



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2016. április

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2016. április 26-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2016. május 11. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2016. április 22-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>

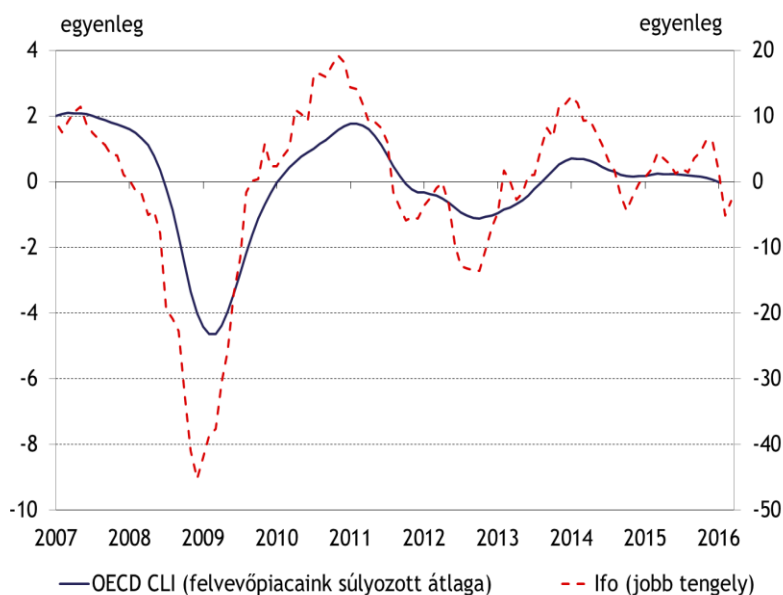
1. MAKROGAZDASÁG

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

2015 negyedik negyedévében a régiós országok dinamikusán bővültek, az euroövezet növekedése a korábbi negyedévekhez hasonló ütemben folytatódott. 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.** A nagy nyersanyagexportőr országokat a következő negyedévekben is érzékenyen érinthetik az alacsony nyersanyagárak. A geopolitikai feszültségek változatlanul fékezhetik a fejlett gazdaságok növekedését a gyengébb keresleten keresztül. Az Egyesült Királyság EU-ból való esetleges kilépése elsősorban pénzügyi kockázatokon keresztül befolyásolhatja kedvezőtlenül a növekedést, ám ennek hatása eltérő lehet az egyes tagországokban.

2015 negyedik negyedévében 0,3 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 a negyedik negyedévben a korábbi negyedévekhez hasonló bővülést mutatott. A német belső kereslet tovább bővílhetett, ugyanakkor a külpiaci aktivitást fékezhetette a lassuló ázsiai kereslet. A német ipari termelés az idei év elején ismét élénkülést mutat. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) tavaly december óta mérséklődtek, azonban márciusban a visszaesés megállt (1. ábra).

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

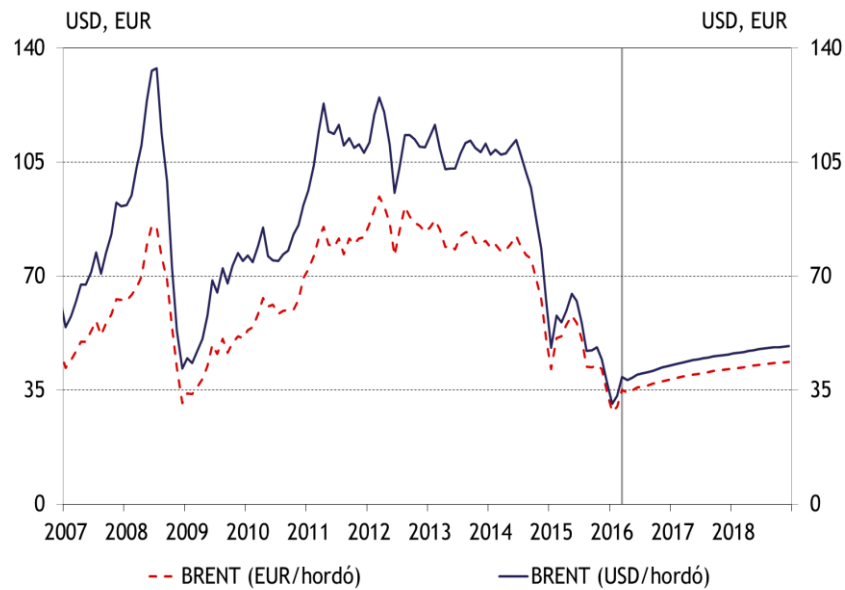


Forrás: OECD, Ifo

A régió teljesítménye kedvezően alakult 2015 utolsó 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. A nyersanyagárak csökkenése és a gyenge globális kereslet együttesen mérséklék az inflációt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak. Az olajárak az elmúlt két hónapban visszafogottan, 35-44 dollár közötti sávban alakultak. (2. ábra, erről részletesebben ld. 2.1. alfejezet).

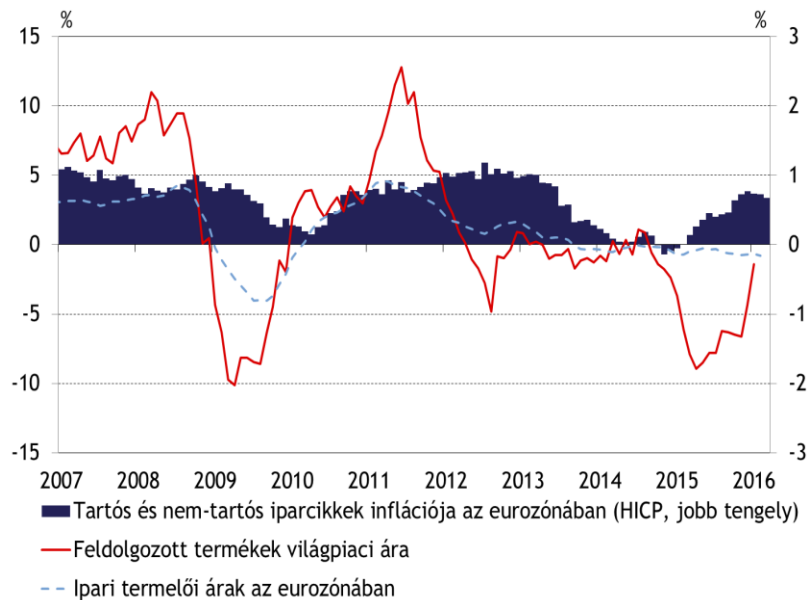
2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

Az ipari nyersanyagok, a nyers élelmiszerek világpiaci árai visszafogottan alakultak, míg a feldolgozott termékek árai egy nagymértékű visszaesést követően némileg korrigálódtak (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

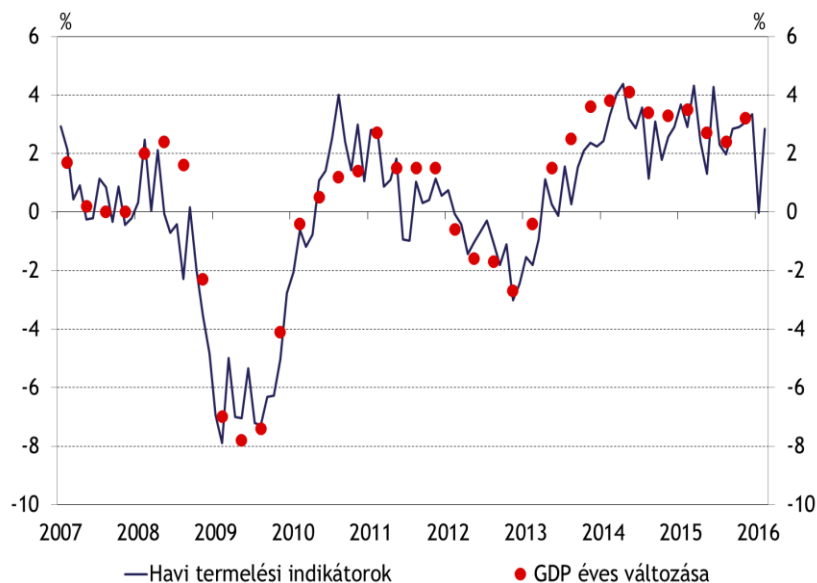
1.2.1. Gazdasági növekedés

2015 negyedik negyedében az előző negyedéveknél élénkebb ütemben folytatódott a gazdasági kibocsátás emelkedése. A bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 3,2 százalékkal, az előző negyedévhez képest pedig 1 százalékkal emelkedett.

A GDP előző év azonos időszakához viszonyított növekedését továbbra is **elsősorban a szolgáltatások és az ipar teljesítményének bővülése** támogatta. Az ipari termelés és a kiskereskedelmi forgalom emelkedett az előző negyedévhez képest, míg az építőipar az év második felétől már nem járult hozzá a gazdaság növekedéséhez (4. ábra). A **mezőgazdaság negatívan járult hozzá** a gazdasági növekedéshez 2015 folyamán, ami elsősorban az azt megelőző év magas bázisához volt köthető.

Felhasználási oldalon folytatódott a belső kereslet élénkülése. A kiskereskedelmi adatok alapján a lakossági fogyasztás a negyedik negyedévben tovább bővült, míg a lakosság beruházási aktivitása a lakáspiaci adatok alapján mérséklődött az előző negyedévhez képest. A vállalati beruházási aktivitás a korábbi nagyberuházások tovaggyűrűző hatásainak kifutásával mérséklődött a negyedik negyedévben. Az árukivitelünk az előző negyedéveknél kisebb mértékben növekedett – összhangban a mérsékeltebben bővülő szolgáltatásexporttal –, míg a behozatal a belső keresleti tételek dinamikus növekedésével párhuzamosan emelkedett. Összességében a nettó export növekedési hozzájárulása továbbra is pozitívan alakult a negyedik negyedévben, azonban érdemben elmaradt 2015 átlagától.

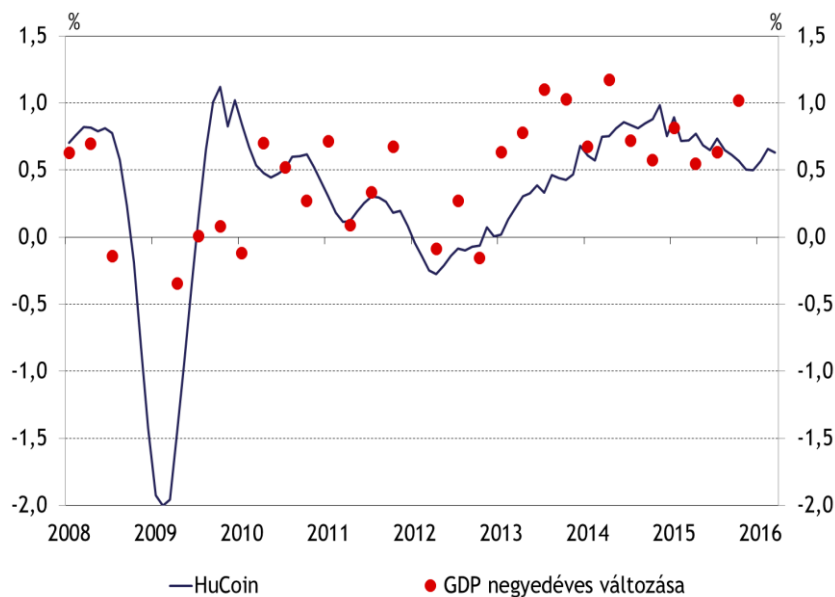
4. ábra: Havi termelési indikátorok* és a GDP alakulása



* 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 hazai gazdaság konjunkturális alapfolyamatait jelölő HuCoin indikátor 2016 elejére az előző év második felénél erőteljesebb folyamatokat jelez (5. ábra).

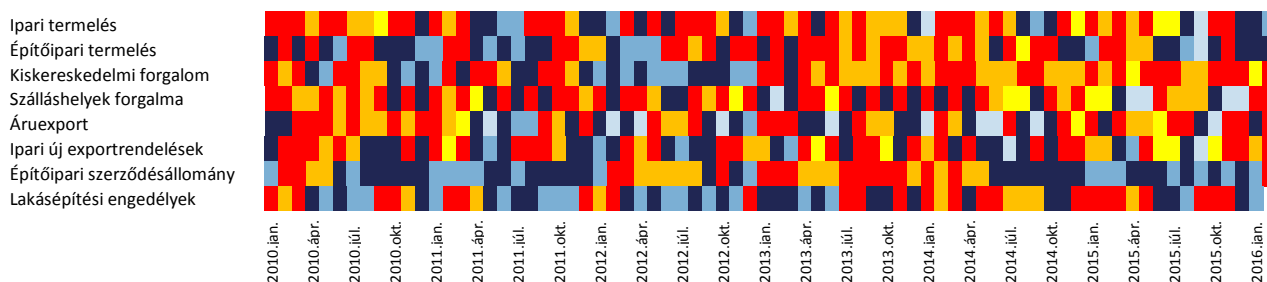
5. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



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 februárjában az **ipari termelés volumene az előző év azonos időszakához viszonyítva 6,3 százalékkal, míg az előző hónaphoz képest 0,8 százalékkal mérséklődött.** A feldolgozóipari alágazatok előző hónaphoz viszonyított teljesítménye vegyes képet mutatott. A járműgyártás alágazat termelésének visszaesése megállt. Az élelmiszeripar és a könnyűipar teljesítménye stagnált, míg a vegyipar termelése mérséklődött az előző hónaphoz viszonyítva. **Az előretekinthető indikátorok vegyes képet mutatnak a hazai ipar rövid távú kilátásaira vonatkozóan.** Az euroövezet konjunkturális alapfolyamatait jelölő Eurocoin indikátor értéke márciusban mérséklődött, a hazai exportrendelések az elmúlt hónapokban összességében emelkedtek. Kockázatot jelenthet azonban a német ipar visszafogott teljesítménye, amelyre vonatkozóan az Ifo indikátor ad jelzést. A mutató szintje tavaly december óta mérséklődött, azonban márciusban megállt a visszaesése.

Februárban az áruexport euróban számított értéke 8,0, az áruimporté pedig 7,4 százalékkal nőtt az előző év azonos hónapjához viszonyítva. Tavaly februárhoz képest a külkereskedelmi mérleg aktívuma 112 millió euróval emelkedett.

2016. februárban **19,2 százalékkal mérséklődött az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest,** szezonálisan és munkanaphatással kiigazítva pedig **1,1 százalékkal emelkedett az előző hónaphoz viszonyítva.** Februárban mindkét építményfőcsoport termelésének volumene csökkent az előző év azonos időszaki, magas bázishoz viszonyítva. A februári folytatódó visszaesést továbbra is az uniós forrásból végzett munkák 2015. végi befejeződése magyarázza. A megkötött új szerződések volumene ismét emelkedést mutatott,

amihez mind az épületek, mind az egyéb építmények építésére kötött szerződések emelkedése hozzájárult.

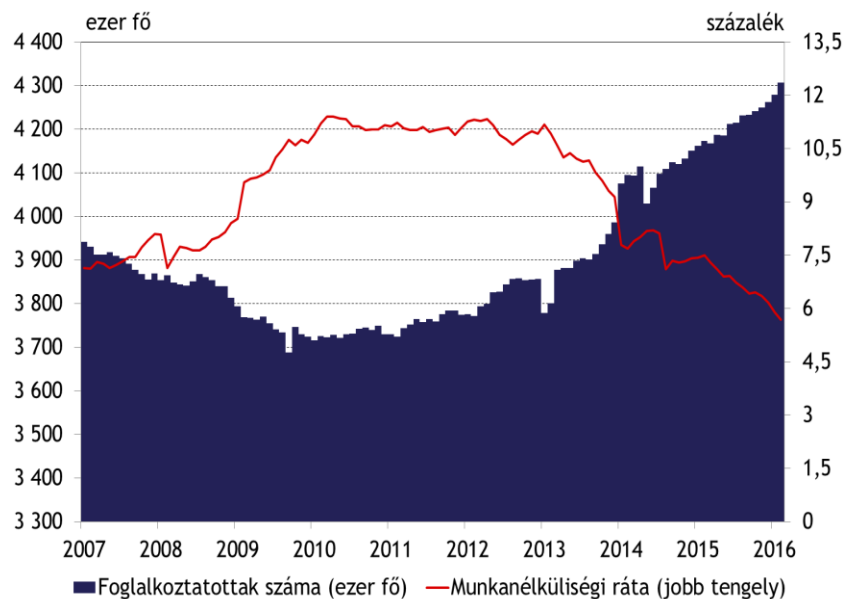
A fogyasztási kereslet élénkülése folytatódott az év elején is. Ezt a javuló munkaerő-piaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyarázhatja. **Februárban az előzetes adatok alapján az értékesítések volumene 6,4 százalékkal emelkedett** a tavalyi év azonos időszakához képest, míg **az előző hónaphoz viszonyítva 1,0 százalékkal bővült a forgalom.** Az értékesítések szerkezetét tekintve februárban a termékek széles körében bővíthetett a forgalom. A kiskereskedelmi forgalom bővüléséhez érdemben hozzájárult az üzemanyag-értékesítések emelkedése, továbbá jelentősen bővült az élelmiszer-eladások volumene, valamint folytatódott a nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek forgalmának élénkülése is.

1.2.2. Foglalkoztatás

2015 negyedik negyedében kismértékben tovább nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma. Az államháztartásban dolgozók létszáma az előző negyedévhez hasonlóan érdemben nem változott, jóllehet a közfoglalkoztatás tovább bővült. A versenyszférában folytatódott az év eleje óta jellemző dinamikus létszámbővülés. A versenyszférán belül a foglalkoztatás emelkedése a feldolgozóiparban volt megfigyelhető, míg a piaci szolgáltató szektorban dolgozók létszáma enyhén csökkent.

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2016 februárjában a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 4,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.** Az aktivitás emelkedett az előző hónaphoz képest. A munkanélküliségi ráta februárban 5,8 százalékon állt (7. ábra).

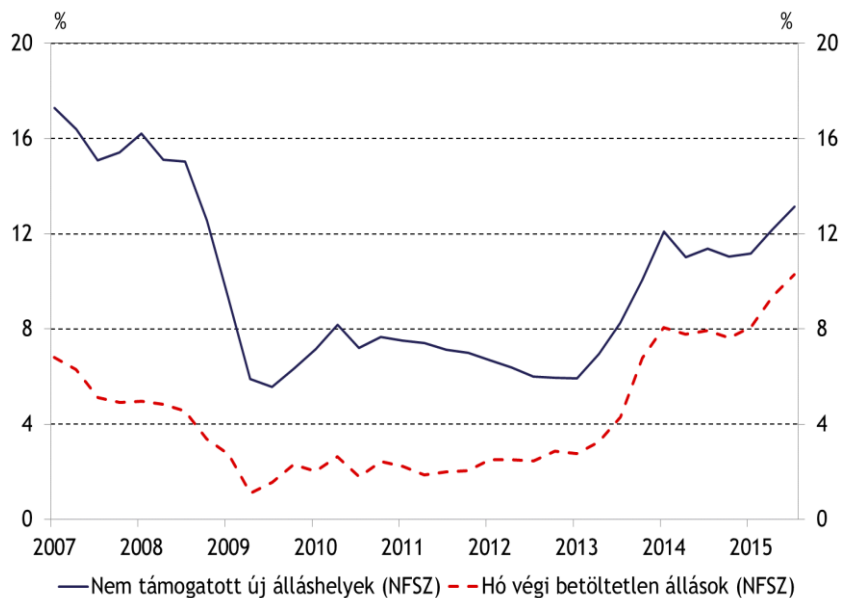
7. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

2016 februárjában az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma kismértékben emelkedett az előző hónaphoz képest, emellett a hó végi betöltetlen, nem támogatott álláshelyek száma is enyhén emelkedett. 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



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

1.3. Infláció és bérek

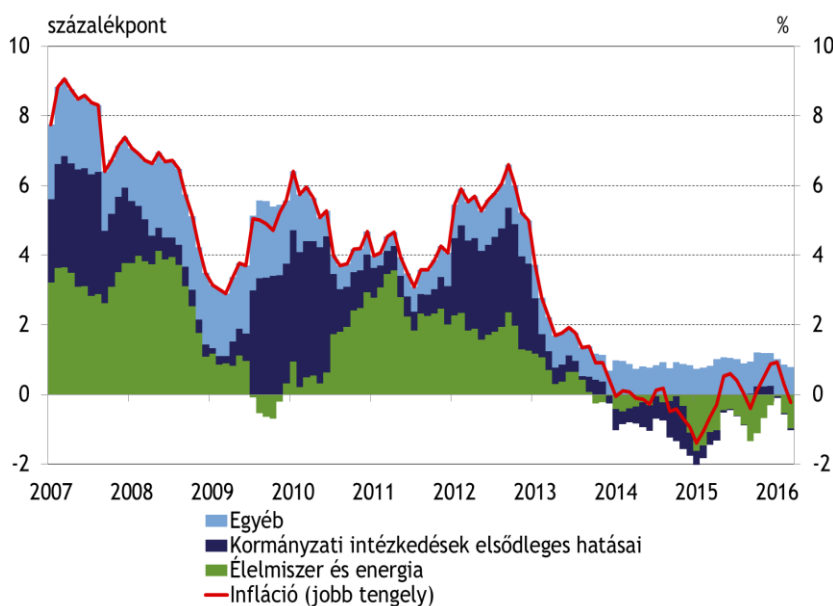
1.3.1. Bérezés

2016 februárjában a versenyszféra éves bérdinamikája gyorsult januárhoz és az előző évben jellemző dinamikához képest is. A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában a bruttó átlagkereset 4,7 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A februári prémium-kifizetések enyhén magasabbak voltak az előző években tapasztalt mértékeknél. A versenyszférán belül a bruttó átlagkeresetek éves dinamikája februárban a feldolgozóiparban erőteljesebb volt, mint a piaci szolgáltató szektorban.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2016 márciusában az infláció -0,2, a maginfláció 1,2 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,0 százalék volt (9. ábra). Az infláció mérséklődését alapvetően az üzemanyagok árindexének bázishatás miatti csökkenése okozta.

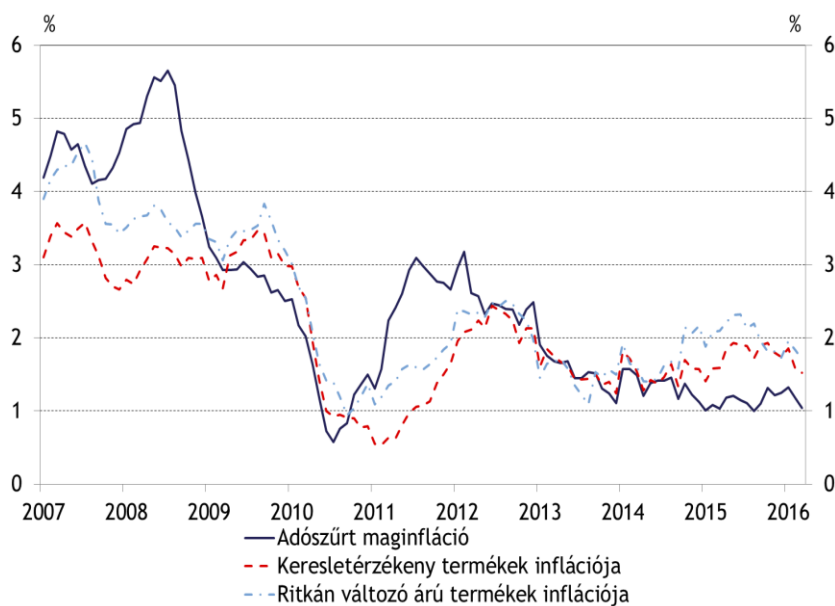
9. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Az inflációs alapmutatók továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek, amihez hozzájárulhatott az importált infláció alacsony szintje, a mérsékelt olajárak és a kihasználatlan kapacitások nagysága (10. ábra). 2016 februárjában a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 2,8 százalékkal, míg fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 0,4 százalékkal emelkedtek.

10. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



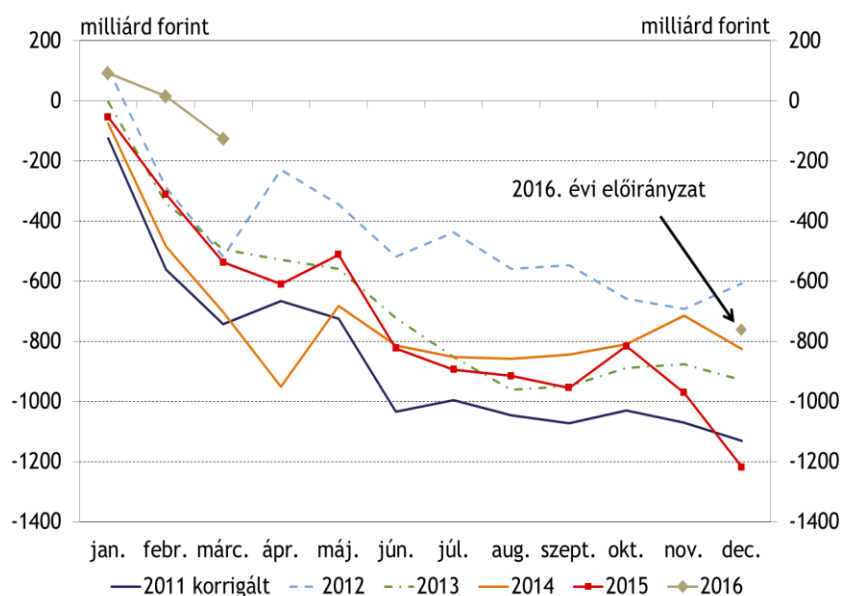
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

A beérkezett márciusi adat elmaradt a márciusi Inflációs jelentésben szereplő várakozásunknál, melyet a havi alapon nagy volatilitást mutató élelmiszerárak vártnál alacsonyabb árindexe magyaráz. Az infláció előretekintve számottevően elmaradhat a 3 százalékos céltól és csak az előrejelzési időhorizont végére kerülhet annak közelébe. Az infláció rövid távon a 0 százalék közelében alakulhat.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2016 márciusában 141 milliárd forintos hiánnyal zárt, ami kedvező egyenleget jelent a korábbi évek azonos időszakához képest (11. ábra). A 2016. márciusi költségvetési egyenleg 85 milliárd forinttal kedvezőbben alakult 2015 azonos hónapjához képest, melyet az alacsonyabb kiadási szint magyaráz.

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



Forrás: MÁK

A **központi alrendszer adó- és járulékbevételei** 2016 márciusában 5 milliárd forinttal meghaladták a 2015. márciusi bevételeket. A pénzügyi szervezetek különadójából befolyó bevételek idén márciusban megfeleltek a tavalyi szinthez képest, aminek háttérében az áll, hogy az adó felső kulcsa 0,53 százalékról 0,24 százalékra csökkent 2016-tól. A járulékokból befolyó magasabb bevételek ugyanakkor ezt a kiesést kompenzálták.

A **központi alrendszer kiadásainak** összege 2016 márciusában 86 milliárd forinttal alacsonyabban alakult a 2015. márciusi kiadásoknál. Az eltérést a központi költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásainak magasabb szintje ellenére az európai uniós projektekkel kapcsolatos nettó kiadások és szociális juttatások alacsonyabb értéke okozza.

A Központi Statisztikai Hivatal április 1-én hozta nyilvánosságra a kormányzati szektor 2015. évi egyenlegére és adósságára vonatkozó előzetes adatokat. Az adatközlés alapján 2015-ben a **kormányzati szektor ESA módszertan szerinti hiánya a GDP 1,9 százaléka volt**, mely historikusan alacsony érték. **A kormányzati szektor adóssága – a jegybank adatai alapján – 2015. év végén a GDP 75,3 százaléka volt.** Az egyenleg a költségvetési törvényben eredetileg tervezett 2,4 százalékos GDP-arányos hiánycélnál 0,5 százalékponttal alacsonyabb lett.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A február havi adatközlés szerint a szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség 633 millió eurót tett ki, a folyó fizetési mérleg 596 millió eurós és a tőkemérleg 36 millió eurós többlete mellett.

A finanszírozási adatok szerint februárban 150 millió eurós finanszírozási igény alakult ki, azaz havi szinten a finanszírozási oldali folyamatok alapján forrásbeáramlás történt. A külföldi források emelkedése a nettó külső adósság kisebb csökkenésében és a nettó FDI források beáramlásában tükröződött. A nettó működőtőkén belül a részvény és részesedés források közel 200 millió euróval emelkedtek februárban. Ezzel párhuzamosan az újrabefektetett tőke és a tulajdonosi hitelek nem változtak érdemben. A nettó külső adósság a januári adathoz képest kisebb mértékben, mintegy 140 millió euróval mérséklődött. A vállalatok és az állam külső adóssága csökkent, utóbbi elsősorban a külföldiek kötvényeladásainak következtében. Az állam nettó adósságát tovább csökkentette az EU transzfer felhasználás. Februárban a bankok nettó külső adóssága érdemben, mintegy 800 millió euróval emelkedett, amelynek nagyobb része rövid lejáraton keletkezett. Ezzel együtt az elmúlt bő fél évben bekövetkezett külső adósságcsökkenés teljes mértékben a rövid lejáratú adósság mérséklődéséhez köthető, amelyben szerepet játszhatott a DMM és DEM szabály 2016. január 1-jei bevezetése, illetve szigorítása.

2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az elmúlt kamatdöntés óta eltelt időszak első felében inkább kedvezőtlen piaci hangulat befolyásolta a globális pénz- és tőkepiacokat, majd az olajárak emelkedésével és a kedvező kínai makroadatok megjelenésével a kockázati kedv javulása volt megfigyelhető. Később az olajkitermelés visszafogásáról szóló egyeztetések eredménytelensége, és az olajárak újbóli esése sem fordította negatívba a hangulatot (12. ábra). A hónap során - az olajpiaci helyzet mellett - a fejlett jegybankok monetáris politikájára vonatkozó várakozások kerültek leginkább középpontba: a Fed várt kamatpályájára vonatkozó piaci árazás és döntéshozói előrejelzés közötti ellentmondások, illetve az eurozónás hosszú távú inflációs várakozások horgonyozottságának meggyengülésére adható lehetséges EKB válaszok foglalkoztatták a piacokat. A feltörekvő régióban a brazil belpolitikai válság kiéleződése, a korrupciós botrányok, a recesszióba süllyedt gazdaság és a társadalmi elégedetlenség növelte a geopolitikai kockázatokat.

A **tőzsdeindexek év eleji negatív teljesítményének korrekciója folytatódott** az elmúlt hetekben, ezzel párhuzamosan a globális kockázati indexek is javultak. Az amerikai tőzsdeindexek a teljes hónap során emelkedést mutattak: az S&P 500 index több mint 2,5 százalékkal került feljebb. Az európai és ázsiai indexek április eleji visszaesésük után dinamikus emelkedésbe kezdtek. Összességében a német DAX nagyságrendileg 4 százalékkal erősödött, míg a japán NIKKEI az időszak végi érdemi korrekciója ellenére is fél százalékkal alacsonyabban tartózkodik az egy hónappal korábbi értékéhez képest. A fejlett tőzsdeindexek többsége mellett a feltörekvő részvénypiacokon is kedvező tendenciát jelez az MSCI kompozit részvényindex, ami 1,5 százalékos körüli mértékben emelkedett a hónap során. A közép-kelet európai régióban szintén pozitív irányba mozdultak a tőzsdeindexek, a legnagyobb mértékben a BUX (5,5 százalékot meghaladóan) emelkedett, ezzel 5 éves csúcson áll a hazai tőzsdeindex.

A **kockázati indexek alakulása szintén kedvező folyamatokat jelzett**, a feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global felár 20 bázisponttal, a VIX index pedig közel 1 százalékponttal csökkent az időszak alatt.

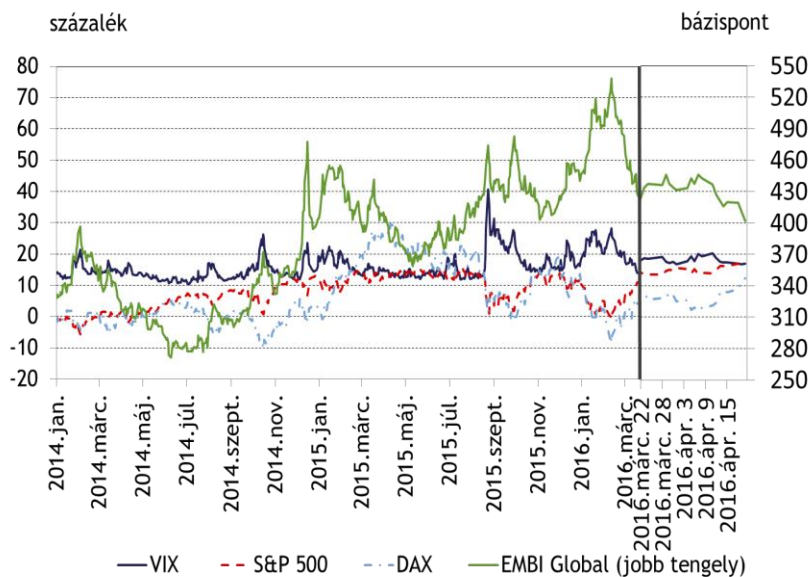
A **javuló befektetési kedv a fejlett hozamok alakulásában is megmutatkozott**. Az euro és dollár 10 éves hozamok az időszak végére emelkedni kezdtek, míg a periféria országok hosszú hozamainak korrekciója is a kockázatvállalási kedv javulásához köthető. A piaci feszültségek

kiárazódására utal továbbá a spanyol és olasz 5 éves CDS-felárak enyhe csökkenése is. Az olasz kockázati megítélés javulásához hozzájárult, hogy Olaszországban a nem-teljesítő hitelek magas arányának csökkentésére, illetve a kisebb bankok tőkeemelésének segítésére egy 5 milliárd eurós alap létrehozásáról döntöttek.

Az olaj árfolyama volatilisen alakult az elmúlt hónapban: a kezdeti olajárcsökkenést a nagy olajkitermelő országok dohai találkozójának közeledtével erőteljesebb áremelkedés váltotta fel, majd a termelés visszafogásáról szóló megegyezés hiányában újabb erőteljes lefelé mozdulás következett be a referencia-olajfajták jegyzésében. Az OPEC és nem-OPEC országok közötti találkozóval kapcsolatban a befektetőknek erős várakozásai alakultak ki, hogy a termelés esetleges stabilizálásával kapcsolatos megállapodásra kerülhet sor, ezért okozott erőteljesebb negatív kilengést az olajárakban a találkozó eredménytelensége. Az időszak végén az olajtermelés befagyasztásáról folyó egyeztetések felújításának hírére, illetve a vártnál kedvezőbb, azaz kisebb mértékben növekvő amerikai olajtartalék-adatok nyomán érdemben feljebb tolódtak az olajpiaci jegyzések. Összességében az elmúlt kamatdöntés óta a Brent típusú olaj árfolyama – egy közel 7 százalékos esést követően – több mint 10 százalékos emelkedéssel, 46 dolláros hordónkénti ár közelében zárta az időszakot.

A főbb devizák között meghatározó volt az amerikai dollár gyengülése. A dollár leértékelődésében nagy szerepe volt a Fed oldaláról érkező kamatemelési várakozásokat mérséklő kommunikációnak, ami a globális növekedéssel kapcsolatos bizonytalanságok miatti óvatosságra hívta fel a figyelmet. A dollár a periódus végén – az FOMC tagok és a Bézs Könyv által jelzett kedvezőnek ítélt amerikai inflációs és foglalkoztatottsági adatok nyomán – korrekciót mutatott, így 1 százalék alá mérséklődött a gyengülése az euroval és a svájci frankkal szemben. A Brexitet övező bizonytalanságok miatt a font volatilitása historikusan magasra emelkedett és felerősödtek a többi fejlett devizával szemben a gyengülés irányába mutató kockázatok.

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



Forrás: Bloomberg

A legutóbbi kamatdöntő ülés óta a fejlett jegybankok oldaláról több piacbefolyásoló hír érkezett. Janet Yellennek a márciusi Fed-ülés után két héttel tartott beszédét kifejezetten óvatosnak értékelték elemzők, amivel vélhetően a korábbi hetek során nyilatkozó más FOMC-tagok üzeneteit igyekezett tompítani. Az elnök hangsúlyozta, hogy a globális növekedési bizonytalanságok és a piaci volatilitás a kamatemelések terén rendkívül óvatos hozzáállást igényel a Fed részéről. A beszéd után a piaci árazásban megjelenő, a Fedtől várt kumulált kamatemelési valószínűségek csökkentek, majd ez a tendencia folytatódott a márciusi ülés jegyzőkönyvének megjelenése (április 6.) után is. A lazító hangvételű kommunikáció hatására a jelenlegi adatok szerint a piac a decemberi ülésre már 50 százalékos valószínűséggel árazza a jelenlegi kamatszint tartását, noha március közepén az év végére vonatkozó tartás valószínűsége még csak 20 százalék volt az opciós árakban.

Az EKB Kormányzótanácsa az április 21-i ülésen a piaci várakozásokkal összhangban nem változtatott a jegybank kamatpolitikáján, emellett a döntéshozók az eszközvásárlási program változatlan ütemben (havi 80 milliárd euró) történő folytatásáról döntöttek. A piacokon ugyanakkor az idei év során még további intézkedések bejelentésére számítanak, mivel a hosszú távú inflációs várakozások az euroövezetben továbbra is historikusan alacsony szinten ingadoznak. Az elmúlt időszakban megjelent inflációs és maginflációs adat csak kismértékű

javulást mutat az alapfolyamatokban. Az euró közelmúltbeli erősödése sem segíti az inflációs pálya emelkedését, ezért elemzők az EKB részéről a későbbi hónapokban (június, szeptember) a mennyiségi lazítási program esetleges módosítását, de akár a betéti ráta további csökkentését is várják.

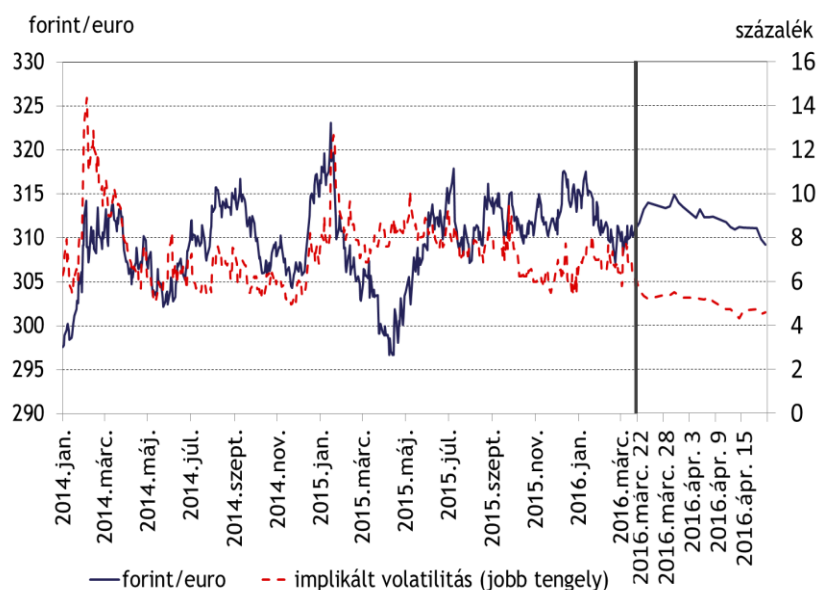
2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A magyar eszközárakat a nemzetközi folyamatok mellett hazai tényezők is befolyásolták az elmúlt időszakban. Az MNB kamatdöntésének és kommunikációjának, valamint a vártnál alacsonyabb inflációs adatnak is hatása volt a folyamatokra.

Az euro/forint árfolyam az elmúlt egy hónapban a 309-315-ös sávban mozgott, ugyanakkor az időszak egészét tekintve összességében nem változott érdemben (13. ábra). A márciusi kamatdöntést követő napokban a forint árfolyama 311-ről 315-ig gyengült, ezt követően azonban fokozatos erősödés volt jellemző. A várttól elmaradó inflációs adat ugyan okozott némi megingást, de összességében az erősödő trendet nem érintette. Az időszak végére az árfolyam a 310-311-es szint közeléig erősödött vissza. A forint árfolyamára vonatkozó implikált volatilitás az időszak során többéves mélypontra csökkent.

A régiós devizák alakulását tekintve elmondható, hogy a forinttal ellentétes mozgást mutattak. Az időszak elején a zloty inkább erősödött, majd fokozatos gyengülésbe kezdett. Az időszak végére a zloty összességében 1,5 százalékkal gyengült az euróval szemben, míg a lej árfolyama visszatért havi indulóértéke közelébe, így a hónap egészét tekintve a forinthez hasonlóan csak minimálisan változott értéke.

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

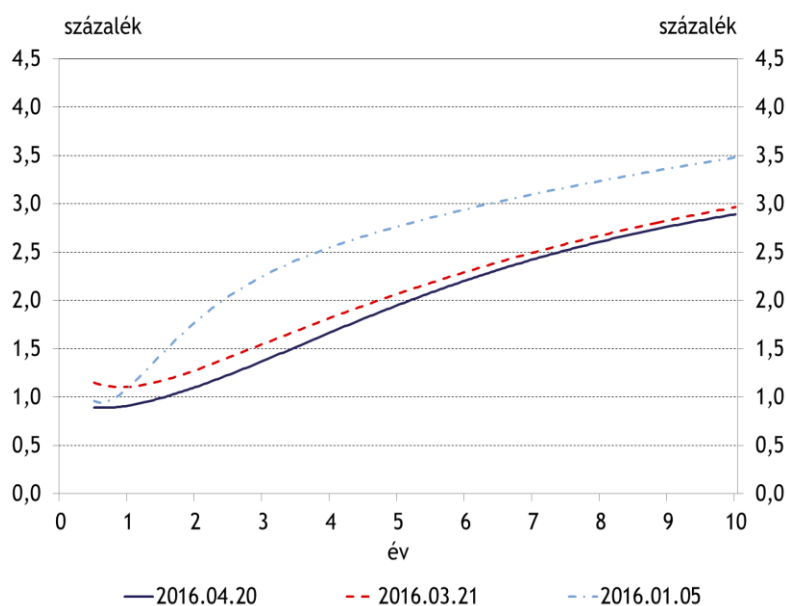


Forrás: Bloomberg

Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid vége 20-25 bázisponttal, míg középső és hosszabb szakasza 10-20 bázisponttal lejjebb tolódott az előző kamatdöntés napjához képest (14. ábra).

A rövid, éven belüli állampapír-piaci benchmark hozamok 0,9-0,95 százalék közelébe csökkentek az időszak során, amire az MNB kamatcsökkentésének is hatása lehetett. Az 5 éves állampapír hozamok 2 százalék, a 10 éves állampapír hozamok 2,9 százalék közelébe mérséklődtek. A régiós trendet tekintve elmondható, hogy a lengyel és román hosszú hozamokban 5-10 bázispontos emelkedés volt megfigyelhető, azaz a hazai hozamkörnyezet csökkenésében országspecifikus elemek is szerepet játszhattak.

14. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

Az elmúlt egy hónapban tartott államkötvény-aukciókon erőteljes volt a kereslet. Az ÁKK a 3, 5, 10 és 15 éves fix kamatozású papírok esetében minden aukción megemelte a kibocsátott mennyiséget, így a hónap során mintegy 40 milliárd forintos terven felüli kibocsátásra került sor. A diszkontkincstárjegy-aukciókon változó volt a kereslet. Míg a 3 hónapos DKJ esetében 3-4-szeres túlereslet és a kibocsátott mennyiség megemelése volt a jellemző, a két 12 hónapos aukción az ÁKK az alacsony keresletre tekintettel csökkentette a kibocsátott mennyiséget.

A külföldiek állampapír-állománya nem változott érdemben az előző kamatdöntés óta, portfóliójuk mérete 3600 milliárd forint körül ingadozott az időszak során. A külföldi piaci szereplők ugyanakkor alacsonyabb arányban vettek részt az állampapír-aukciókon, így arányuk tovább csökkent a forintállampapírokon belül: a múlt havi 27,3 százalék után jelenleg 26,6 százalékon áll, ami közel van az 5 éves mélyponthoz.

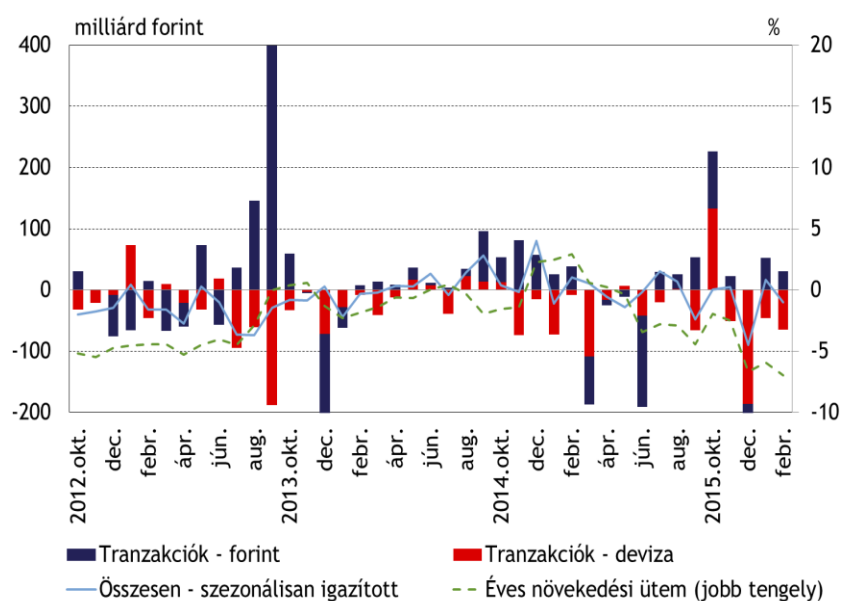
A hónap során Magyarország a kontinentális Európában elsőként jüan kötvényt bocsátott ki. A kibocsátás nagysága 1 milliárd jüan volt (42 milliárd forint), amely 6,25 százalékos hozam mellett kelt el.

A magyar 5 éves CDS-felár az időszak egészében szűk sávban, a 150 bázispontos szint közelében ingadozott, összességében 9 bázisponttal, 147 bázispontra csökkent.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

A hitelintézetek vállalati hitelállománya februárban összesen 34 milliárd forinttal mérséklődött, szezonálisan igazítva 20 milliárd forinttal csökkent (15. ábra). Denominációs bontásban a forinHITELEK állománya 31 milliárd forinttal nőtt, míg a devizahiteleké 65 milliárd forinttal mérséklődött. A hitelállomány éves leépülési üteme 7 százalék volt februárban, ami 0,3 százalékponttal magasabb a januári értéknél.

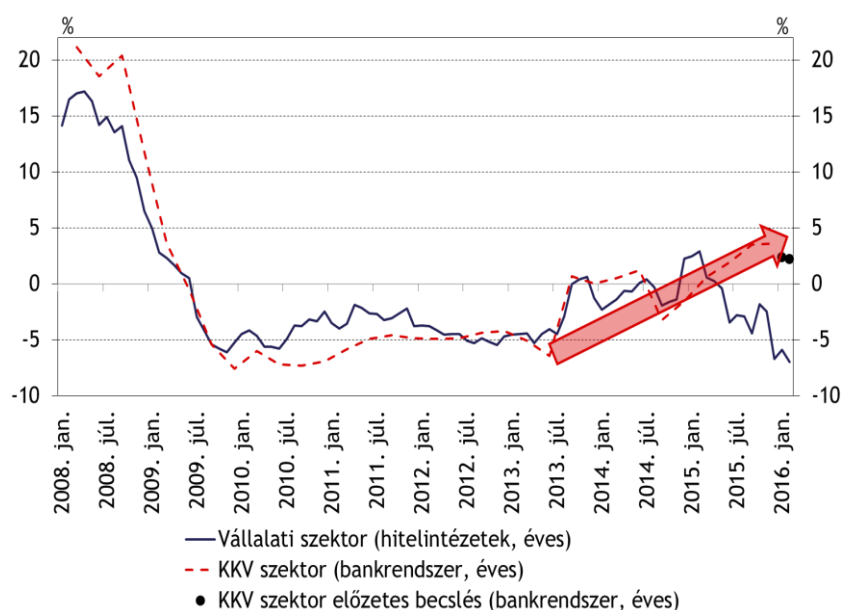
15. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Ezzel szemben a kkv szegmens hitelállománya az előzetes adatokon alapuló becslés alapján 2,2 százalékos éves növekedést mutatott februárban (16. ábra). A Növekedési Hitelprogram a korábban leszerződött hitelek folyósításának köszönhetően 3 milliárd forinttal, a program harmadik szakasza pedig szintén 3 milliárd forinttal járult hozzá a hitelezéshez, ami megfelel a tavaly februári folyósítások nagyságrendjének.

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

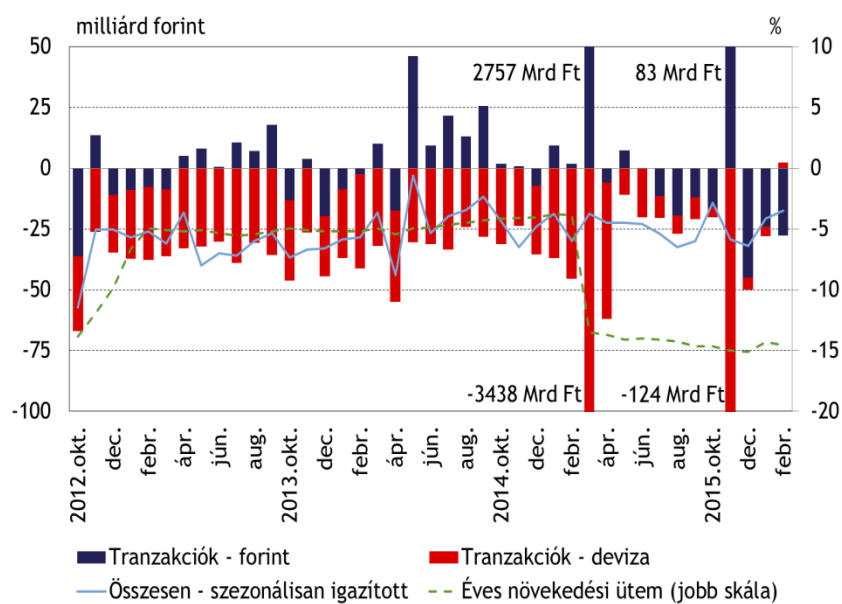


Forrás: MNB

Februárban az új kibocsátású vállalati hitelek esetében a kisebb összegű forinthitelek átlagos évesített kamatlába decemberhez képest 0,15 százalékponttal 4,70 százalékra csökkent, míg a nagyobb összegű forinthitelek átlagos kamatlába 0,24 százalékponttal 1,51 százalékra mérséklődött.

A háztartási szegmens hitelezése 26 milliárd forinttal csökkent a hitelintézeti szektorban. A forinthitelek állománya 28 milliárd forinttal mérséklődött, a devizahiteleké pedig 2 milliárd forinttal emelkedett – ez utóbbit a gépjárműhitelek 4 milliárd forintos állományának forintról devizára való visszaváltása eredményezte (17. ábra). Februárban az éves állománycsökkenés 14,5 százalékot tett ki, ez az elszámolás és a forintosítás hatását kiszűrve 4,2 százalékos csökkenéssel egyenértékű.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Az új kihelyezésű háztartási hitelek kamatai februárban összetételhatás miatt enyhén nőttek. A lakáscélú forinthitel teljes hiteldíjmutatója 0,15 százalékponttal 5,79 százalékra, míg a szabad felhasználású forinthitelké 0,45 százalékponttal 7,3 százalékra emelkedett. A hiteldíjmutatók emelkedése összhangban volt a korábbi időszakban is megfigyelhető havi ingadozással.