



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2015. június

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2015. június 23-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2015. július 8. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2015. június 19-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

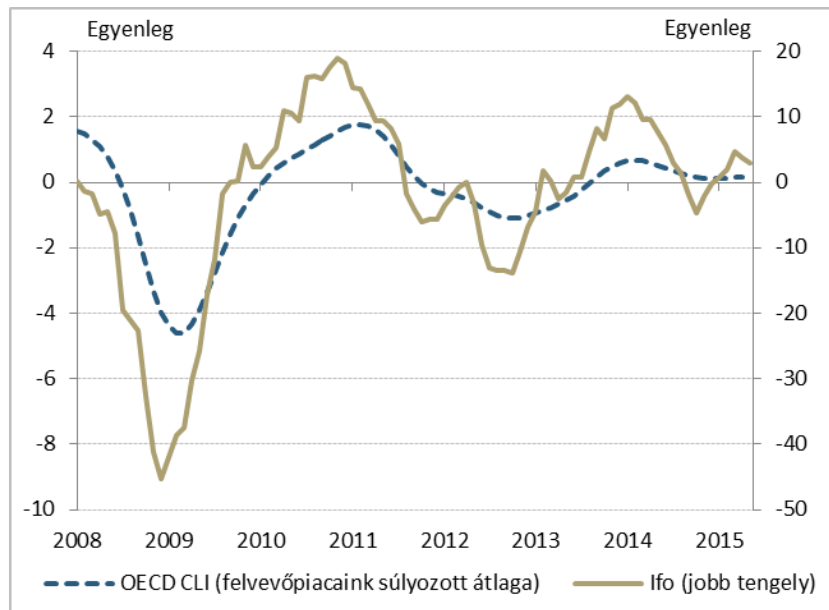
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

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 a továbbra is mérsékelt olajárak következtében gyenge maradt az elmúlt hónapokban.

Az idei év első negyedében folytatódott a világgazdaság 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, míg a német belső kereslet továbbra is bővül, a külpiazi aktivitást fékezi az orosz-ukrán konfliktus és a lassuló ázsiai kereslet. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) továbbra is az elmúlt hónapokban látott magas szinten tartózkodnak (1. ábra), és az ipari rendelésállomány mérsékelten nőtt az elmúlt hónapokban, így előretekintve folytatódhat a lassú konjunkturális javulás.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

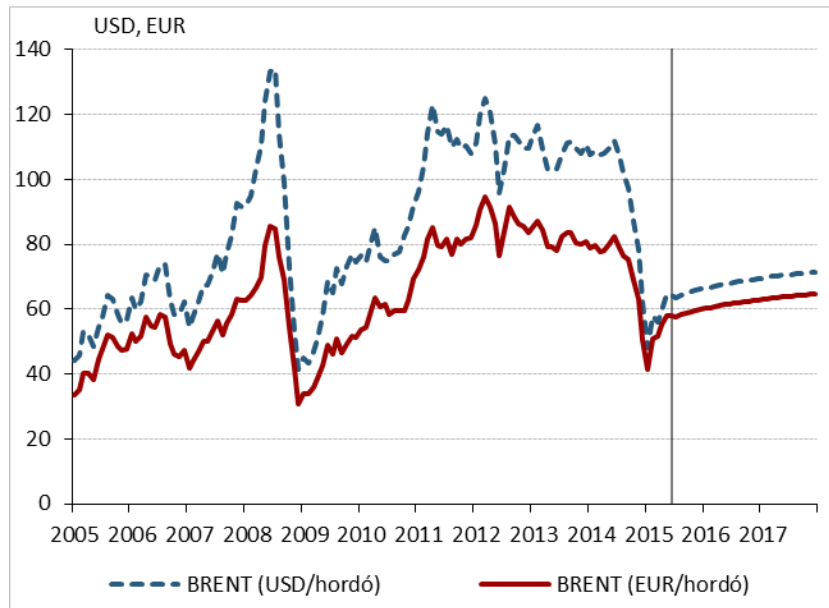


Forrás: OECD, Ifo

A régió teljesítménye kimagaslóan alakult az idei év első negyedében, ám az elmúlt hónapok havi indikátorai alapján a térségben továbbra is törekény az ipari kibocsátás. Az orosz-ukrán konfliktus negatív hatása eddig csak korlátozottan érinthette a régiós növekedési folyamatokat, ám a várhatóan jelentősen visszaeső ukrán és orosz gazdasági növekedés közvetlenül és közvetve is negatívan hathat a régió gazdasági növekedésére.

A világpiac felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge. A továbbra is mérsékelt 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 májusban 0,3 százalék volt az infláció). A globális olajkitermelés mintegy 40 százalékát adó, kőolajexportáló országokat tömörítő OPEC képviselőinek június 5-i bécsi ülésén a résztvevők a kitermelés szinten tartása mellett döntöttek, melynek következtében az elmúlt hetekben a kőolaj világpiaci ára érdemben nem változott. 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).

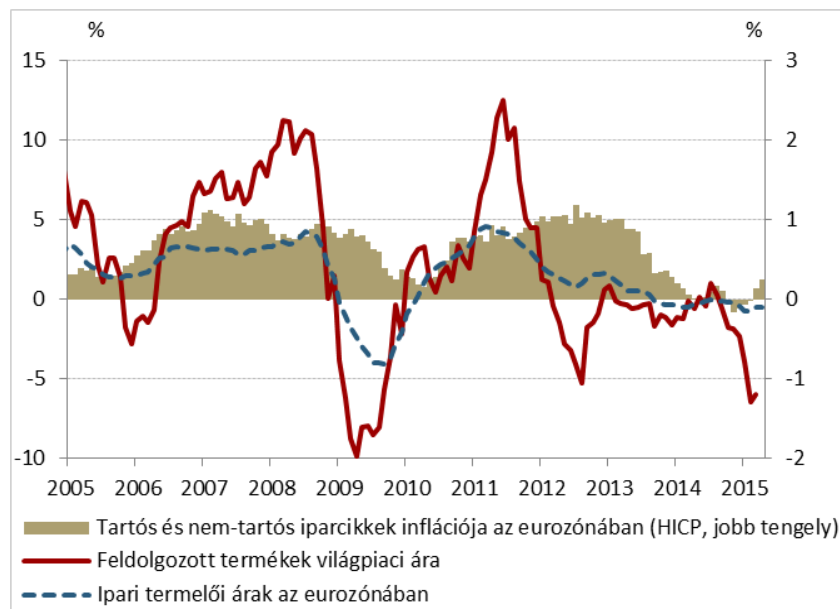
2. ábra: A Brent olaj világgpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

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

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



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

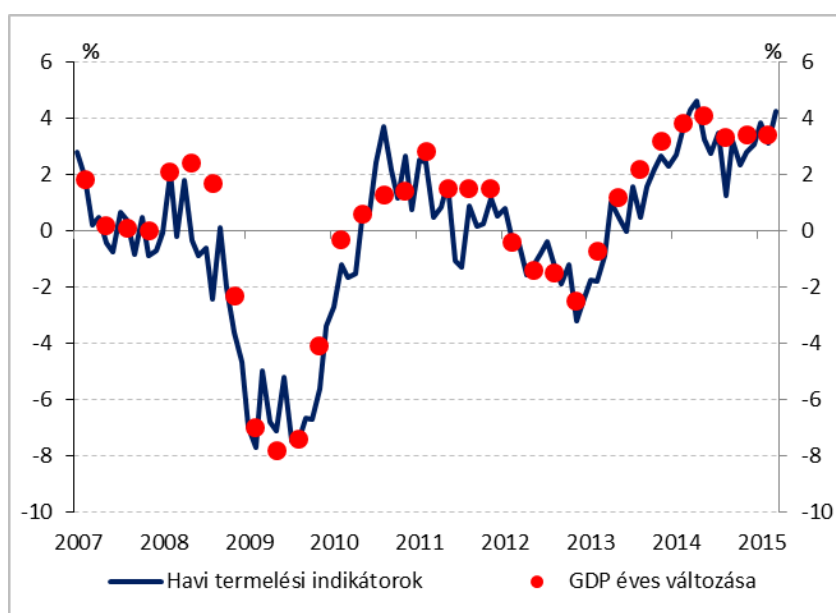
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

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.

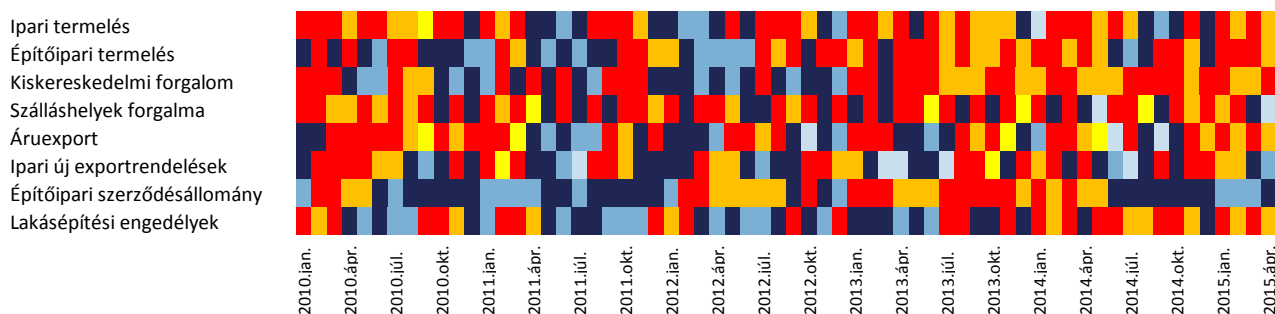
A GDP bővüléséhez legnagyobb mértékben a feldolgozóipar és a szolgáltatások járultak hozzá. A feldolgozóipar hozzáadott értékének növekedése továbbra is elsősorban a járműgyártás és a hozzá kapcsolódó alágazatok termelésének emelkedéséhez volt köthető, míg a piaci szolgáltatások széles körében mért bővülést a belső kereslet élénkülése támogatta. Az építőipar továbbra is pozitívan járult hozzá a növekedéshez, azonban a korábbi negyedéveknél kisebb mértékben (4. ábra). 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 áprilisában 6,3 százalékkal bővült az ipari kibocsátás az előző év azonos időszakához viszonyítva. A szezonálisan igazított és munkanaphatástól megtisztított termelési szint **0,1 százalékkal mérséklődött az előző hónaphoz viszonyítva.** A nagy súlyú feldolgozóipari ágazatok teljesítménye vegyes képet mutatott. Az előrettekintő indikátorok eltérő jelzéseket adnak a rövid távú kilátásokat illetően. Az euroövezet konjunkturális alapfolyamatait jelölő Eurocoin indikátor értéke áprilisban emelkedett, míg a magyar gazdaságra vonatkozó ESI indikátor értéke és a német gazdaság kilátásait tükröző Ifo index mérséklődött májusban, de továbbra is kedvező szinten alakult. A magyar ipar új exportrendelése 2015 áprilisában enyhén tovább emelkedtek.

Áprilisban az **export** euróban számított értéke **8,9 százalékkal**, az **importé 9,3 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest.** A külkereskedelmi mérleg aktívuma meghaladta a tavalyi áprilisi értékét. Az exportárak és importárak csökkenése mellett a cserearány javult márciusban a februári korrekciót követően.

2015 áprilisában 10,8 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest, míg szezonálisan és munkanaphatással kiigazítva **1,2 százalékkal csökkent a kibocsátás az előző hónaphoz viszonyítva.** Az ágazat teljesítménye várakozásaink szerint mérsékelten alakulhat 2015 folyamán, amelyet a szerződésállomány 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 fokozatosan futhatnak ki az év során.

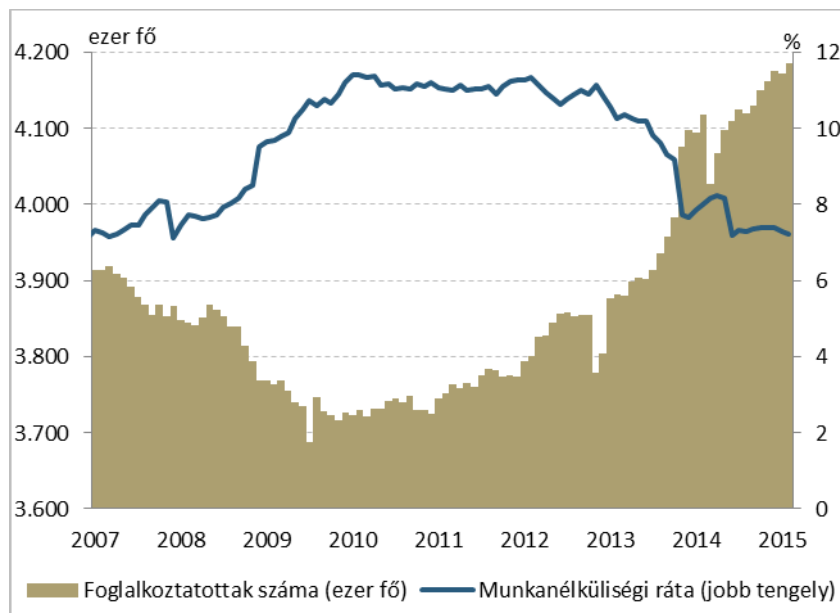
A fogyasztási kereslet tovább bővült az idei első negyedévben, mely tendencia a második negyedévben is folytatódhat. Ezt a javuló munkaerő-piaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyarázhatja. Áprilisban az előzetes adatok alapján folytatódott a kiskereskedelmi forgalom bővülése, 5,3 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának szintjét. Az értékesítések szerkezete alapján a termékek széles körében bővíthetett a forgalom. Az élelmiszerek eladásai az előző hónapoknál visszafogottabban alakultak, a nyers adatok alapján áprilisban stagnált a forgalom. A nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek eladásai érdemben bővültek a tavalyi év azonos időszakához képest és jelentősen hozzájárultak a kiskereskedelmi forgalom emelkedéséhez. Az üzemanyag eladások áprilisban tovább bővültek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az olajárak és ezen keresztül a mérsékelt üzemanyag-árak keresletélénkítő hatása már a termékek szélesebb körében is hozzájárulhatott a kiskereskedelmi eladások növekedéséhez.

A júniusi előrejelzés alappályája alapján folytatódik a hazai gazdaság bővülése. A fogyasztás érdemi élénkülése mellett a nettó export is számottevően hozzájárulhat a gazdasági növekedéshez, míg a beruházási aktivitás a megelőző években látott erőteljes ütemről az uniós források kifutása miatt fékeződhet. 2014-ben egészében 3,6 százalékkal nőtt a gazdaság, amit az idei évben 3 százalék feletti bővülés követhet. A növekedést támogathatja az élénkülő belső kereslet, az uniós forrásfelhasználás, a laza monetáris kondíciók, illetve a javuló munkaerő-piaci helyzet. A mérsékelt 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 áprilisában a foglalkoztatottak létszáma 1,5 százalékkal emelkedett az előző év azonos negyedévéhez képest** (6. ábra). Az I. negyedévben a versenyszféra létszáma emelkedett, amit a piaci szolgáltatásban dolgozók számának bővülése magyaráz. Az államháztartásban foglalkoztatottak létszáma kismértékben csökkent az év végéhez képest. **A munkanélküliek száma mérséklődött áprilisban a korábbi hónapokhoz képest.**

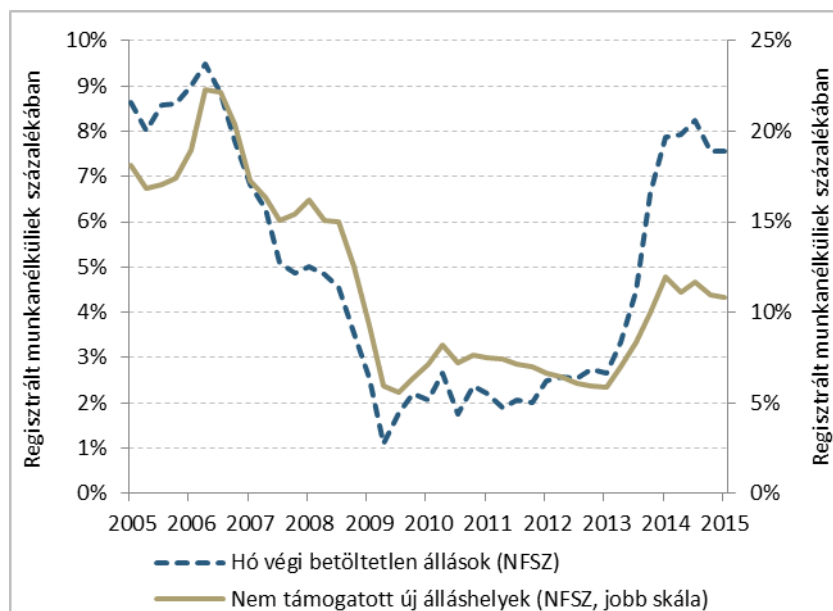
6. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

Az I. negyedévben enyhén emelkedett mind az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek, mind pedig a betöltetlen álláshelyek száma az előző negyedévhez képest. A munkapiac továbbra is feszesebb, mint 2013 elején (7. ábra).

7. ábra: A munkapiaci feszességet mérő mutatók



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

1.3. Infláció és bérek

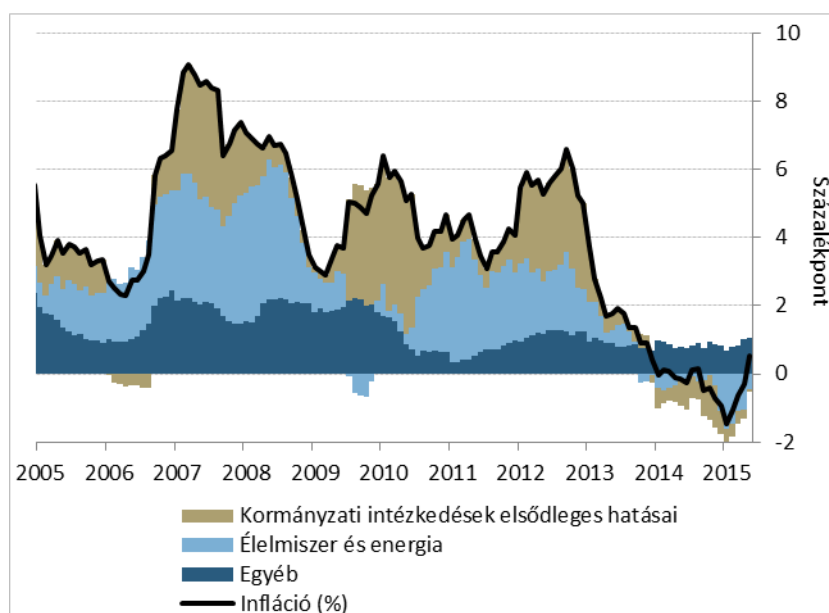
1.3.1. Bérezés

2015 áprilisában versenyszféra bérindexe 4,1, a feldolgozóiparé 5,7, míg a piaci szolgáltatásoké 2,9 százalék volt. A versenyszféra és a feldolgozóipar esetében ezek az értékek magasabbak, mint a korábbi hónapokban megfigyelt növekedési ütem. A feldolgozóipar esetében a gyorsulás mögött a szokásosnál nagyobb áprilisi prémium-kifizetés áll.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2015 májusában az infláció 0,5, a maginfláció 1,3 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,2 százalékos értéket mutatott (8. ábra). Az infláció esetében a növekedést elsősorban a járműüzemanyag és a feldolgozatlan élelmiszerek árindexének emelkedése okozta, valamint bázishatás is hozzájárult a szabályozott árak körében (a lakossági gázár tavaly áprilisi csökkentésének bázisból való kiesése).

8. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója

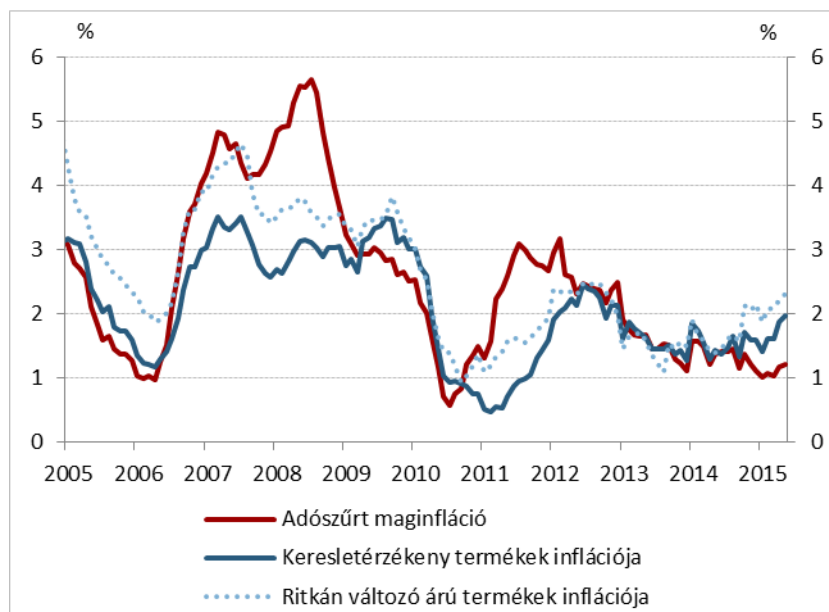


Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

A visszafogott inflációs alapfolyamatokhoz a mérsékelt olajárak, az alacsony inflációs várakozások, valamint a mérsékelt importált infláció egyaránt hozzájárulhattak az elmúlt hónapokban (9. ábra). 2015 áprilisában a mezőgazdasági termelői árak éves alapon 8 százalékkal csökkentek, a fogyasztási cikket gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai pedig 0,2 százalékkal mérséklődtek az előző év azonos időszakához képest. Májusban az üzemanyagok ára érdemben

emelkedett az előző hónaphoz képest. A fogyasztási kereslet a kiskereskedelmi adatokkal összhangban az idei első negyedév során fokozatosan bővült, a reálkeresetek éves összevetésben mért emelkedésével párhuzamosan, mely tendencia a második negyedév elején is tovább folytatódhatott. Ennek ellenére a kiskereskedelmi forgalom szintje változatlanul elmarad a válság előtti években megfigyelttől, így a belső keresleti környezet összességében továbbra is dezinflációs hatású lehet, bár fokozatosan enyhébb mértékben.

9. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

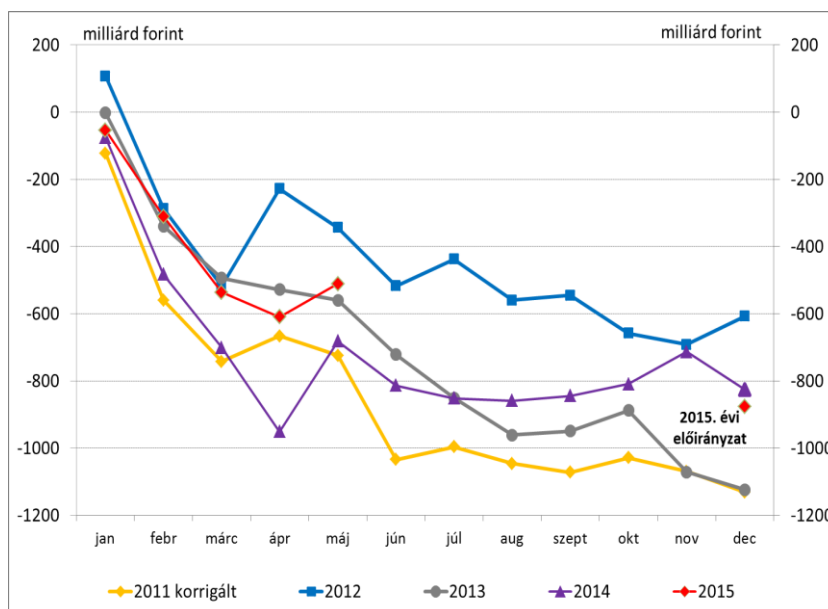
Rövidtávon enyhén pozitív tartományban maradhat az infláció. A beérkezett májusi adat magasabb lett a márciusi Inflációs jelentésben szereplő várakozásnál. Előretekintve a rendkívül mérsékelt költséghatások kifizetésével és a kereslet élénkülésével párhuzamosan az inflációs ráta további emelkedése várható.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az állami költségvetés 2015 májusában 99 milliárd forint többlettel zárt (10. ábra), ami kisebb, mint a 2014. évi májusi többlet, de sokkal kedvezőbb, mint az azt megelőző évek átlaga. A központi alrendszer bevételei 2015 májusában 30 milliárd forinttal alakultak kedvezőbben a 2014. évi bázisnál, ami nagyobb részben a járulékbévételek növekedéséhez kapcsolódik. A központi alrendszer kiadásai májusban jelentősen, 201 milliárd forinttal meghaladták a 2014. májusi értéket, amely mögött az elmúlt évek negyedik legnagyobb, költségvetési szervek EU-s

programokhoz kapcsolódó bruttó havi kifizetése áll. Ezen felül kismértékben hozzájárult a kiadások növekedéséhez az is, hogy az egészségügyi dolgozók bérkifizetéseit (gyógyító-megelőző ellátások) a tavalyi év során előrehozták, és már áprilisban kiutalták, idén azonban ez nem ismétlődött meg.

10. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált egyenlege



Forrás: MÁK

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség az áprilisi adatok alapján – a folyó fizetési mérleg 500 millió eurós többlete mellett – 750 millió eurót tett ki. A külső egyensúlyi pozíció mérséklődésében az áruegyenleg többletének mérséklődése, valamint az EU-tól kapott transferek visszafogottabb felhasználása játszott szerepet. Ugyanakkor a finanszírozási képesség továbbra is magas volt, amiben a mérséklődés ellenére továbbra is jelentős áruegyenleg és a számottevő EU-transzfer felhasználás játszott szerepet.

A finanszírozási adatok alacsonyabb – 170 millió eurót kitevő – finanszírozási képességet jeleznek, ami az adósság jellegű források további mérséklődése és a közvetlentőke források beáramlása mellett alakult ki. Áprilisban több mint 300 millió eurót tett ki a közvetlentőke-források nettó beáramlása, ami főként a tulajdonosi hitelek és újrabefektetett jövedelmek emelkedése mellett alakult ki. Az adósság jellegű források kiáramlása több mint 500 millió eurót tett ki, amiben a bankok és a vállalatok külső adósságának csökkenése tükröződött. A konszolidált állam nettó külső adóssága, a marginszámla-állomány emelkedése – ami egyszerre növeli a

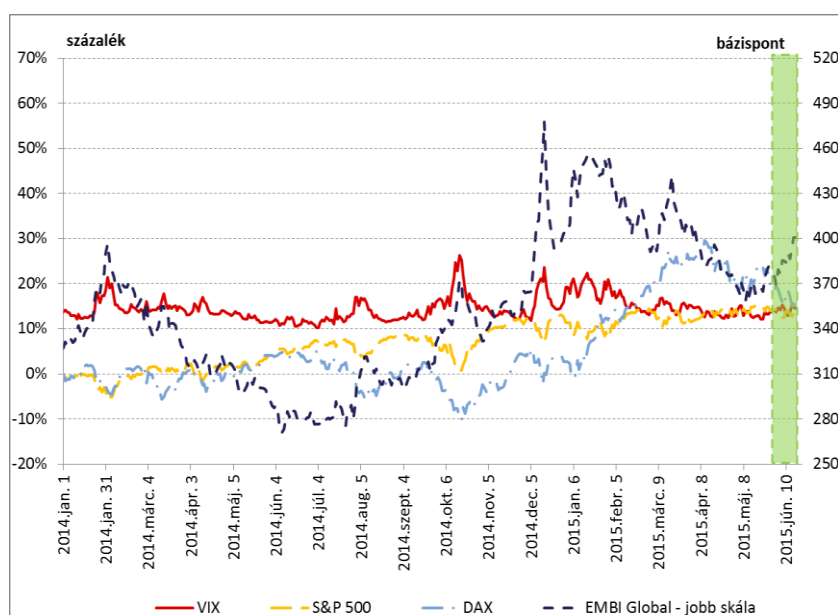
tartozásokat, valamint a devizatartalékokat is – valamint a külföldiek stabil állampapír-állománya mellett nem változott.

2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban összességében romlott a befektetői hangulat, a részvényindexek csökkentek, és a feltörekvő kötvénypiacokon is erősödött a kockázatkerülés (11. ábra). Európában elsősorban a görög helyzettel kapcsolatos – szinte naponta változó – híráramlásoknak, valamint az eurozónás makroadatoknak volt döntő szerepe az euroárfolyam és a tőzsdeindexek mozgásában. Az USA-ban a vegyes makroadatok miatt továbbra is fennmaradt a bizonytalanság a Fed kamatpályájával kapcsolatban, bár a legutóbbi, kedvező munkaerő-piaci adat, valamint a Fed júniusi kamatdöntését követő sajtótájékoztató hatására a várakozások jelenleg egy szeptemberi kamatemelést valószínűsítene. A fejlett és feltörekvő részvénypiacok teljesítményét mérő MSCI-indexek az időszak egészében csökkenést könyvelhettek el, utóbbi esetében a mérséklődés erőteljesebb volt. Az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci index emelkedéséhez – és ezáltal a feltörekvő országokkal szembeni kockázatkerüléshez – pedig feltehetően az Oroszországgal szembeni gazdasági szankciók esetleges újabb körének híre, a török választások eredménye, illetve az ukrán adósságrendezéssel kapcsolatos felerősödő aggályok járulhattak hozzá.

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



Forrás: Bloomberg

Az USA-ból érkező makroadatokat vegyesen alakultak, viszont az eurozónából többségében pozitív adatokat publikáltak a vizsgált periódusban. Az elmúlt kamatdöntés óta a dollár 4 százalékot veszített értékéből az euróval szemben, így az EUR/USD kereszt 1,14 közelébe emelkedett, amely vélhetően a kedvező eurozónás konjunktúraadatoknak, valamint a többségében vegyes amerikai adatközléseknek volt köszönhető. Ugyanakkor a Fed szeptemberi kamatemelése irányába hathatott a kedvező májusi munkaerő-piaci adat, amely a várakozásoknál jelentősen nagyobb foglalkoztatás-bővülésről tanúskodott az Egyesült Államokban. Európában az időszakban publikált egyik legfontosabb adat a májusra vonatkozó harmonizált fogyasztóiár-index volt. Az infláció tavaly november óta most emelkedett először pozitív tartományba az euroövezetben, míg a maginfláció az előző havi adatot és a várakozásokat is felülmúlva 0,9 százalékra nőtt éves összevetésben. Az EKB legfrissebb makrogazdasági prognózisa szerint az infláció 2016-ban éves átlagban 1,5, míg 2017-ben 1,8 százalékos – vagyis az EKB inflációs célját megközelítő – lehet, a gazdasági növekedés pedig jövőre, illetve 2017-ben 2 százalék közelében alakulhat.

Az utóbbi időszakban sem közeledett érdemben Görögország és a nemzetközi szervezetek álláspontja a megegyezést illetően, így egyre nagyobb az esélye annak, hogy júniusban sem kerül sor végleges, megnyugtató megállapodásra a görög adósságrendezés kérdésében. A finanszírozási helyzet súlyosságát mutatja, hogy Görögország júniusi eleji bejelentés alapján az IMF-nek fizetendő négy júniusi törlesztőrészletét egy összegben, június végén kívánja kifizetni a Valutaalapnak. Az S&P hitelminősítő erre a lépésre reagálva pár nappal később Görögország CCC+ minősítését CCC-re változtatta, továbbra is negatív kilátással.

Az április végén, május elején megfigyelt globális hosszúhozam-emelkedés újabb lendületet vett júniusban, ami a fejlett és feltörekvő régiót egyaránt érintette. A 10 éves német Bund hozama 20 bázispontot emelkedett az időszak során, míg ennél nagyobb növekedést lehetett megfigyelni a perifériaországok hozamaiban (35-65 bázispont). Emellett a brit és amerikai hozamok is 10-15 bázispontos emelkedést mutattak. Szűkebb régiókban nagyságrendileg a perifériához hasonló, 35-70 bázispontos emelkedést lehetett megfigyelni.

Az olaj árára ellentétes folyamatok hatottak, így nem mutatkozott egyértelmű trend a mozgásában. Az OPEC június eleji ülése, az amerikai energiaügyi hivatal, valamint a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) frissen publikált jelentései hatottak leginkább az árfolyamokra.

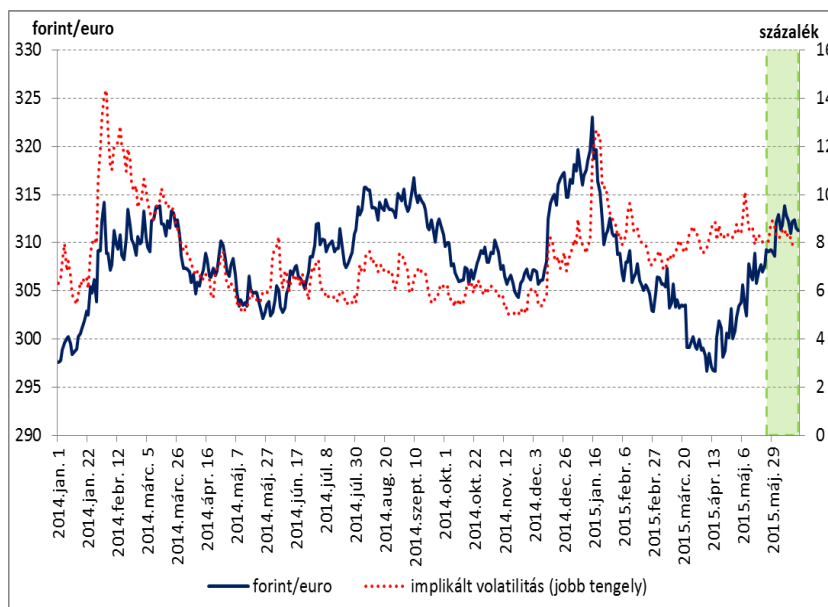
Össességében a kitermelés további növekedésére lehet számítani mind az OPEC-országok, mind az Egyesült Államok részéről, miközben az IEA felfelé módosította a globális keresletre vonatkozó előrejelzését az év egészét tekintve. A Brent és a WTI típusú olaj ára 2-4 százalékkal nőtt az időszak alatt. A hosszabb távú folyamatokat figyelembe véve azonban úgy tűnik, hogy a március közepe óta megfigyelhető olajár-emelkedés nem tudja tartósan meghaladni a 60-65 dolláros szintet, és szakértők a második félévben sem számítanak érdemi áremelkedésre.

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

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

A forint árfolyama az előző kamatdöntés óta a globális hangulat változásával párhuzamosan volatilisen alakult, összességében mintegy fél százalékot gyengült az euróval szemben (12. ábra). Az euro/forintjegyzések folyamatos leértékelődést mutattak, az időszak eleji 309-es szintekről 313 fölé emelkedtek átmeneti korrekciók mellett. Az időszak végén 311 körül alakultak a forintjegyzések. A régiós devizákkal összevetve a forint a zlotyhoz hasonló pályát írt le, azonban a lengyel deviza időszak elején tapasztalt jelentős erősödése miatt a hazai fizetőeszköz kissé alulteljesítő volt a régióban.

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

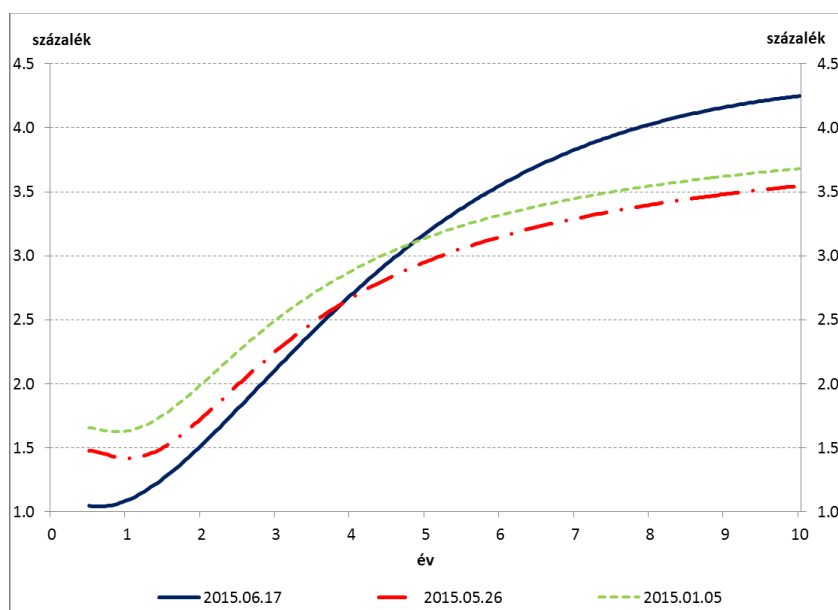


Forrás: Bloomberg

Az időszakban közzétett hazai makroadatok többségében kedvezőek voltak. A 0,5 százalékos májusi inflációs adat felfelé lepte meg a piacokat, a publikálást követően több elemző felfelé módosította inflációs előrejelzését. 2015 első negyedében a bruttó hazai termék 3,5 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest, szezonálisan igazítva a megelőző negyedévhez képest 0,8 százalékos bővülést figyelhettünk meg. A növekedés elsősorban a háztartások fogyasztásának bővüléséhez illetve a nettó export élénküléséhez kötődött. Kedvezőtlen képet mutattak ugyanakkor a nemzetgazdasági beruházások, melynek volumene 2015 első negyedében 4,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, míg a szezonálisan igazított volumen az előző negyedévhez képest 1,1 százalékkal mérséklődött.

A nemzetközi hatásokra erőteljes hozamemelkedés következett be a magyar állampapír-piaci hosszú hozamoknál. Az állampapírok másodpiacán az éven belüli lejáratokon jelentős 30-45 bázispontos, a középső, 1-3 éves szegmensben 15-35 bázispontos hozamcsökkenés ment végbe az időszakfolyamán. A hosszú hozamok esetében ugyanakkor számottevő, 70 bázispontos hozamemelkedés volt megfigyelhető. A 10 éves benchmarkhozam mintegy 70 bázisponttal 4 százalék fölé emelkedett. A rövid hozamok csökkenése egybeesett az MNB eszköztárának átalakításáról szóló bejelentéssel, míg a hosszú hozamemelkedés mögött a nemzetközi hozamok megemelkedése állhat. A 3 hónapos DKJ másodpiaci hozama továbbra is az alapkamat alatt, 1 százalék közelében található, ami közel 45 bázispontos süllyedést jelent az előző kamatdöntés óta. A hosszú hozamok feljebb kerülése és a rövid hozamok csökkenése mellett **az állampapír-piaci hozamgörbe meredekebbé vált az előző kamatdöntés óta** (13. ábra).

13. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

Az időszak során az állampapír aukciókon a rövid szegmensben csökkentek, a hosszú lejáratú papírok esetében emelkedtek a hozamok. A 3 hónapos kincstárjegy aukción az átlaghozam több mint 30 bázisponttal, a 12 hónapos papír aukcióján közel 30 bázisponttal került lejjebb a hozam az elmúlt hónap során. A diszkontkincstárjegyek értékesítése során egészséges kereslet mutatkozott az elmúlt hetekben, a lefedettség 2-3 között alakult. Az Adósságkezelő egy esetben a 3 hónapos, egy másik alkalommal a 12 hónapos DKJ-ből kibocsátani tervezett mennyiséget emelte meg, minden más esetben a meghirdetett mennyiséget fogadta el a rövid forrásbevonások során. Erős kereslet jellemezte a hosszú lejáratú fix kamatozású papírok aukcióit is, az érdeklődés minden alkalommal meghaladta a 3-szoros lefedettséget, az adósságkezelő rendre megemelte a kibocsátott mennyiséget a 3, 5 és 10 éves papírok esetében. Az átlaghozamok a fix kamatozású hosszú szegmensben minden lejárat esetében jelentősen, 10-30 bázisponttal csökkentek az előző kamatdöntés óta.

A külföldiek állampapír állománya az elmúlt hónapban összesen 220 milliárd forinttal tovább csökkent, jelenleg nagyságrendileg 4450 milliárd forintnyi magyar állampapírt tartanak külföldi befektetők, amellyel részarányuk 42 százalék alatt áll. Az eladás ellenére a hazai hosszú hozamok emelkedése beleillett a régiós trendbe.

Hazánk kockázati megítélése nem változott érdemben az időszak alatt, a magyar 5 éves CDS-felár emelkedett, jelenleg 155 bázispont környékén jegyzik. Dekompozíciós módszertanunk

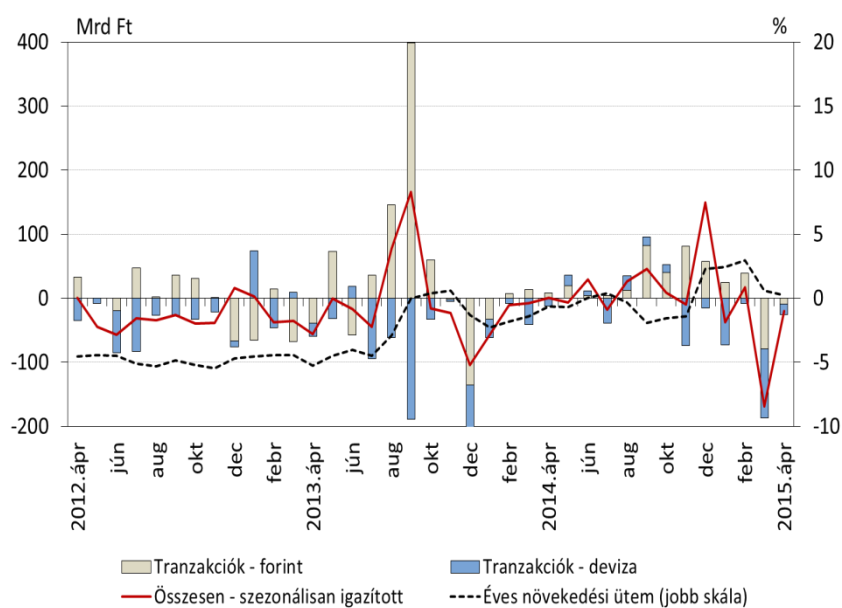
szerint a kockázati felár megemelkedése mögött nemzetközi tényezők állnak, az országspecifikus okok a kockázati felár csökkenése irányába hatottak.

3. A BANKRENDSZER HELYZETE

3.1. Hitelezési feltételek

Áprilisban a hitelintézeti szektor vállalati hitelállománya összesen 26 milliárd forinttal (szezonalisan igazítva 20 milliárd forinttal) csökkent a tranzakciók hatására (14. ábra). A forinthitelek állományában 10 milliárd forintos, a devizahitelekében 16 milliárd forintos csökkenés volt megfigyelhető. A tranzakció alapú éves állománynövekedési ütem a februári 0,6 százalékról 0,2 százalékra csökkent. Az NHP I. pillérén belül szerződött hitelek áprilisban 25 milliárd forinttal járultak hozzá a vállalati hitelezéshez.

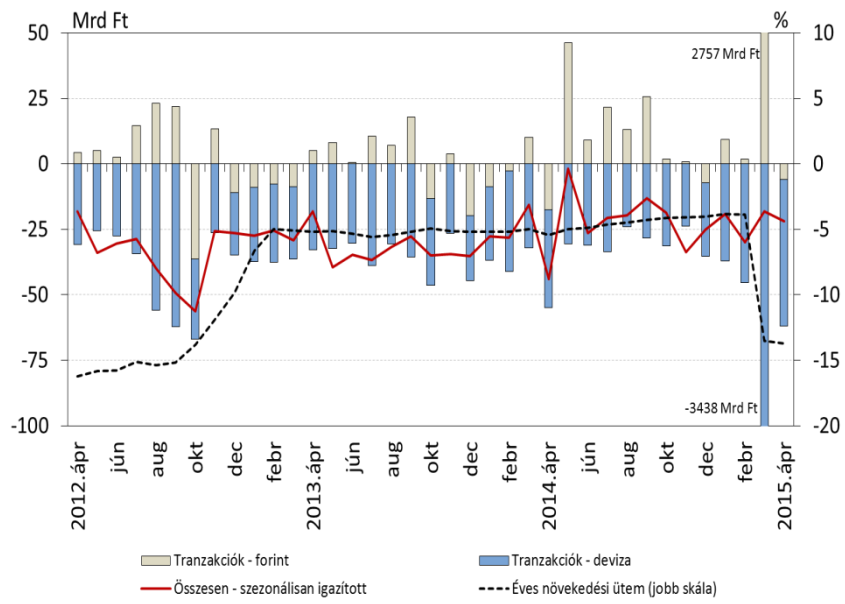
14. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

A háztartási szegmensben a teljes hitelintézeti szektorral szembeni hiteltranzakció értéke mintegy -62 milliárd forintot tett ki (15. ábra). Ezzel az éves állományleépülési ütem a márciusi 13,5 százalékos értékről 13,7 százalékra növekedett. Az új kibocsátások értéke összesen 48 milliárd forintot tett ki áprilisban, ami az előző év azonos időszakához képest 6 százalékos növekedéssel egyenértékű.

15. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB