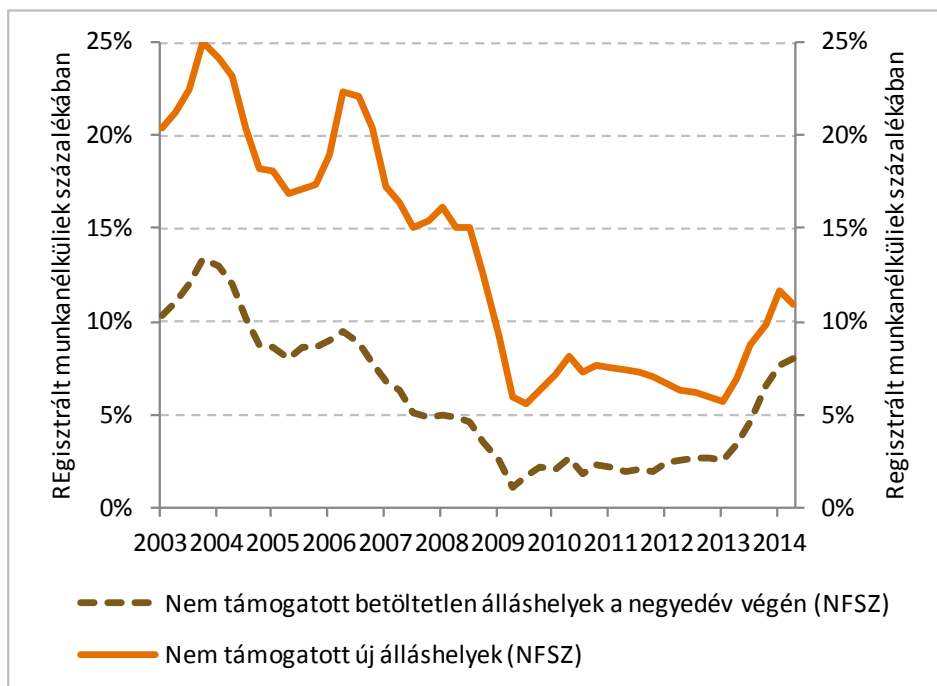


6. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



A második negyedévben csökkent az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai alapján az előző negyedévhez képest. Azonban a hó végi betöltetlen álláshelyek száma az utóbbi hónapokban növekedett, ami arra utalhat, hogy erősödhetnek az illeszkedési problémák a munkapiacra (7. ábra).

7. ábra: A munkapiaci feszességet mérő mutatók



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

A **munkapiac kevésbé laza**, mint tavaly év elején, ugyanakkor a feszességi mutató első negyedévi kiugró értéke korigálódott a második negyedévben.

### 1.3. Infláció és bérek

*Az elmúlt időszakban az infláció historikusan alacsonyan alakult. Az alacsony inflációs környezethez hozzájárult a visszafogott külpiaci infláció, a nyersanyagárak és az importált infláció kedvező alakulása, a mérsékelt keresleti környezet, az inflációs várakozások mérséklődése, illetve a szabályozott energiaárak csökkentése. 2014 elején gyorsult a versenyszféra bérindexe, amely az elmúlt hónapokban stabilizálódott.*

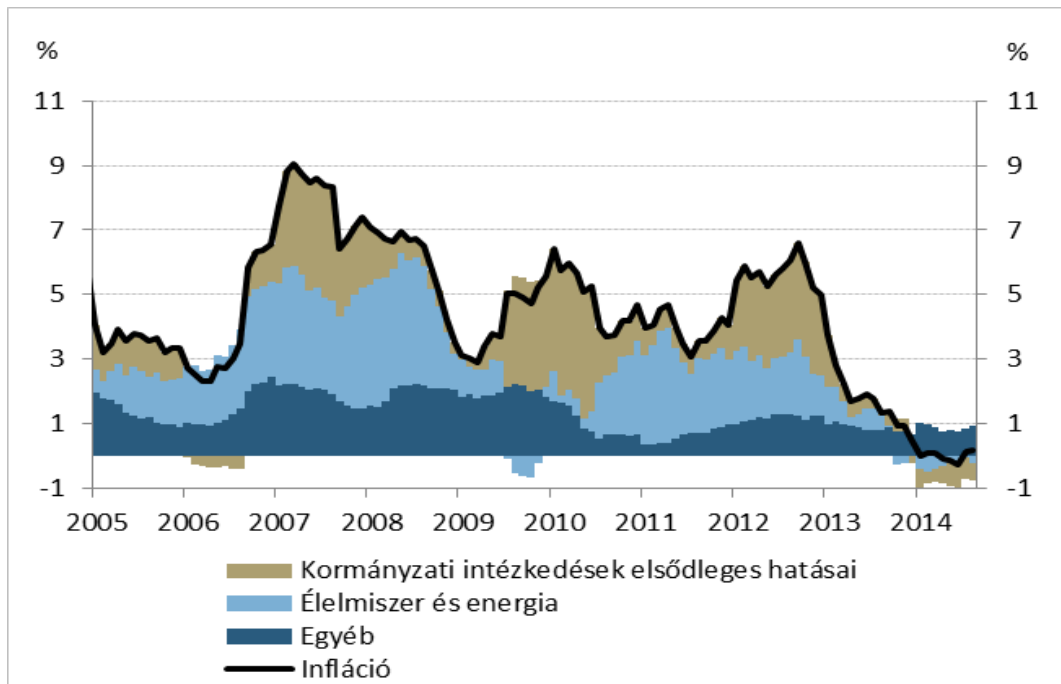
#### 1.3.1. Bérezés

**Az első félévben a versenyszféra bérindexe 4,8 százalékkal nőtt.** Az év eleji bérdinamikákhoz képest az utóbbi hónapokban alacsonyabb volt a versenyszféra bérindexe. A bérek növekedési üteme erőteljesebb volt a feldolgozóiparban, mint a piaci szolgáltatásoknál. Az év elején – a korábbi évekhez képest – nagyobb volt a kifizetett prémiumok aránya, azonban az utóbbi hónapokban a prémiumarány a korábbi évekhez hasonlóan alakult. **A bérdinamika összességében visszafogott maradt, a versenyszféra fajlagos munkaköltségének üteme a második negyedévben mérséklődött.**

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

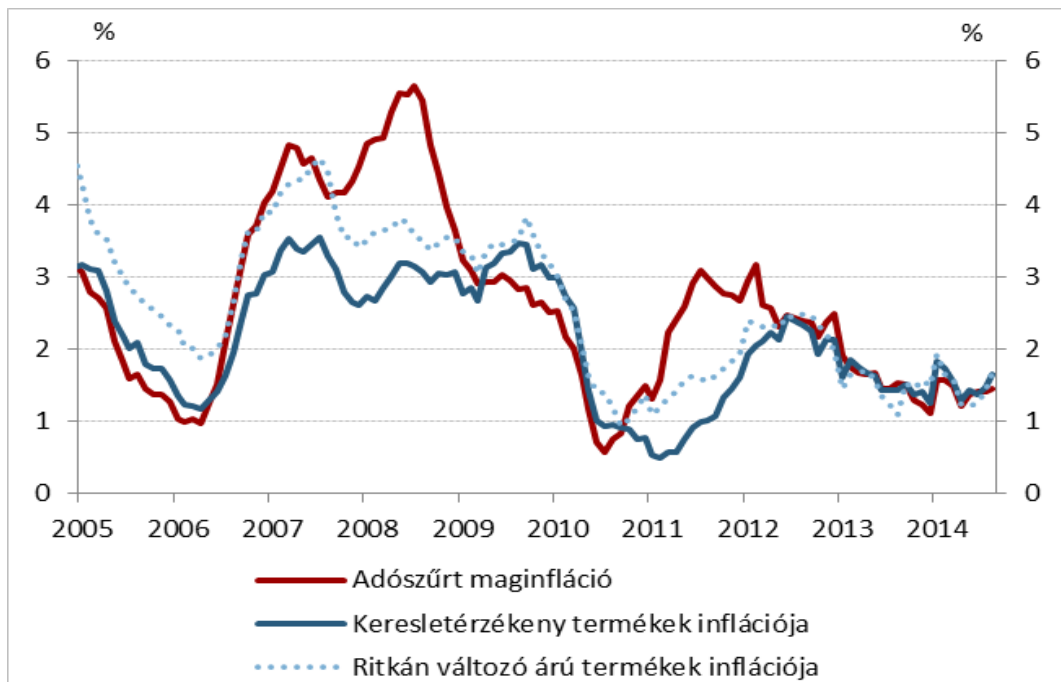
**2014 augusztusában az infláció 0,2, a maginfláció 2,4 százalék, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,5 százalék volt** (8. ábra). Az infláció 0,1 százalékponttal emelkedett, miközben a maginfláció 0,1 százalékponttal csökkent az előző hónaphoz képest. Az infláció elsősorban a szabályozott árú termékek 2013 közepén végrehajtott árcsökkentésének bázisból való kiesése miatt emelkedett.

8. ábra: A fogyasztóiár-index 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 (9. ábra).

9. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



2014 júniusában a mezőgazdasági termelői árak éves alapon 5,1 százalékkal csökkentek, a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai pedig 1,2 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Az üzemanyagárak augusztusban éves alapon csökkentek. A fogyasztási kereslet a kiskereskedelmi adatok alapján az elmúlt hónapokban fokozatosan bővíthetett, a reálkeresetek éves alapon számított emelkedésével párhuzamosan. Ennek ellenére a kiskereskedelmi forgalom szintje változatlanul érdemben elmarad a válság előtti években megfigyelttől, így a belső keresleti környezet összességében továbbra is deflációs hatású, bár fokozatosan enyhébb mértékben.

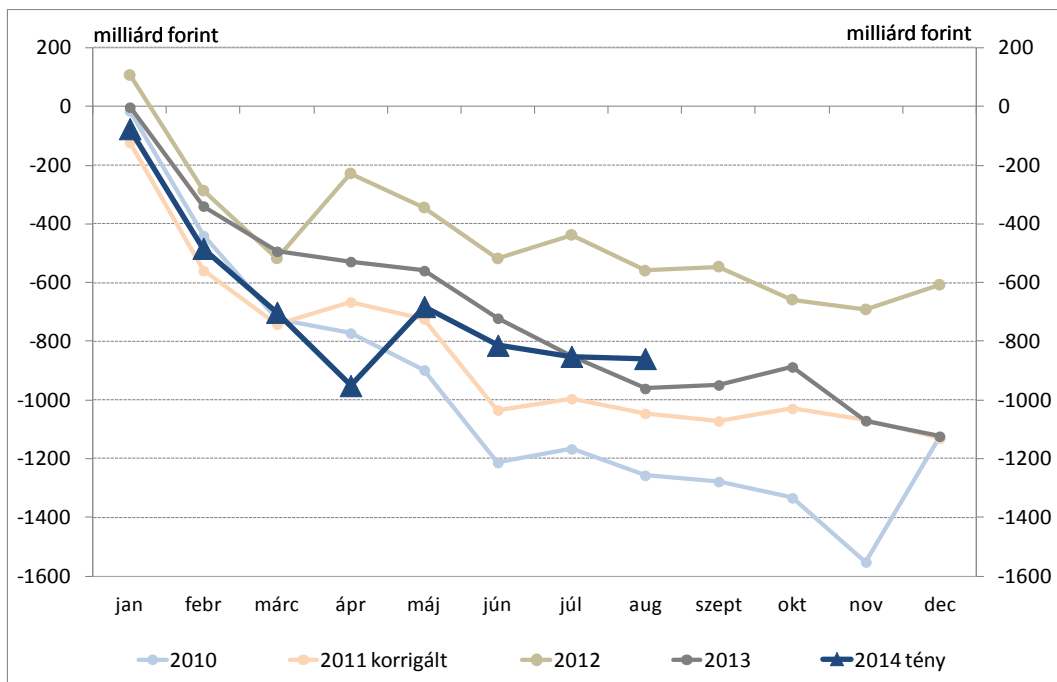
**Rövidtávon 0 százalék közelében maradhat az infláció. A beérkezett júliusi-augusztusi infláció enyhén magasabb volt a júniusi inflációs jelentés alappályájának előrejelzésénél.** Az éves infláció szeptemberben még enyhén negatív tartományba süllyedhet, majd az év végétől, a tavaly őszi hatósági energiaár-csökkentések hatásának kifutásával emelkedhet.

#### **1.4. Költségvetési folyamatok**

**Az állami költségvetés augusztusban 7 milliárd forint hiánnyal zárt, ami 103 milliárd forinttal kedvezőbb, mint egy évvel korábban.** Az eltérést a bevételi oldalon a kedvező makrogazdasági folyamatok fogyasztáshoz és bérekhez kapcsolódó tételeknél jelentkező hatása magyarázza. A kiadási oldalon ellentétes irányú folyamatok érvényesültek: a költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai, valamint a központi alrendszer egyéb kiadásai meghaladták a tavaly augusztusi értéket, ennek hatását azonban ellensúlyozta a nettó kamatkidadások alacsonyabb szintje.

Az állami költségvetés első nyolc havi hiánya 859 milliárd forint volt, ami a költségvetési törvényben szereplő pénzforgalmi deficitcél 87 százalékát teszi ki. A kumulált hiány alacsonyabb a korábbi években megfigyelt értékeknél (10. ábra).

10. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált egyenlege



### 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Júliusban a havi adatközlés alapján emelkedett a gazdaság külső egyensúlyi többlete. A reálgazdaság oldaláról számított, szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség mintegy 735 millió eurót tett ki. A külső finanszírozási képesség emelkedése döntően az EU-tól kapott támogatásokat is tartalmazó transzferegnyelghez köthető. A transzferegnyelg mellett a szezonálisan igazított külkereskedelmi többlet is emelkedett kismértékben, ami az export importot meghaladó bővülése mellett következett be. Az EU-transzferek felhasználása 500 millió euro körül alakult, melynek döntő része, mintegy 360 millió euro a beruházásokat támogatta. A szektorok az év első hét hónapjában közel 2,8 milliárd eurót használtak fel.

A pénzügyi mérleg adatai a reálgazdasági oldaláról számítottnál magasabb, közel 1 milliárd eurós finanszírozási képességet jeleztek. A forráskiáramláshoz egyaránt hozzájárult az adósság típusú (620 millió euro) és a nem adósság típusú (330 millió euro) források csökkenése. A nettó külső adósság mérséklődésében a bankszektor és a konszolidált államháztartás tranzakciói játszottak közre, miközben a vállalatok külső adóssága nem változott érdemben. A bankrendszer nettó külső adósságának csökkenése ugyanakkor nem a bankok külföldi tartozásainak csökkenésével, hanem a szektor külföldi eszközeinek növekedésével magyarázható. A konszolidált államháztartás nettó külső adósságának csökkenésében döntően a külföldiek DKJ- és

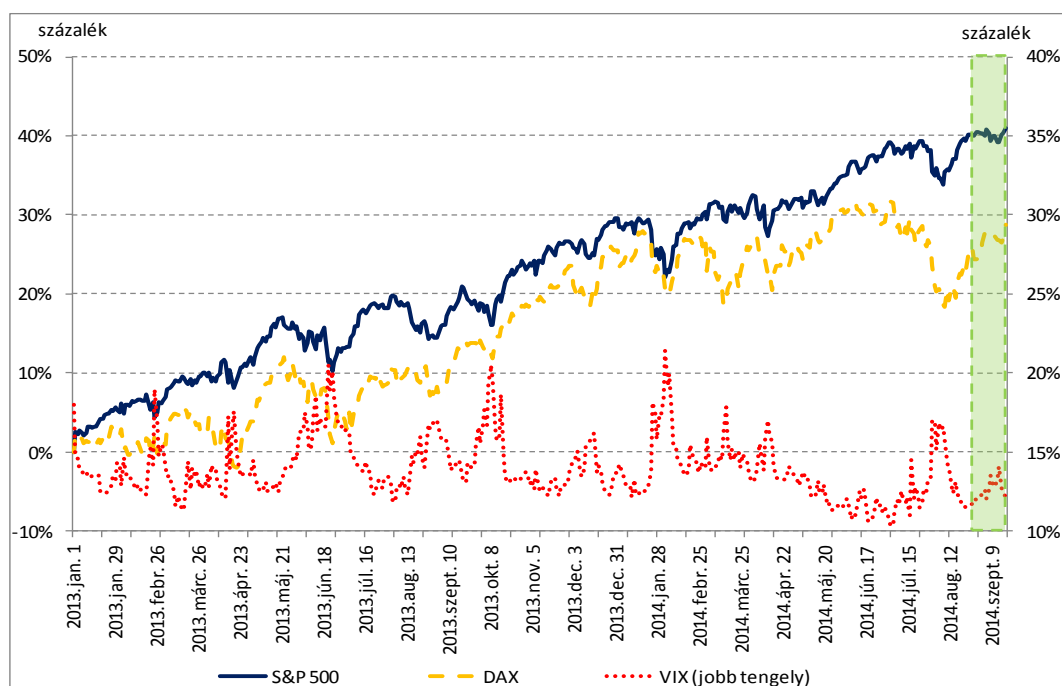
MNB-kötvényállományának mérséklődése játszott szerepet. A júliusi devizakötvény-lejárat nem befolyásolta a konsolidált államháztartás nettó külső adósságát, mivel a törlesztés a devizatartalékok szintjében is tükröződött. A nem adósságtípusú források csökkenése a nettó portfólió részvénybefektetések mérséklődéséhez köthető, ami döntően a hazai befektetők külföldi részvényvásárlásával magyarázható. Így júliusban – a második negyedévben tapasztalt jelentős kiáramlást követően – csak minimálisan csökkentek a nettó közvetlentőke-befektetések.

## 2. Pénzügyi piacok

### 2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban változékonyság alakult a globális kockázatvállalási hajlandóság. Ennek háttérében az ukrain orosz katonai beavatkozás, majd a tűzszüneti megállapodás megsértése, az EKB kamatdöntése, és a Federal Reserve kamatemelésének megkezdése körüli bizonytalanság áll. Összességében az amerikai tőzsdék továbbra is historikus csúcsaik közelében mozogtak, és az európai tőzsdéket sem érintette tartósan negatívan az ukrán harcok kiéleződése. A tőzsdei volatilitást mérő VIX-index kismértékben, 1,5 százalékponttal emelkedett, majd időszak végére a nyitóértéke közelébe süllyedt, és a feltörekvő kötvénypiaci EMBI-mutató is viszonylag mérsékelt elmozdulást mutatott, 300-315 bázispont között ingadozott a vizsgált időszakban (11. ábra). A Brent olaj ára 100 dollár alá csökkent, miután az OPEC-országok növelték kitermelési előrejelzésüket. A hosszú hozamokban az év eleje óta tartó lassú, fokozatos mérséklődés után az elmúlt időszakban enyhe emelkedést lehetett megfigyelni: a fejlett 10 éves hozamok 10-20 bázisponttal nőttek. A periféria hozamok stagnáltak, vagy hasonlóan kismértékű, 5-15 bázispontos emelkedést mutattak, ugyanakkor továbbra is történelmi mélypontjaik közelében vannak.

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



**Az orosz-ukrán szembenállás és annak fejleményei hozzájárultak a piacok volatilitásához.** A konfliktus tovább éleződött, amikor orosz csapatok vonultak be Ukrajna területére, majd a tűzszünet bejelentése némi megnyugvást hozott a nemzetközi piacokon. Szeptember közepén ugyanakkor az EU újabb pénzügyi-gazdasági szankciókról döntött Oroszországgal szemben, amelyek a legnagyobb orosz energiaipari vállalatok, valamint állami tulajdonú orosz nagybankok pénzügyi forráshoz jutását korlátozzák, továbbá megtiltják EU-s technológiák felhasználását az orosz olajfűréshez és -kitermeléshez. Ukrajna szeptember közepén aláírta az Európai Unióval a szabadkereskedelmi megállapodást.

**A kockázatvállalási kedv ingadozása a feltörekvő devizák mozgásában is tetten érhető volt.** Összességében a feltörekvő devizák nagyobb része a vizsgált időszakban a dollárral szemben veszített értékéből, legnagyobb mértékben az orosz rubel, amely több mint 4 százalékos esést szenvedett el az elmúlt időszakban. Az euróval szemben a feltörekvő devizák többsége stagnált vagy enyhén erősödött, részben az euro gyengülésének következményeként. A kelet-közép-európai térségben a hosszú hozamok eltérő irányba mozdultak el: a cseh és szlovén hozam csökkent, míg a lengyel, román és magyar hozamszint emelkedett.

**A fejlett jegybankok eltérő irányba mutató kamatpolitikája továbbra is a befektetői figyelem fókuszában volt.** Az EKB tovább csökkentette az irányadó kamatot, valamint újabb likviditásbővítő intézkedéseket jelentett be, amelynek következtében az euro árfolyama a dollárhoz képest 1,32-es szintről 2 százalékkal gyengülve 1,29-re, azaz bő egy éve tapasztalt szintre gyengült az időszak végére. Az amerikai és európai gazdaságból érkező makrohírek tovább erősítették azt a képet, hogy míg az USA gazdasága fokozatosan nő, addig az eurozónában továbbra is bizonytalan a kilábalás, melyet a jelentősen romló előretételek üzleti várakozások is tükröznek.

**Az EKB szeptember eleji kamatdöntő ülésén meglepetést okozva újabb mennyiségi lazító intézkedéseket jelentett be.** Bár piaci elemzők számítottak az ős folyamán ilyen lépésre, azonban nagy részük ezt az első TLTRO-tender szeptemberi elindulását követően várta. A döntésben szerepet játszhatott az, hogy az eurozóna inflációja augusztusban újabb mélypontra, 0,3 százalékra csökkent, ami ismét felerősíthette a deflációs félelmeket, valamint a Németországból érkező makroadatok a német gazdaság lassulásának veszélyét vetették fel. A döntést indokolhatta az is, hogy az év első felében az eurozónában még horgonyzottan tűnő



közép- és hosszú távú inflációs várakozások az utóbbi időszakban lefelé mozdultak el az EKB 2 százalékos céljához képest. Mindezek hatására a jegybank bejelentette, hogy az irányadó kamat 10 bázispontos csökkentése mellett októbertől eszközfedezetű értékpapírokat és az eurozóna pénzügyi intézményei által kibocsátott fedezett kötvényeket vásárol. A piacok a Fed részéről is érdemi bejelentésekre számítanak az ősz folyamán. A Fed a piaci várakozásokkal ellentétben szeptemberi ülésén lényegében nem módosította eddigi kommunikációját, illetve előretekintő iránymutatását a kamatpolitika normalizálódásával kapcsolatban, így az amerikai részvénypiacok újabb historikus csúcson zártak. A Bank of Japan nem változtatott monetáris politikáján, ugyanakkor a következő időszakban a piacok újabb lazító intézkedésekre számítanak a japán jegybank részéről annak érdekében, hogy a 2 százalékos inflációs cél elérése tartható legyen. Részben ennek hatására a jen dollárral szembeni árfolyama 2,5 százalékkal gyengült az előző kamatdöntés óta. A Bank of England szintén változatlanul hagyta irányadó rátáját és egyéb monetáris intézkedéseit sem változtatott. A feltörekvő régió jegybankjai közül a lengyel jegybank változatlan szinten tartotta az alapkamat értékét, előretekintve azonban – a jegybank előretekintő kommunikációjának megváltozásának fényében – növekedett a monetáris lazítás lehetősége.

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

**Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban a hazai pénzügyi folyamatokra leginkább a nemzetközi történések hatottak,** országspecifikus hírek a devizahitelekkel kapcsolatban jelentek meg, de ezeknek nem volt érdemi piacmozgató hatása. A régiós devizák a feltörekvő piaci devizák árfolyam-alakulásának tekintetében közepesen teljesítőnek számítottak, dollárhoz mért gyengülésüket, leginkább a Fedhez, az orosz-ukrán konfliktushoz lehetett kötni.

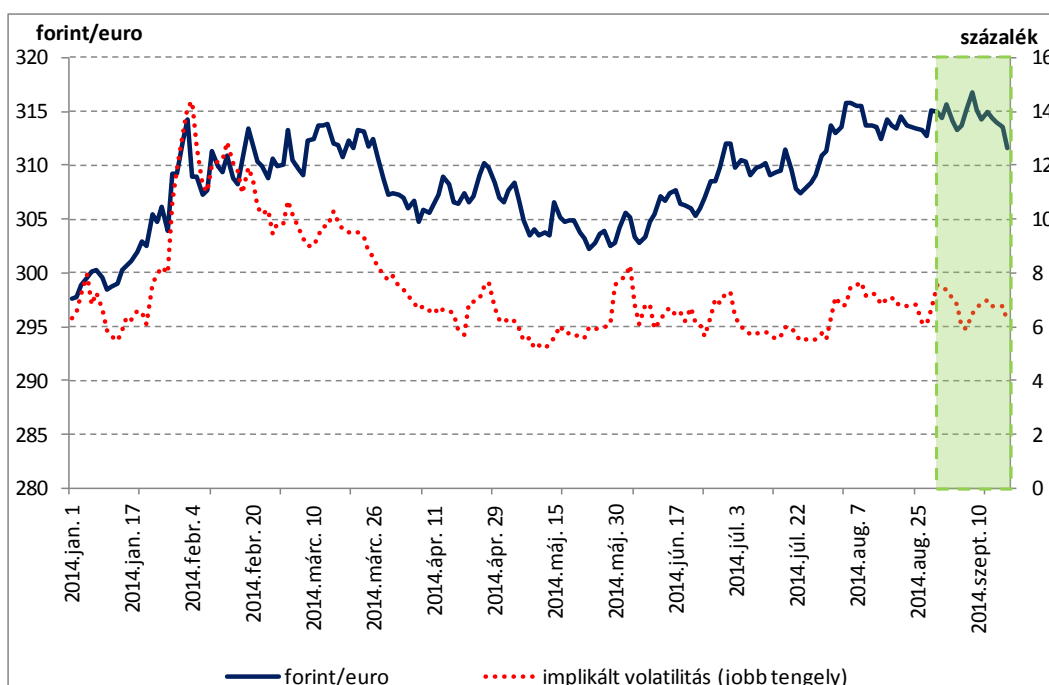
**A forint összességében régióhoz hasonló teljesítménye enyhén nagyobb volatilitással társult, az előző havi tendenciákhoz hasonlóan.** Az utóbbi napokban enyhe forintspecifikus erősödést tapasztaltunk. A forint árfolyama a 310-317 forint/euro közötti sávban mozgott, a 0,5-0,6 százalékos leértékelődés a régió devizaárfolyamai között nagyjából átlagosnak tekinthető (ugyanakkor a forint az amerikai dollárral, az euróval és a svájci frankkal szemben körülbelül 2,5 éves mélypontra gyengült<sup>2</sup>). A kissé nagyobb volatilitáshoz elemzők szerint a devizahiteles

---

<sup>2</sup> A dollárral szemben 2012 júniusában, míg az euróval és a svájci frankkal szemben 2012 januárjában volt a jelenleginél gyengébb szinteken az árfolyam. Az angol fonttal szemben augusztusban historikus mélypontot ért el a forint árfolyama.

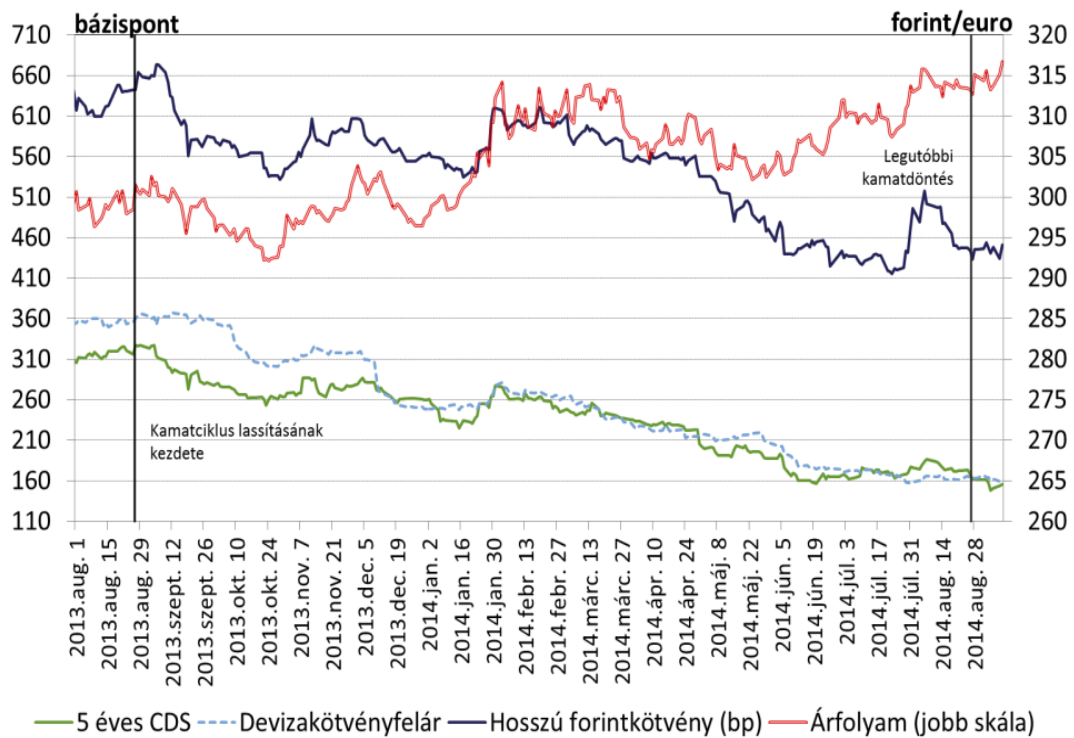
program körüli bizonytalanság is hozzájárulhatott, ugyanakkor véleményük szerint a devizakitetés csökkentése hosszabb távon kedvező hatású lehet. Emellett a régiós devizáknál átmenetileg nagyobb mértékű gyengülésben szerepet játszhatott egy félrevezető és később korrigált Bloomberg szalagcím. Az említett szalagcím Balog Ádám alelnök nyilatkozatával szemben azt üzenté, hogy az EKB lazító lépései a magyar monetáris politika számára nagyobb mozgásteret biztosítanak. Az elmúlt napokban némi erősödés mellett korrekció történt a forint-árfolyam alakulásában. A volatilitási és ferdeségi mutatók nem mozdultak el érdemben (12. ábra). A kamatvárakozások nem változtak, a határidős kamatláb megállapodások lényegében az alapkamat körül alakultak a fél-egy éven belüli szegmensben.

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



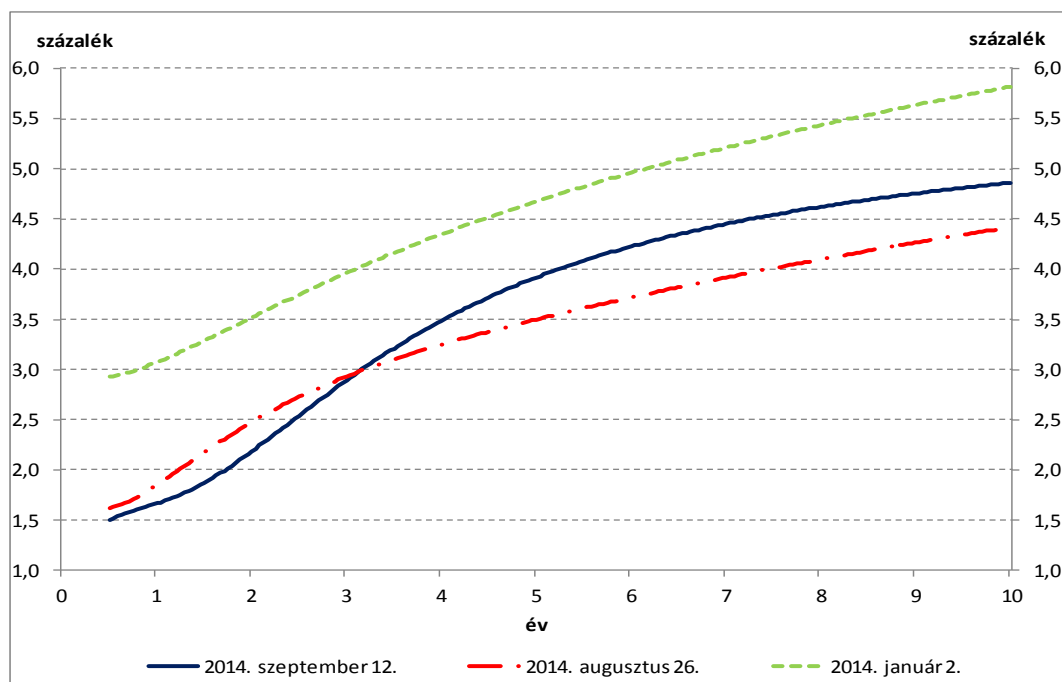
**A swappiacon kisebb feszültség volt tapasztalható, az éven belüli FX swap implikált forinthozamok alacsony szintre estek, bár ebben korrekció mutatkozott az elmúlt napokban. A hozamcsökkenéshez és az FX swap ügyletek implikált forintkamatainak csökkenéséhez a bankközi forintlikviditás növekedése, illetve egyes piaci szereplők szűkös partnerlimitei is hozzájárultak. A hazai 5 éves CDS-felár az előző kamatdöntés óta csak enyhén változott alapvetően a nemzetközi folyamatokra reagálva. A jelenlegi 160 bázispont körüli érték historikusan alacsony szintet jelent, és az elmúlt időszak alapján úgy tűnik, hogy a forint árfolyam gyengülésével párhuzamosan a CDS a korábbi tendenciáktól eltérően fokozatosan csökkent (13. ábra).**

13. ábra: A hazai kockázati mutatók alakulása



**Az állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége nőtt az előző kamatdöntés óta.** A görbe rövid vége – a 3 hónapos hozam stagnálása mellett – 15-20 bázisponttal került lejjebb. Az éven túli lejáratokon a 3 éves futamidő enyhe növekedéséhez képest a hosszabb futamidőkön érdemi, 15-20 bázispontos emelkedés ment végbe. A 3 hónapos referenciahozam 1,35 százalék körül ingadozik, a 10 éves benchmark papír hozama pedig 4,6-4,7 százalékra emelkedett a hónap során. Összességében tovább tágultak a bankközi és állampapír hozamok közötti felárok, a görbék rövid végén az állampapír hozamok 60-80 bázisponttal alacsonyabbak a bankközi hozamoknál, a hosszabb lejáratokon viszont 80-90 bázisponttal magasabbak (14. ábra).

14. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

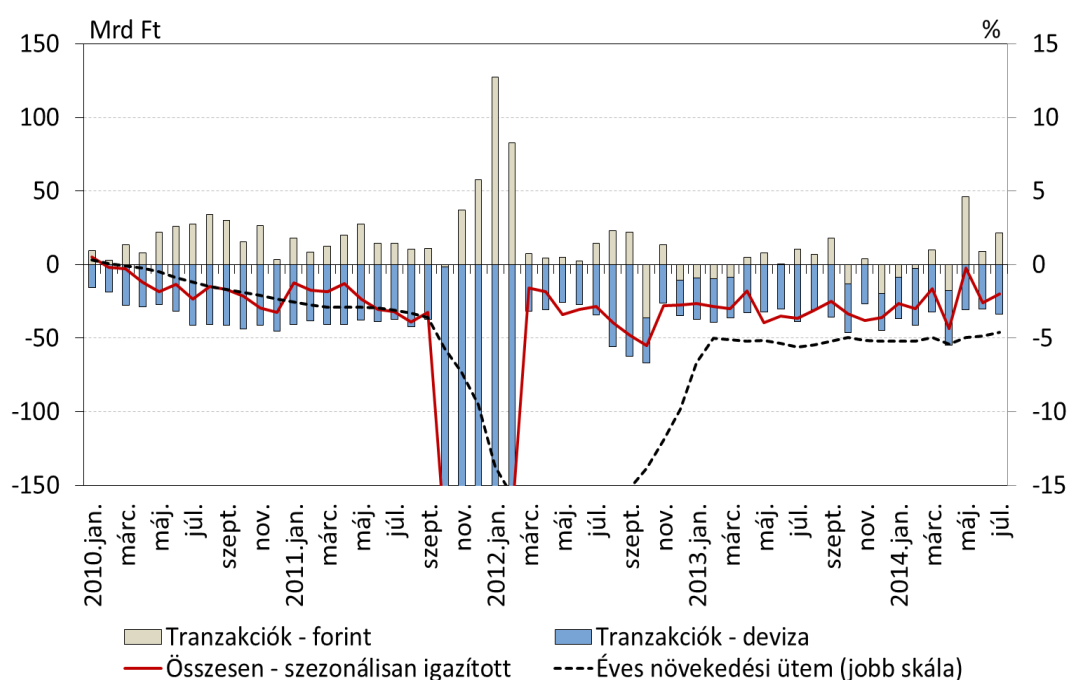


**Az állampapír aukciókon a kereslet az elmúlt hónapokban tapasztaltakhoz képest mérséklődést mutatott, főként a rövid lejáratú szegmensben.** A hónapban tartott 3 hónapos aukciók során a hozamok mérséklődtek, míg a kereslet csökkenést mutatott. A hosszú lejáratú aukciókon vegyes volt az érdeklődés, de összességében kielégítő kereslettel szembesült az ÁKK. A 3 éves változó kamatozású papírok iránt érdeklődtek leginkább a befektetők, a hónapban tartott két aukció során 3,5 illetve 5,5-szörös lefedettséget tapasztaltunk. A külföldiek állampapír állománya összességében lényegében nem változott, szűk sávban ingadozott az állomány.

### 3. Hitelezési folyamatok

Júliusban a háztartási szektor a teljes hitelintézeti szektorral szemben nettó hiteltörlesztő volt, a szektor tranzakciói -12 milliárd forintot tettek ki (szezonálisan igazítva -20 milliárd forintot). A hitelállomány mérséklődését továbbra is a devizahitelek leépülése eredményezi, miközben a hónap folyamán a forintbitelek esetében a folyósítások mintegy 22 milliárd forinttal haladták meg a törlesztéseket. **Az éves növekedési ütem az előző havi -4,9 százalékról -4,6 százalékra változott** (15. ábra).

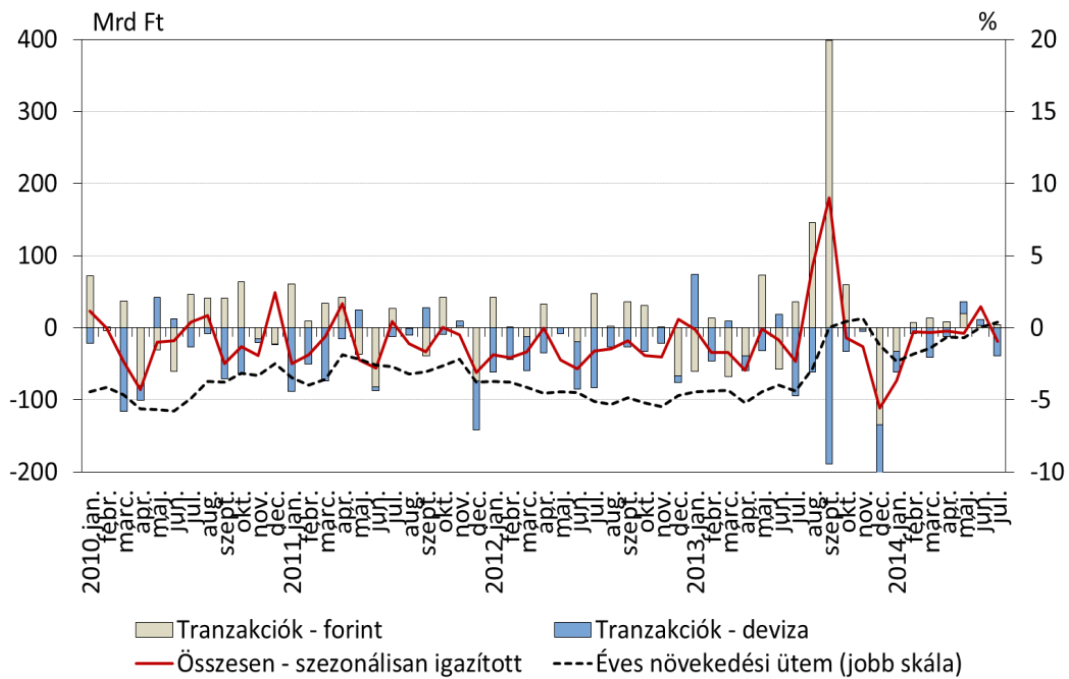
15. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



A teljes hitelintézeti szektor bruttó háztartási hitelkihelyezése júliusban 54 milliárd forintot tett ki, ami csaknem 30 százalékkal magasabb az előző év azonos időszakának új volumenénél. A lakáscélú hitelek esetében különösen markáns az élénkülés: ebben a szegmensben az új szerződések mintegy 70 százalékkal haladják meg az előző évi júliusi értéket.

**Júliusban a hitelintézeti szektor vállalati hitelállománya összesen 35 milliárd forinttal (szezonálisan kiigazítva 19 milliárd forinttal) csökkent a tranzakciók hatására** (16. ábra).

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



A vállalatok forintban nettó hitelfelvevők, míg devizában nettó hiteltörlesztők voltak. Az NHP I. pillérén belüli hitelek júniusban mintegy 41 milliárd forinttal járultak hozzá a forint hitelállomány emelkedéséhez. A tranzakciós adat ugyan negatív volt idén júliusban, de meghaladta a 2013. évi júliusi adatot, így az éves növekedési ütem 0,4 százalékra emelkedett.