



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2015. augusztus

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2015. augusztus 25-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2015. szeptember 9. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2015. augusztus 18-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

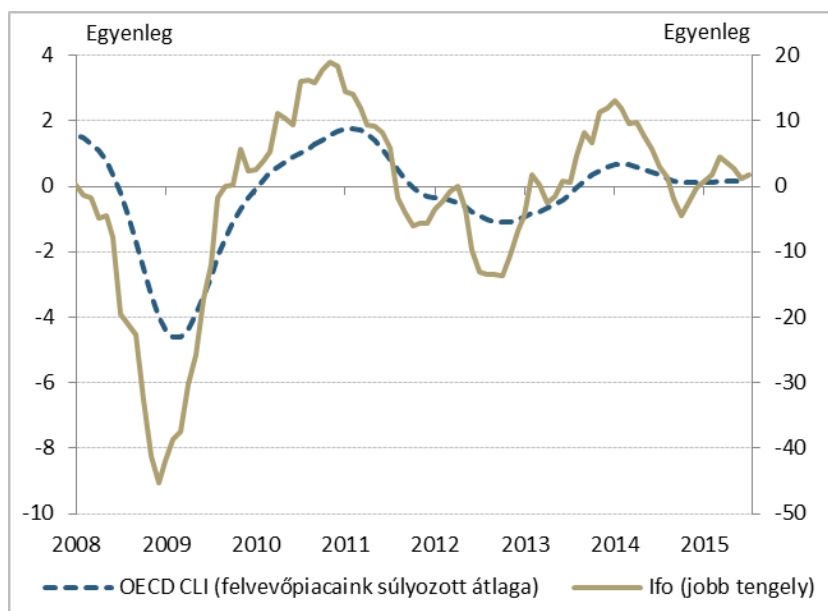
2015 második negyedévében a GDP adatok a vártnál enyhén alacsonyabban alakultak. Az elmúlt hónapokban a fejlődő országokban a bejövő indikátorok alapján lassulhatott a növekedés a korábbi várakozásokhoz képest. A növekedés továbbra is törékeny, melyet kétirányú kockázatok öveznek. A feltörekvő régiók növekedési kilátásai a válság előtti szinthez képest mérsékeltek. A geopolitikai feszültségek változatlanul fékezhetik a fejlett gazdaságok növekedését a gyengébb keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül. A Fed várható kamatemelése körüli bizonytalanság a feltörekvő piacok iránti befektetői érdeklődést mérsékelheti. Az alacsony olajár az olajimportőr gazdaságok növekedését élénkítheti, míg az olajexportőrök növekedési kilátásait kedvezőtlenül érintheti. Az olajár mérsékelt áralakulásának köszönhetően a világpiacról érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban.

Az idei év második negyedévében folytatódott a világgazdaság bővülése. A legerősebb növekedést az EU-ban a kelet-közép európai térség országaiban láthattuk. A gazdasági bővülést továbbra is negatívan érinthette az orosz-ukrán konfliktus, ami a gyengébb keresleten és a 2016 januárjáig meghosszabbított gazdasági szankciókon keresztül hat. Emellett a bejövő indikátorok alapján a fejlődő országokban lassulhat a növekedés a korábbi várakozásokhoz képest.

2015 második negyedévében 0,3 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves alapon. A beérkezett havi termelési adatok a térség gazdasági aktivitásának kismértékű élénkülését mutatják. Bár az előretekintő konjunktúraindikátorok mérsékeltén javuló teljesítményt vetítenek előre, azonban a görög helyzet elhúzódó kezelése negatívan befolyásolhatja az eurozóna gazdasági teljesítményét. Emellett negatív hatással lehet a feszült geopolitikai helyzet: a növekvő bizonytalanság és a kétoldalú gazdasági szankciók visszafoghatják a gazdasági aktivitást. Ezek szerepet játszhattak abban, hogy a korábbi negyedévekben látottnál mérsékeltebb ütemben folytatódott a gazdasági bővülés. A legfontosabb exportpartnerünknek számító német gazdaság a második negyedévben gyorsuló, de továbbra is visszafogott bővülést mutatott. A német belső kereslet továbbra is bővült, ugyanakkor a külpiaci aktivitást fékezhetette az orosz-ukrán konfliktus és a lassuló ázsiai kereslet. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) az elmúlt hónapok mérséklődését követően júniusban kismértékben emelkedett (1. ábra). A

német ipari új rendelések összességében visszafogottan emelkedtek az elmúlt hónapok átlagában.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

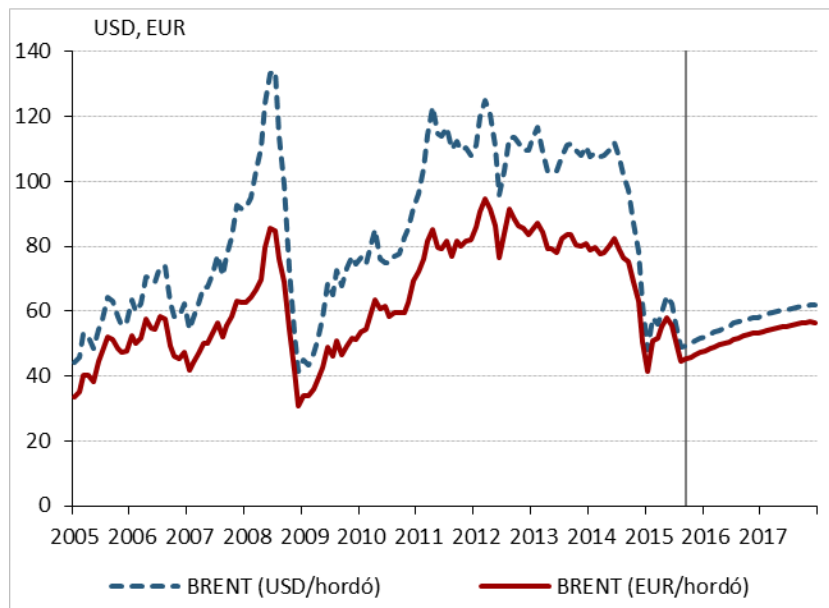


Forrás: OECD, Ifo

A régió teljesítménye kimagaslóan alakult az idei év második negyedében, ám az elmúlt hónapok havi indikátorai alapján a térségben továbbra is törékeny az ipari kibocsátás. 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 visszavetheti a régió gazdasági növekedését.

A világpiac felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge. A nyersanyagárak csökkenése és a lassan növekvő világgazdaság együttesen mérséklük az inflációt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak (az eurozóna esetében júliusban 0,2 százalék volt az infláció). Az elmúlt hetekben az olajárak tovább mérséklődtek, amelyben mind keresleti, mind kínálati tényezők szerepet játszottak (erről részletesebben ld. 2.1. alfejezet) (2. ábra).

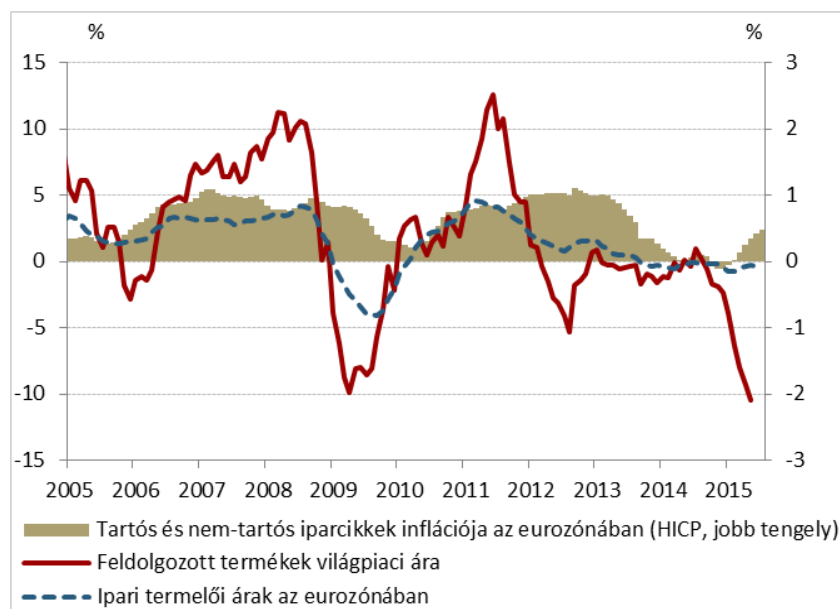
2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

Az ipari nyersanyagok, a nyers élelmiszerek árai visszafogottan alakultak, míg a feldolgozott termékek világpiaci árai rendkívüli módon csökkentek (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

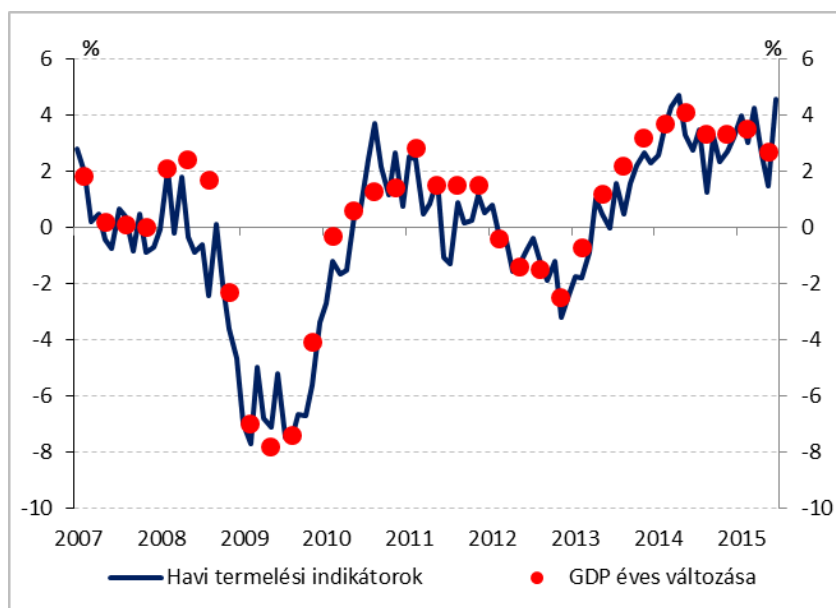
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

1.2.1. Gazdasági növekedés

2015 második negyedében folytatódott a gazdaság növekedése. Előzetes adatok alapján a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 2,7 százalékkal növekedett, az előző negyedévhez képest pedig 0,5 százalékos emelkedés történt. A szektorális termelési és keresleti oldali folyamatokról csupán az elmúlt hónapokról rendelkezésre álló indikátorok nyújthatnak iránymutatást.

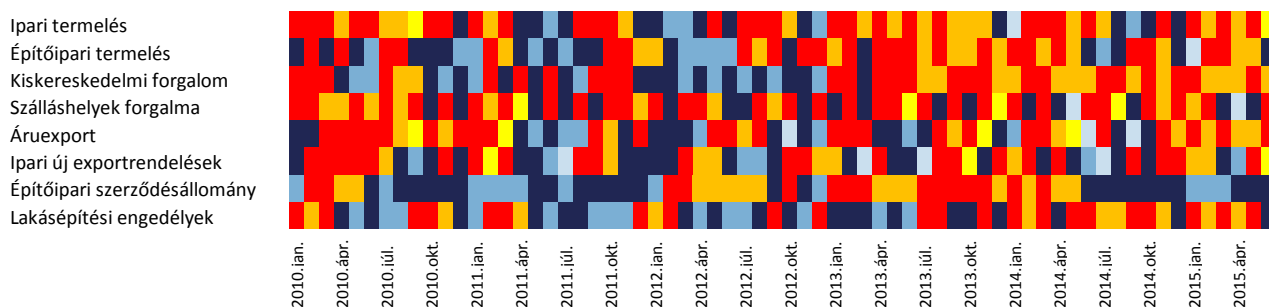
A havi termelési indikátorok alapján a gazdasági növekedés enyhén lassulhatott az idei év második negyedében (4. ábra). Az ipar és az építőipar az első negyedévinél kisebb mértékben, de továbbra is pozitívan járulhatott hozzá a bruttó hazai termék alakulásához. Emellett a gazdaság elmúlt negyedéveknél lassabb bővülésében – a KSH közleménye szerint – elsősorban a mezőgazdaság teljesítményének csökkenése játszhatott szerepet.

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 júniusában **11 százalékkal bővült az ipari kibocsátás az előző év azonos időszakához viszonyítva**. A szezonálisan igazított és munkanaphatástól megtisztított termelési szint **1,1 százalékkal emelkedett az előző hónaphoz viszonyítva**. Júniusban a **feldolgozóipari alágazatok teljesítménye kedvező képet mutatott**. A nagyobb ágak közül a járműgyártás, a könnyűipar és fémipar termelése is emelkedett, míg az élelmiszeripar és a vegyipar kibocsátása mérséklődött az előző hónaphoz képest. A vegyipar termelésének visszaesése főként a kokszyártás, kőolaj-feldolgozás termelésének csökkenéséhez köthető. Az előretekintő indikátorok alapján összességében elmondható, hogy a következő hónapokban tovább folytatódhat az euroövezet fokozatos élénkülése, melyet támogathat az alacsonyabb olajár és az EKB laza monetáris politikája. A világgazdasági konjunktúra lassulására utaló jelek, valamint az orosz-ukrán konfliktus továbbra is lefelé mutató kockázatot hordozhatnak az euroövezet gazdasági kilátásait illetően.

Júniusban az **export** euróban számított értéke **13,4 százalékkal**, az **importé 8,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest**. A külkereskedelmi mérleg aktívuma jelentősen meghaladta a tavaly júniusi értékét. Az exportárak kismértékben emelkedtek, míg az importárak csökkentek, ami javuló cserearányt eredményezett májusban. A cserearány javulását főleg a csökkenő olajárak magyarázhatják.

2015 júniusában **10,2 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest**, míg szezonálisan és munkanaphatással **kiigazítva 0,5 százalékkal emelkedett a kibocsátás az előző hónaphoz viszonyítva**. A második negyedévben 1,0 százalékkal volt magasabb a termelés, mint 2015 első negyedévében. Az ágazat teljesítménye várakozásaink

szerint mérsékelten alakulhat 2015 második felében, amelyet a szerződésállomány közel egy éve tartó 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 az év során folyamatosan kifuthatnak.

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. Júniusban az előzetes adatok alapján az értékesítések volumene 6,4 százalékkal emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest, míg az előző hónaphoz viszonyítva 0,7 százalékkal emelkedett a forgalom. Júniusban a termékek széles körében bővíthetett a forgalom. Az üzemanyagárak elmúlt időszakban megfigyelt érdemi csökkenésével összhangban az üzemanyag-értékesítések emelkedése továbbra is érdemben hozzájárult a kiskereskedelmi forgalom növekedéséhez. A hazai értékesítések a régiós és a fejlett európai országokban megfigyelt átlagnál nagyobb ütemben emelkedtek.

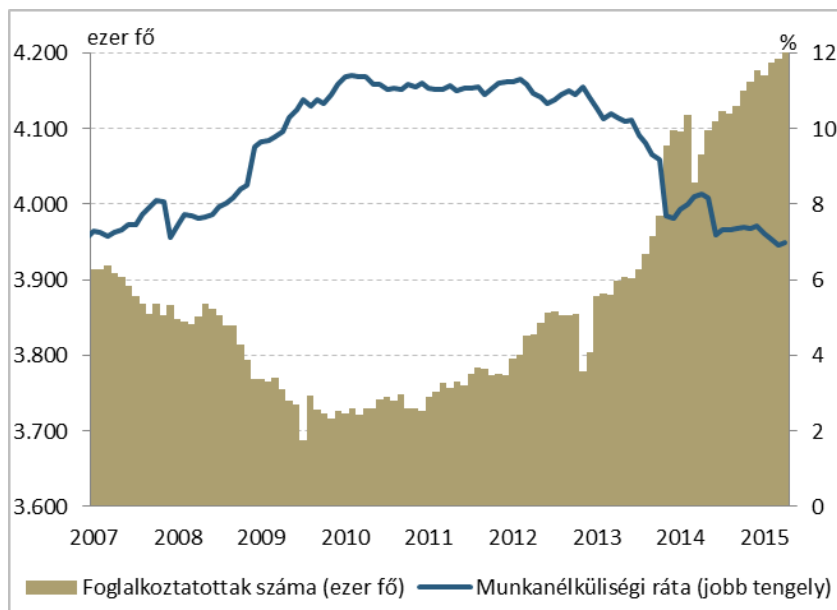
A júniusi előrejelzés alappályája kiegyensúlyozott szerkezetű gazdasági növekedés folytatódását vetítette előre, a fogyasztás és beruházások további növekedése mellett a nettó export is érdemben hozzájárulhat a gazdaság bővüléséhez. 2014-ben egészében 3,6 százalékkal nőtt a gazdaság, amit az idei évben 3 százalék feletti bővülés követhet. A növekedést támogathatja az élénkülő belső kereslet, az uniós forrásfelhasználás, a laza monetáris kondíciók, illetve a javuló munkapiaci helyzet. A mérséklődő olajárak élénkíthetik az uniós országok növekedését, ugyanakkor az elhúzódó orosz-ukrán krízis és a visszaeső orosz és ukrán gazdasági növekedés fékezhetik azt.

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2015 második negyedévében a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 3,1 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.** Folytatódott az aktivitás előző negyedéves növekedése, a **munkanélküliek száma tovább mérséklődött** (6. ábra), így a munkanélküliségi ráta 7 százalék alá csökkent a **második negyedévben.** **Az előzetes adatok alapján a második negyedévben a versenyszféra foglalkoztatottsága kismértékben,** az államháztartás foglalkoztatottsága pedig számottevően

emelkedett. A versenyszférán belül a feldolgozóipar létszáma stagnált, míg a piaci szolgáltató szektor foglalkoztatottsága nőtt.

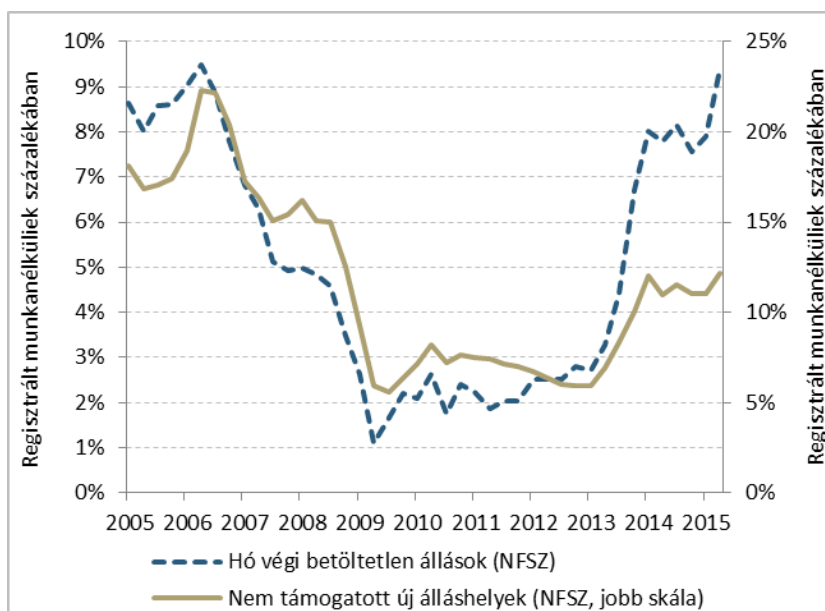
6. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

A második negyedévben az újonnan kiírt nem támogatott álláshelyek száma kissé mérséklődött, míg a betöltetlen nem támogatott álláshelyek száma jelentősen növekedett 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

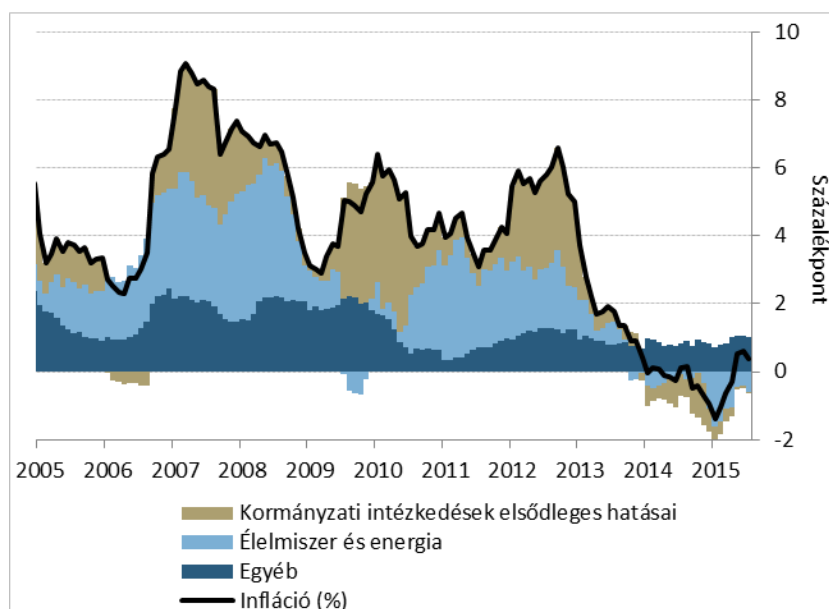
1.3.1. Bérezés

Májusban az előző hónapi gyorsulást követően lassult a versenyszféra bérindexe; a **bruttó átlagkereset a versenyszférában 2,9 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest**. A feldolgozóipari bérek dinamikája csökkent az előző hónaphoz képest, míg a piaci szolgáltató szektor bérindexében stagnálás volt megfigyelhető.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2015 júliusában az infláció 0,4, a maginfláció 1,3 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,1 százalék volt (8. ábra). Az infláció esetében a csökkenést elsősorban a nem feldolgozott élelmiszerek és az üzemanyagok árindexének mérséklődése okozta.

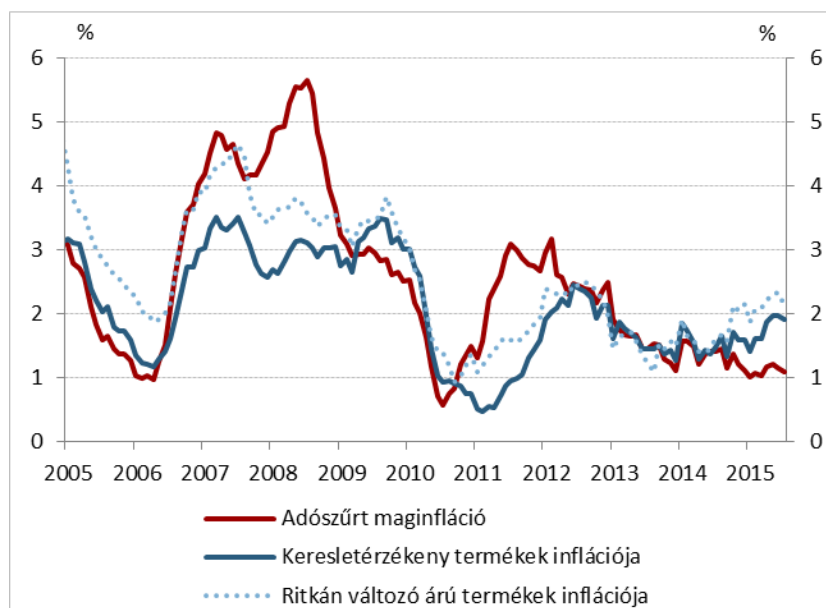
8. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Az inflációs alapfolyamat mutatók továbbra is mérsékelt inflációs nyomást jeleznek, amihez hozzájárul az importált infláció alacsony szintje, a mérséklődő nyersanyagárak és a kihasználatlan kapacitások nagysága (9. ábra). 2015 júniusában a mezőgazdasági termelői árak éves alapon 6,2 százalékkal csökkentek, a fogyasztási cikket gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 0,2 százalékkal mérséklődtek az előző év azonos időszakához képest. A fogyasztási kereslet a kiskereskedelmi adatokkal összhangban a második negyedév során tovább bővíthetett a reálkeresetek éves összevetésben mért emelkedésével párhuzamosan.

9. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



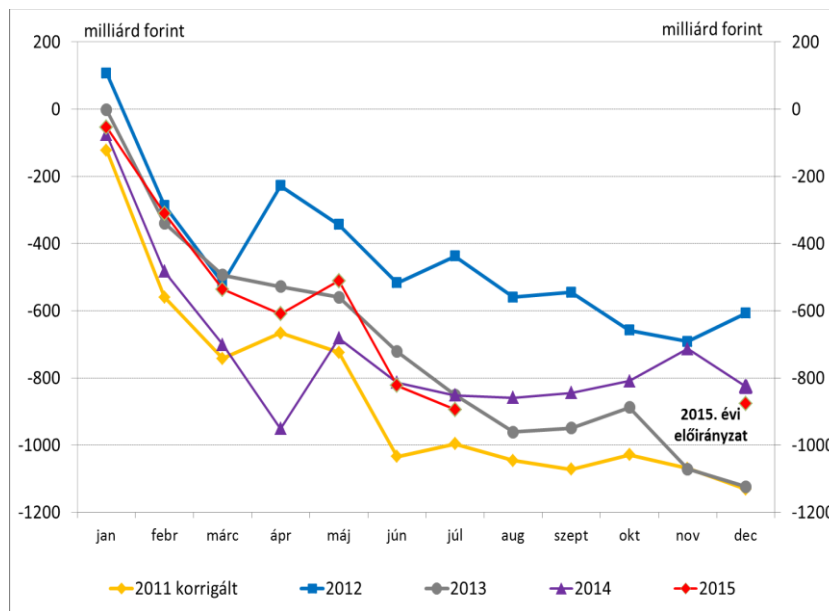
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Rövid távon továbbra is alacsony szinten alakulhat az infláció. A beérkezett júliusi adat megfelelt a júniusi Inflációs jelentésben szereplő várakozásnak. Előretekintve az olajárak további mérséklődéséhez köthetően az inflációs ráta a korábban vártnál alacsonyabban alakulhat.

1.4. Költségvetési folyamatok

2015 júliusában az államháztartás központi alrendszere 71 milliárd forintos hiánnyal zárt, ami a tavaly júliusi hiányt 33 milliárd forinttal, míg az elmúlt három év azonos időszakának átlagos deficitjét 42 milliárd forinttal haladta meg (10. ábra). A hét havi kumulált hiány 894 milliárd forint volt, ami kismértékben magasabb az előző két év átlagánál, és enyhén meghaladja az éves pénzforgalmi tervet is. A központi alrendszer bevételei 2015 júliusában 108 milliárd forinttal alakultak kedvezőbben a 2014. év azonos időszakának értékénél, ami elsősorban a társasági adó, a jövedéki adó és a bérekhez kapcsolódó bevételek bázisnál kedvezőbb júliusi teljesülésével magyarázható. A központi alrendszer kiadásai idén júliusban 141 milliárd forinttal haladták meg a tavalyi bázist. A kiadások növekedése mögött legnagyobb részben a költségvetési szervek EU-támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadás-növekedése áll.

10. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált egyenlege



Forrás: MÁK

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A júniusi adatközlés szerint a szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség is mintegy 1,3 milliárd euróra emelkedett, a folyó fizetési mérleg több mint 800 millió eurós és a tőkemérleg közel 500 millió eurós többlete mellett.

A finanszírozási adatok által jelzett finanszírozási képesség is emelkedett, és meghaladta az 1,2 milliárd eurót. A korábbi hónapokkal ellentétben azonban ez az FDI források csökkenése, és a nettó külső adósság enyhe emelkedése mellett alakult ki, miközben az állam bruttó külső adóssága tovább csökkent. A finanszírozási adatok a reálgazdasági adatokhoz hasonló mértékű finanszírozási képességet jeleztek júniusban. Ez azonban az elmúlt hónapoktól eltérő szerkezetben alakult ki. A nettó közvetlentőke-befektetések 1,7 milliárd eurós csökkenése nagyobb részben a belföldi vállalatok tulajdonostól származó kereskedelmi hiteleinek nettó törlesztésére vezethető vissza, emellett a Budapest Bank állami felvásárlása is a csökkenés irányába hatott (0,6 milliárd euro). A nettó külső adósság kismértékben emelkedett, ami az állam nettó forrásbevonása, és a magánszektor adósságtörlesztése mellett alakult ki. Az állam nettó forrásbevonása a devizatartalék csökkenését tükrözte (ami részben a Budapest Bank felvásárlása, részben a forintosítás és elszámolás miatti alakult ki). Az állam bruttó külső adóssága ugyanakkor – a külföldiek mintegy 900 millió euróval mérséklődő állampapír-állománya miatt – tovább csökkent.

2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakot változékony pénzpiaci hangulat jellemezte, ami főként a Kínához kapcsolódó (tőzsdei, monetáris politikai, növekedési) kockázatokkal, a kedvezőtlen feltörekvő piaci fejleményekkel és a Fed kamatemelése körüli bizonytalansággal magyarázható. A főbb részvényindexek Európában és az Egyesült Államokban is csökkentek, a fejlett kötvényhozamok mérséklődtek, a feltörekvő régiók devizaárfolyamai (a közép-kelet-európai devizák kivételével) pedig jellemzően gyengültek a dollárral szemben.

Európában továbbra is kiemelt figyelem irányult a görög tárgyalásokra, végül augusztus közepén megszületett a hitelezőkkel való megállapodás a harmadik görög mentőcsomagról, amelyet mind a görög parlament, mind az eurozóna pénzügyminiszterei jóváhagytak. Az USA-ban – bár a gazdaság összességében javulást mutat – a munkapiaci adatok továbbra is némileg ellentmondó képet festenek¹. A Fed kettős mandátumának megfelelően célfüggvényének másik eleme a 2 százalékos inflációs cél hosszú távú elérése, azonban itt sem tapasztalható jelentős előrelépés: mind az inflációs főszám, mind a Fed által figyelt PCE-mutató lényegében stagnált az utóbbi hónapokban. Az olajár elmúlt időszakban tapasztalt esése előretekintve lefelé mutató inflációs kockázatot jelent globálisan. Összességében tehát továbbra is fennmaradt a bizonytalanság a Fed kamatpályájával kapcsolatban: bár vannak a későbbi kamatemelésre utaló jelek is, a kedvező amerikai makrogazdasági adatok (például lakáspiac, munkanélküliség), a Fed júliusi közleménye és egyes döntéshozói nyilatkozatok következtében a piaci várakozások szerint nagyjából ötven százalék a Fed szeptemberi kamatemelésének valószínűsége.

A feltörekvő piacokkal kapcsolatos bizonytalanság fokozódásához elsősorban a kínai fejlemények (tőzsdei volatilitás, az árfolyampolitikai intézkedések, a kedvezőtlen makroadatok) járulhattak hozzá, amelyet felerősítettek az olajáresés kapcsán az olajexportőr államokkal kapcsolatos aggodalmak, illetve az ukrán adósságtörlesztéssel kapcsolatos kockázatok. A kínai export júliusban meglepetésre 8,3 százalékkal esett vissza éves alapon, és a kedvezőtlen beszerzési menedzser index (PMI) és ipari termelési adatok is felerősítették a kínai gazdaság

¹ Egyrésztől kedvező, hogy a munkanélküliség alacsony, 5,3 százalékos szinten van, és az első alkalommal munkanélküli segélyért folyamodók száma is jelentős javulást mutatva jóval a 300 ezer fős határ alá süllyedt, emellett azonban az aktivitási ráta több évtizede nem volt ilyen alacsony. Szintén problémát jelent a (nagy részt kényszerből) részmunkaidős foglalkoztatottak magas száma, és nem mutat érdemi javulást a bérdinamika sem.

lassulásával kapcsolatos aggodalmakat. A kínai tőzsde júniusban számottevő esést könyvelt el, és a kínai hatósági intézkedések a részvényindexek esését csak átmenetileg tudták megállítani². Tovább rontotta a Kínával kapcsolatos befektetői megítélést, hogy az IMF bejelentette: az SDR-valutakosárba egyelőre nem veszi fel a jüant, főként arra hivatkozva, hogy a kínai deviza egyelőre nem teljesíti a szabadon felhasználható deviza kritériumát. Vélhetően ez, és a kedvezőtlen gazdasági adatok is hozzájárulhattak ahhoz, hogy a kínai jegybank átalakította árfolyampolitikáját: korábban a naponta meghatározott központi paritáshoz képes 2 százalékos sávban mozoghatott a jüan árfolyama, augusztus 11-től azonban a nap elején meghatározott központi paritás megállapításánál már figyelembe veszik az előző napi záróárfolyamot. Az intézkedés következményeképp a jüan az elmúlt két évtized legnagyobb leértékelődését mutatta, és jelentősen megnőtt az árfolyam implikált volatilitása.

Az IMF előrejelzése alapján a vártnál is nagyobb, akár 9 százalékos recesszió és 50 százalékos infláció sújthatja az ukrán gazdaságot idén. Emellett a hitelezőkkel kapcsolatos tárgyalások megrekedni látszanak, mivel Ukrajna 40 százalékos adósságleírást szeretne, a hitelezők ugyanakkor 5 százalékos mértéket fogadnának el. A tárgyalások kimenetelének függvényében veszélybe kerülhet a következő, szeptember 23-án esedékes 500 millió dolláros devizakötvénytörlesztés, ami rendezetlen csődhöz vezetne. Emellett október közepén 600 millió eurónyi, míg december 20-án 3 milliárd dollárnyi tartozása jár le Ukrajnának.

Az olajár elmúlt időszakban megfigyelt csökkenése részben keresleti, részben kínálati okokra vezethető vissza. Miután a tavaszi hónapokban stabilizálódni látszott az olaj világpiaci ára, június végétől újabb érdemi csökkenés következett be, így mostanra a Brent olajtípus ára 48,5, a WTI típusé 41,6 dollárra süllyedt, amelyre utoljára a január-márciusi időszakban volt példa. A Brentre vonatkozó határidős piaci jegyzések alapján a következő két évben is csak az olaj árának igen mérsékelt emelkedésére lehet számítani: egy év múlva 55,3, két év múlva 60,5 dollár környékére árazzák a hordónkénti olajárat. Keresleti oldalról a kínai gazdaság lassulása, és a globális konjunktúrával kapcsolatos aggodalmak, kínálati oldalról az OPEC-országok folyamatos kvótán felüli kitermelése, az iráni atommegállapodás és az amerikai palakitermelés hatékonyabbá válása

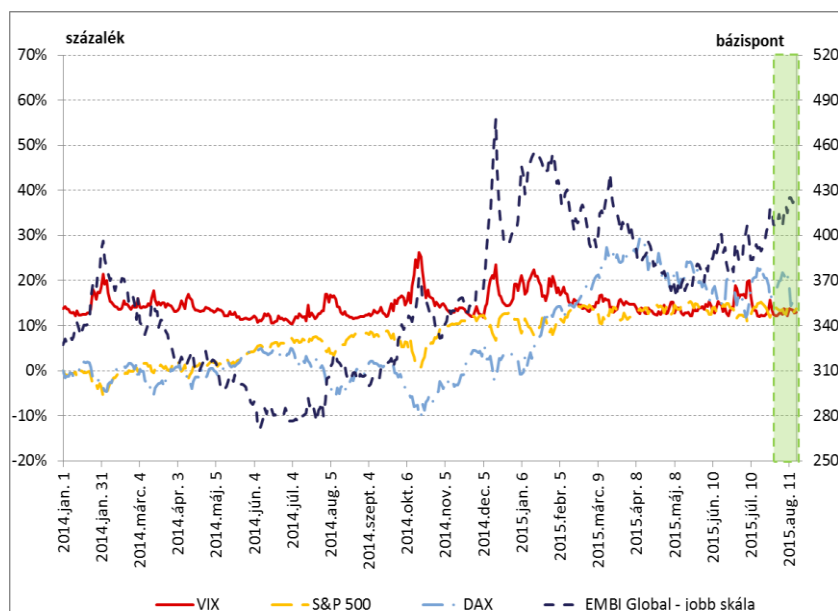
² Július végén azonban egy újabb csökkenési hullám bontakozott ki, amit a kínai piacfelügyelet kommunikációs eszközökkel igyekezett csillapítani. Nyilatkozatukban megerősítették, hogy a tőzsde stabilizálására bevezetett intézkedések továbbra is érvényben maradnak.

hatottak, illetve hatnak az olajár csökkenésének irányába, amelyhez ezenfelül még az erős dollárfolyam is hozzájárul.

Az utóbbi hetekben a Görögországgal kapcsolatos aggodalmak mérséklődni látszottak, a tőkekorlátozásokat részben lazítani tudták, és több hét után a görög tőzsde is kinyithatott. Az EKB 1,5 milliárd euróval kevesebb sürgősségi likviditási hitelt (ELA) nyújtott a görög bankoknak júliusban júniushoz képest, főként a növekvő betételhelyezéseknek köszönhetően, így az ELA jelenlegi 91 milliárd eurós hitelkeretéből felhasznált összeg júliusban 85,3 milliárd euróra esett a júniusi 86,8 milliárd euróról. Mindezek nyugtatóan hatottak a piaci hangulatra, amelyet tovább erősített, hogy augusztus közepén a hitelezőknek és Görögországnak sikerült megállapodnia a harmadik mentőcsomag részleteiről. Így Görögország megkaphatja a nagyjából 86 milliárd euróra rúgó kölcsön első részletét a nemzetközi szervezetektől, amelyből rendezni tudja a következő időszak törlesztési kötelezettségeit, illetve feltőkésítheti nagybankjait. Az adósság-elengedés kérdésében ugyanakkor az európai hitelezők csak a program őszi felülvizsgálata után hajlandóak bármiféle tárgyalást megkezdeni.

A globális kockázatkerülés erősödésével párhuzamosan a fejlett piaci hosszú hozamok csökkentek. A 10 éves német Bund hozama az időszak eleji 0,78-ról 0,61 százalékra süllyedt. Hasonló, 15-30 bázispontos csökkenést mutattak a brit és amerikai hozamok, valamint a perifériaországok hozamai is, míg a tágabb értelemben vett feltörekvő hozamok jellemzően emelkedtek, amely az EMBI Global kötvénypiaci mutató 35 bázispontos emelkedésében is tükröződött (11. ábra). Ugyanakkor a szűkebb régióban egy átmeneti emelkedést követően csökkenni kezdtek a hosszú hozamok, amelyek így az időszak végére 15-30 bázisponttal kerültek lejjebb.

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



Forrás: Bloomberg

2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

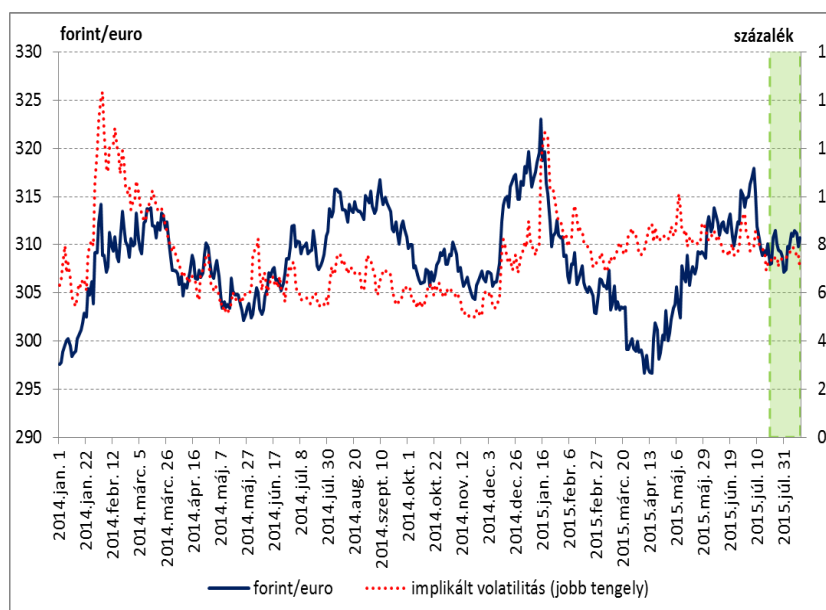
A hazai piaci folyamatokat a nyári időszakban megszokott visszafogott elmozdulások jellemezték.

Az időszak során a nemzetközi hírek csupán enyhe mozgásokat eredményeztek a hazai pénzpiaci mutatókban, miután a görög tárgyalások a korábbi hónapokhoz képest nyugodt mederben folytatódtak, az amerikai kamatemelési várakozásokban pedig nem következett be érdemi fordulat. Az országspecifikus hírek az időszak során sem befolyásolták érdemben a hazai piaci folyamatok alakulását. **A magyar 5 éves CDS-felár nem változott érdemben, jelenleg 152 bázispont környékén jegyzik.**

A forint euróval szembeni árfolyama szűk sávban mozgott, a kismértékű ingadozások a nemzetközi hangulatváltozásokkal magyarázható. A forint/euro árfolyam az időszak eleji 308-as szintekről kezdetben gyengült, majd kiinduló szint alá erősödött vissza, de az időszak végén ismét gyengülés jellemezte a kurzust. A jegyzések összességében a 307 és 312,5 közi sávban mozogtak. (12. ábra). A régióban a cseh korona stabilan a júliusi szintjei közelében alakult, és csupán minimális felértékelődést mutatott, míg a lengyel zloty szinte fokozatosan leértékelődve – a

régiós devizákat alulteljesítve – 0,8 százalékot veszített értékéből. A forint a zlotyhoz képest kisebb mértékben, közel 0,3 százalékkal gyengült a hónap során.

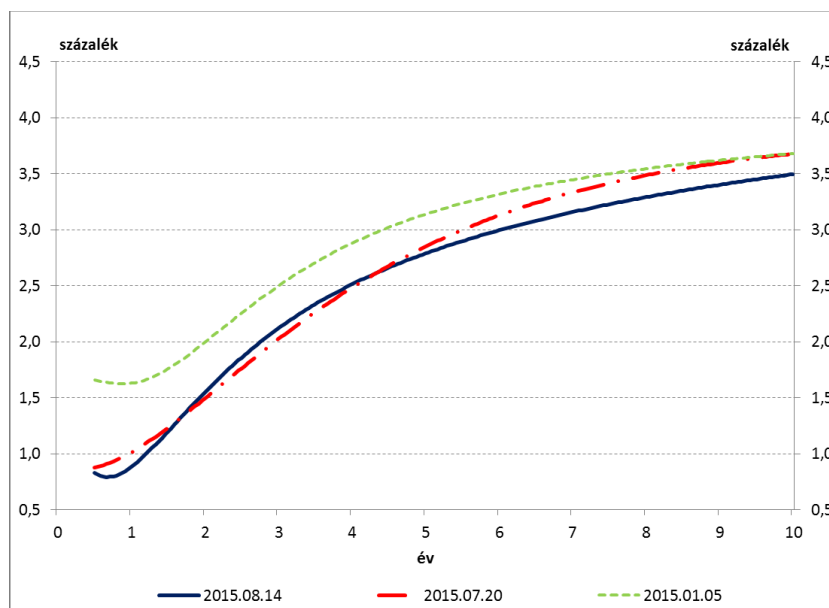
12. ábra: A forint/euro árfolyam és az implikált volatilitás alakulása



Forrás: Bloomberg

A hosszabb futamidejű magyar állampapír-piaci hozamoknál csökkenés ment végbe az időszakban. Az állampapírok másodpiacán az éven belüli lejáratokon vegyes irányú elmozdulásokat láthattunk: a 3 hónapos futamidőn enyhe mérséklődés, a 6 hónapos futamidőn azonban 4 bázispontos emelkedés ment végbe. A 12 hónapos benchmark ezzel szemben 8 bázispontos csökkenéssel szintén 0,9 százalék alá süllyedt. A hosszú hozamok az időszak első felében kissé csökkentek, később azonban a 3-19 bázispontos emelkedést újra hozamcsökkenés váltotta fel, így a 3 éves benchmark kivételével mérséklődtek az éven túli lejáratú papírok hozamai. A 3 hónapos benchmarkhozam 0,85 százalékon áll, míg a 10 éves hozam ismét 3,46 százalékra süllyedt. A rövid hozamok az elmúlt hónapokban fokozatosan mérséklődtek, a kamatcsökkentési ciklus lezárásával azonban süllyedésük megállt, és jóval az alapkamat alatti szintek körül ingadoztak. A hosszú hozamok csökkenése a régiós hozamok mozgásával párhuzamosan ment végbe, a lengyel a magyar 10 éves hozamnál visszafogottabban, a cseh és a román 10 éves hozampontok viszont nagyobb mértékben tudtak mérséklődni az időszakban. **Az állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége mérséklődött az előző kamatdöntés óta (13. ábra).**

13. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

Az időszak során az állampapír aukciókon változékonyság alakult az aukciós átlaghozamok. A 3 és 12 hónapos papírok aukcióit az átlaghozamok süllyedése jellemezte, ahol rendre 7 és 9 bázisponttal lejjel került az átlaghozam. A diszkontkincstárjegyek értékesítése során egészséges kereslet mutatkozott az elmúlt hetekben, a lefedettség 1,1-2,8 között alakult. Erős kereslet jellemezte a hosszú lejáratú fix kamatozású papírok aukcióit is, az érdeklődés minden alkalommal meghaladta a kétszeres lefedettséget, és az adósságkezelő rendre megemelte a kibocsátott mennyiséget a 3, 5 és 10 éves papírok mindkét aukciója esetében. Az átlaghozamok a fix kamatozású hosszú szegmensben vegyesen alakultak, a 3 éves futamidő esetében 20 bázisponttal emelkedtek, a 10 éves kötvény esetében 15 bázisponttal csökkentek az előző kamatdöntés óta. Az 5 éves papír iránti jelentős kereslettel összhangban az MNB 5 éves kamatcsere-ügylet (IRS) aukcióján kiemelkedő érdeklődést mutattak a hazai bankok. A változó kamatozású 5 éves papír aukciójára azonban visszafogott kereslet mellett került sor.

A külföldiek állampapír állománya egészen 4265 milliárd forintig tovább csökkent, majd újra 4300 fölé emelkedett, ami az előző kamatdöntés óta 117 milliárd forintos állománycsökkenést jelent. A nem rezidensek állampapír állománya utoljára 3 évvel ezelőtt állt ilyen alacsony szinten. Ez az érték a nagyságrendileg 13 000 milliárdos teljes állományon belül – mely tartalmazza a DKJ és a fix kamatozású kötvényeken kívül a változó kamatozású államkötvényeket is – 32,5 százalékos arányt képvisel.

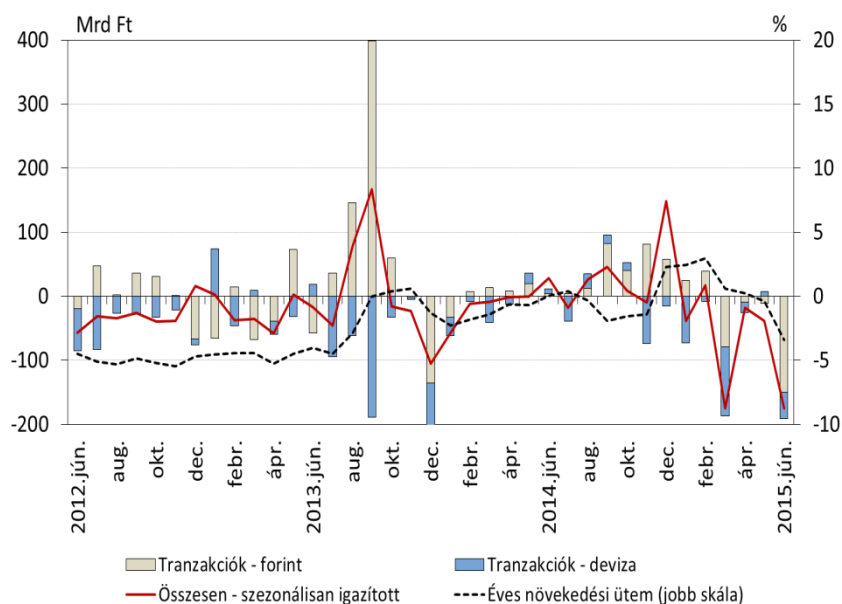
3. A BANKRENDSZER HELYZETE

3.1. Hitelezési feltételek

Júniusban a hitelintézeti szektor vállalati hitelállománya összesen 191 milliárd forinttal (szezonalisan igazítva 175 milliárd forinttal) csökkent a tranzakciók hatására (14. ábra). A csökkenésben jelentős szerepe volt néhány állami vállalatnak (részben adósságkonszolidáció miatt is), továbbá egy külföldi tulajdonú nagyvállalatnak, aki átrendeztette finanszírozását belföldről külföldre. Denomináció szerint a forinthitelek állományában mintegy 149 milliárd forintos, a devizahitelekében 42 milliárd forintos csökkenés volt megfigyelhető. A tranzakció alapú éves állománynövekedési ütem a májusi mínusz 0,4 százalékról mínusz 3,4 százalékra esett vissza. Az NHP I. pillérén belül szerződött hitelek júniusban 37 milliárd forinttal járultak hozzá a vállalati hitelezéshez.

Júniusban az új kibocsátású vállalati hitelek esetében a kisebb összegű forint hitelek átlagos kamatlába tovább csökkent, míg a nagyobb összegű forint hitelek átlagos kamatlába 0,15 százalékponttal emelkedett.

14. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



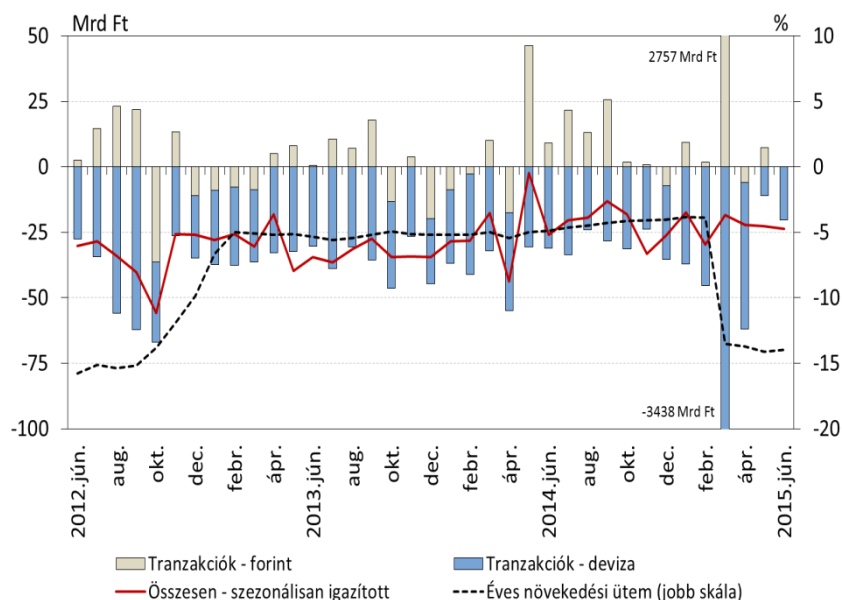
Forrás: MNB

A háztartási szegmens teljes hitelintézeti szektorral szembeni hitelállománya a hiteltranzakciók eredőjeként 20 milliárd forinttal csökkent júniusban (15. ábra). A forinthitel-állomány nem változott, a csökkenés a devizahitelek állományváltozásának tulajdonítható. Az éves

állományleépülési ütem 14 százalékon alakult, ez kismértékű javulást jelent májushoz képest. A teljes hitelintézeti szektor bruttó háztartási hitelkihelyezése összesen 64 milliárd forintot tett ki, ami az előző év azonos időszakához képest 24 százalékos növekedéssel konzisztens. A lakáscélú, szabad-felhasználású, áru- és gép-járműhitelek júniusi kihelyezése éves alapon intenzív bővülést mutatott, míg a személyi hitelek kibocsátása nem változott, az egyéb hitelek esetében a szerződéskötések összege csökkent 2014 júniusához képest.

Az új kihelyezésű lakáscélú hitelek kamatai lényegében nem változtak júniusban. A lakáscélú hitelek teljes hitelköltsége (THM) mintegy 0,05 százalékponttal haladta meg a májusi értéket. A szabad-felhasználású hitelek THM-je viszont kis mértékben, de tovább csökkent, júniusban mintegy 0,10 százalékponttal került lejjebb.

15. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB