



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2015. február

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



Közzététel időpontja: 2015. március 11. 14 óra

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

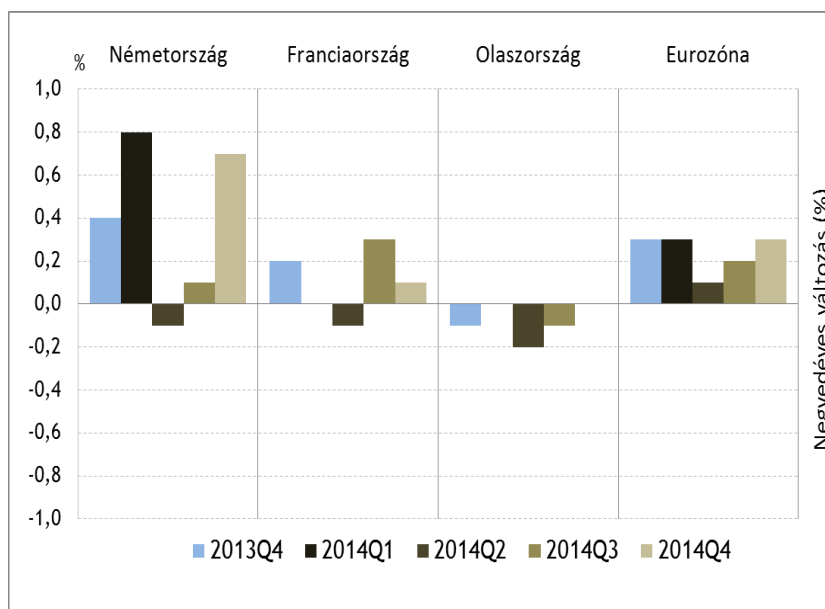
1. MAKROGAZDASÁG

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

A 2014. negyedik negyedéves GDP adatok a várakozásoknak megfelelően alakultak felvevőpiacainkon, így az idei növekedési kilátások is a korábban várt pályának megfelelően alakulhatnak. A növekedés továbbra is törékeny és kétirányú kockázatok övezik. 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.

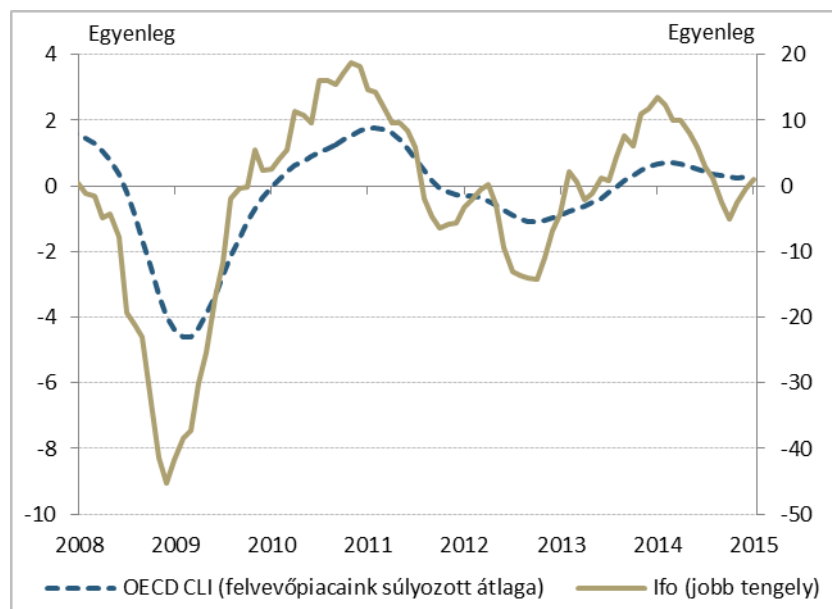
1. ábra: Negyedéves GDP növekedési ütemek az eurozónában



2014 negyedik negyedévében 0,3 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves alapon (1. ábra). A beérkezett havi termelési adatok a térség gazdasági aktivitásának kismértékű élénkülését mutatják. Az előretekintő konjunktúraindikátorok mérsékleten javuló

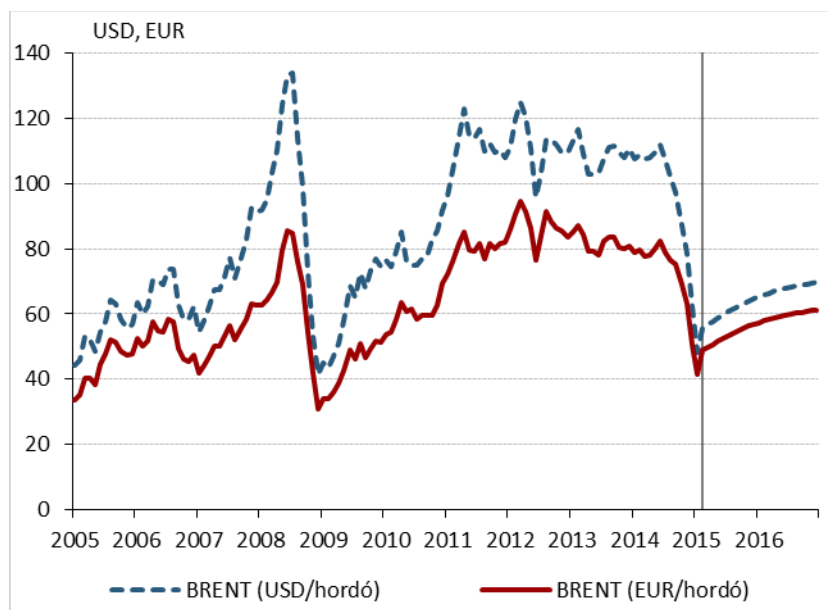
teljesítményt vetítenek előre. A gazdasági aktivitást továbbra is negatívan befolyásolta a feszült geopolitikai helyzet: a növekvő bizonytalanság és a kétoldalú, egyre kiterjedtebb gazdasági szankciók visszafogják a gazdasági aktivitást. Emellett azonban a korábbi negyedekben látott lassulást követően a negyedik negyedévben folytatódott a mérsékelt ütemű gazdasági bővülés. Magyarország legfontosabb exportpartnerének számító német gazdaság vártnál kedvezőbb negyedéves teljesítményt mutatott, ami az egész eurozóna gazdaságát pozitívan befolyásolta. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) tovább emelkedtek 2015 elején (2. ábra), és az ipari rendelésállomány is kedvezően alakult a tavalyi év végén, így előretekintve folytatódhat a lassú konjunkturális javulás.

2. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



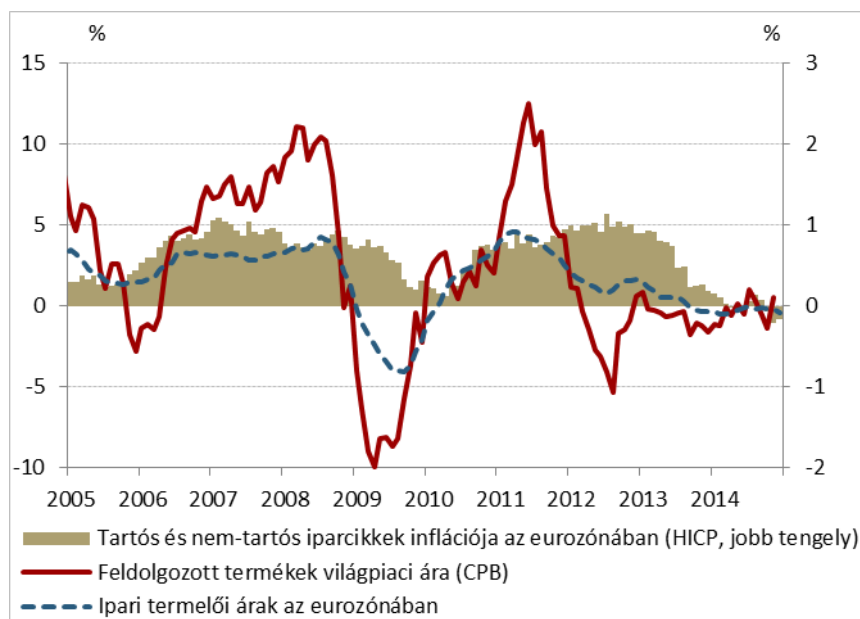
A régió teljesítménye kedvezően alakult a negyedik negyedévben, ám az elmúlt hónapok havi indikátorai alapján a térségben is lassult az ipari kibocsátás. Az orosz-ukrán konfliktus negatív hatása eddig csak korlátozottan érinthette a régiós növekedési folyamatokat, ám a várhatóan jelentősen zsugorodó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

3. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



A világpiac felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge. A mérsékelt nyersanyagárak és a lassan növekvő világgazdaság együttesen mérséklék az inflációt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak (az eurozóna esetében januárban -0,6 százalék volt az éves infláció). Az elmúlt hetekben a kőolaj világpiaci ára emelkedett és a hónap közepén 60 dollár körül alakult, melyet az amerikai kitermelés mérséklődése magyarázhat (3. ábra). 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 és a nyers élelmiszerek világpiaci árában továbbra is mérsékelt dinamikát figyelhetünk meg. A feldolgozott termékek világpiaci árai továbbra is visszafogottan alakultak (4. ábra).

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



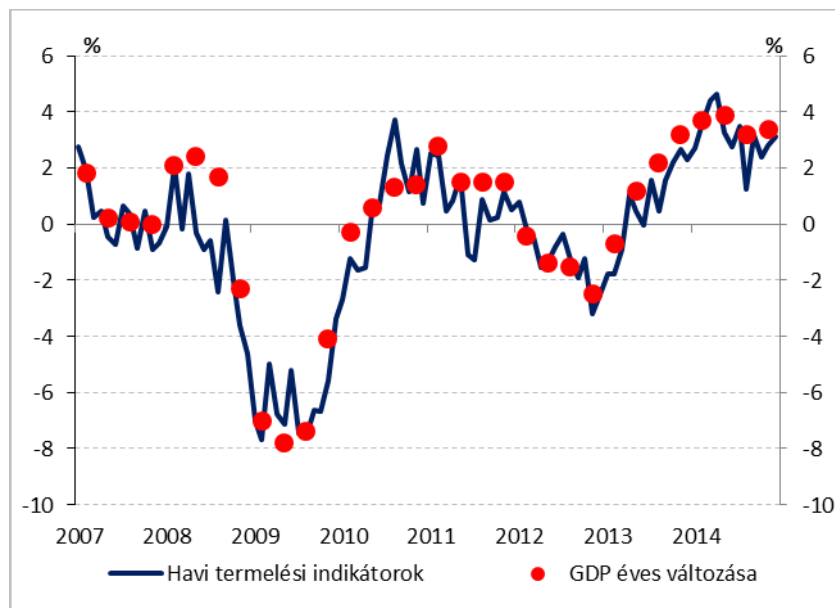
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

1.2.1. Gazdasági növekedés

2014 negyedik negyedében folytatódott a hazai gazdaság növekedése. Előzetes adatok alapján a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 3,4 százalékkal nőtt, az előző negyedévhez képest pedig 0,9 százalékos emelkedés történt.

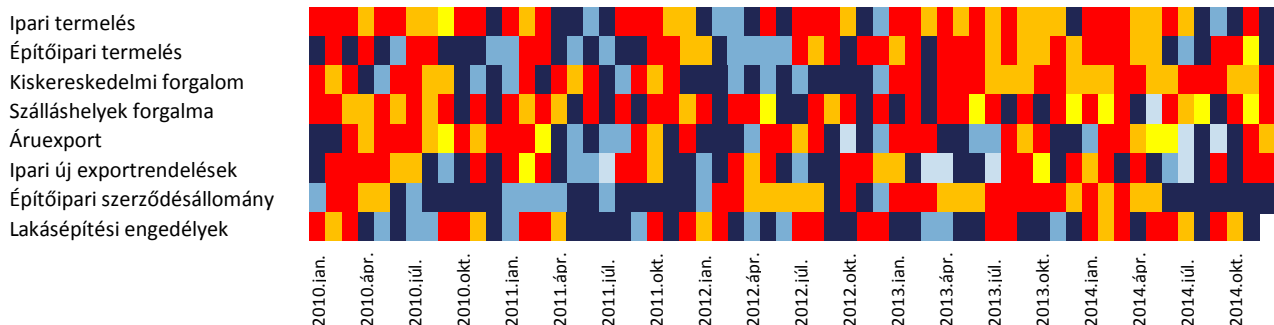
A gazdasági növekedés gyorsult a tavalyi év utolsó negyedében (5. ábra). Az ipar és az építőipar az első félévinél kisebb mértékben, de továbbra is pozitívan járulhatott hozzá a bruttó hazai termék alakulásához, ugyanakkor emelkedhetett a mezőgazdaság hozzájárulása. A belső kereslet élénkülésével párhuzamosan a piaci szolgáltatások széles körében szintén bővíthetett a hozzáadott érték.

5. 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.

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.

Decemberben éves összevetésben 7,1 százalékkal, munkanaphatástól tisztítva 4,6 százalékkal bővült az ipari termelés. A kibocsátás volumene az előző negyedévhez viszonyítva 1,1 százalékkal esett vissza 2014 negyedik negyedévében, míg 2014 egészében az ipari termelés 7,6 százalékkal növekedett. A feldolgozóipari alágazatok termelése jellemzően enyhén bővült vagy stagnált, azonban a nagy súlyú járműgyártás kibocsátása 2,1 százalékkal esett vissza, amely az év végi gyárleállásokhoz volt köthető. A visszafogott európai konjunktúra és az orosz-ukrán konfliktus

negatívan befolyásolhatták a régió ipari konjunktúráját, így 2014 második felében általánosan lassult az ipari termelés dinamikája (6. ábra). Az előretekintő indikátorok azonban összességében javuló kilátásokat jeleznek.

A külkereskedelmi áruforgalom stabilan alakult decemberben. A kivitelt euróban számított értéke 9,2, az importé 7,8 százalékkal emelkedett előző év azonos időszakához viszonyítva, így a külkereskedelmi mérleg többlete 97 millió euróval haladta meg a bázisidőszakit. A mérsékelt olajárak 2015 első felében javíthatják az áruforgalmi cserearányt.

2014 decemberében **éves alapon 2,2 százalékkal, szezonálisan és munkanaphatással kiigazítva havi alapon 6,4 százalékkal mérséklődött az építőipari termelés. 2014 negyedik negyedévében az építőipar teljesítménye 0,7 százalékkal esett vissza** az előző negyedévhez viszonyítva. 2014-ben az építőipari termelés jelentős bővülése jellemzően az EU forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházásokhoz kapcsolódott, amely elsősorban a 2014 első felében befejezett és átadott projektekhez volt köthető. Az **új rendelkezések folyamatos visszaesése** is alátámasztja a 2007-2013-as programozási periódus végéhez közeledve fokozatosan kifutó uniós forrásokból finanszírozott beruházások alakulását.

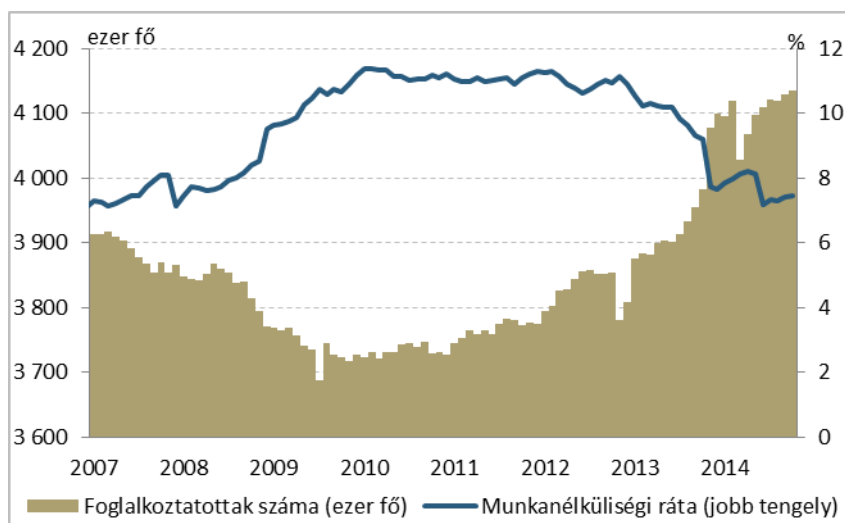
A fogyasztási kereslet tovább bővíthetett a negyedik negyedévben, amelyet a javuló munkaerőpiaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyarázhat. Decemberben az előzetes adatok alapján folytatódott a kiskereskedelmi forgalom bővülése, 5,6 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának szintjét. Az olajárak és ezen keresztül az üzemanyagárak jelentős mérséklődése élénkítheti a nem-üzemanyag jellegű termékek kiskereskedelmi forgalmát.

A decemberi előrejelzés alappályája a kiegyensúlyozott szerkezetű gazdasági növekedés folytatódását vetíti előre. 2014 egészében 3,5 százalékkal növekedhetett a gazdaság. Előretekintve negyedéves alapon kismértékben lassulhat a növekedés, amit részben egyedi hatások magyarázhatnak. A növekedést támogatja az élénkülő belső kereslet, a laza monetáris kondíciók, 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 fékezheti azt.

1.2.2. Foglalkoztatás

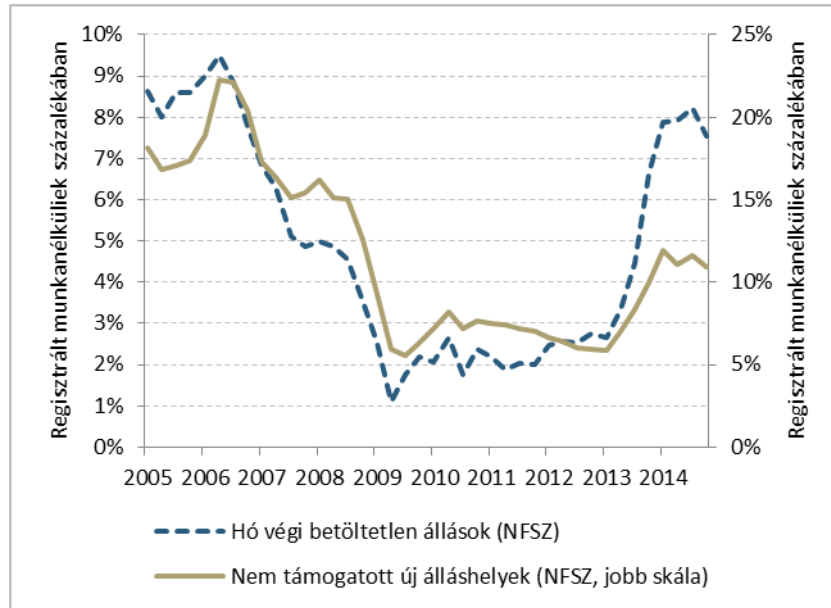
A Munkaerő-felmérés adatai alapján **a negyedik negyedévben 4,3 százalékkal nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma az előző év azonos időszakához viszonyítva**. Az előzetes adatok szerint csökkent a versenyszféra foglalkoztatása az előző negyedévhez képest, amit a piaci szolgáltatásokban történt visszaesés magyarázhatott. Az államháztartásban foglalkoztatottak száma emelkedett. A **szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta az év utolsó hónapjában 7,5 százalék volt** (7. ábra).

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



A negyedik negyedévben csökkent mind az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek, mind pedig a betöltetlen álláshelyek száma az előző negyedévhez képest. A munkapiac továbbra is feszesebbnek tekinthető, mint 2013 év elején, ugyanakkor a feszesedés 2014-ben megállt (8. ábra).

8. ábra: A munkapiaci feszességet mérő mutatók



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

1.3. Infláció és bérek

1.3.1. Bérezés

Decemberben a bruttó átlagkeresetek a versenyszférában 5,6 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. Ez jelentős gyorsulást jelent a novemberi adathoz képest, ugyanakkor az év egészét tekintve a bérindex 4,3 százalék volt, ami megfelelt az előrejelzéseinknek. A bruttó átlagkeresetek dinamikája mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatásokban gyorsult az elmúlt hónapokhoz képest. A prémium-kifizetések az előző évhez hasonlóan alakultak mindkét szektorban. A teljes nemzetgazdaságban a bruttó átlagkeresetek 3 százalékkal emelkedtek 2014-ben.

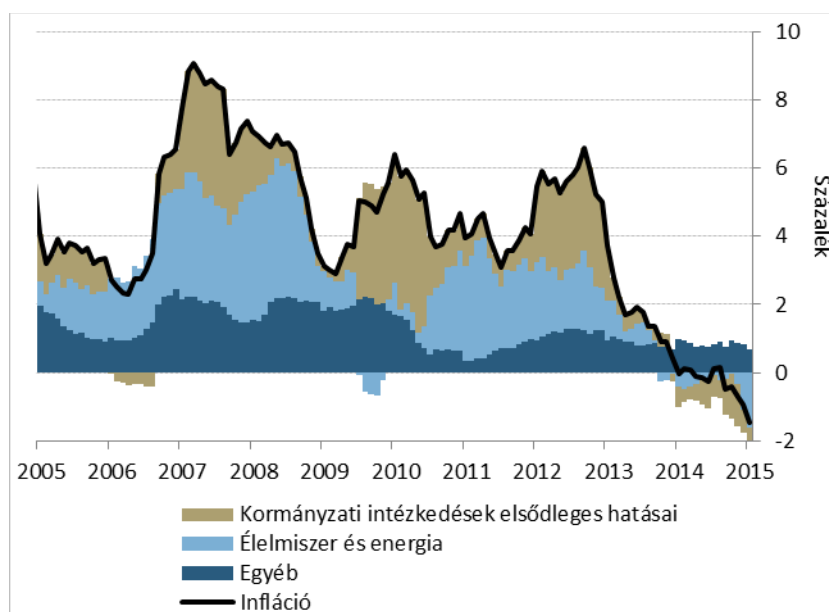
A piaci szolgáltatások alacsony árindexe alapján növekedett a valószínűsége a másodkörös inflációs hatások kialakulásának, de ezt a decemberi béradat némileg ellensúlyozhatta.

A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számított versenyszféra fajlagos munkaköltségének üteme a harmadik negyedévben emelkedett.

1.3.2. Inflációs folyamatok

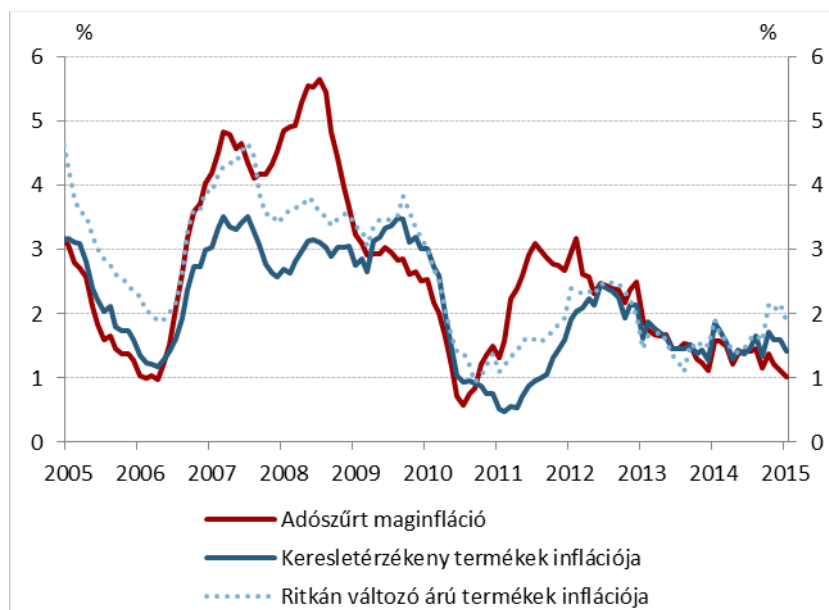
2015 januárjában az infláció –1,4, a maginfláció 0,7 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1 százalékos értéket mutatott (9. ábra). Az infláció esetében a csökkenést elsősorban az üzemanyag, míg a maginfláción belül a piaci szolgáltatások árindexének mérséklődése okozta.

9. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója



A mérsékelt inflációs alapfolyamatokhoz az olajár számottevő csökkenése, a visszafogott keresleti folyamatok, a várakozások alkalmazkodása, valamint az alacsony importált infláció egyaránt hozzájárulhattak az elmúlt hónapokban (10. ábra). 2014 decemberében a mezőgazdasági termelői árak éves alapon 6,6 százalékkal csökkentek, a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai pedig 0,9 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Januárban az üzemanyagok ára érdemben tovább csökkent az előző hónaphoz képest a dollárban kifejezett olajárak mérséklődése 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 egyre enyhébb mértékben.

10. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása (százalék)

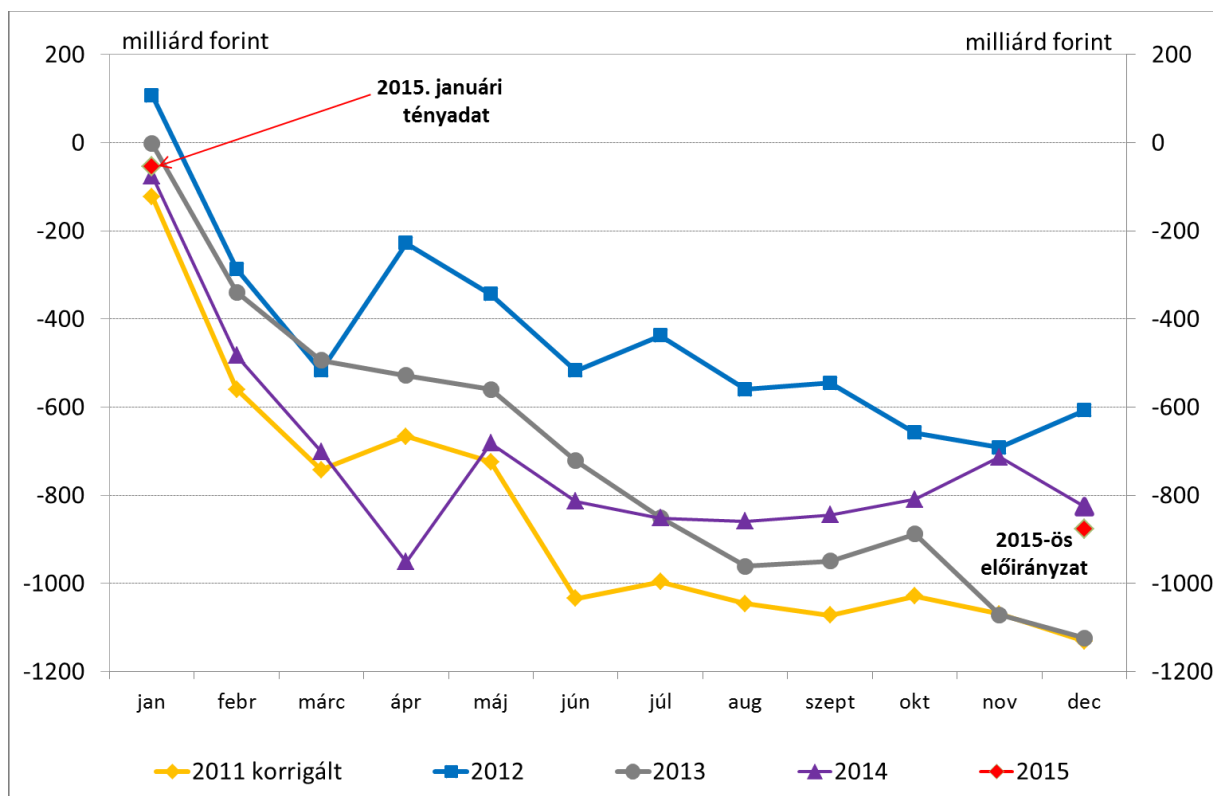


Rövid távon 0 százalék alatt maradhat az infláció. A beérkezett januári infláció elmaradt a decemberi Inflációs jelentésben szereplő várakozástól, melyet döntően a vártnál alacsonyabb élelmiszer-, illetve üzemanyagárak, kisebb részben a piaci szolgáltatások áralakulása magyaráz. Az elmúlt időszakban történt olajár-csökkenés következtében még a következő hónapokban is számíthatunk negatív értékekre.

1.4. Költségvetési folyamatok és a 2014. évi államháztartási egyenleg

Az államháztartás központi alrendszere 2015 januárjában 54 milliárd forintos hiánnyal zárt, ami enyhén nagyobb a megelőző négy év azonos időszakának átlagánál, azonban kedvezőbb a tavalyi 75 milliárdos deficitnél (11. ábra). Ezen belül a központi költségvetés 104 milliárd forintos hiánnyal, míg az elkülönített állami pénzalapok 15 milliárdos, a társadalombiztosítási alapok pedig 35 milliárdos többlettel zártak.

11. ábra: Az államháztartás központi alrendszerének 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 adósságátvállalása) hatását.

A **központi alrendszer bevételei** 2015 januárjában 55 milliárd forinttal alakultak kedvezőbben a 2014. évi bázisnál. A bevételi többlet elsősorban a jövedéki adó, valamint a társadalombiztosítási adó- és járulékbévételek alakulásának köszönhető.

A **jövedéki adóból** származó 79 milliárd forintos bevétel számottevően (14 milliárd forinttal) meghaladta a tavalyi bázist. Ezt elsősorban az üzemanyagból származó jövedéki adóbevétel-többlet okozhatta, ami feltételezhetően az olajár csökkenésével párhuzamosan megemelkedett kereslettel magyarázható. Az üzemanyagok esetében ugyanis a jövedéki adó alapja nem az ár, hanem a mennyiség, így ha az árcsökkenés hatására emelkedik a fogyasztás, az többletbevételt jelent a költségvetés számára.

A **központi alrendszer kiadásai** idén januárban 34 milliárd forinttal meghaladták a 2014 azonos időszaki értéket, annak ellenére, hogy a nettó kamatkidadások 50 milliárddal kedvezőbben alakultak. Ennek oka, hogy az elsődleges kiadási tételek összesen – az EU-s támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások miatt – számottevően magasabban alakultak a bázisnál.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség mintegy 1,1 milliárd eurót tett ki. A historikus csúcst elérő külső egyensúlyi többlet főként az EU-transzferek év végén megugró felhasználásához kötődött, ugyanakkor a külkereskedelmi többlet is korábban nem tapasztalt szintre emelkedett.

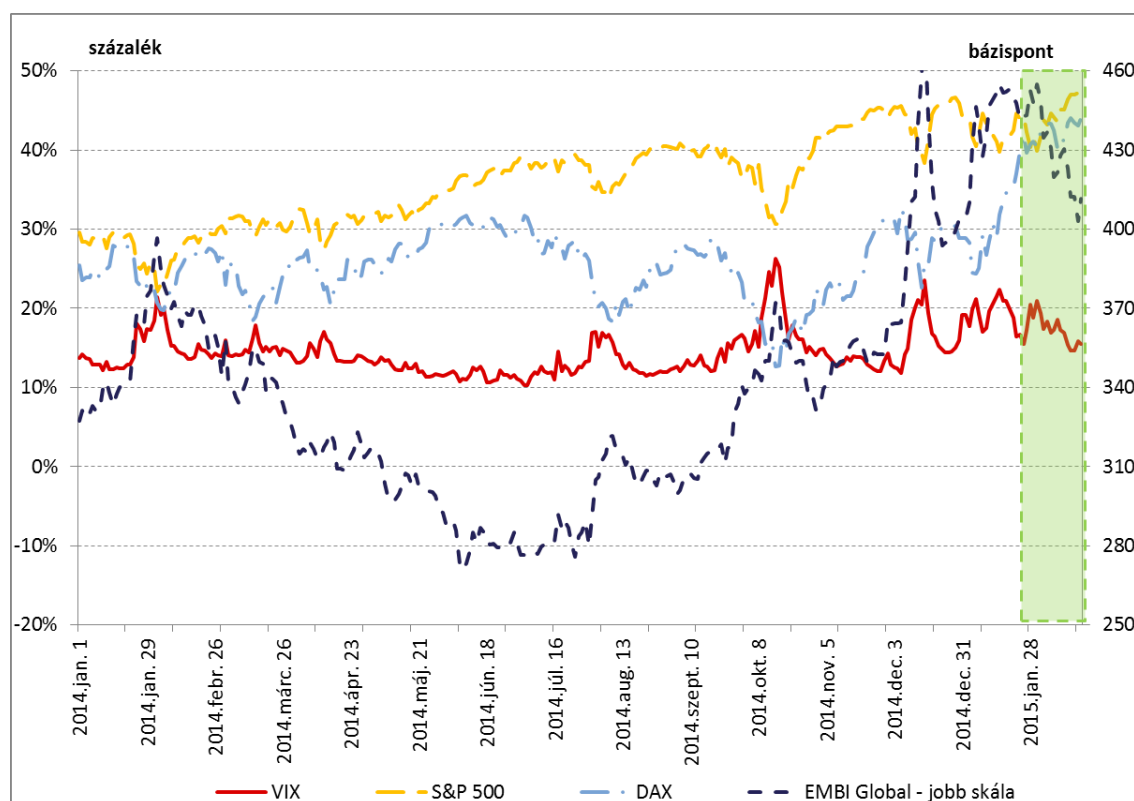
A pénzügyi mérleg adatai alapján az adósság jellegű források nagymértékben csökkentek, miközben a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetése enyhén emelkedett. Decemberben a pénzügyi mérleg alapján számított finanszírozási képesség 1,6 milliárd eurót tett ki, ami az adósság jellegű források hasonló mértékű kiáramlása, ezen belül is főként a bankrendszer külső adósságának csökkenése mellett alakult ki. A csökkenés egy része a bankok év végi mérlegmenedzsmentjéhez köthető, és így a csökkenés egy része vélhetően csupán átmenetinek tekinthető. A bankok mellett a vállalatok is csökkentették külső adósságukat, míg az MNB-vel konszolidált államháztartás kismértékben növelte külföldi forrásait. Az FDI jellegű források esetében közel 100 millió eurós nettó beáramlás történt.

2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban több tényező is erőteljesen hatott a globális kockázatvállalási hajlandóságra a pénz- és tőkepiacokon. Jelentős volatilitást okozott az új görög kormány és az EU közötti egyeztetéseket övező bizonytalanság, amely összességében negatívan hatott a piaci hangulatra. Ugyancsak piacbefolyásoló hatásúak voltak az amerikai és európai makrogazdasági adatok, valamint a február elején meginduló olajár-emelkedés. Az orosz-ukrán krízis, illetve tűzszüneti tárgyalások, az ukrán jegybank rendkívüli, 550 bázispontos kamatemelése, valamint az orosz jegybank meglepetést okozó kamatcsökkentése szintén **számonként volatilitással járt** (12. ábra). A fejlett részvénypiaci volatilitást mérő VIX-index a görög feszültségek és az orosz kamatvágás hatására január utolsó napjaiban 21 százalékkal emelkedett, majd fokozatosan 15 százalékkal csökkent az időszak végére. A feltörekvő kötvénypiac kockázatoságát tükröző EMBI Global mutató szintén enyhén megemelkedett január végén, de innen február közepére 30 bázisponttal lejjebb került, ami a feltörekvő régióval kapcsolatos feszültségek mérséklődésére utal. Ehhez hozzájárulhatott az orosz-ukrán tűzszüneti megállapodás híre, az IMF újabb, Ukrajnával kötött hitel-megállapodása, valamint Görögország és az EU közötti tárgyalások, amelyek kapcsán a piacon egy kompromisszumos megoldásra számítanak. A főbb amerikai és európai tőzszeindexek összességében 1-4 százalékkal emelkedni tudtak. A Brent olajár február elejétől megfigyelhető, mintegy 17 százalékos növekedése (elérve a hordónkénti 60 dollárt) szintén kedvezően hatott a piaci hangulatra.

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



Az USA-ból érkező makroadatok vegyes képet mutattak. Kedvezőtlenül fogadta a piac a lakossági fogyasztás decemberi visszaeséséről közölt statisztikát, amely arra utal, hogy a lakosság a csökkenő benzinárak mellett sem növelte vásárlásait a karácsonyi szezonban. A kiskereskedelmi értékesítések tovább csökkentek januárban. A januári ISM feldolgozóipari beszerzésimenedzser-index értéke az előző havi, egyébként lefelé revideált adat után tovább csökkent, a némileg romló kilátásokat tükrözve. Ugyancsak negatív hatású volt a gyáripari rendelésállományban bekövetkezett legutóbbi csökkenés, amely több hónapja tart és lassuló feldolgozóipari aktivitásról tanúskodik. Ugyanakkor a munkaerőpiacról igen kedvező adatok érkeztek, a magánszektorbeli új álláshelyek száma januárban jóval meghaladta a várakozásokat, sőt a novemberi és decemberi számokat is nagymértékben felfelé revideálták. A képet némileg árnyalja, hogy a munkanélküliség 5,6-ról 5,7 százalékra emelkedett, de a piaci várakozások alapján a mutató további trendszerű csökkenése a legvalószínűbb 2015-ben.

Az eurozónából többségében kedvező adatok érkeztek, bár az infláció tovább esett, a GDP-adat pozitívan alakult. Közzétették a teljes eurozónára vonatkozó inflációs mutatót, amelynek januári

értéke -0,6 százalékon alakult éves alapon, szemben az elemzők által várt -0,5 százalékkal és a decemberi -0,2 százalékos értékkel. Ugyanakkor az üzleti bizalmi indexek várakozásokat felülmúló értékei és a feldolgozóipari beszerzésimenedzser-index enyhe növekedése az eurozóna növekedése szempontjából kedvező jelként értékelhető. A negyedik negyedéves GDP-adat is ebbe az irányba mutatott: az euroövezet egésze éves alapon a harmadik negyedévhez képest nagyobb mértékben bővült, amiben szerepet játszhatott a vártnál erősebb német és spanyol növekedési adat is.

A jegybanki bejelentések piacmozgató hatásúak voltak az elmúlt időszakban. Az EKB bejelentette, hogy február 11-től nem fogadja el fedezetként a görög állampapírokat monetáris politikai műveletei során, ami váratlanul érte a piacokat. Ennek megfelelően az első reakciók negatív hatásúak voltak: a 3 éves görög hozam 300 bázispontos megugrással reagált a hírré, az euro pedig fél százalékot gyengült a bejelentés nyomán. Az EKB közleményében azzal indokolta lépését, hogy bizonytalanná váltak a Görögország és főbb hitelezői között kötendő megállapodás kilátásai. A görög pénzügyi tárca erre reagálva leszögezte, hogy az ország bankrendszere teljes mértékig védve van a görög jegybank által biztosított vészhelyzeti likviditási támogatás (ELA) révén. A periféria hozamokra csak korlátozottan hatott a Görögországgal kapcsolatos bizonytalanság, az olasz, spanyol, ír tízéves hozamok mindössze 5-20 bázisponttal emelkedtek, míg a portugál hozam kismértékben csökkent. Összességében a Görögországgal kapcsolatos megítélést folyamatos ingadozás jellemezte, amely megmutatkozott a CDS-felár, a hozamok és az athéni tőzsdeindex volatilis mozgásában is. Az 5 éves görög CDS-felár az időszak közepi 330 bázispontos megugrást követően rövid időre visszacsökkent, majd az eurocsoporttal folytatott sikertelen görög tárgyalások alatt ismét jelentősen megemelkedett. A görög tőzsde szintén rendkívül volatilis mozgásokkal reagált a híráramlásokra, de összességében 6 százalékot emelkedett. Ugyanakkor mind a 10 éves hozam 50 bázispontos, mind a rövidebb 3-5 éves futamidejű kötvényhozamok 300-400 bázispontos emelkedése számottevő kockázatok jelenlétére utal. Szintén a görög kockázatokra figyelmeztet, hogy a Moody's negatív figyelőlistára helyezte, az S&P pedig „B”-ből „B-” kategóriába minősítette le az amúgy is spekulatív kategóriában lévő hosszú görög államadósságot.

Az orosz jegybank 200 bázisponttal csökkentette, míg az ukrán jegybank 550 bázisponttal megemelte az alapkamatot. Az orosz jegybank döntése meglepte a piacokat, mivel tartásra számítottak a januárban tovább emelkedő inflációs ráta kapcsán. A rubel a döntést követően a

dollárral szemben 71-es szint fölé gyengült, azonban az időszak második felében egy fokozatos erősödést lehetett megfigyelni, így a rubel – az S&P leminősítése ellenére is – az időszak végére 15 százalékkal feljebb tudott kerülni, amihez a minszki megállapodás híre is hozzájárulhatott. Az ukrán jegybank 19,5 százalékra emelte irányadó rátáját, ezzel párhuzamosan megszüntették a napi devizaaukciókat. A jegybanki indoklás szerint a monetáris politika szigorítására az infláció megfékezése és a piaci helyzet stabilizálása miatt volt szükség. Ukrajnában a jegybanki devizatartalék felére, 7,5 milliárd dollárra csökkent 2014 negyedik negyedévében, ami a devizapiaci intervenciók feladásának egyik fő oka lehetett. A jegybanki bejelentés hatására a hrivnya árfolyama illikvid kereskedésben meredeken gyengült, és a bejelentés napján mintegy 50 százalékkal értékelődött le. A hrivnya az időszak eleji 16-os szintről február közepére összességében 27-ig gyengült a dollárral szemben, amely 70 százalékos leértékelődésnek felel meg. A gyengülés nagy része a jegybanki döntéshez köthető, miközben a piac által kedvezőnek ítélt, az IMF-el kötött hitel-megállapodás, valamint a tűzszüneti egyezmény mindössze lassítani tudta a leértékelődés folyamatát. A leértékelődéshez hozzájárulhatott a Fitch leminősítése is: a hitelminősítő "CCC"-ről "CC"-re rontotta Ukrajna államadós-osztályzatát az egyre nagyobb eséllyel bekövetkező adósság-átütemezésre és az igen kedvezőtlen gazdasági helyzetre hivatkozva.

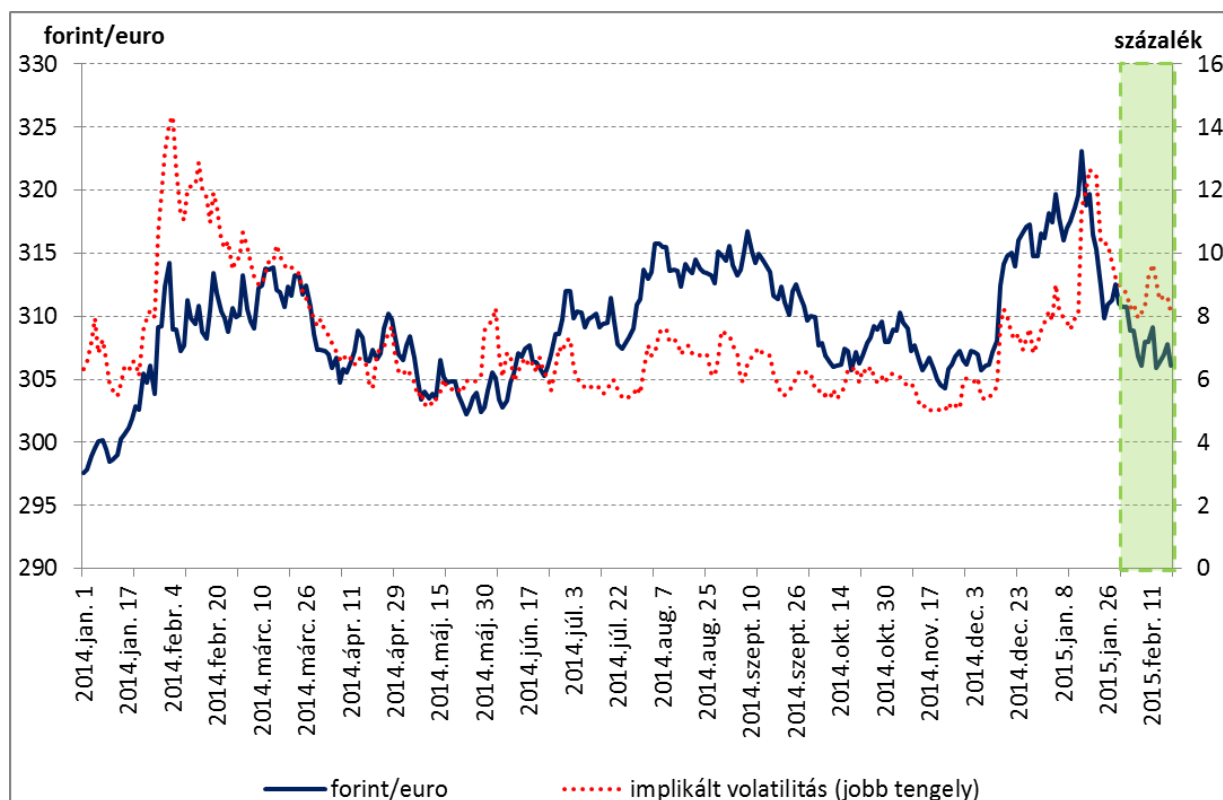
A régiós devizák a jegybanki kamatcsökkentések irányába mutató inflációs adatok ellenére erősödni tudtak. Az euróval szembeni árfolyamok 0,5-2 százalékkal, a dollárral szembeniek pedig 2,5-3 százalékkal erősödtek a hónap során. A januárban publikált, vártnál gyengébb inflációs adatok felerősítették a kamatcsökkentés irányába mutató várakozásokat a magyar és lengyel esetben, míg a román jegybanktól a februári után újabb kamatcsökkentésre látnak esélyt piaci elemzők. Az EKB kötvénnyvásárlási programjának hatására erősödő régiós devizaárfolyamok növelik a régiós jegybankok mozgásterét, a negyedik negyedéves, erősnek nevezhető GDP-adatok pedig kedvező képet mutatnak a kelet-közép-európai gazdaságok kilátásairól.

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban a hazai pénzügyi folyamatokra a nemzetközi folyamatok hatottak nagyobb mértékben, amely mellett azonban enyhe országspecifikus erősödés is megfigyelhető volt. A hazai események közül a vártnál kedvezőbb munkanélküliségi adat és GDP-növekedési adat, valamint a várakozásoktól elmaradó inflációs adat emelhető ki, ugyanakkor önmagában egyiknek sem volt jelentős piaci hatása.

A forint árfolyama erősödött a hónap során (13. ábra). Összességében a forint/euro árfolyam az időszak eleji szintekhez képest 2 százalékos erősödést tudott mutatni, és a 305 és 312-es szintek között mozgott az időszak alatt. A dollárral szemben szintén erősödött a forint 3 százalékos mértékben. A svájci frank fejlett devizákkal szembeni stabilizálódása hatására a régiós devizák árfolyamának volatilitása is mérséklődött, és a forint a 285-ös szint körül mozgott az időszak végén a frankkal szemben.

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



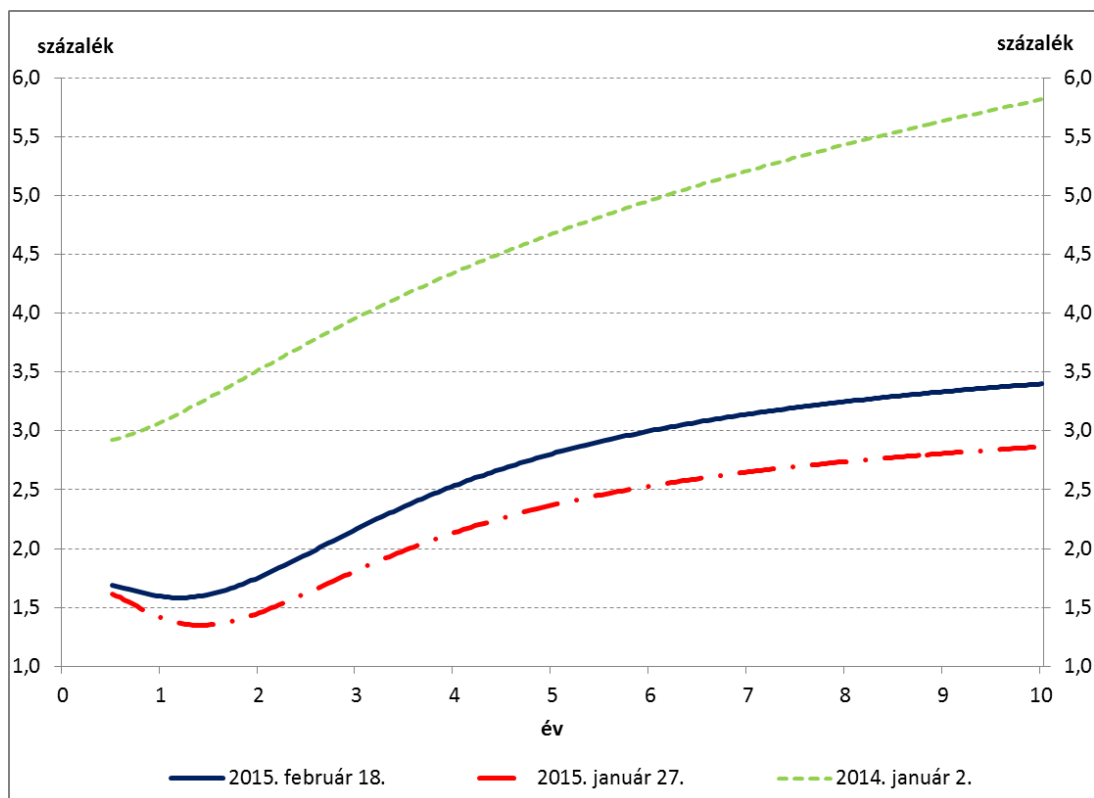
Csökkenteni fogja a kormány a bankrendszer terheit. Az EBRD-vel közös szándéknyilatkozatot adott ki a kormány. Ebben vállalásra került a bankadó hosszútávú csökkentése, illetve az EBRD hazánkban történő hitelezési aktivitásának növelése. Emellett a kormány nem fog törekedni a bankszektorban többségi tulajdonosi pozíció kialakítására, valamint konzultációt fog folytatni a Bankszövetséggel a magáncsőd intézményének szabályozásáról. A bejelentések enyhén pozitív piaci fogadtatást mutattak, ugyanakkor a piaci elemzők egyelőre óvatossak voltak a hosszú távú hatásokat illetően.

A hazai 5 éves CDS-felár alakulása, amely korábban még az orosz turbulencia hatására 208 bázispontig ugrott, mostanra 135 bázispont, az utoljára 2008 ősz elején tapasztalt szint közelébe

csökkent, és ezen a szinten stagnált az időszak végén. Ez arra utal, hogy hazánk kockázati megítélése javult az időszak során.

Az állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége enyhén nőtt az előző kamatdöntés óta (14. ábra). A 3 hónapos DKJ másodpiaci hozama továbbra is az alapkamat alatt, 1,69 százalékon áll, de nem változott lényegesen az előző kamatdöntés óta. Hasonló változatlanság volt tapasztalható a 6 hónapos és 1 éves benchmarkhozamok esetén. Az éven túli lejáratokon ugyanakkor a dollárhozamok emelkedésével párhuzamosan 25-45 bázispontos növekedés volt látható a hozamokban, a 10 éves hozam 3,24 százalékra emelkedett. A régióban szintén emelkedtek a 10 éves hozamok, 15-30 bázispontos mértékben.

14. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

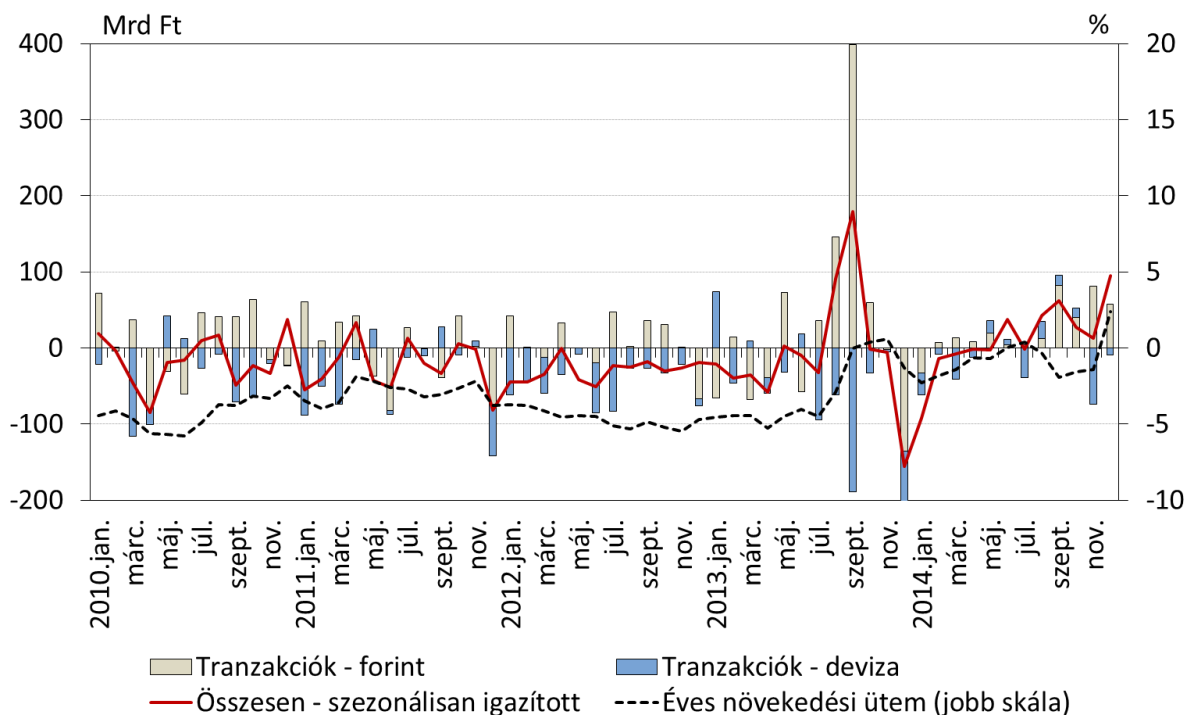


Az időszak során a rövid állampapír aukciókon változatlanok voltak az átlaghozamok. A 3 és 12 hónapos kincstárjegy aukcióin az átlaghozam nem változott számottevően az időszak során, és általánosan másfélszeres volt a kereslet. A kötvények aukcióján vegyes volt a kereslet. A 3 és 5 éves papírok aukcióin az ÁKK megemelte a befogadott mennyiséget, míg a 10 éves papírnál csökkentette azt. Az átlaghozamok nagyságrendileg 10 bázisponttal növekedtek a hosszú szegmensben az előző kamatdöntés óta.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

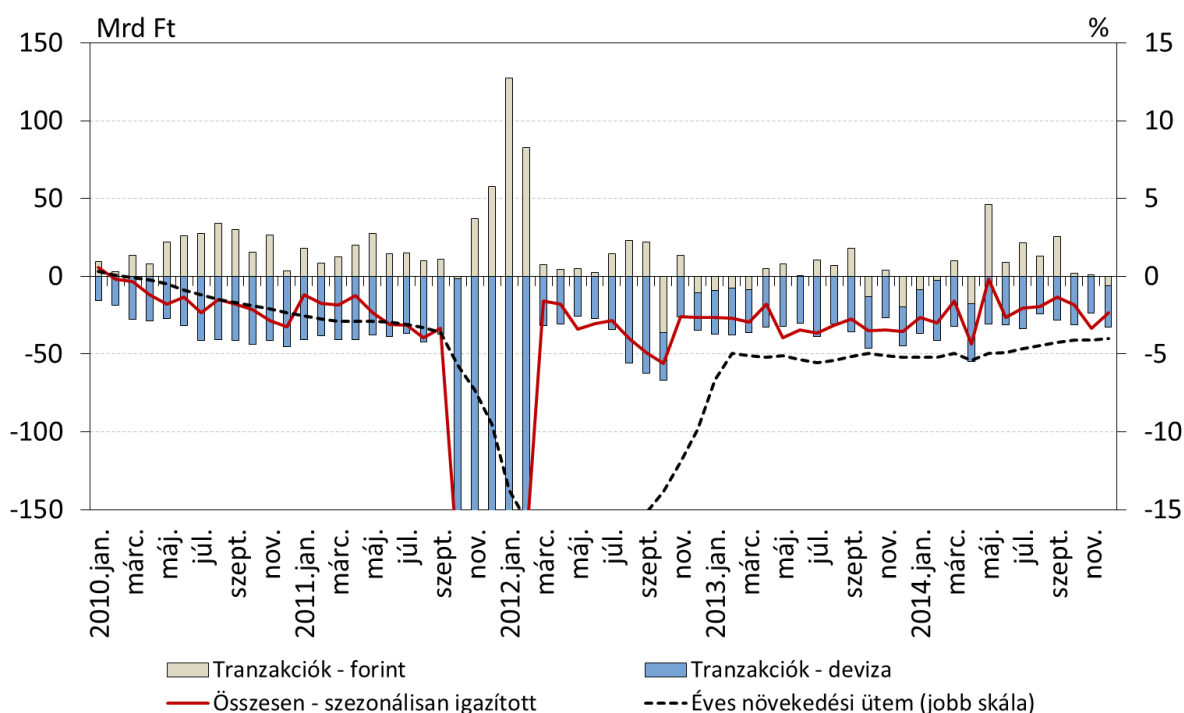
Decemberben a hitelintézeti szektor vállalati hitelállománya összesen mintegy 48 milliárd forinttal emelkedett tranzakciós alapon (15. ábra). Devizális bontás szerint a forinthitelekben 57 milliárd forintos növekedés, míg a devizahitelekben 9 milliárd forintos csökkenés volt megfigyelhető. A tranzakció alapú éves állománynövekedési ütem a novemberi –1,4 százalékról 2,4 százalékos bővülésre változott. A teljes hitelintézeti szektor új vállalati hiteleinek bruttó összege 242 milliárd forintot tett ki decemberben. Az új szerződéseken belül a forinthitelek volumene 142 milliárd forint, míg az euróhiteleké 100 milliárd forint volt. Az NHP keretében decemberben 75 milliárd forint értékben kötöttek szerződéseket, amely az összes új hitel 31 százaléka volt.

15. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



A háztartások a teljes hitelintézeti szektorral szemben nettó hiteltörlesztők voltak decemberben, tranzakciós alapon a hitelállomány mérséklődése mintegy 33 milliárd forintot tett ki (16. ábra). Az éves állományleépülési ütem az előző hónaphoz képest enyhén csökkent, értéke 4 százalék körül volt. A hitelállomány mérséklődését továbbra is a devizahitelek leépülése eredményezi.

16. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



A banki mérlegek egészségtelen szerkezete, különösen a magas NPL-állomány rontja a bankok hitelezési képességét, a problémás hitelállomány ugyanis jelentős tőkét és forrásokat köt le, erodálja a jövedelmezőséget, valamint negatívan hat a hitelezési aktivitásra, rontva ezzel a monetáris politika hatékonyságát. A bankok hitelezési aktivitása elmarad a robosztus fenntartható növekedéshez szükséges vállalati hitelezés ütemétől. A vállalati és a háztartási hitelek nem árjellegű feltételei összességében még most is szigorúbbak a válság előttiékhöz képest, mert a bankok a válság kitörése után jelentősen és széleskörűen szigorították a hitelezési feltételeket, amelyet nem követett ugyanilyen intenzitású és hosszúságú enyhítési periódus. A nemteljesítő hitelek problémájának kezelése az elkövetkező időszak legnagyobb kihívása lesz. A vállalati szegmensben a probléma részleges kezelése már előrehaladottabb állapotban van a MARK, jegybanki eszközkezelő felállításával, amely a tervek szerint 2015 második felében kezdené meg a vásárlásokat.