



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2016. május

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2016. május 24-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2016. június 8. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2016. május 20-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>

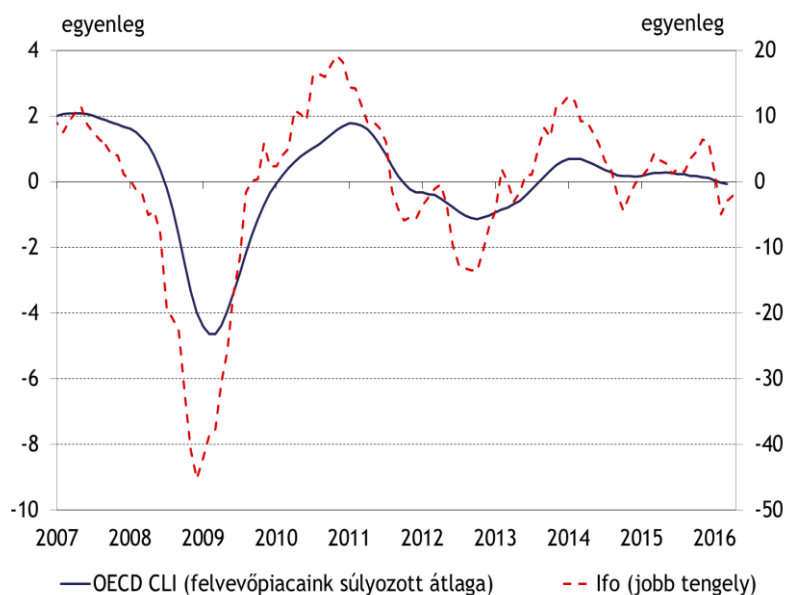
1. MAKROGAZDASÁG

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Az első negyedéves előzetes GDP adatok vegyes képet mutattak. Az USA és eurozóna növekedése az elemzői várakozásoknál gyengébb, míg Németországé kedvezőbb volt. 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.** 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 és a gazdasági szankciókon keresztül.

2016 első negyedévében 0,5 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves összevetésben. A növekedésre negatív hatással van 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 a tovább növekvő belső kereslet támogatott. Azonban a külpiazi aktivitást fékezte a lassuló ázsiai kereslet, ezzel összhangban a német ipar teljesítménye mérséklődött a korábbi hónapokhoz képest. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) tavaly december óta mérséklődtek, azonban márciusban a visszaesés megállt, de a mutató továbbra is negatív tartományban alakul (1. ábra).

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

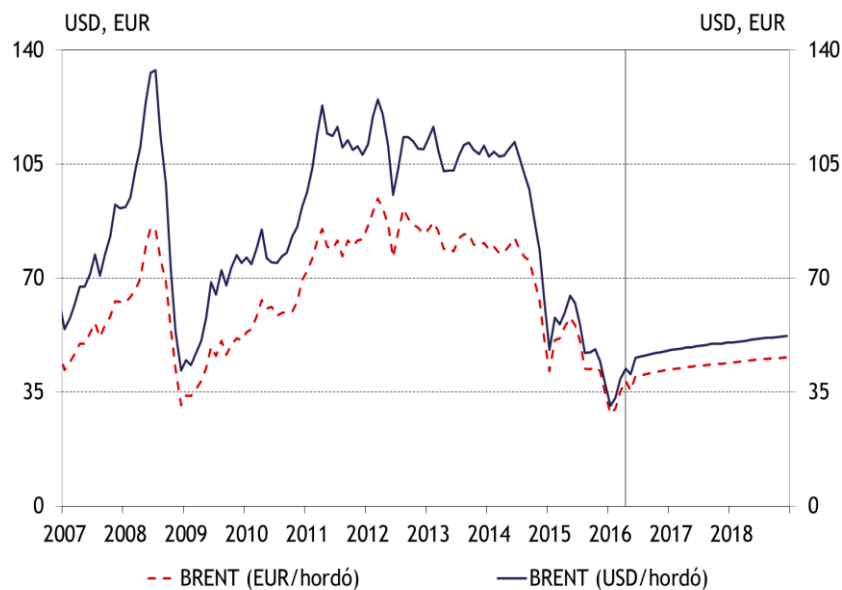


Forrás: OECD, Ifo

A régió teljesítménye kedvezően alakult 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. Az alacsony nyersanyagárak 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 olajár az elmúlt időszakban emelkedett, és 45 dollár körül ingadozott (2. ábra, erről részletesebben ld. 2.1. alfejezet).

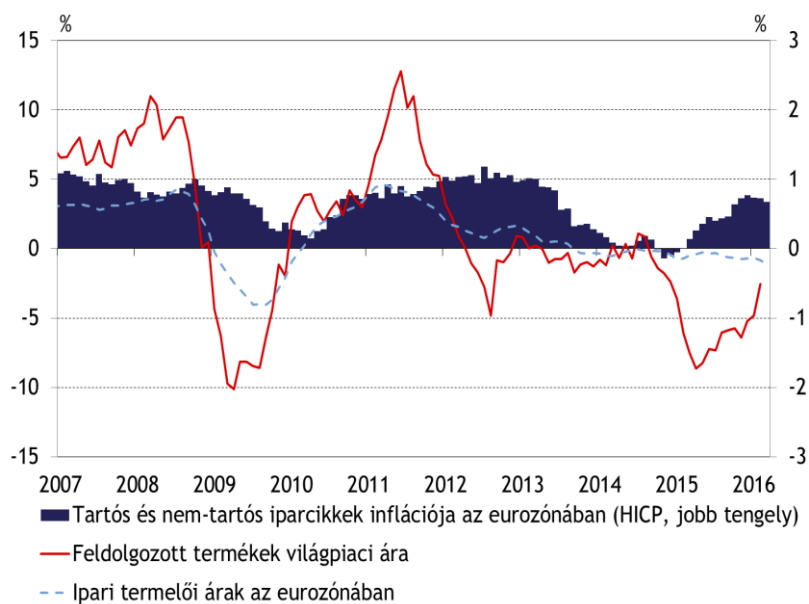
2. ábra: A Brent olaj világpiaci havi átlagárának alakulása



Forrás: Bloomberg

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

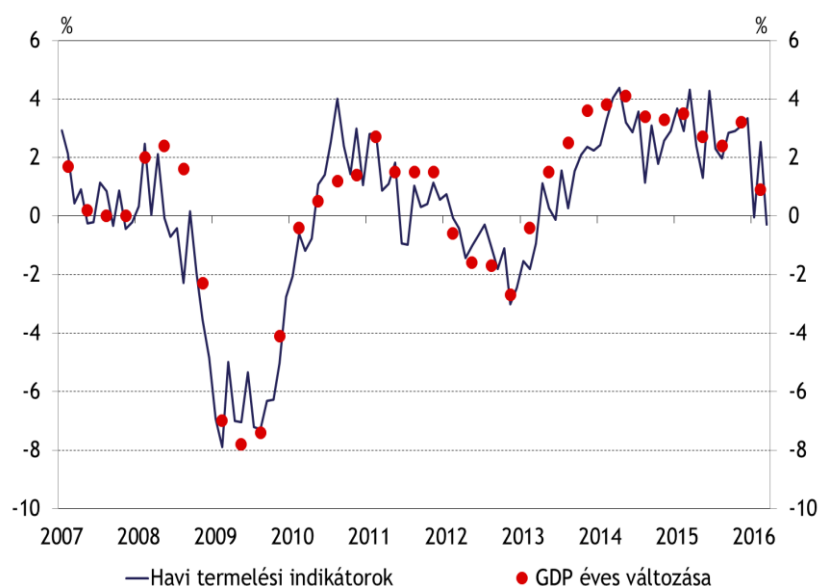
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

1.2.1. Gazdasági növekedés

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 erős, egyedi hatások játszottak szerepet (4. ábra). Ezek a hatások az év hátralevő részében korrigálódhatnak, ismét élénkülő bővülést eredményezve.

Az EU-források lehívásának tavalyi magas bázisához viszonyított érdemben lassabb lehívása erőteljesen fékezte az építőipari kibocsátást, míg az iparon belül átmeneti gyárleállások fogták vissza a termelést. Ezzel szemben a kiskereskedelmi forgalom bővülése tovább folytatódott 2016 első negyedében.

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



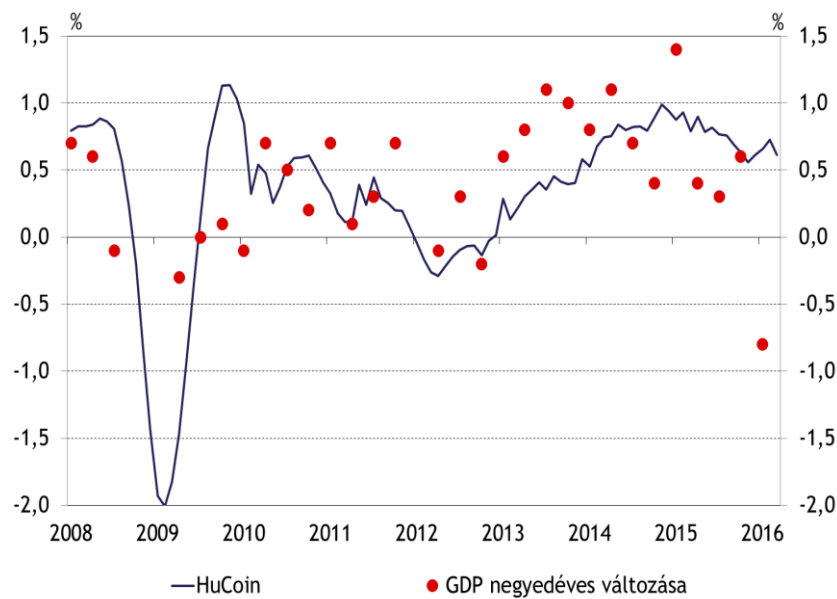
* A havi termelési indikátorok (ipar, építőipar, kiskereskedelem) súlyozott átlaga, ahol a súlyok a GDP növekedési ütemét magyarázó regresszióból származnak. Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Felhasználási oldalon folytatódhatott a belső kereslet élénkülése. A kiskereskedelmi adatok alapján a lakossági fogyasztás az első negyedévben tovább bővült, míg a lakosság beruházási aktivitása a lakáspiaci adatok alapján mérséklődhetett az előző negyedévhez képest. A vállalati beruházási aktivitás a korábbi nagyberuházások tovaggyűrűző hatásainak kifutásával tovább mérséklődhetett. Az árukivitelünk az előző negyedéveknél kisebb mértékben növekedett – összhangban az érdemben lassuló ipari teljesítménnyel –, míg a behozatal a kivitel jelentős

importigényességéből fakadóan és a beruházások visszaesésével párhuzamosan a korábbiaknál visszafogottabb dinamikát mutatott.

A hazai konjunktúra középtávú kilátásait megragadó HuCoin indikátor arra utal, hogy átmeneti, egyedi hatások okozták a gazdasági teljesítmény mérsékeltebb bővülését. Az alapfolyamatok erőteljesebb bővülést mutatnak, az egyedi hatások kifutásával ezen alapfolyamatok érvényesülnek majd (5. ábra).

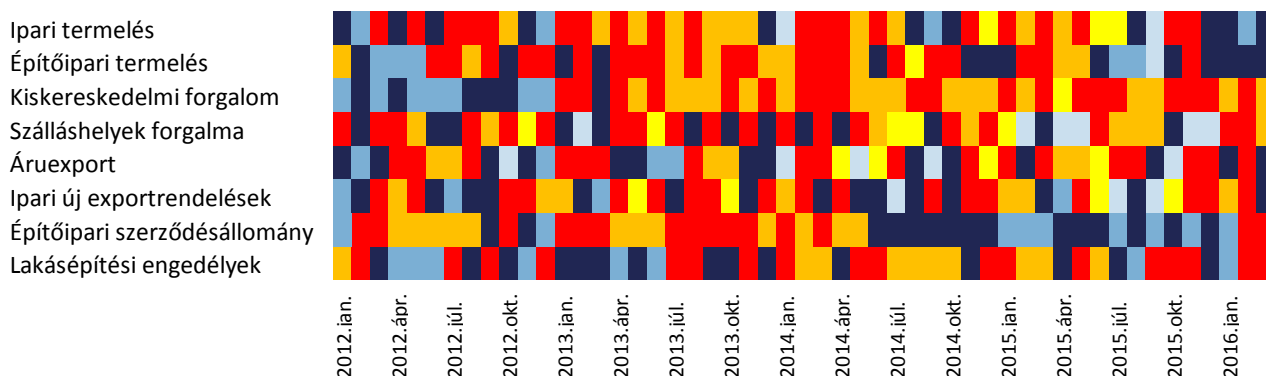
5. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



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 márciusában az ipari termelés volumene az előző év azonos időszakához viszonyítva 4,6 százalékkal, míg az előző hónaphoz képest 1,2 százalékkal mérséklődött. A feldolgozóipari alágazatok előző hónaphoz viszonyított teljesítménye vegyes képet mutatott. A legnagyobb súlyú alágazat, a járműgyártás termelése csökkent, továbbá mérséklődött az élelmiszeripar és a fémipar teljesítménye is. A második legnagyobb súlyú ágazat, a vegyipar, valamint a könnyűipar termelése stagnált. Az előretekintő indikátorok kedvezőtlen képet mutatnak a hazai ipar rövid távú kilátásaira vonatkozóan. Az euroövezet konjunkturális alapfolyamatait jelölő Eurocoin indikátor mérséklődött az utóbbi négy hónapban, a hazai exportrendelések csökkentek márciusban. További kockázatot jelenthet a német ipar várakozásoknál számottevően visszafogottabb teljesítménye, amelyre vonatkozóan az Ifo indikátor ad jelzést.

Márciusban az előzetes adatok alapján az áruexport euróban számított értéke 3,4, az áruimporté pedig 3,3 százalékkal csökkent az előző év azonos hónapjához viszonyítva. Tavaly márciusához képest a külkereskedelmi mérleg aktívuma 44 millió euróval csökkent.

2016 márciusában 33,9 százalékkal mérséklődött az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest, szezonálisan és munkanaphatással kiigazítva pedig 6,3 százalékkal csökkent az előző hónaphoz viszonyítva. Márciusban mindkét építményfőcsoport termelésének volumene csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva. A márciusi folytatódó visszaesést továbbra is az uniós forrásból végzett munkák 2015 végi befejeződése, valamint a tavaly évi magas bázis magyarázza.

A megkötött, új építőipari szerződések volumene további emelkedést mutat, amihez mind az épületek, mind az egyéb építmények építésére kötött szerződések emelkedése hozzájárult.

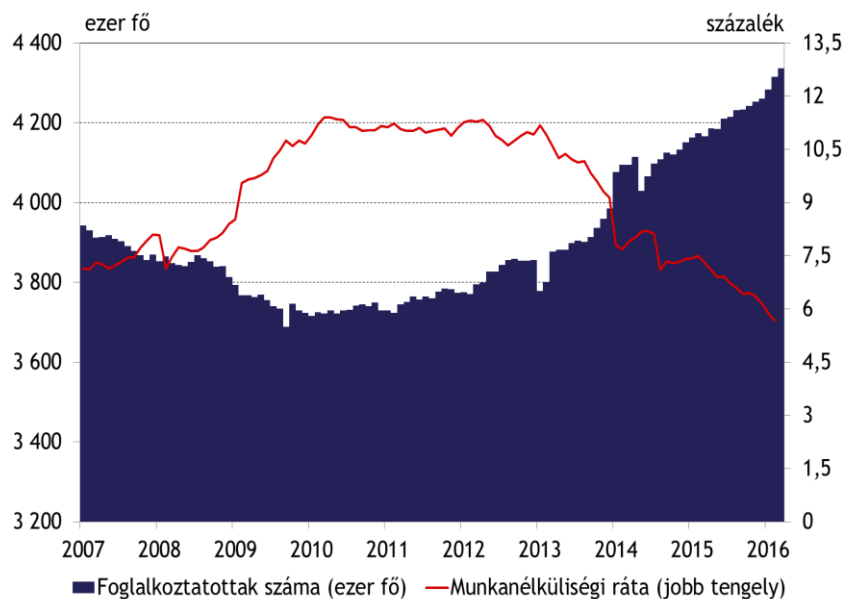
A fogyasztási kereslet élénkülése folytatódott az év elején is, melyet a javuló munkaerő-piaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyarázhat. **Márciusban az előzetes adatok alapján (napárhatásokról tisztítva) a kiskereskedelmi értékesítések volumene 4,2 százalékkal emelkedett** a tavalyi év azonos időszakához képest, míg **az előző hónaphoz viszonyítva 0,3 százalékkal bővült a forgalom.** Az értékesítések szerkezetét tekintve márciusban a termékek széles körében bővíthetett a forgalom. A kiskereskedelmi forgalom bővüléséhez a korábbiaknál kisebb mértékben járult hozzá az üzemanyag-értékesítések emelkedése, emellett folytatódott a nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek forgalmának élénkülése. A nyers adatok alapján az élelmiszer-eladások volumene is érdemi élénkülést mutatott, azonban a húsvéthatás miatt a napárhatással és szezonálisan igazított forgalom dinamikája enyhén lassult.

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2016 első negyedében a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 3,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.** Az aktivitás enyhén csökkent az előző negyedévhez képest. A KSH adatai alapján a munkanélküliségi ráta 6 százalékon állt az első negyedévben (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 stagnált az előző évi dinamikus létszámbővülést követően. A versenyszférán belül sem a feldolgozóipar, sem a piaci szolgáltató szektor foglalkoztatásában nem volt érdemi változás.

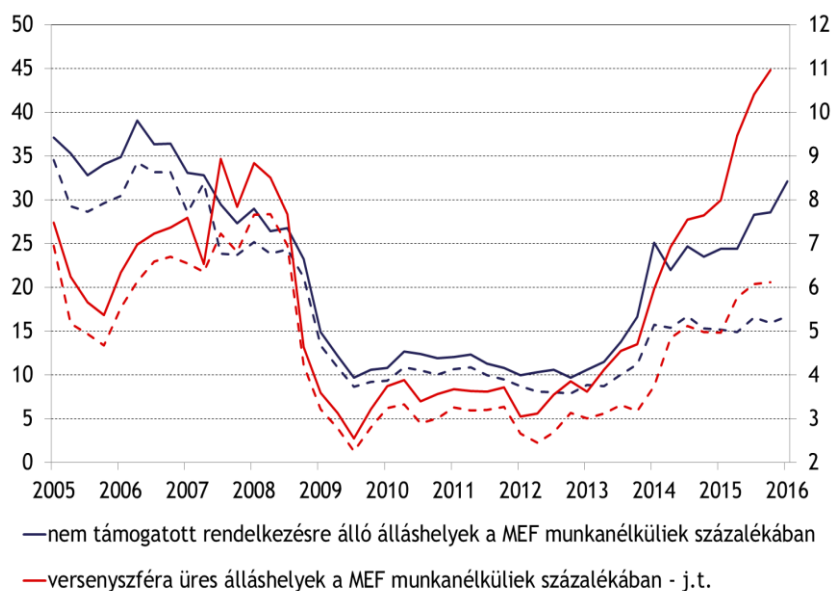
7. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

2016 első negyedében sem az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek számában, sem a **hó végi betöltetlen, nem támogatott álláshelyek számában** nem volt számottevő változás. A munkaerőpiac 2013 óta tartó fokozatos feszesedése tovább folytatódott a különböző statisztikákból számolt feszségi mutatók alapján (8. ábra).

8. ábra: A munkaerő-piaci feszséget mérő mutatók



A szaggatott vonal a közfoglalkoztatottakkal korrigált munkaerőpiaci feszségi mutatókat jelöli.

Forrás: NFSZ, KSH

1.3. Infláció és bérek

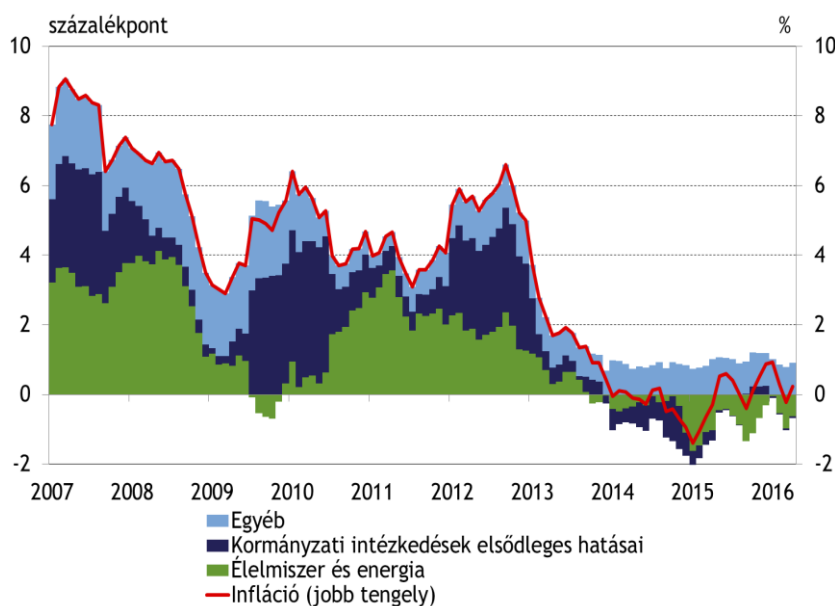
1.3.1. Bérdinamika

2016 első negyedében a versenyszféra éves bérdinamikája gyorsult az előző évihez képest. A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában a bruttó átlagkereset márciusban 5,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A márciusi prémium-kifizetések az előző évhez képest enyhén magasabbak voltak. A versenyszférán belül a bruttó átlagkeresetek éves dinamikája márciusban a piaci szolgáltató szektorban erőteljesebben alakult, mint a feldolgozóiparban.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2016 áprilisában az infláció 0,2, a maginfláció 1,5 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,3 százalék volt (9. ábra). Az infláció emelkedését alapvetően az üzemanyagok árindexének növekedése okozta.

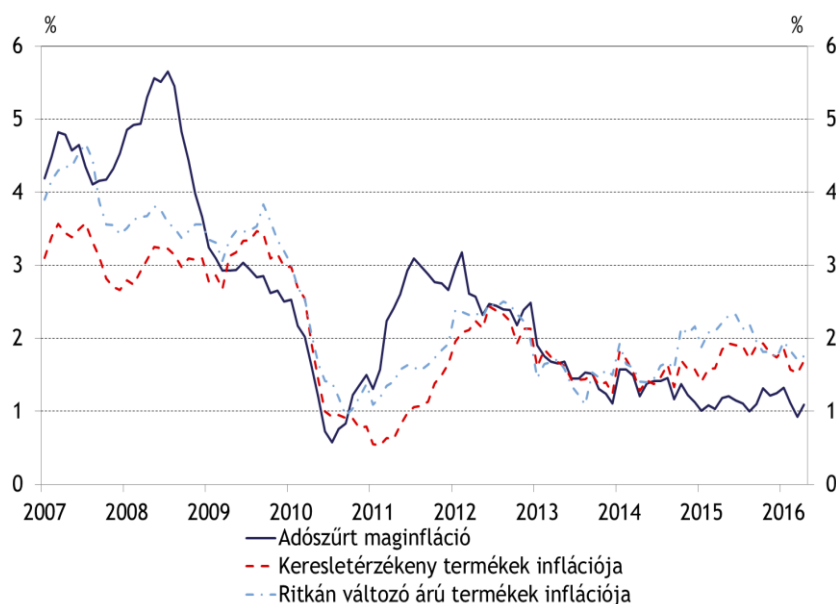
9. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

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

10. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



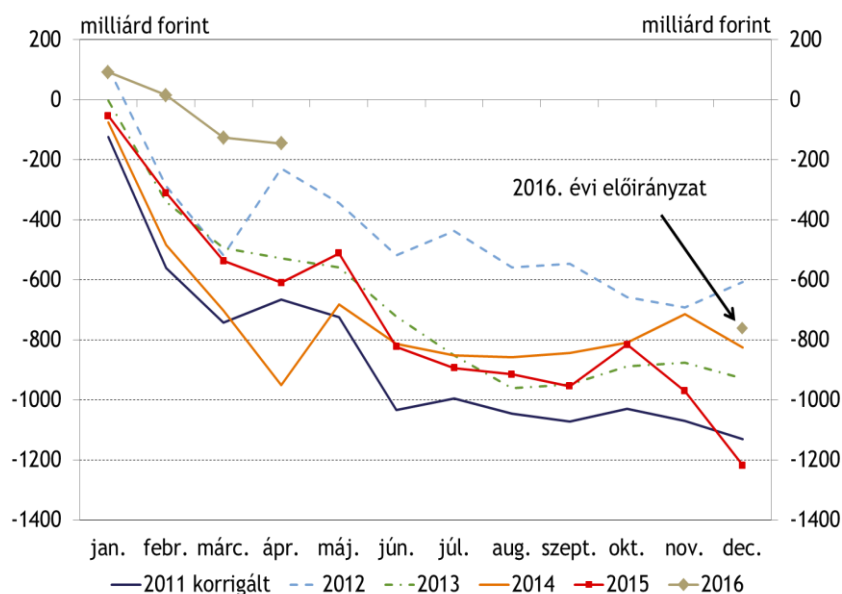
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

A beérkezett áprilisi adat lényegében megfelelt a márciusi Inflációs jelentésben szereplő várakozásunknak. 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 áprilisában 19 milliárd forintos hiánnyal zárt, ami kedvező egyenleget jelent a korábbi évek azonos időszakához képest (11. ábra), és a tavaly áprilisi hiánynál 54 milliárd forinttal alacsonyabb. A bevételek oldalán főként a járulékokból befolyó többlet, míg a kiadásoknál a normatív és egyedi támogatások magasabb, illetve a központi költségvetési szervek és EU-s kiadások alacsonyabb kiadási szintje magyarázza a tavalyi értéktől való eltérést. Az év első négy hónapjában az állami költségvetés kumulált pénzforgalmi hiánya 145 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 áprilisában 33 milliárd forinttal meghaladták a 2015. áprilisi bevételeket. A bérékhez kapcsolódó bevételek 4,6 százalékkal bővültek az előző év azonos időszakához képest. A személyi jövedelemadóból származó bevételek nominálisan ugyanolyan szinten alakultak idén áprilisban, mint tavaly, annak következtében, hogy az adónem kulcsa egy százalékponttal csökkent.

A **központi alrendszer kiadásainak** összege 2016 áprilisában 22 milliárd forinttal alacsonyabban alakult a tavalyi áprilisi kiadásoknál. A költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai soron a kifizetés 35 milliárd forinttal a tavalyi érték alatt maradt. A költségvetési szervek EU-s programokhoz kapcsolódó nettó kiadásai 30 milliárd forinttal alacsonyabbak voltak a tavalyi értéknél.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A március havi adatközlés szerint a szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség 988 millió eurót tett ki, a folyó fizetési mérleg 781 millió eurós és a tőkemérleg 207 millió eurós többlete mellett.

A finanszírozási adatok szerint márciusban közel 280 millió eurós finanszírozási képesség alakult ki, azaz havi szinten a finanszírozásoldali folyamatok alapján is forráskiáramlás történt, ami főként a derivatív pozíciók lezárásához kötődött, miközben enyhe FDI-beáramlás történt. A

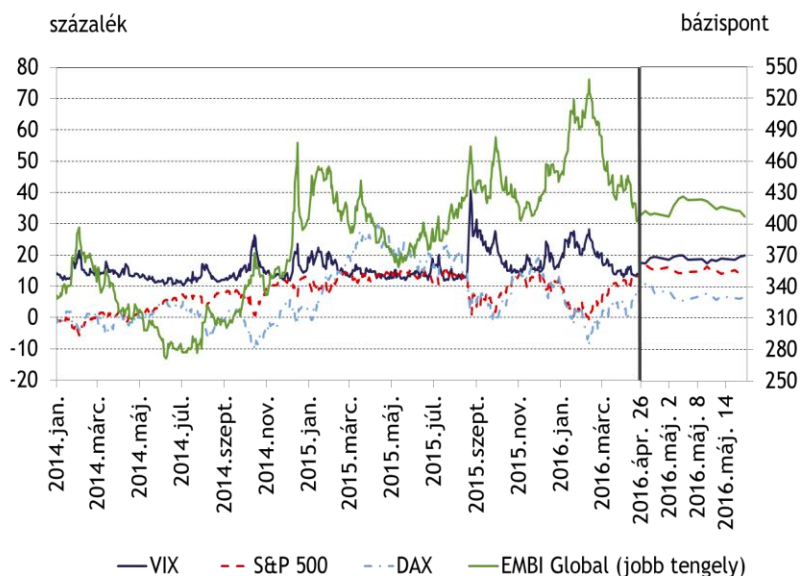
nettó működőtőke beáramlása a magyarországi befektetések nagyobb mértékű bővülésére, azon belül is a jövedelmek újrabefektetésére vezethető vissza. A forráskiáramlás főként a derivatív pozíciók lezárásához kötődött. A nettó külső adósság minimálisan, 60 millió euróval emelkedett, ami a devizatartalék és a bruttó külső adósság érdemi csökkenése mellett ment végbe. Az állam nettó külső adóssága a tartalék csökkenése miatt 2,5 milliárd euróval nőtt. Ez ugyanakkor elmaradt a devizatartalék mintegy 3,8 milliárd eurós csökkenésétől, ami nagyobb részben a forintosításhoz kapcsolódó devizaswapok lejáratához kötődött, miközben egy devizakötvény is lejárt márciusban. Ugyanebben a hónapban több mint 3,1 milliárd euróval csökkent a bankok nettó külső adóssága, ami a követelések – az MNB tartalékainak csökkenéséhez kapcsolódó – 2 milliárd eurós emelkedése és a tartozások több mint 1 milliárd eurós csökkenése mellett alakult ki. Az államháztartás mellett a vállalati szektor is mintegy 0,6 milliárd euróval növelte nettó külső adósságát.

2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az elmúlt kamatdöntés óta eltelt időszakban enyhén negatív volt a piaci hangulat. Az időszak közepére felerősödött a kockázatkerülés, amelyben a feltörekvő piacokkal kapcsolatos politikai bizonytalanság, illetve a globális növekedéssel kapcsolatos aggodalmak is szerepet játszottak, azonban az időszak második felére a kedvezőtlen hangulat valamelyest mérséklődött (12. ábra). **A fejlett jegybankok monetáris politikája továbbra is a piaci szereplők érdeklődésének középpontjában maradt: a Bank of Japan lazítási várakozásoktól eltérő döntése erőteljes jenerösödést okozott, míg az amerikai, vártnál kedvezőtlenebb makrogazdasági adatok hatására a piaci várakozásokból előbb kiárazódott egy esetleges júniusi kamatemelés esélye, majd a Fed áprilisi üléséről szóló jegyzőkönyv megjelenése után ismét érdemben megemelkedett a jövő hónapban bekövetkező emelés valószínűsége. A feltörekvő régióban a brazil és török belpolitikai feszültség, illetve a kínai növekedési aggodalmak kiújulása rontotta a hangulatot.**

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



Forrás: Bloomberg

A tőzsdeindexek áprilisban megfigyelhető korrekciója nem folytatódott májusban, azaz a főbb fejlett részvényindexek ismét március végi szintjeik alá süllyedtek vissza. Az előző kamatdöntés

óta az amerikai tőzsdeindexek mintegy 2-2,5, az európai tőzsdék 2-3 százalékkal kerültek lejjebb. A japán részvénytőzsdén 4 százalékos esett vissza, a kínai tőzsdék pedig 3-7 százalékkal kerültek az időszak eleji szintjeik alá. A feltörekvő részvénytőzsdéken az MSCI kompozit részvényindex szintén visszaesést jelzett, ami összhangban volt a feltörekvő régió kedvezőtlenebb megítélésével. A fejlődő országokkal kapcsolatos növekedési aggodalmak, néhány közel-keleti ország leminősítése, illetve a török és brazil belpolitikai feszültség fokozta a feltörekvő régióval kapcsolatos bizonytalanságokat. A lengyel adóbesoroláson a várakozásokkal ellentétben végül nem változtatott a Moody's (habár a hitelminősítő a kilátást stabilról negatívra rontotta), amelynek hatására a zloty enyhén felértékelődött az euróval szemben.

A kockázati indexek is a kockázatkerülés enyhe erősödéséről tanúskodtak az időszak nagy részében. A VIX index a tőzsdei visszaesssel párhuzamosan az időszak közepéig emelkedett, majd onnan egy átmeneti korrekció után ismét nőtt, így időszak eleji nyitóértékéhez képest némileg magasabban zárt. A feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global felár mintegy 20 bázisponttal szintén emelkedett az időszak első felében, majd onnan egy lassú mérséklődést követően végül az időszak eleji nyitóértéke alá süllyedt.

A mérsékelten kedvezőtlen hangulatban a menedékeszköznek számító fejlett piaci hosszú lejáratú kötvények hozamai csökkentek. Az euro és dollár 10 éves hozamok 5-10 bázisponttal, míg a brit hozam 22 bázisponttal mérséklődött, a japán hozam pedig továbbra is enyhén negatív tartományban ingadozik. Az eurozónás perifériaországok hosszú hozamai szintén valamelyest csökkentek az időszak alatt, azonban előretekintve a harmadik mentőcsomag feltételeinek tárgyalása kapcsán Görögország és hitelezői között felmerülő ellentétek további kilengéseket okozhatnak a görög hozamokban.

Az olaj árfolyama az elmúlt hónaphoz hasonlóan volatilis alakult, nem volt ritka a napon belüli 4-5 százalékos elmozdulás sem. Egyrészt a kínálati oldalra vonatkozó hírek mozgatták az árfolyamot (a kanadai, nigériai, venezuelai termelés kiesésére vonatkozó várakozások, az USA fokozatosan csökkenő olajtermelése), másrészt a dollárárfolyam enyhe leértékelődése az időszak első felében szintén az emelkedő olajárak irányába hatott. Az Amerikai Energiaügyi Hivatal friss, májusi jelentésében ugyancsak érdemben felfelé, 41, illetve 51 dollárra korrigálta az olaj átlagárfolyamára vonatkozó idei és jövő évi várakozását (a Brent esetében 6, illetve 10 dollárral magasabb átlagára számítanak 2016-ban és 2017-ben áprilisi előrejelzésükhöz képest).

Összességében az elmúlt kamatdöntés óta a Brent és az amerikai WTI árfolyama mintegy 5-8 százalékkal emelkedett, megközelítve az 50 dolláros szintet. Kínálati oldalon azonban az olajpiaci alkalmazkodást lassíthatja, hogy az OPEC kitermelése továbbra is igen magas, napi 33 millió hordó feletti szinten alakult áprilisban, és a dohai tárgyalások sikertelensége miatt nem várható érdemi előrelépés az OPEC és nem OPEC kitermelők között a termelési szintek visszafogása ügyében. Ugyancsak nem számítanak fordulatra a piacon a június eleji hivatalos OPEC-találkozó kapcsán sem, mivel Irán továbbra is ellenérdekelt a termelési szint mérséklésében.

A főbb devizák közül a dollár az időszak első felében tapasztalható euróval szembeni 3 százalékos gyengülését az időszak második felében teljesen korrigálta, míg a japán jegybanki döntést követően a jen árfolyamában lehetett megfigyelni egy érdemi erősödést a főbb devizákkal szemben. A dollár összességében az időszak eleji 1,13-as szintről az időszak végére 1,12-es szint közelébe tudott erősödni az euróval szemben.

A Fed következő kamatemelésére vonatkozó piaci várakozásokban érdemi fordulat történt az elmúlt időszakban, és az időszak végére megnőtt az esélye egy lehetséges júniusi kamatemelésnek. A Fed április végi ülésén a várakozásokkal összhangban a kamatszint tartása mellett döntött, és a jövőbeli kamatpályával kapcsolatban továbbra is hangsúlyozta, hogy a beérkező adatok függvényében döntenek a kamatszint későbbi emeléséről. A közlemény, eltérően az előző havitól, ezúttal nem hangsúlyozta a globális piacok felől érzékelt kockázatokat. A vizsgált időszak közepén a vártnál gyengébb amerikai makrogazdasági adatok hatására a piac még nagyjából 50 százalékos valószínűséggel árazott kamatemelését a decemberi Fed-ülésen, miközben a júniusi kamatemelésre vonatkozó valószínűség nulla közelébe csökkent, a szeptemberi kamatemelés kumulált esélye pedig 50-ről 34 százalékra mérséklődött. Ebben érdemi fordulatot hozott az időszak végén előbb az inflációs adat, majd az áprilisi Fed-ülésről szóló részletes jegyzőkönyv megjelenése. Ebben a döntéshozók többsége lehetségesnek tartotta akár a júniusi kamatemelést is – amennyiben ezt az amerikai gazdasági folyamatok folytatódó erősödése alátámasztja –, így a piaci árazásban megjelenő júniusi kamatemelés esélye a korábbi nulla közeli mélypontról érdemben, 32 százalékra emelkedett, ezzel párhuzamosan pedig a decemberi kamatemelés kumulált esélye 74 százalékra nőtt.

A Bank of Japan április végi ülésén – a piacokat meglepve – a monetáris kondíciók változatlan fenntartása mellett döntött, miközben inflációs és növekedési előrejelzését a következő évekre

rendre lefelé módosította. **A jen azonnali erősödéssel reagált a döntésre**, a dollárral szembeni árfolyam a 111,5-es szintről a döntést követő pár napban 106-os szintig erősödött, majd onnan a dollárerősödés hatására 110-ig korrigált.

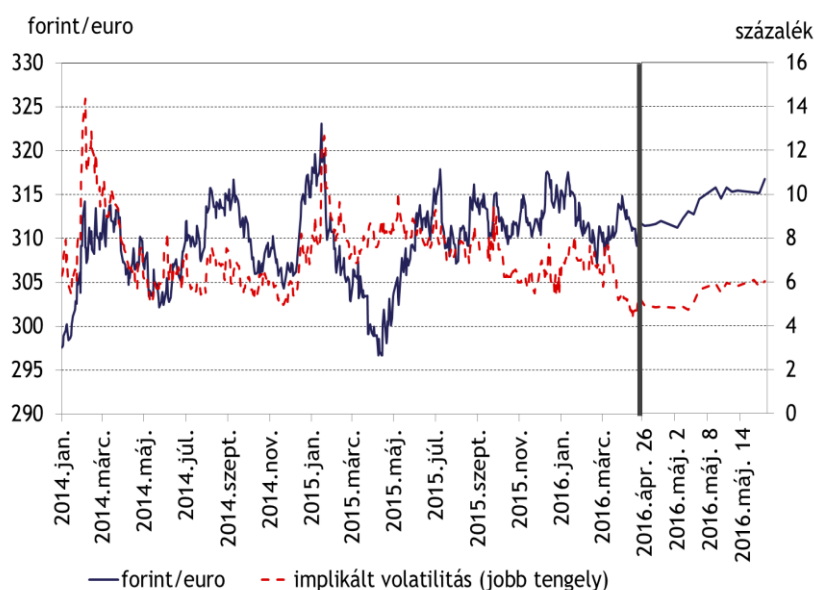
Az eurozónában az első negyedéves felülvizsgált GDP-adat enyhén kedvezőtlenebbül alakult az előzetes becslésnél, bár továbbra is stabil növekedésre utal. **Az inflációs folyamatokban továbbra sem látható érdemi növekedés**, a hosszú távú inflációs várakozások változatlanul alacsony szinten vannak. A piacon arra számítanak, hogy az EKB a következő hónapok folyamán további intézkedéseket jelenthet be, arról azonban megoszlanak a vélemények, hogy ez a betéti ráta további csökkentését, vagy a nemkonvencionális eszközök kiterjesztését/módosítását, esetleg ezek kombinációját jelentheti-e.

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A hazai eszközárakat a nemzetközi tényezők mellett a hazai adatközlések mozgatták az elmúlt időszakban.

Az euro/forint árfolyam az időszak során a 310 és 317-es szintek között mozgott, és a forint összességében 1,5 százalékkal gyengült az euróval szemben (13. ábra). A mozgás az időszak elején nagyságrendileg megegyezett a zloty mozgásával és beleillett a romló kockázatvállalási hajlandóság időszakában tapasztalható feltörekvő piaci devizák gyengülő trendjébe. A hazai adatközlések jellemzően átmeneti hatással voltak az árfolyamra. Érdemi elmozdulás a vártnál jobb inflációs adatra történt, amikor a forint fél százalékkal erősödött. Emellett az időszak végi – a várakozásoknál lényegesen alacsonyabb – GDP adatközlés után némileg elszakadt a régiótól a forint árfolyama, és összességében 1,5 százalékkal gyengült. A zloty ugyanakkor – részben a várt leminősítés elmaradása miatt – visszakorrigált és mindössze 0,5 százalékos gyengülést mutatott az időszakban, míg a lej 0,8 százalékkal gyengült. A dollárral szemben szintén a forint gyengült nagyobb mértékben a régióból, 2,3 százalékkal veszítve értékéből. Összességében a forint a tágabb feltörekvő univerzumban közepes teljesítményt nyújtott mind az euróval, mind a dollárral szemben.

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



Forrás: Bloomberg

Május elején közzétette az Európai Bizottság friss tavaszi gazdasági előrejelzését, amelyben megemelte a hazai GDP növekedésre adott előrejelzését. 2016-ra 0,4 százalékponttal (2,5 százalékra), míg 2017-re 0,3 százalékponttal (2,8 százalékra) felfelé módosította várakozásait. A munkanélküliségi rátában ugyanakkor rendre rontott előrejelzésén 0,4, illetve 0,9 százalékponttal a két évre vonatkozóan, valamint az inflációban is lassabb ütemű célközelítést vár. Az OECD szintén az időszak során adott ki friss előrejelzést a magyar makrogazdaságról, ahol 2016-ra ugyanakkora, 2017-re kissé magasabb növekedéssel számolnak, mint a Bizottság.

Emellett az időszak során került bejelentésre, hogy az üzemanyagok jövedéki adóját a kőolaj világpiaci árához kívánja kötni a kormány, amely negyedévente felülvizsgált sávós olajárfolyam határokkal valósulna meg. A dohánytermékek esetében szintén jövedéki adóemelést jelentett be a kormány, amelynek keretében 2017 végére 29 százalékos emelést hajtánának végre. A nemzetközi intézetek jelentéseinek és az adóváltoztatások bejelentésének ugyanakkor nem volt érdemi hatása a forint árfolyamára.

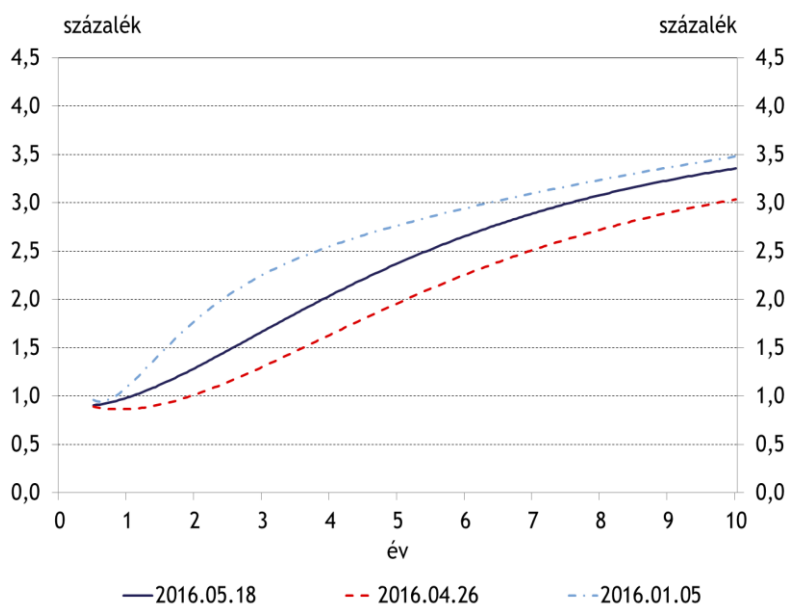
Május 2-án elindult az új Bubor-jegyzési rendszer, és az első hetekben enyhén, nagyságrendileg 5 bázisponttal az alapkamat szintje fölé emelkedett a 3 hónapos lejárat kamata. Míg az elmúlt 6 évben összesen 1,5 milliárd forintnyi ügyletet kötöttek a 3 hónapos lejáraton, addig az a jegyzési rendszer megújítása óta eltelt két hét alatt már ezt meghaladó, közel 2 milliárd forintnyit. Az 1

hónapos lejáraton 3 milliárd forint értékű ügyletet kötöttek az elmúlt 4 évben, május eleje óta viszont több mint dupláját, 8 milliárd forintot.

Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid vége nem mutatott érdemi mozgást, míg a középső és a hosszabb szakasza jelentősen, 25-40 bázisponttal feljebb tolódott az előző kamatdöntés napjához képest, amelyben szerepet játszhattak a fiskális lazítással és MNB kamatpályával kapcsolatos üzenetek (14. ábra).

A rövid, éven belüli állampapír-piaci benchmark hozamok 0,9 százalék közeli kiinduló szintjük körül stagnáltak. A hozamgörbe középső és hosszabb szakaszán viszont hozamemelkedés következett be, a 10 éves benchmarkhozam 3,07 százalékról 3,39 százalékra nőtt az időszakban.

14. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

Az időszak kötvény-aukcióin többségében egészséges volt a kereslet. A 3 hónapos diszkontkincstárjegyek értékesítése erőteljes volt, a meghirdetett mennyiségre jellemzően kétszeres érdeklődés jelentkezett, és a felajánlott mennyiséget három esetben is megemelte az ÁKK. Az átlaghozamok 0,97-0,99 százalék között stagnáltak az aukciókon. A 12 hónapos papír május 5-i aukcióján viszont a benyújtott ajánlatok összege nem érte el a felkínált mennyiséget, így az Adósságkezelő a meghirdetett mennyiség felét bocsátotta ki. A fix kamatozású, hosszú lejáratú állampapírok iránt ugyanakkor erőteljes kereslet mutatkozott. A 3, 5 és 10 éves

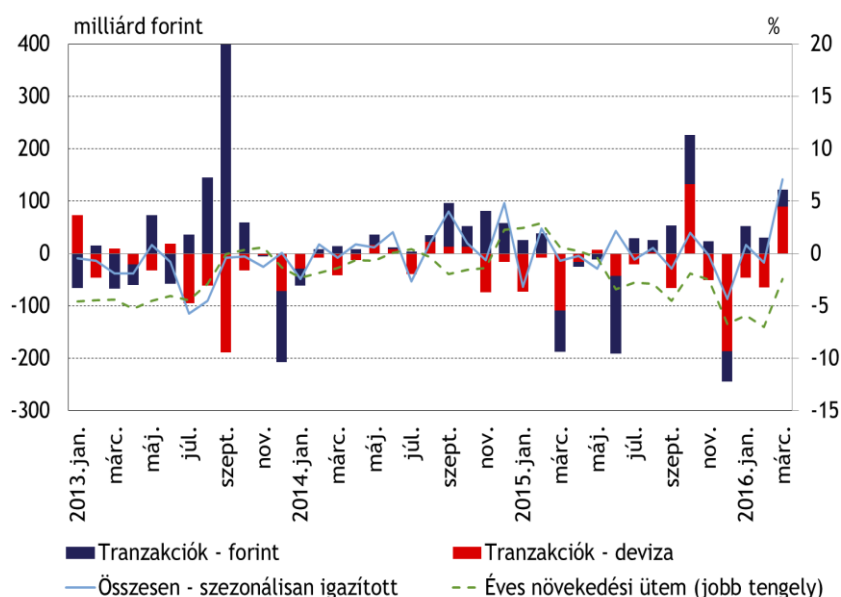
kötvények hozama ennek ellenére, a másodpiaci hozamalakulással összhangban, 30-40 bázisponttal emelkedett.

A külföldiek állampapír állománya kismértékben csökkent az előző kamatdöntés óta, portfóliójuk 3628 milliárd forintról 3573 milliárd forintra mérséklődött az időszak során, amivel arányuk 26 százalék alá süllyedt a teljes piaci forint állampapír-állományon belül. Az enyhén romló nemzetközi hangulatban a magyar 5 éves CDS-felár az időszak végére 147 bázispontra emelkedett.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

A **hitelintézetek vállalati hitelállománya** márciusban összesen 122 milliárd forinttal nőtt a tranzakciók eredőjeként, ez szezonálisan 142 milliárd forintos növekedést jelentett (15. ábra). Denominációs bontásban a forinthitel állománya 33 milliárd forinttal, míg a devizahiteleké 89 milliárd forinttal bővült. Márciusban egy nagyobb volumenű egyedi tétel került ki a bázisból, ami az állományváltozás éves ütemét érdemben javította. A hitelállomány éves leépülési üteme így a februári 7 százalékról 2,4 százalékra mérséklődött.

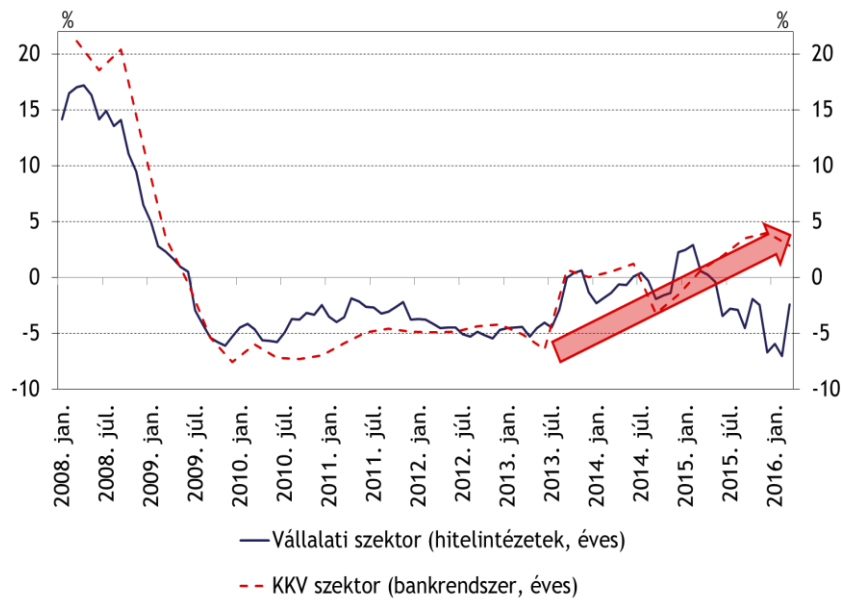
15. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Ezzel szemben a **kkv szegmens hitelállománya** az előzetes adatokon alapuló becslés alapján 2,8 százalékos éves növekedést mutatott márciusban (16. ábra). A Növekedési Hitelprogram harmadik szakaszában megkötött hitelek 9 milliárd forinttal járultak hozzá a forint hitelállomány, és 1 milliárd forinttal a devizahitelek növekedéséhez.

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

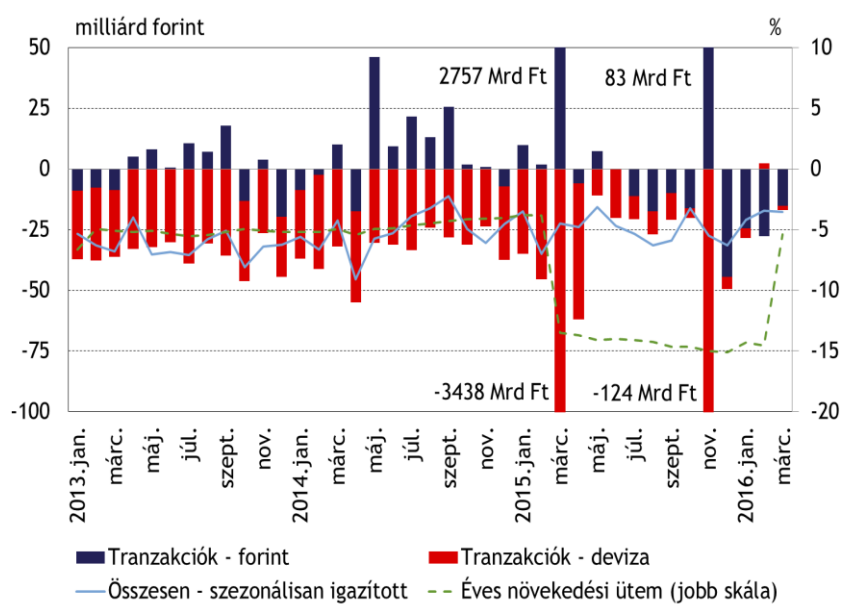


Forrás: MNB

Márciusban az **új kibocsátású vállalati hitelek** esetében a kisebb összegű forinthitelek átlagos évesített kamatlába februárhoz képest 0,21 százalékponttal 4,91 százalékra, míg a nagyobb összegű forint hitelek átlagos kamatlába 0,38 százalékponttal 1,89 százalékra emelkedett.

A **háztartási szegmens hitelezése** 17 milliárd forinttal csökkent a hitelintézeti szektorban. A forinthitelek állománya 15 milliárd forinttal, a devizahiteleké pedig 2 milliárd forinttal mérséklődött (17. ábra). Márciusban az éves állománycsökkenés 5,4 százalékot tett ki, ez a 2015. évi elszámolások hatásától szűrve 4,5 százalékos csökkenéssel egyenértékű. A korábbiaknál érdemben kisebb mérséklődés az elszámolás és a forintosítás bázishatásokból való kieséséhez köthető.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Az új kihelyezésű háztartási hitelek kamatai márciusban enyhén nőttek. A lakáscélú forint hitelek teljes hiteldíj mutatója 0,05 százalékponttal 5,84 százalékra, míg a szabad felhasználású forint hiteleké 0,23 százalékponttal 7,53 százalékra emelkedett.