



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2015. március

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2015. március 24-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2015. április 8. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2015. március 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 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

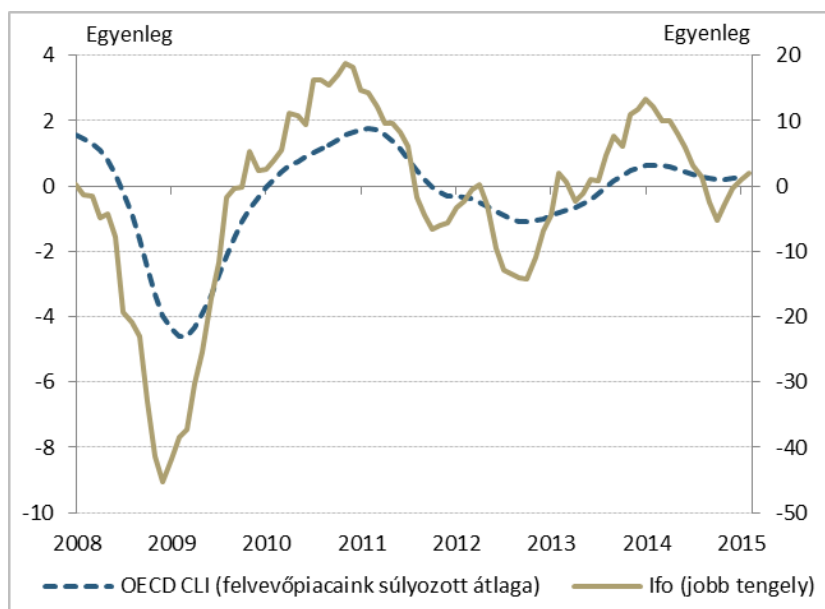
1. MAKROGAZDASÁG

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

A tavalyi negyedik negyedéves GDP adatok a várakozásoknak megfelelően alakultak felvevőpiacainkon, így az idei növekedési kilátások is a korábban várt pályán alakulhatnak. A növekedés továbbra is törékeny, melyet kétirányú kockázatok öveznek. A feltörekvő régiók növekedési kilátásai a válság előtti szinthez képest továbbra is mérsékeltek. A geopolitikai feszültségek változatlanul fékezik a fejlett gazdaságok növekedését a gyengébb keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül. Az olajár érdemi csökkenése az olajimportőr gazdaságok növekedését élénkítheti, míg az inflációt mérsékli. A világpiacról érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban, az olajár csökkenésének következtében.

2014 negyedik negyedévében folytatódott a világgazdaság bővülése. A beérkezett adatok alapján a növekedés megfelelt a várakozásoknak, egyes európai gazdaságok esetében kismértékben kedvezőbb is lett a növekedési kép. A negyedik negyedéves gazdasági bővülést továbbra is érintette az orosz-ukrán konfliktus negatív hatása, ami a gyengébb keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül hat.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

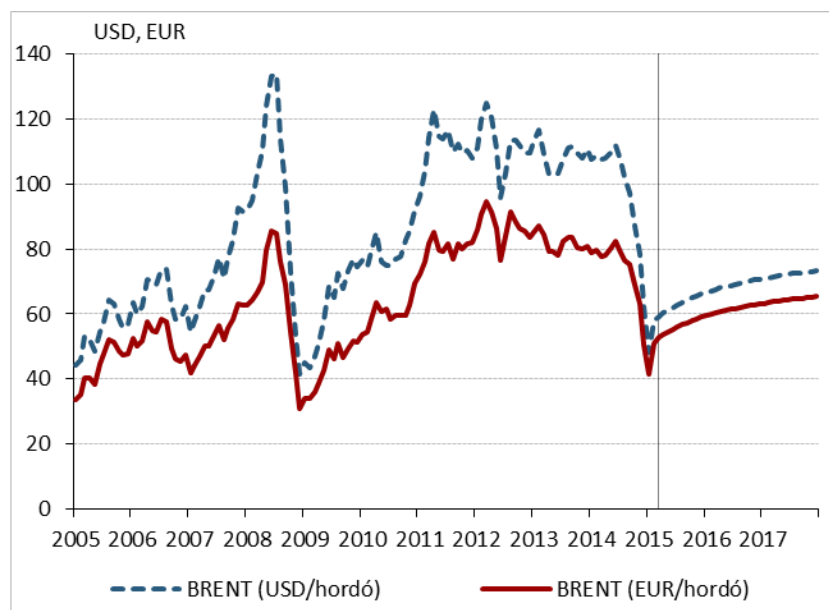


2014 negyedik negyedévében 0,3 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves alapon. A beérkezett havi termelési adatok a térség gazdasági aktivitásának kismértékű élénkülését mutatják. Az előretekintő konjunktúraindikátorok mérsékelten javuló

teljesítményt vetítenek előre. A gazdasági aktivitást továbbra is negatívan befolyásolta a feszült geopolitikai helyzet: a növekvő bizonytalanság és az egyre kiterjedtebb kétoldalú gazdasági szankciók visszafogják a gazdasági aktivitást. Emellett azonban a korábbi negyedévekben látott lassulást követően a negyedik negyedévben folytatódott a mérsékelt ütemű gazdasági bővülés. A Magyarország legfontosabb exportpartnerének számító német gazdaság vártnál kedvezőbb negyedéves teljesítményt mutatott, ami az egész eurozóna gazdaságát pozitívan befolyásolta. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) kismértékben tovább emelkedtek 2015 elején (1. ábra), és az ipari rendelésállomány mérsékelten emelkedett az elmúlt hónapokban, így előretekintve folytatódhat a konjunktúra lassú javulása.

A régió teljesítménye kedvezően alakult a negyedik negyedévben, ám az elmúlt hónapok havi indikátorai alapján a térségben is lassult az ipari kibocsátás. Az orosz-ukrán konfliktus negatív hatása eddig csak korlátozottan érinthette a régiós növekedési folyamatokat, ám a várhatóan jelentősen zsugorodó ukrán és orosz gazdaság közvetlenül és közvetve is negatívan hathat a régió gazdasági növekedésére.

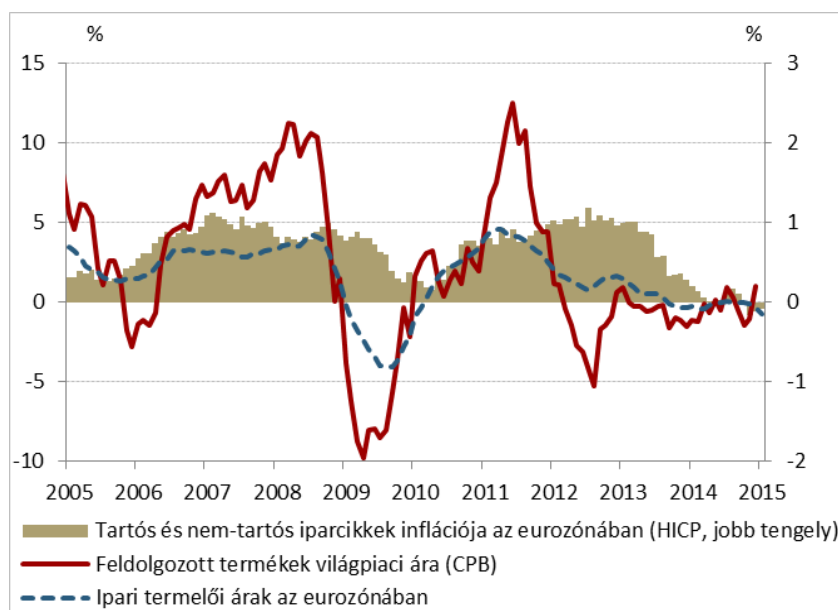
2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



A világpiac felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge. A mérséklődő nyersanyagárak és a lassan növekvő világ gazdaság együttesen mérséklék az inflációt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak (az eurozóna esetében februárban -0,3 százalék volt az infláció). Februárban a kőolaj világpiaci ára érdemben nem változott és továbbra is 60 dollár közelében alakult (2. ábra), azonban március elején

csökkenni kezdett. Összességében az olajárak továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak, melyet a továbbra is erős kínálat mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – okozhat. Az ipari nyersanyagok, a nyers élelmiszerek, valamint a feldolgozott termékek világpiaci árai továbbra is visszafogottan alakultak (3. ábra).

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



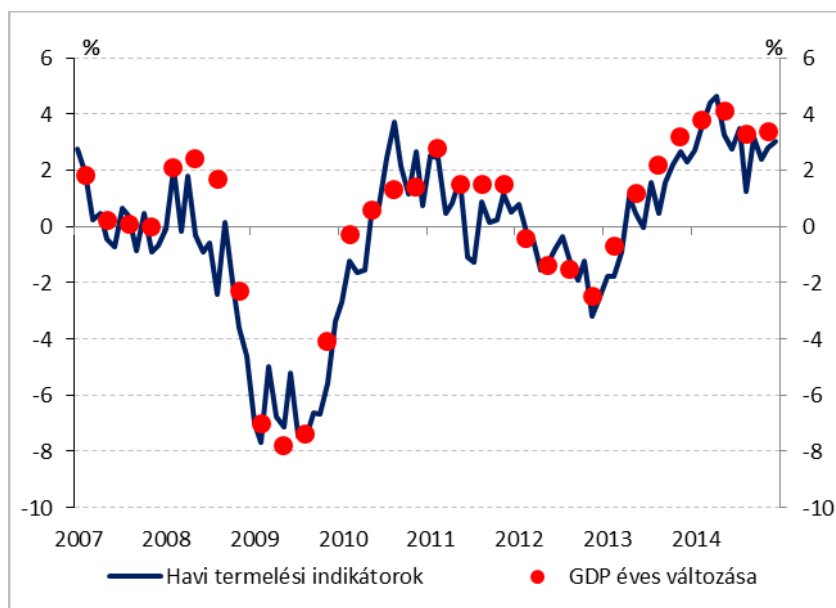
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

1.2.1. Gazdasági növekedés

2014 negyedik negyedévében folytatódott a gazdaság növekedése. A bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 3,4 százalékkal bővült, az előző negyedévhez képest pedig 0,8 százalékkal emelkedett.

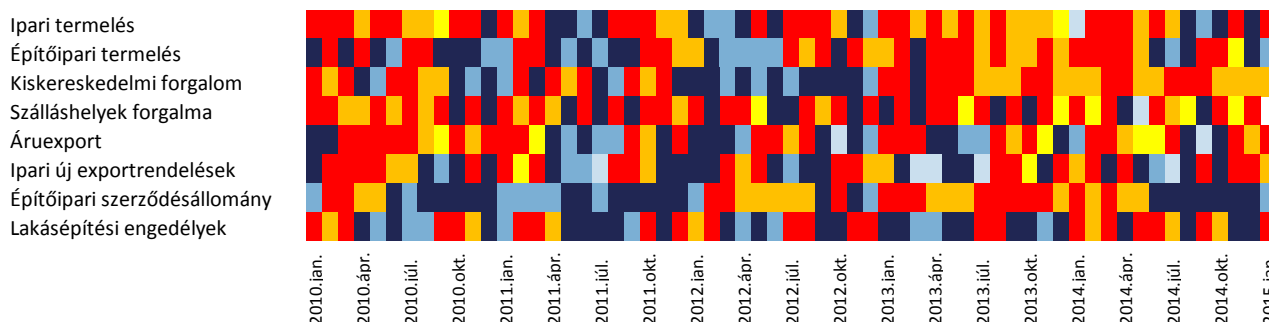
A gazdasági növekedés gyorsult 2014 utolsó negyedévében (4. ábra). A GDP bővüléséhez legnagyobb mértékben a feldolgozóipar és a szolgáltatások járultak hozzá. A feldolgozóipar hozzáadott értékének növekedése továbbra is elsősorban a járműgyártás és a hozzá kapcsolódó alágazatok termelésének emelkedéséhez volt köthető, míg a piaci szolgáltatások széles körében mért bővülést a belső kereslet élénkülése támogatta. A kedvező terméseredményekkel párhuzamosan a mezőgazdaság szintén jelentős mértékben járult hozzá a GDP növekedéséhez 2014 egészében.

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.

5. ábra: Növekedési hőtérkép*



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

2015 januárjában 5,3 százalékkal, munkanaphatástól tisztítva 7,7 százalékkal bővült az ipari kibocsátás az előző év azonos időszakához viszonyítva. A szezonálisan igazított és munkanaphatástól megtisztított termelési szint 4,3 százalékkal növekedett 2014 decemberéhez képest. 2015 első hónapjában a feldolgozóipari ágazatok széles körében bővült a kibocsátás. A visszafogott európai konjunktúra és az orosz-ukrán konfliktus negatívan befolyásolhatták a régió

ipari termelésének alakulását, így általánosan lassult az ipari kibocsátás dinamikája 2014 második felében. Az előretekintő indikátorok összességében javuló kilátásokat jeleznek.

Januárban az export euróban számított értéke **3,7 százalékkal, az importé 1,0 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva**, így a külkereskedelmi mérleg többlete bővült. Az olajárak 2014 második felében tapasztalt jelentős csökkenése 2015 első felében javíthatja majd érdemben az áruforgalmi cserearányt.

2015 januárjában **8,0 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest. Szezonálisan és munkanaphatással kiigazítva 6,5 százalékkal növekedett a termelés az előző hónaphoz viszonyítva**, így a 2014. decemberi visszaesés korrigálódott januárban. 2014-ben az építőipari termelés jelentős bővülése jellemzően az EU forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházásokhoz kötődött és jellemzően a 2014 első felében befejezett és átadott projekteket érintette. A 2007-2013-as uniós programozási periódus végéhez közeledve azonban az építőipari kibocsátás várakozásaink szerint mérsékelten alakulhat 2015 folyamán. Az ágazat teljesítményének visszaesését a szerződésállomány folyamatos leépülése és a tavalyi magas bázis is indokolhatja.

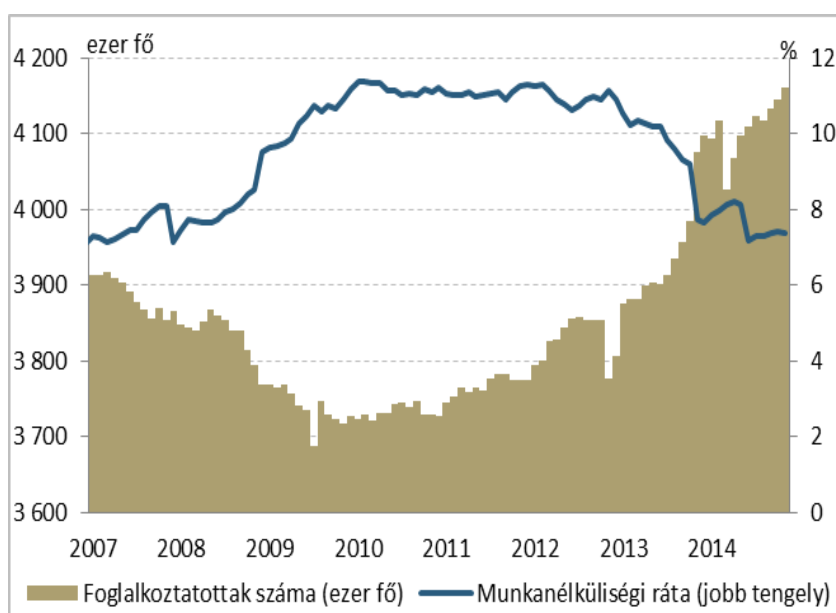
A fogyasztási kereslet tovább bővült a negyedik negyedévben, amelyet a javuló munkaerő-piaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyarázhat. Januárban az előzetes adatok alapján folytatódott a kiskereskedelmi forgalom bővülése, 8,2 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának szintjét. Az értékesítések szerkezete alapján januárban a termékek széles körében bővíthetett a forgalom. Az olajárak és ezen keresztül az üzemanyagárak jelentős mérséklődése előretekintve élénkítheti a nem-üzemanyag jellegű termékek kiskereskedelmi forgalmát.

A márciusi előrejelzés alappályája a kiegyensúlyozott szerkezetű gazdasági növekedés folytatódását vetíti előre. 2014 egészében 3,6 százalékkal nőtt a gazdaság, amit az idei évben szintén 3 százalék feletti bővülés követhet. A növekedést támogatja az élénkülő belső kereslet, az uniós forrásfelhasználás, a laza monetáris kondíciók, a javuló munkapiaci helyzet. A mérsékelt szintű olajárak élénkíthetik az uniós országok növekedését, ugyanakkor az elhúzódó orosz-ukrán krízis és a visszaeső orosz és ukrán gazdasági növekedés fékezheti azt.

1.2.2. Foglalkoztatás

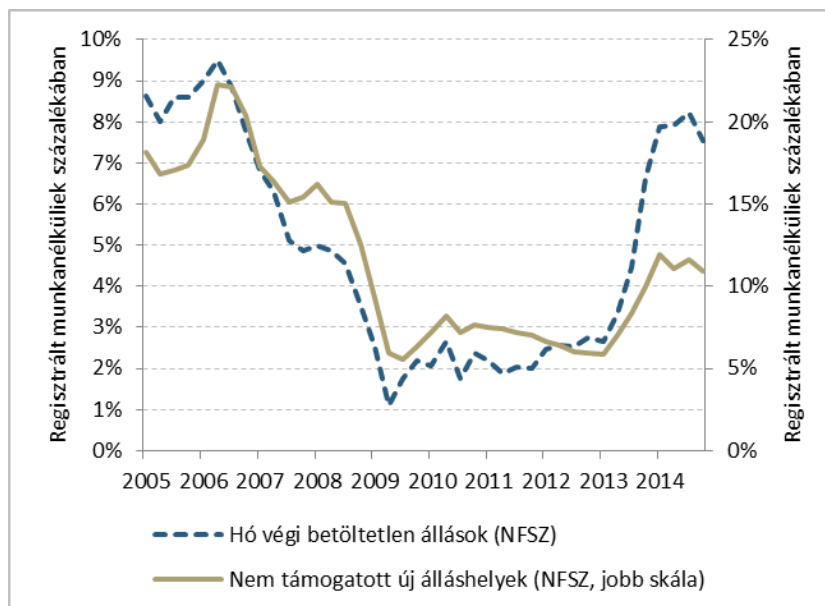
A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2015 januárjában érdemben nem változott a nemzetgazdasági foglalkoztatottság az előző hónapokhoz képest.** 2014 negyedik negyedében csökkent a versenyszféra foglalkoztatása az előző negyedévhez képest, amit a piaci szolgáltatásokban történt visszaesés magyarázhatott. Az államháztartásban foglalkoztatottak száma emelkedett. A **munkanélküliek száma az év első hónapjában nem változott a korábbi hónapokhoz képest, a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 7,4 százalék volt januárban** (6. ábra).

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



Januárban a bejelentett nem támogatott új álláshelyek száma stagnált az előző hónaphoz képest. A nem támogatott hó végi betöltetlen álláshelyek száma – az előző hónapban tapasztalható növekedést követően – mérséklődött. A munkapiac továbbra is feszesebbnek tekinthető, mint 2013 év elején, ugyanakkor a feszesedés 2014-ben megállt (7. ábra).

7. ábra: A munkapiaci feszességet mérő mutatók*



* NFSZ: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat

1.3. Infláció és bérek

1.3.1. Bérezés

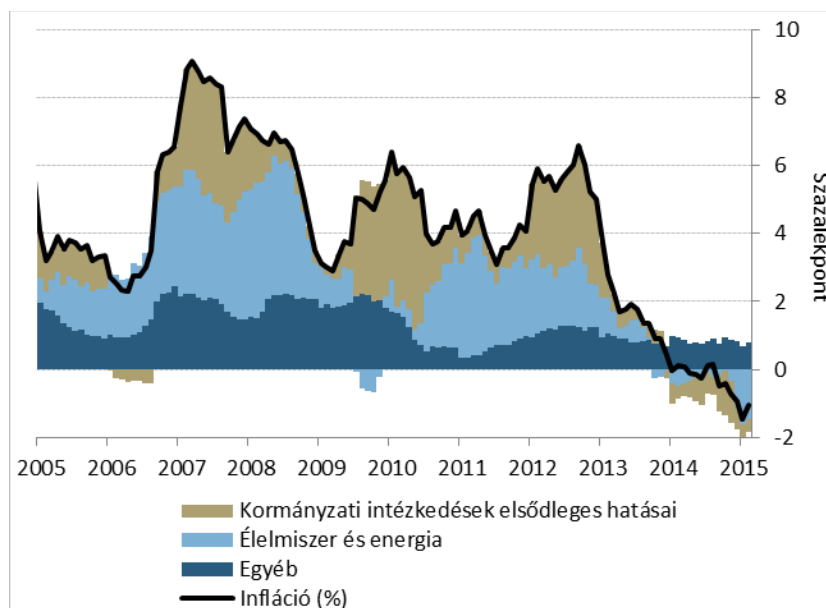
Januárban a bruttó átlagkeresetek a versenyszférában 3,5 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A bérdinamika kismértékű lassulása megfelel az Inflációs jelentés bérelőrejelzésének. Az előző hónapoknál alacsonyabb bérnövekedés mind a feldolgozóiparban, mind pedig a piaci szolgáltató szektorban megfigyelhető. A rendszeres keresetek a szokásosnál erőteljesebben csökkentek havi alapon, a prémium-kifizetések ez előző évekhez hasonlóan alakultak januárban. A versenyszféra fajlagos munkaköltségének¹ dinamikája lassult 2014 utolsó negyedében.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2015 februárjában az infláció -1,0, a maginfláció 1,0 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,1 százalékos értéket mutatott (8. ábra). Az infláció esetében a növekedést elsősorban a feldolgozatlan élelmiszerek, míg a maginfláción belül a piaci szolgáltatások árindexének növekedése okozta. Utóbbit a tavaly februárban életbe lépő ingyenes készpénzfelvétel bázisból való kiesése magyarázza.

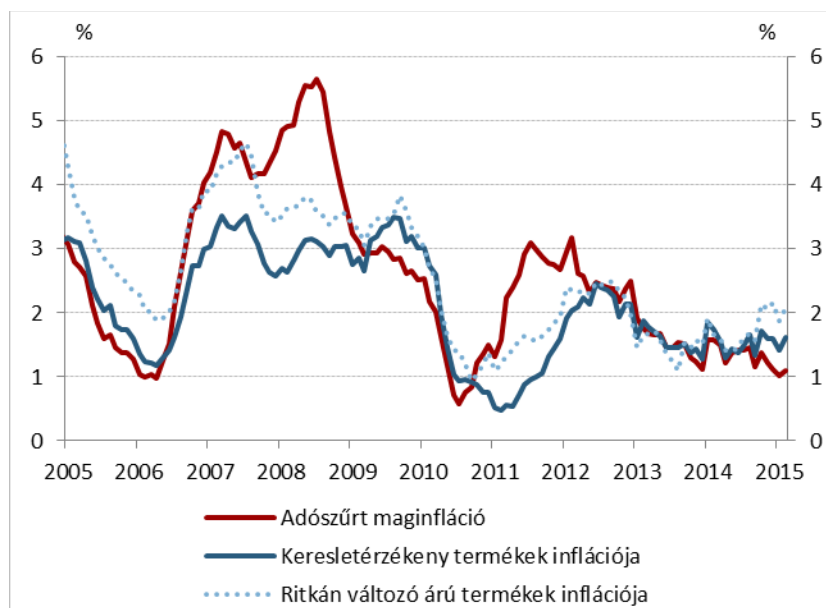
¹ Teljes munkaidő egyenértékessel számított.

8. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója



A visszafogott inflációs alapfolyamatokhoz az olajár számottevő csökkenése, az alacsony inflációs várakozások, valamint a mérsékelt importált infláció egyaránt hozzájárulhattak az elmúlt hónapokban (9. ábra). 2015 januárjában a mezőgazdasági termelői árak éves alapon 7,2 százalékkal csökkentek, a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai pedig nem változtak az előző év azonos időszakához képest. Februárban az üzemanyagok ára nőtt az előző hónaphoz képest a dollárban kifejezett olajár növekedése következtében. A fogyasztási kereslet a kiskereskedelmi adatok alapján az elmúlt hónapokban fokozatosan bővíthetett, a reálkeresetek éves alapon számított emelkedésével párhuzamosan. Ennek ellenére a kiskereskedelmi forgalom szintje változatlanul érdemben elmarad a válság előtti években megfigyelttől, így a belső keresleti környezet összességében továbbra is deflációs hatású lehet, bár fokozatosan enyhébb mértékben.

9. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása

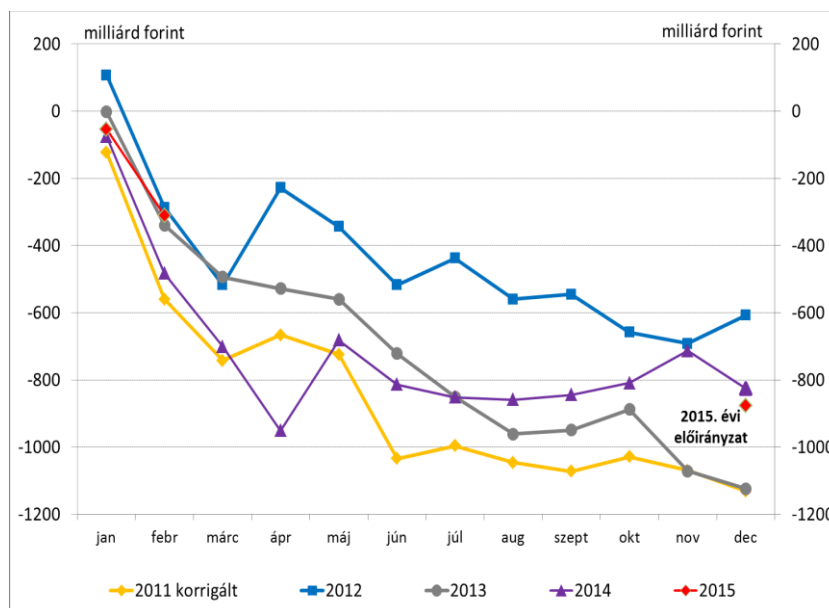


Rövid távon 0 százalék alatt maradhat az infláció. A beérkezett februári infláció alacsonyabb lett a decemberi Inflációs jelentés előrejelzésében szereplő várakozásnál, melyet döntően a vártnál alacsonyabb élelmiszer- és olajárak magyaráznak. Az elmúlt időszakban történt olajárcsökkenés következtében még a következő hónapokban is számítunk negatív értékekre.

1.4. Költségvetési folyamatok és a 2014. évi államháztartási egyenleg

Az állami költségvetés 2015 februárjában 257 milliárd forint hiánnyal zárt, ami számottevően kedvezőbb az előző években jellemző februári deficitnél (10. ábra). Az aktuális hiány 150 milliárd forinttal alacsonyabb a tavaly februári értéknél, amit kisebb részt a költségvetési bevételek (elsősorban áfa- és járulékbevételek) emelkedése, nagyobb részt az alacsonyabb kiadások magyaráznak. A kiadási oldalon jelentős megtakarítás figyelhető meg a nettó kamatkiadásoknál 2014 februárjához képest a kamatkiadások éven belüli megoszlásának változása és az alacsonyabb hozamkörnyezet miatt.

10. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált egyenlege



Megjegyzés: A 2011. évi korrigált lefutás nem tartalmazza az egyszeri tételek (Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap befizetései, MOL-részvényvásárlás, az európai bírósági döntés miatti egyszeri áfavisszatérítés, MFB tőkejuttatása, az önkormányzatok, valamint a MÁV adósságvállalása) hatását.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség közel 800 millió eurót tett ki januárban.

A finanszírozási képesség mérséklődése főként az transzferegényleg mérséklődéséhez köthető, amiben az EU-transzferek decemberhez képest alacsonyabb felhasználása tükröződik. Az áru- és szolgáltatáseregényleg többlete enyhén emelkedett, összhangban a feldolgozóipari (főként járműgyártás) és vegyipari termelés (kocszgyártás, kőolaj-feldolgozás) bővülésével.

A pénzügyi mérleg adatai alapján az adósság jellegű források csökkentek, miközben a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetése kismértékben emelkedett. Januárban a pénzügyi mérleg alapján számított finanszírozási képesség 400 millió eurót tett ki, ami az adósság jellegű források kiáramlása, ezen belül is főként a konszolidált állam külső adósságának csökkenése mellett alakult ki. Az állam nettó adósságcsökkentése a tartalékok számottevő emelkedése mellett alakult ki. Ebben szerepe lehetett az év végén a bankrendszer részére nyújtott egynapos devizacsere-ügyletek lejáratának is. A bankrendszer külső adóssága enyhén emelkedett, ami az év végi jelentős csökkenés korrekciójának tekinthető. A közvetlentőke-befektetések emelkedése elsősorban a jövedelmek újrabefektetéséből származott.

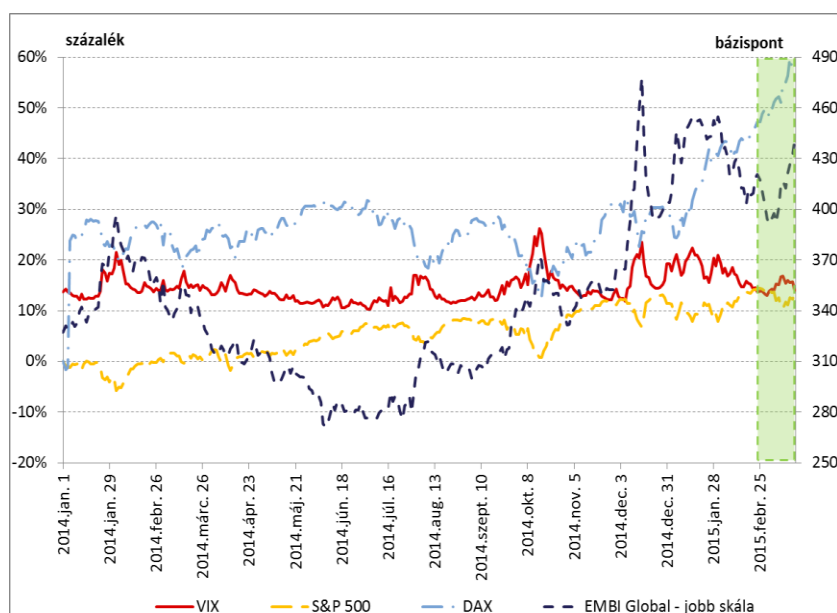
2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban több tényező is erőteljesen hatott a globális kockáztvállalási hajlandóságra a pénz- és tőkepiacokon: a görög hitelprogram 4 hónappal történő meghosszabbítása átmenetileg megnyugtatólag hatott a piacokra, ugyanakkor az orosz-ukrán helyzet törékenysége, a rendkívüli ukrán kamatemelés és a recessziós orosz gazdasági kilátások negatívan hatottak a feltörekvő piacokra. A Fed és az EKB eltérő irányultságú monetáris politikája szintén jelentős elmozdulásokat okozott bizonyos részpiacokon (11. ábra). Ennek következtében a fejlett tőzsdék mozgása szétvált az utóbbi hetekben: míg a német és japán tőzsdén a jegybanki döntések, illetve jegybanki lépésekkel kapcsolatos várakozások hatására jelentős emelkedés volt tapasztalható, addig az Egyesült Államokban az ismét felerősödő kamatemelési várakozások kedvezőtlen hatással voltak a tőzsdékre. Szintén kedvezőtlenül hatott a tengerentúli hangulatra, hogy a február folyamán stabilizálódni látszó olajárak márciusban váratlanul csökkenni kezdtek. A Fed és az EKB felől érkező jelzések, valamint a napvilágot látott kedvező amerikai makroadatok nyomán erősödő Fed-kamatemelési várakozások hatására a 10 éves amerikai és német hozamok közötti különbség tovább tágult. Ugyanakkor az időszak végén a Fed márciusi kamatdöntő ülését követő kommunikáció hatására az amerikai tőzsdék a korábban elszenvedett 2-3 százalékos esés nagy részét ledolgozták, és összességében csak enyhén, 1 százalék alatti mértékben csökkentek.

A fejlett részvénypiaci volatilitást mérő VIX-index hasonló mozgást mutatott: a tőzsdei mérséklődéssel párhuzamosan 2,5 százalékkal emelkedett, majd a Fed-ülést követően csaknem az időszak eleji szintjére csökkent vissza. A feltörekvő kötvénypiac kockázatosságát tükröző EMBI Global mutató viszont egy átmeneti csökkenést követően az időszak második felében 440 bázispont fölé – január végén tapasztalt szintjére – emelkedett, ami arra utal, hogy a feltörekvő piaci feszültségek (orosz-ukrán krízis), valamint a Fed kamatemelésével kapcsolatos várakozások továbbra is negatívan hatnak a feltörekvő kötvénypiacca kapcsolatos befektetői hangulatra. Eközben a német tőzsdeindex több mint 7,5, a japán Nikkei pedig 5,5 százalékkal tudott emelkedni az EKB lépése és a Bank of Japan részéről várt lazító jelzések hatására. A japán jegybank március közepi ülésén a gazdaságra és inflációs pályára vonatkozó optimista hangvételével az újabb monetáris stimulussal kapcsolatos felfokozott piaci várakozásokat hűteni igyekezett, azonban a tokiói tőzsde emelkedését ez sem tudta lassítani.

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



A fejlett régiók jegybankjainak divergáló monetáris politikája nyomán a dollárárfolyam jelentősen felértékelődött mind a feltörekvő devizákkal, mind az euróval szemben, melynek hatására az euro/dollár keresztárfolyam 13 éves mélypontjára süllyedt. Az amerikai tízéves hozam az időszak nagy részében emelkedett, majd a Fed ülését megelőző néhány napban és azt követően már csökkent, így a vizsgált időszak alatt összességében csak enyhén, 5 bázisponttal nőtt, míg a német 10 éves hozam az EKB eszközvásárlási programjának márciusi kezdete után történelmi mélypontra, 0,2 százalék alá süllyedt. A 10 éves periféria hozamok a vizsgált időszakban 15-45 bázisponttal csökkentek, miközben a görög hosszú hozam összességében 280 bázisponttal emelkedett, ami arra utal, hogy a piacokat nem nyugtatta meg tartósan a görög hitelprogram átmeneti kiterjesztése. Ezt támasztja alá az a tény is, hogy a piaci szereplők körében februárban végzett felmérés szerint januárhoz képest nőtt azoknak a száma, akik a következő 12 hónap során arra számítanak, hogy Görögország kilép az euroövezetből.

Az USA-ból érkező makrogazdasági adatok vegyes képet mutattak. Az amerikai infláció januári értéke a vártnál nagyobb mértékben süllyedt, és nemcsak az előző hónaphoz képest, hanem immár éves alapon is negatív értéket mutatott. A kiskereskedelmi értékesítések visszaesése, a fogyasztói bizalmi indexek csökkenése, a bérek stagnálása, valamint az előzetes adatközlésnél kissé gyengébb, 2,2 százalékos 2014. negyedik negyedévi GDP-adat abba az irányba mutathat, hogy a Fed továbbra is kívár a kamatemeléssel, amíg a gazdasági adatok egyértelműbb képet nem

sugallnak. Ugyanakkor több jel is arra utal, hogy a főként az energiaár-esés hajtotta dezinfláció átmeneti lesz. Továbbá a piacon kiemelt jelentőséget tulajdonítanak a havi foglalkoztatottsági, illetve munkanélküliségi adatnak, amelyek hónapok óta javuló tendenciát mutatnak (a legfrissebb adatok szerint az amerikai munkanélküliség 5,5 százalékra süllyedt), így az elmúlt időszakban a piacon fokozódó kamatemelési várakozásokat leginkább ezek hajtották. A piaci szereplők várakozásai az FOMC-ülés előtt egy korábbi, szeptember helyett esetleg már júniusi első kamatemelés irányába mutattak. A márciusi FOMC kamatdöntő ülésen a Fed egyértelműen utalt rá, hogy egy áprilisi kamatemelés esélye igen csekély, ugyanakkor a kamatemelés időpontjára nem adott további iránymutatást, a közlemény megfogalmazása továbbra is igen óvatosnak nevezhető. A piaci hangulat javulását nem ez, hanem a negyedévente megjelenő makrogazdasági prognózis okozta, amelyben az FOMC-tagok várható kamatpályára vonatkozó előrejelzése is szerepel, ebből pedig az derült ki, hogy decemberhez képest a tagok a következő 2 évre érdemben alacsonyabb kamatpályával számolnak. A kamatpályára vonatkozó döntéshozói medián előrejelzés az idei év végére 0,625 százalék, míg 2016 végére 1,875 százalék, decemberben ez a két érték még 1,125 és 2,5 százalék volt.

Az eurozónából többségében kedvező adatok érkeztek, a legfrissebb adatok alapján úgy tűnik, hogy az infláció további csökkenése megállt. A januári -0,6 százalékos érték után a februári előzetes adatközlés szerint 0,3 százalékkal csökkentek az árak az eurozónában. A negyedik negyedéves GDP-adat a vártak megfelelően 0,9 százalékon alakult. Pozitív meglepetést keltett viszont mind az ipari termelés januári alakulása, mind az eurozónás kiskereskedelmi forgalom várakozásokat jelentősen meghaladó értéke. Emellett a Sentix befektetői hangulatindex hónapok óta folyamatosan emelkedő értéke is arra utal, hogy jelentősen javultak az üzleti környezetre vonatkozó várakozások az euroövezetben. Az EKB március eleji ülésén közzétette az eszközvásárlási programjának részletes feltételeit, majd március 9-én megkezdte a tényleges kötvényvásárlásokat is. Egyebek mellett kiderült, hogy a betéti ráta mértékéig negatív hozamú kötvényeket is vásárol az EKB (illetve a nemzeti jegybankok).

Az olaj ára a februári stabilizálódást, illetve enyhe emelkedést követően márciustól ismét csökkenni kezdett, és 5-10 százalékot veszített értékéből a dollár folyamatos erősödése mellett. A csökkenéshez hozzájárulhatott a várakozásokat érdemben meghaladó amerikai olajkészletekről szóló hír, valamint az a napvilágot látott információ, amely szerint az OPEC-

országok egyelőre nem csökkentik a kitermelési kvótájukat. A Brent típusú olaj ára 58,6-ról 55 dollárra, míg a WTI típusúé 49,3-ról 43,4 dollárra, azaz a januári mélypont alá csökkent.

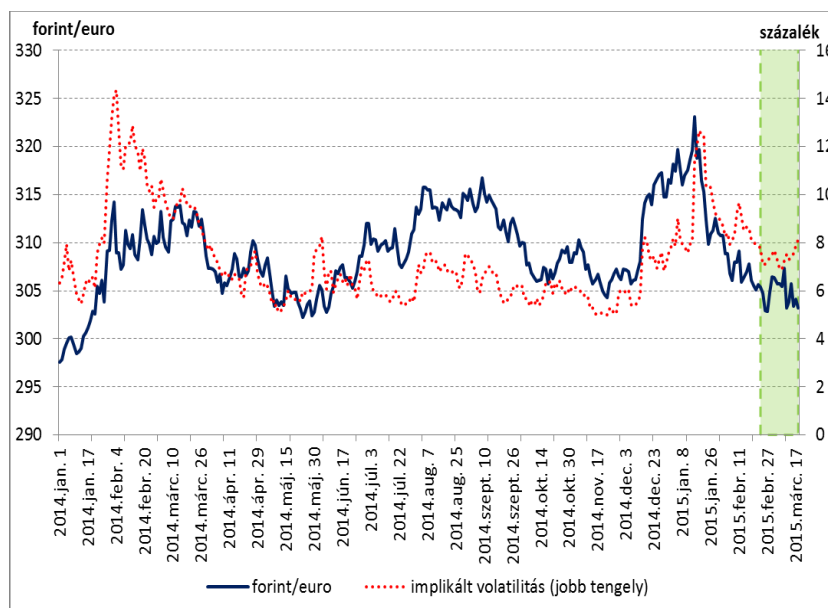
Az orosz-ukrán tűzszünet törékenysége, és a régióból érkező kedvezőtlen hírek továbbra is nyomasztólag hatnak a térség megítélésére. Az ukrán jegybank február végén a hrvnya folytatódó zuhanását látva 19,5-ről 30 százalékra emelte az irányadó kamatot. Az ukrán helyzet súlyosságára utal, hogy a korábban előzetesen egyeztetett, 17,5 milliárd dolláros, 4 évre szóló nemzetközi hitelmegállapodás kapcsán az IMF márciusban bejelentette, hogy a keretből 5 milliárd dollárt azonnal folyósítanak Ukrajna részére. Nem sokkal később olyan értesülések láttak napvilágot, melyek szerint Ukrajna az adósságátütemezéssel kapcsolatos tárgyalásokba kezdett a hitelezőivel. Az IMF szakértői prognózisa alapján az idén 5,5 százalékkal zsugorodhat az ukrán gazdaság, igaz, jövőre már enyhe növekedéssel kalkulálnak. Közben a Moody's Baa3 kategóriából Ba1 kategóriába rontotta az orosz adósbesorolást. Így Oroszország már két nagy hitelminősítőnél (S&P, Moody's) is elvesztette befektetésre ajánlott státuszát.

2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása

Az előző kamatdöntés óta a hazai pénzügyi piaci folyamatok elsősorban a nemzetközi tényezők mozgatták, ugyanakkor országspecifikus eredetű hatások is kimutathatók.

A forint/euro árfolyam nagyrészt a 305-ös szint körüli ± 1 százalékos sávban ingadozott az elmúlt 4 hétben (12. ábra). Az időszak végére közel 1,2 százalékkal erősödött a forint. A forintéhoz hasonló pályát írt le a lengyel zloty is. Az euro/forint 1 hetes implikált volatilitás kis mértékben emelkedett. Az általános dollárerősödés közepette az amerikai fizetőeszközzel szemben közel 5,3 százalékot értékelődött le a forint, ami megfelelt a régiós folyamatoknak. A svájci frankkal szemben 0,6 százalékot veszített erejéből a forint.

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

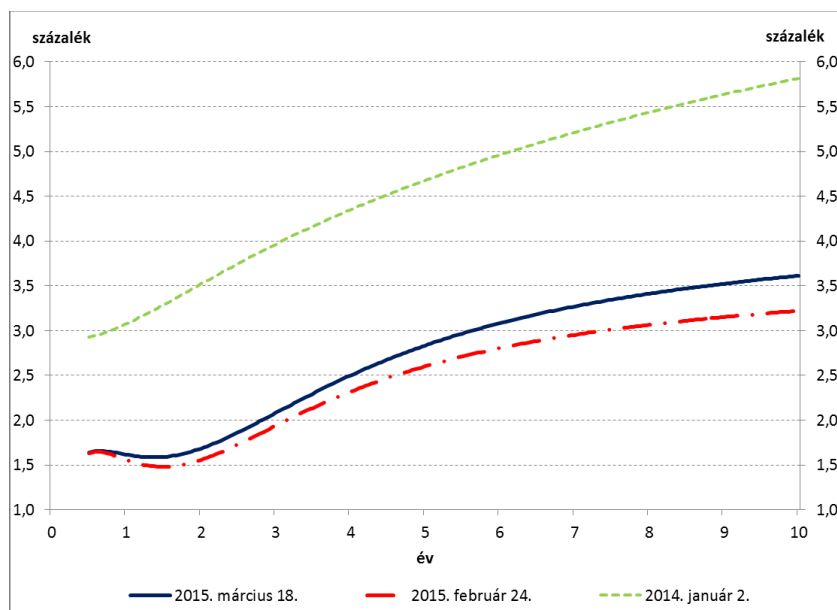


A hazai 5 éves CDS-felár az időszak eleji 126 bázispontról 137 bázispontra emelkedett. Az emelkedést a dekompozíciós felbontás nagyrészt országspecifikus faktorra vezeti vissza és csak kis részben nemzetközi tényezőkre.

Március 20-án az S&P BB+-ra javította az adóbsesorolást stabil kilátás mellett, ezzel mindhárom hitelminősítőnél azonos szinten áll Magyarország besorolása. A hitelminősítő szerint Magyarország külső sérülékenysége csökkent a globális pénzügyi válság kirobbanása óta, az ország ellenállóbb lett a potenciális külső sokkokkal szemben.

Az állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége nőtt az előző kamatdöntés óta (13. ábra). A 3 hónapos DKJ másodpiaci hozama továbbra is az alapkamat alatt, 1,54 százalékon található, ami 5 bázispontos süllyedést jelent az előző kamatdöntés óta. Az éven túli lejáratokon átmenetileg 15-50 bázispontos növekedés volt látható a hozamokban, ami a Fed kamatdöntés után a 10 éves hozamot leszámítva teljes mértékben korigálódott. A 10 éves hozam esetében az időszak végi süllyedéssel együtt is 19 bázisponttal található magasabban, mint az előző kamatdöntés idején. A régióban Lengyelországban és Romániában volt tapasztalható kisebb mértékű, átmeneti hozamemelkedés (19-32 bázispont) a 10 éves benchmarkban, Szlovákiában és Csehországban jellemzően folyamatosan csökkentek a hozamok.

13. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

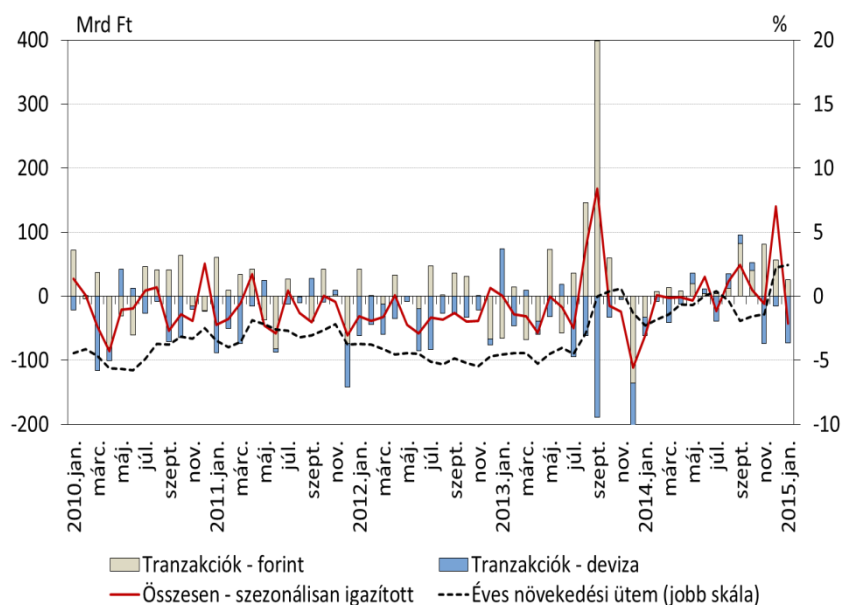


Az időszak során a rövid állampapír aukciókon lényegében változatlanok voltak az átlaghozamok. A 3 és 12 hónapos kincstárjegy aukcióin az átlaghozam nem változott számottevően az időszak során, a kereslet egy 3 hónapos aukciót leszámítva másfélszeres volt. Össességében egy esetben az alacsony kereslet következtében a tervezett mennyiség 10 milliárd forintos visszavágására kényszerült az ÁKK. A fix kamatozású, hosszabb futamidejű kötvények aukcióján vegyes volt a kereslet és összességében a meghirdetettől 5 milliárd forinttal kisebb mértékben vont be forrást az ÁKK. A hozamok a 3 éves szegmensben változatlan szinten alakultak, az 5 éves futamidőn mérséklődtek, míg a 10 éves lejáraton enyhén emelkedtek. Az öt éves változó kamatozású papír esetében 10 milliárd forinttal emelte meg a kibocsátást az Államadósság Kezelő Központ.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

Januárban a hitelintézeti szektor vállalati hitelállománya összesen mintegy 47 milliárd forinttal mérséklődött tranzakciós alapon (14. ábra). Devizális bontás szerint a forinthitelekben 26 milliárd forintos növekedés, míg a devizahitelekben 73 milliárd forintos csökkenés volt megfigyelhető. A teljes hitelintézeti szektor új vállalati hiteleinek bruttó összege 152 milliárd forintot tett ki januárban, amely decemberhez és az előző év azonos időszakához képest is alacsony mértékű új kihelyezést jelent. Az NHP keretében januárban mindössze 17 milliárd forint értékben kötöttek szerződéseket. Az NHP új kihelyezéseiben tapasztalt visszaesés elsősorban szezonálisra vezethető vissza, ugyanakkor a szerződéskötések értéke mintegy 50 százalékkal meghaladja a 2014. januári új kihelyezést.

14. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Januárban a háztartások a teljes hitelintézeti szektorral szemben nettó hiteltörlesztők voltak, a tranzakciós mérséklődés mintegy 27 milliárd forintot tett ki (15. ábra). A hitelállomány mérséklődését továbbra is a devizahitelek leépülése eredményezi. A forinthitelek esetében a folyósítások meghaladták a törlesztéseket, így a tranzakció alapú állománynövekedés mintegy 10 milliárd forint volt januárban. Az éves állományleépülési ütem a decemberi 4 százalékról 3,8 százalékra csökkent. A teljes hitelintézeti szektor bruttó háztartási hitelkihelyezése az előző év azonos időszakához képest 29 százalékkal nőtt, januárban mintegy 39 milliárd forintot tett ki. A lakáscélú hitelek új kibocsátása nem mutatott visszaesést annak ellenére, hogy életbe lépett a

jövedelemarányos törlesztőrészlet és a hitelfedezeti arányok szabályozásáról szóló MNB-rendelet.

15. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele

