



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2014. augusztus

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2014. augusztus 26-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2014. szeptember 10. 14 óra

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

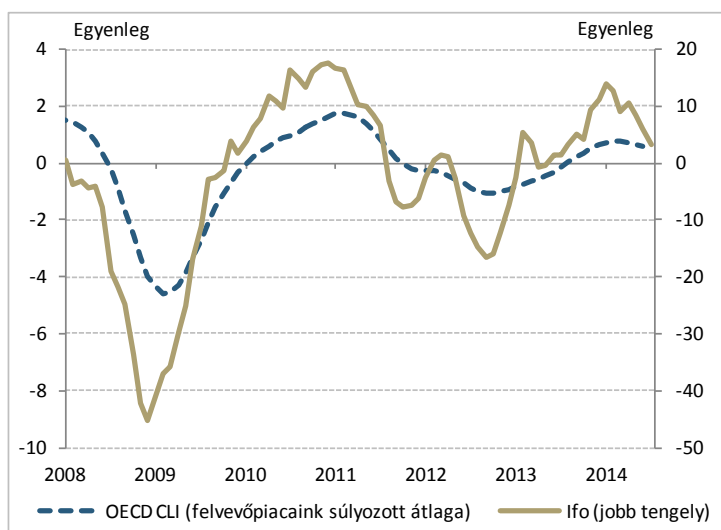
1. Makrogazdaság

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Felvetőpiacaink gazdasági növekedése fokozatosan élénkül. Az elmúlt hónapokban lassú ütemben, de folytatódott az eurozóna kilábalása a recesszióból, ugyanakkor a második negyedéves adatok a vártnál visszafogottabban alakultak. A feltörekvő régiók növekedési kilátásai lassultak, elsősorban az orosz-ukrán konfliktus eredményeképpen. A fokozott geopolitikai feszültségek a gazdasági szankciókon keresztül a fejlett országok gazdasági teljesítményét is kedvezőtlenül érinthetik. A világpiac felől érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban.

2014 második negyedévében folytatódott a világ gazdaság lassú bővülése. A növekedés a fejlett és a feltörekvő országokban eltérő irányultságot mutatott. A korábban gyors növekedést mutató feltörekvő gazdaságokat lassuló dinamika jellemezte 2014 első felében, miközben a fejlett gazdaságok tovább bővültek, ám a második negyedévben a várakozásoktól némileg elmaradó mértékben. Ezt részben az elmélyülő orosz-ukrán konfliktus miatti gazdasági lassulás magyarázta, ami a gazdasági szankciók életbe lépésével erőteljesebb lehet az év második felében.

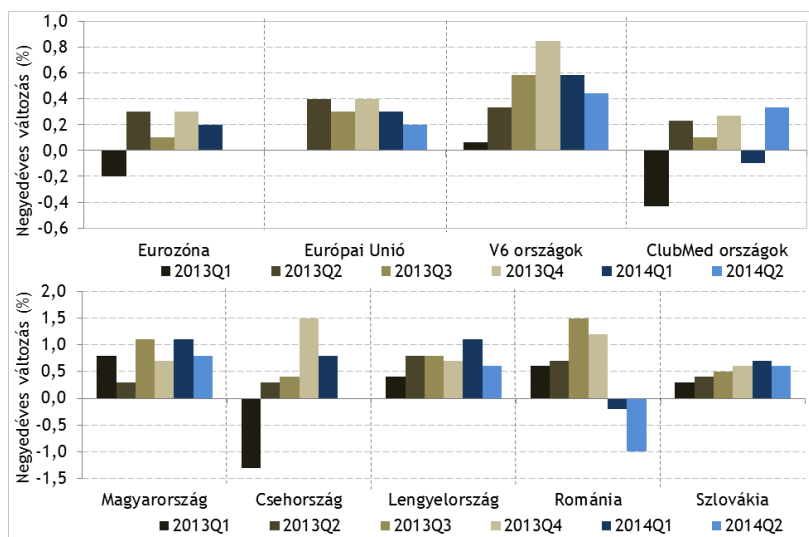
1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvetőpiacainkon



2014 második negyedévében stagnált az eurozóna gazdasága negyedéves alapon. Az előretekintő konjunktúraindikátorok az elmúlt hónapokban folyamatosan lassuló gazdasági helyzetet jeleztek. Ennek hátterében elsősorban a romló geopolitikai helyzet állhat, a növekvő bizonytalanság, a kétoldalú egyre kiterjedtebb gazdasági szankciók a gazdasági aktivitás lassulását okozhatják. Ezzel összhangban a második negyedéves adatok a várttól némileg elmaradó

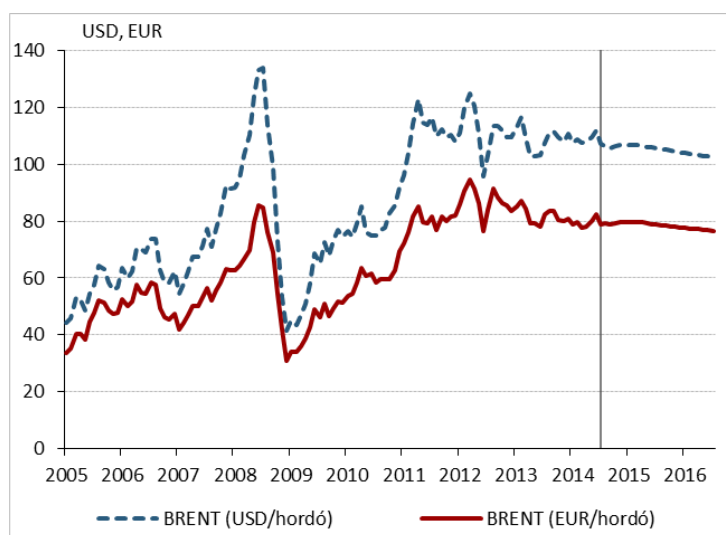
bővülést mutattak. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország ipari kibocsátása stagnált az utóbbi hónapokban, és ezzel párhuzamosan a német ipari új rendelések is kismértékben mérséklődtek (1. ábra).

2. ábra: Növekedés az Európai Unió országaiban



A lassuló német gazdaság mellett a vártnál gyengébb adatokat láthattunk a francia és az olasz gazdaságoktól is. A régió teljesítménye ugyanakkor kedvező volt a második negyedévben, az orosz-ukrán konfliktus elmélyülése és az európai lassulás csak korlátozottan érinthette a régiós növekedési folyamatokat (2. ábra).

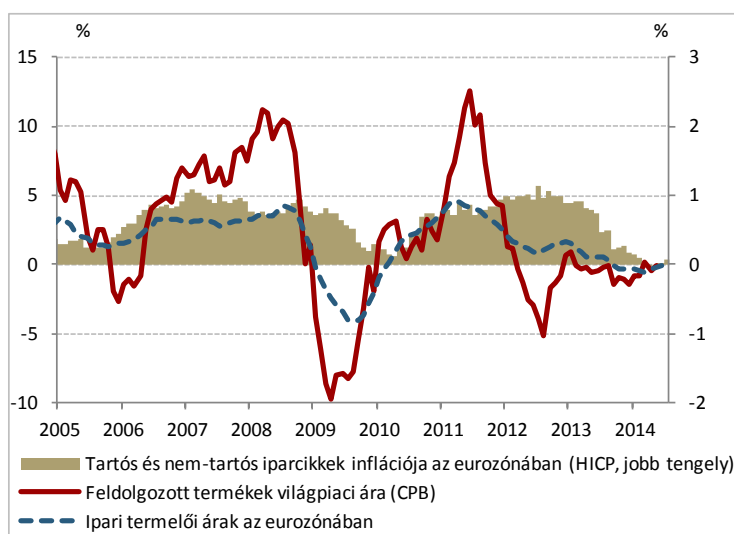
3. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



A világpiac felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge. A mérséklődő 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 pedig továbbra is alacsony a fogyasztóiár-index). Augusztus közepére a kőolaj világpiaci ára 100 dollár közelébe csökkent, melyben szerepet játszhatott a szaúd-arábiai termelés növekedése, a líbiai termelés helyreállása, illetve az iraki termelés kiesésével kapcsolatos aggodalmak enyhülése (3. ábra). Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világpiaci árában továbbra is kedvező folyamatokat 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, ill. a feldolgozott termékek világpiaci árának alakulása



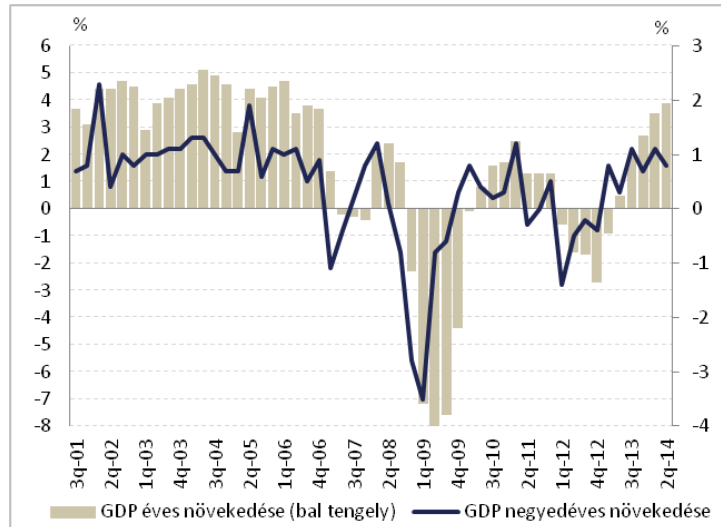
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

2014 második negyedében folytatódott a gazdaság növekedése. A rendelkezésünkre álló havi indikátorok alapján az ágazatok széles körében bővült a kibocsátás és folytatódhatott a belső kereslet élénkülése. Emellett tovább bővült a nemzetgazdasági foglalkoztatás, melyhez a versenyszféra növekvő munkakereslete és a közmunkaprogramok egyaránt hozzájárultak.

1.2.1. Gazdasági növekedés

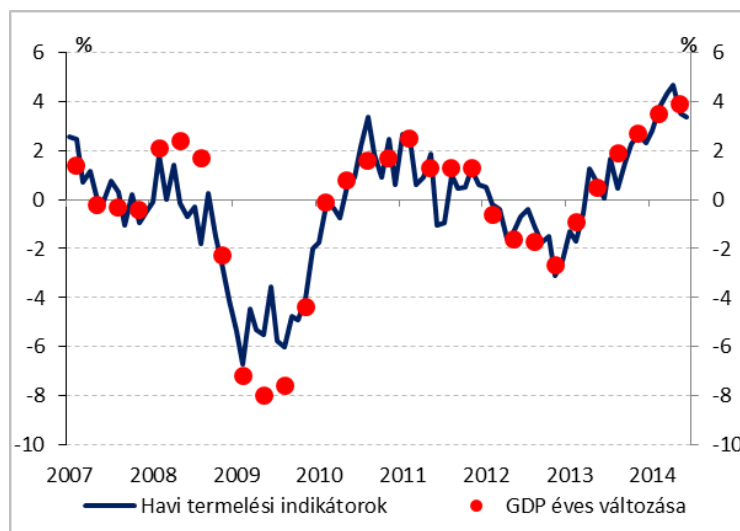
2014 második negyedében folytatódott a gazdaság növekedése. A bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 3,9 százalékkal nőtt, az előző negyedévhez képest pedig 0,8 százalékkal emelkedett (5. ábra).

5. ábra: GDP alakulása



Az elmúlt hónapokról rendelkezésünkre álló indikátorok alapján a növekedés dinamikus maradhatott a harmadik negyedévben is (6. és 7. ábra). Az ipar, az építőipar és a kiskereskedelem teljesítménye egyaránt tovább bővült az előző év azonos időszakához képest. Júniusban az előző hónaphoz képest havi alapon emelkedett az ipari termelés és éves alapon továbbra is számottevő bővülést figyelhettünk meg. A kedvező ipari alapfolyamatokat továbbra is az autóiipari kapacitások felfutása magyarázza, de emellett az ágazatok széles körében bővült a kibocsátás üteme. Az építőipar kibocsátása júniusban az előző hónaphoz képest érdemben lassult.

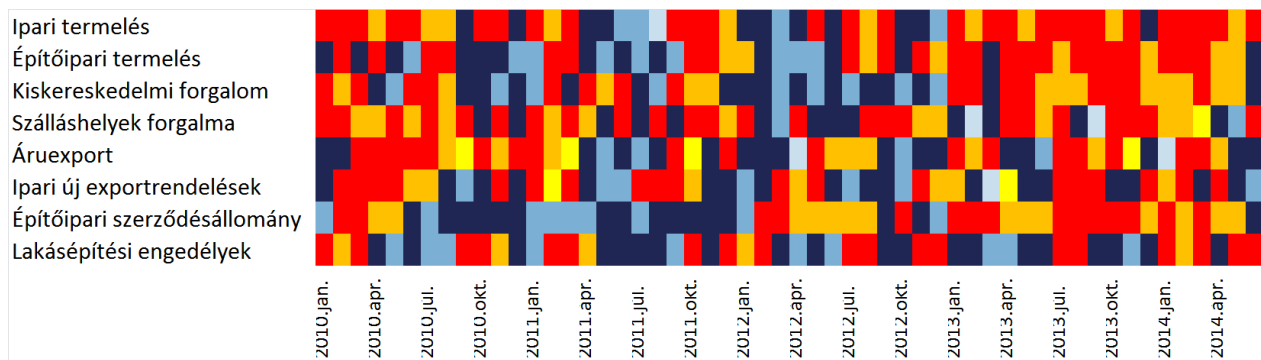
6. ábra: Havi termelési indikátorok* és a GDP alakulása



* A havi termelési indikátorok (ipar, építőipar, kiskereskedelem) súlyozott átlaga, ahol a súlyok a GDP növekedési ütemét magyarázó regresszióból származnak.

A gazdaság növekedése kiegyensúlyozottan alakulhatott, az export és a belföldi kereslet egyaránt élénkülhetett a második negyedévben. A GDP bővülés fő motorja a beruházási aktivitás lehetett, emellett azonban a fogyasztás és a kivitel is tovább növekedhetett.

7. 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.

Júniusban az ipari termelés az előző év azonos időszakához képest 11,3 százalékkal, havi alapon 1,6 százalékkal bővült. A feldolgozóipari ágazatok széles körében nőtt a termelés, továbbra is a nagy súlyú járműgyártás és a hozzá kötődő ágazatok termelésbővülése volt a legjelentősebb. A válság során érdemben leépülő, de továbbra is nagy súlyú elektronika és optika ágazat termelése egymás után a negyedik hónapban is bővült. Az ipari exportértékesítések és az ipar belföldi értékesítései is érdemben emelkedtek júniusban. Az áruexport az ipari folyamatokkal összhangban tovább emelkedett.

Az építőipar termelése júniusban is bővült (az előző év azonos időszakához képest 9,8 százalékkal). Az állami kör uniós forrásból finanszírozott, döntően infrastrukturális beruházásai emelték érdemben az építőipar teljesítményét. A magánszektor beruházási aktivitása továbbra is visszafogottan alakult. A kedvező építőipari adatok alapján az épületjellegű beruházások számottevő ütemben nőttek 2014 első felében és a szerződésállomány adatok az év második felében is kedvező építőipari teljesítményt vetítenek előre.

A fogyasztási kereslet fokozatos növekedése az elmúlt hónapokban tovább folytatódhatott. Júniusban az előzetes adatok alapján a forgalom 1,5 százalékkal emelkedett az előző év azonos

időszakához képest.¹ Az év eleje óta a termékek széles körében megfigyelt forgalombővülés júniusban a korábbiaknál visszafogottabb mértékben folytatódott. A lakossági fogyasztás élénkülését támogatják a javuló munkapiaci folyamatok és a historikusan alacsony infláció révén érdemben növekvő reáljövedelmek. A fellendülés azonban fokozatos lehet, összhangban a még mindig jelentős óvatossági megtakarítási motívumokkal, és a lakossági mérlegalkalmazkodással.

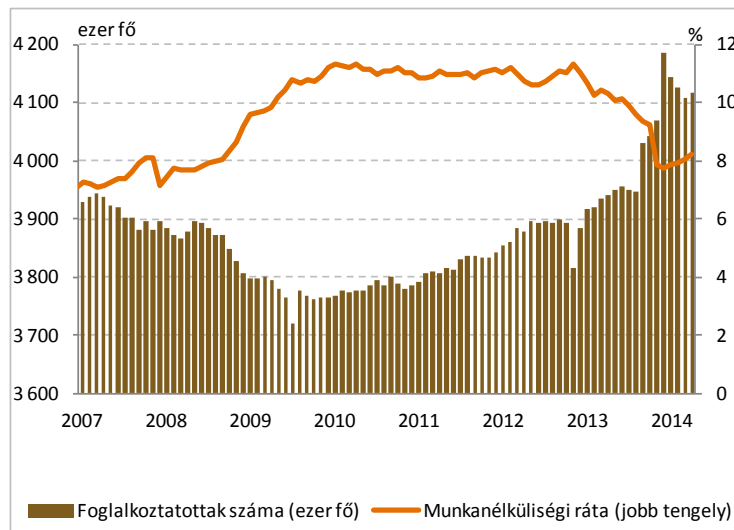
A júniusi előrejelzés alappályája a kiegyensúlyozott szerkezetű gazdasági növekedés folytatódását vetítette előre, 2014-ben 2,9 százalékkal növekedhet a gazdaság. Negyedéves alapon folyamatos növekedésre számítunk, az éves dinamika lassulása bázishatások eredménye. A beérkezett havi indikátorok megfelelnek a júniusi várakozásunknak. A növekedést támogatja az élénkülő belső kereslet, az intenzív EU forrásfelhasználás, a laza monetáris kondíciók, a javuló munkapiaci helyzet, illetve az erősödő üzleti és fogyasztói bizalom.

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **júniusban 4,1 százalékkal nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma az előző év júniusához viszonyítva.** A bővülés elsősorban a közfoglalkoztatás növekedésével függ össze, a közfoglalkoztatás figyelembevétele nélkül stagnálás figyelhető meg az utóbbi hónapokban. Az előzetes adatok alapján a versenyszféra foglalkoztatása enyhén növekedett a II. negyedévben. **A munkanélküliség év eleje óta lassan növekszik, a munkanélküliségi ráta júniusban 8,4 százalékon állt (8. ábra).** A foglalkoztatottak számának év eleje óta tartó enyhe csökkenése a főként közfoglalkoztatottak létszámának mérséklődésére vezethető vissza, ami a munkanélküliségi ráta enyhe emelkedéséhez vezetett az utóbbi hónapokban.

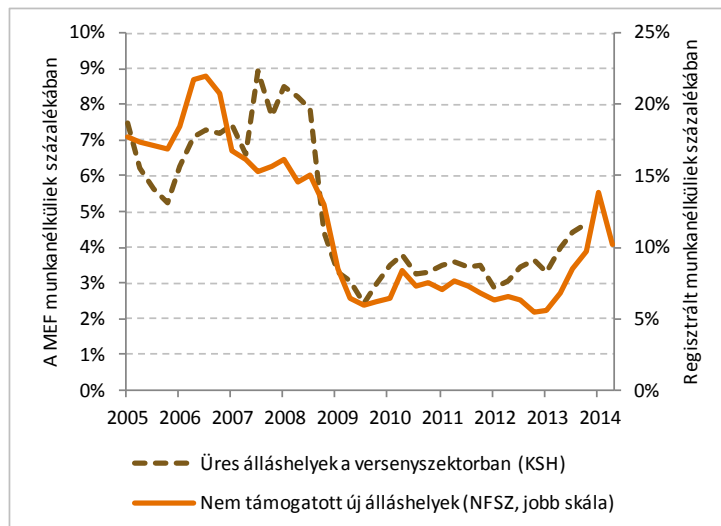
¹ 2014. január óta a KSH megváltoztatta a dohánytermékek forgalmának megfigyelési módszertanát. A korábbi mintavételes felmérés helyett a Nemzeti Dohánykereskedelmi Nonprofit Zrt. teljes körű adataira tértek át. A KSH által publikált adat 2013 júniusáig a régi, júliustól pedig az új módszertan szerint tartalmazza a dohányforgalmat, ami strukturális törést okoz az idősorban. Ezért elemzésünkben a régi módszertan továbbvezetésével számított indexet mutatjuk be.

8. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



A II. negyedévben csökkent az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai alapján az előző negyedévhez képest. A munkapiac kevésbé laza, mint tavaly év elején, ugyanakkor feszességi mutató első negyedévi kiugró értéke korrigálódott a második negyedévben (9. ábra).

9. ábra: A munkapiaci feszességet mérő mutatók



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

1.3. Infláció és bérek

Az elmúlt időszakban az infláció historikusan alacsonyan alakult. Az alacsony inflációban szerepet játszottak a kedvező költségoldali és keresleti folyamatok, a visszafogott importált infláció, illetve a várakozások alkalmazkodása. 2014 elején gyorsult a versenyszféra bérindexe, amely az elmúlt hónapokban stabilizálódott.

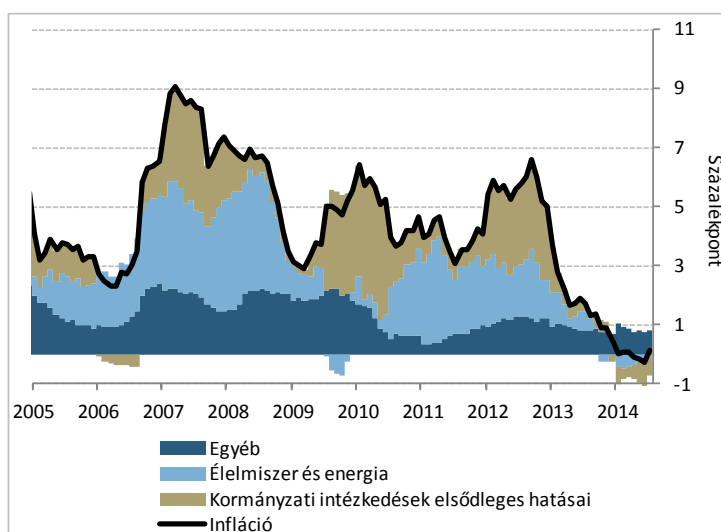
1.3.1. Bérezés

2014 első negyedévében gyorsult a versenyszféra bérindexe. A bérdinamika gyorsulását a tavaly decemberben esedékes prémiumok 2014 elejére tolódott kifizetése, illetve rendszeres keresetek dinamikájának enyhe növekedése magyarázza. A bérek növekedési üteme áprilisban stabilizálódott. **A bérdinamika összességében visszafogott maradt, a versenyszféra fajlagos munkaköltsége az első negyedévben mérsékelt ütemű növekedést mutatott.** 2014 júniusában a versenyszféra bérindexe 4,8 százalékos volt, amely enyhén meghaladja a várakozásainkat. A piaci szolgáltatások bérdinamikája magasabb, mint a korábbi hónapokban volt, a feldolgozóipar bérindexe a korábbi hónapokhoz hasonlóan alakult.

1.3.2. Inflációs folyamatok

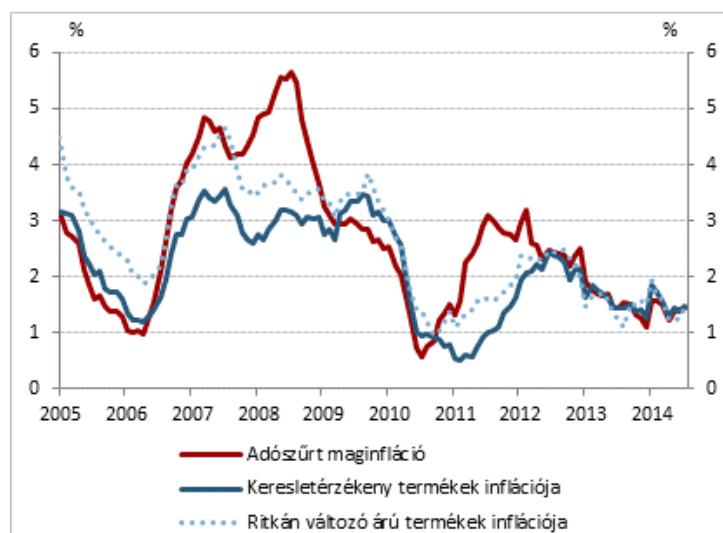
2014 júliusában az infláció 0,1, a maginfláció 2,5 százalék, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,4 százalék volt (10. ábra). Az infláció 0,4 százalékponttal emelkedett, miközben a maginfláció nem változott az előző hónaphoz képest. Az infláció emelkedését elsősorban a feldolgozatlan élelmiszerek árindexének növekedése okozta.

10. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója



A visszafogott inflációs alapfolyamatokhoz a kedvező költségoldali és keresleti folyamatok, a várakozások fokozatos alkalmazkodása, valamint az alacsony importált infláció egyaránt hozzájárulhattak az elmúlt hónapokban. (11. ábra) 2014 júniusában a mezőgazdasági termelői árak éves alapon 9,8 százalékkal csökkentek, a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai pedig 1 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Az üzemanyagárak júliusban éves alapon emelkedtek. A fogyasztási kereslet a kiskereskedelmi adatok alapján az elmúlt hónapokban fokozatosan bővülhetett, 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 enyhülő mértékben.

11. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása (százalék)



Rövidtávon 0 százalék közelében maradhat az infláció. A beérkezett júniusi-júliusi infláció lényegében megfelelt a júniusi Inflációs jelentésben szereplő várakozásunknak. A következő hónapokban még számítunk negatív értékekre. Az inflációs ráta az év végétől, a tavaly őszi hatósági energiaár-csökkentések hatásának kifutásával emelkedhet.

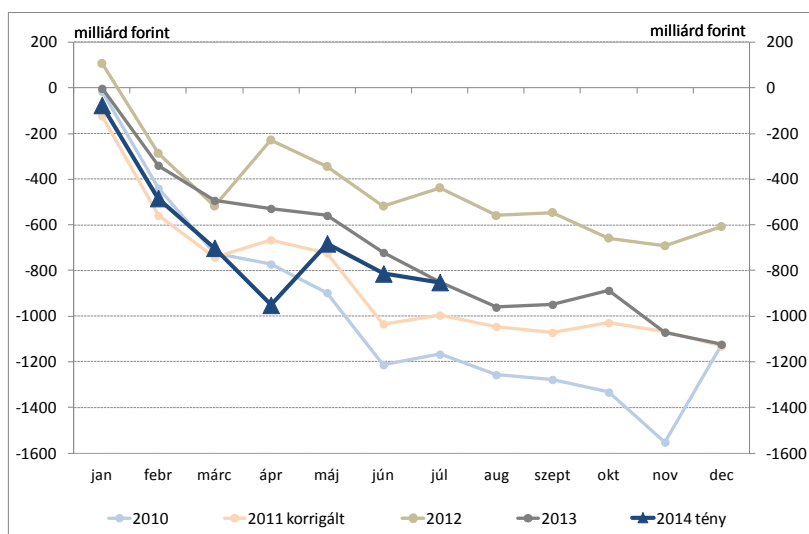
1.4. Költségvetési folyamatok

Az állami költségvetés júliusban 38 milliárd forint hiánnyal zárt, ami 92 milliárd forinttal kedvezőbb, mint egy évvel korábban. Az eltérést a bevételi oldalon a kedvező makrogazdasági folyamatok fogyasztáshoz és bérekhez kapcsolódó tételeknél jelentkező hatása magyarázza. A

kiadási oldalon ellentétes irányú folyamatok érvényesültek: a költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai, valamint a gyógyító megelőző ellátások kiadásai meghaladták a tavaly júliusi értéket, ennek hatását azonban több mint ellensúlyozta a nettó kamatkiadások és egyéb kiadások alacsonyabb szintje.

Az állami költségvetés első hét havi hiánya 851 milliárd forint volt, ami a költségvetési törvényben szereplő pénzforgalmi deficitcél 86 százalékát teszi ki. A kumulált hiány megegyezik a tavalyi év azonos időszaka alatt keletkezett deficittel (12. ábra).

12. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált egyenlege



1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A makrogazdasági háttéranyag összhangban a külső egyensúlyi adatok havi publikálásával mostantól havi rendszerességgel tartalmazni fogja a hazai külső egyensúlyi folyamatok rövid ismertetését is.

Az előzetes júniusi fizetési mérleg adat alapján a reálgazdaság oldaláról számított külső egyensúly pozíció magas szinten stabilizálódott. A külső finanszírozási képesség közel 550 millió eurót tett ki, ami nagyjából fele-fele részben köszönhető a folyó fizetési mérleg, illetve a tőkemérleg többletének. A magas külső finanszírozási képesség a külkereskedelmi egyenleg emelkedése, valamint a transferegyenleg mérséklődése mellett következett be, miközben a jövedelemegyenleg hiánya nem változott érdemben. Az EU-transzferek felhasználása bár kismértékben mérséklődött az előző hónapokhoz viszonyítva, ugyanakkor a kapott transzferek továbbra is jelentős mértékben hozzájárulnak a gazdaság külső egyensúlyi többletéhez.

A pénzügyi mérleg adatai alapján júniusban csak enyhébb forráskiáramlás valósult meg, melynek legnagyobb részét az adósság források csökkenése tette ki, miközben a nem adósság típusú források nem változtak érdemben. Az előző hónapoktól eltérően nem folytatódott a nettó közvetlentőke-befektetések – részben egyedi, részben szezonális tényezők miatti – csökkenése. Az ország nettó külső adóssága ugyanakkor mintegy 100 millió euróval csökkent, ami ellentétes irányú folyamatok eredőjeként alakult ki. A vállalatok külső adóssága mérséklődött, amelyet csak részben ellensúlyozott, hogy az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a külföldiek állampapír-állományának növekedése következtében emelkedett.

Az előzetes havi adatok alapján így tovább emelkedett a magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete 2014. II. negyedévében. A havi adatok alapján a II. negyedévben a GDP 7,8 százalékára emelkedett a négy negyedéves külső finanszírozási képesség, ami közel 0,6 százalékpontos emelkedést jelent az előző negyedévhez képest. A négy negyedéves érték emelkedésben elsősorban az áru- és szolgáltatásegyenleg növekvő többlete játszott szerepet, illetve a jövedelemegyenleg hiánya is enyhén mérséklődött.

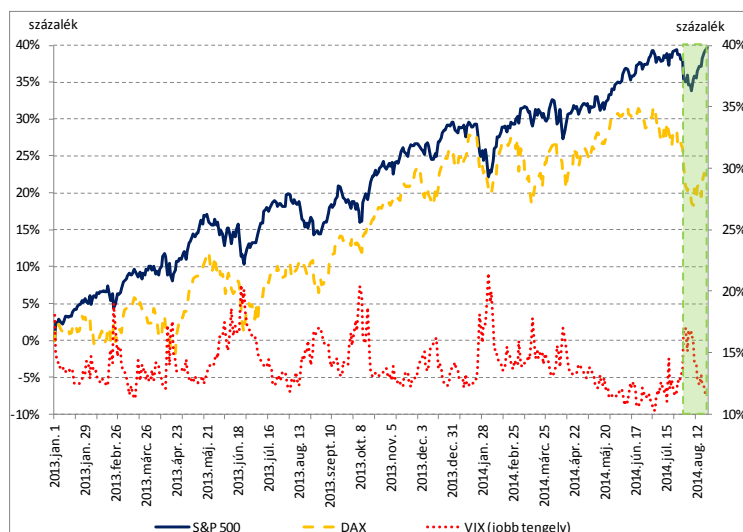
2. Pénzügyi piacok

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban jelentősen romlott a globális kockázatvállalási hajlandóság, majd az időszak végén pozitív irányú korrekció következett be a piacokon. Míg korábban a meglévő geopolitikai feszültségek nem rontották jelentősen a befektetői kedvet, július végén, a Fed kamatemelésével kapcsolatos várakozások erősödése, valamint a geopolitikai feszültségek súlyosbodása miatt felerősödött a kockázatkerülő magatartás. A tőzsdei volatilitást mérő VIX-index 3-3,5 százalékponttal, a feltörekvő kötvénypiaci EMBI-mutató 35 bázisponttal ugrott meg, majd a VIX az időszak eleji szintje közelébe süllyedt, de az EMBI Global index csak kisebb mértékben korrigált. Az indexek mértéke nem tekinthető historikusan magasnak, mégis változást jelentenek a korábbi hónapok alacsony volatilitású környezetéhez képest. A kockázatvállalási kedv romlása tükröződött a tőzsdeindexek romló teljesítményében, valamint tetten érhető volt a feltörekvő devizákra nehezedő nyomásban is. Az időszak végére azonban a fejlett tőzsdék veszteségeik nagy részét le tudták dolgozni, és több amerikai tőzsdeindex historikus csúcsa közelébe emelkedett vissza.

Az amerikai és európai jegybank eltérő irányba mutató kamatpolitikája és az ezzel kapcsolatos várakozások következtében az amerikai 10 éves benchmark hozam mérséklődése az utóbbi hónapokban lelassult, majd megállt, miközben a német hosszú hozam 1 százalék alá csökkent. Míg az Egyesült Államokból érkező kedvező GDP-adat erősítette a dollárt, az eurozóna újabb mélypontra csökkenő inflációja, az üzleti kilátások romlása, a német, francia és olasz gazdaság lassulása gyengítette az eurót, így az euro/dollár kereszt 1,335-1,34-es szint közelében ingadozott az időszak végére. A Fed júliusi kamatdöntő üléséről megjelent jegyzőkönyv további dollárerősödést okozott.

13. ábra: Fejlett piaci részvényindexek és a VIX index (jobb tengely) alakulása



Az EKB kamatdöntő ülését megelőzően publikálták az újabb mélypontra süllyedő júliusi euroövezeti inflációs adatot, azonban az EKB – a vártak megfelelően - nem jelentett be újabb lépést a júniusi likviditásbővítő intézkedésekhez képest. Draghi elnök a középtávú inflációs várakozásokat továbbra is horgonyozottnak nevezte, ugyanakkor elismerte, hogy a növekedés mérsékelt és egyenetlen, és a geopolitikai kockázatok, különösen az ukrán válság miatt, jelentősen nőttek. A Fed kamatemelésével kapcsolatos várakozás erősödését elsősorban a pozitív meglepetést okozó második negyedévi jelentős GDP-növekedési adat okozta, ugyanakkor az előző havinál kissé gyengébb munkapiaci adatok nem okoztak érdemi reakciót a piacon. Az FOMC közlemény alapján a bizottság valamivel kedvezőbbnek látja a reálgazdasági folyamatokat, és úgy ítéli meg, hogy valamelyest csökkent az esélye annak, hogy az infláció tartósan 2 százalék alatt maradjon. A Bank of Japan és a Bank of England nem változtatott monetáris politikáján. A Bank of England esetében az elemzők 2015 első negyedévére várják az első kamatemelést. Némileg árnyalja a képet, hogy a BoE inflációs jelentése alapján a csökkenő munkanélküliség ellenére jelenleg még nem emelkednek a bérek, így az infláció oldaláról egyelőre nem érzékelhető nyomás a brit jegybank szerint. Ugyanakkor a legutóbbi kamatdöntő ülés jegyzőkönyvéből kiderült, hogy a korábbi konszenzusos – tartás melletti – monetáris tanácsi állásponthoz képest júliusban 2 döntéshozó is az azonnali kamatemelésre szavazott, ami ismét erősítheti a kamatemelési várakozásokat.

A kedvezőtlen globális hangulathoz hozzájárult a geopolitikai feszültségek súlyosbodása főként az orosz-ukrán konfliktus és annak fejleményei, az EU és az USA által Oroszországra kivetett

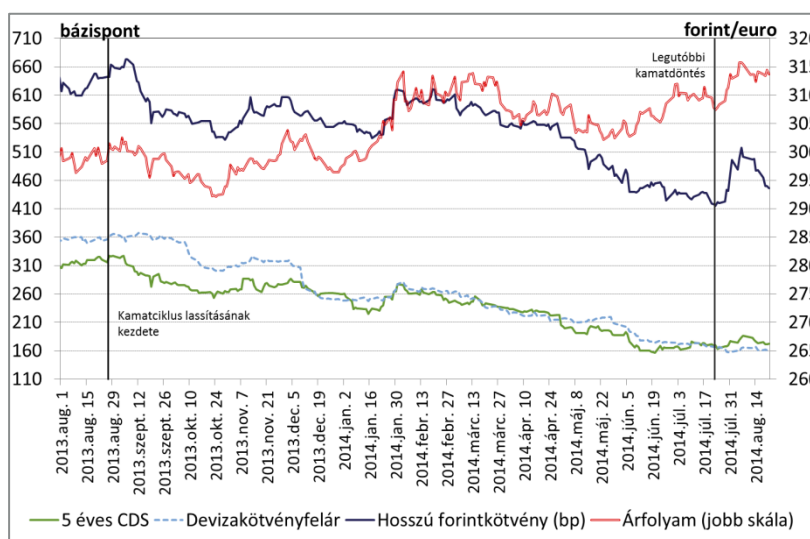
szankciók, majd később az orosz válaszsankciók bejelentése. Továbbá a közel-keleti konfliktus illetve az argentin technikai csőd bekövetkezése is rontotta a piaci szereplők hangulatát, ugyanakkor az elmúlt néhány hétben enyhülést tapasztaltunk. Az eurozónából érkező kedvezőtlen makroadatok sora arra enged következtetni, hogy az euroövezeti gazdasági kilábalás továbbra is törékeny, amit az orosz szankciók hatása tovább fokoz. A perifériaországok CDS-felárai és 10 éves hozamai az orosz agrárszankciók bejelentése és a kedvezőtlen olasz és német makroadatok hatására megugrottak, majd az időszak végére korábbi szintjükre mérséklődtek, így összességében nem változtak.

A szűkebb régióon belül a fogyasztóiár-index adatok továbbra is dezinflációs nyomásról tanúskodnak. A GDP-adatok terén Románia és Csehország második negyedévi teljesítménye negatív meglepetést okozott, míg a magyar gazdaság a vártnál jobban nőtt.

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A hazai pénzügyi folyamatokra leginkább a nemzetközi folyamatok hatottak, néhány országspecifikus esemény mellett. A forint régióhoz hasonló teljesítményéhez pozitívan járult hozzá, hogy a kamatciklus lezárását követően erősödést mutatott az árfolyam. Ezt követően ugyanakkor részben országspecifikus tényező mellett, de alapvetően a nemzetközi hangulatromlás következtében gyengült a hazai deviza. A vártnál enyhén magasabb infláció és a vártnál nagyobb GDP növekedés publikálása után nem mutatott érdemi mozgást az EUR/HUF árfolyam.

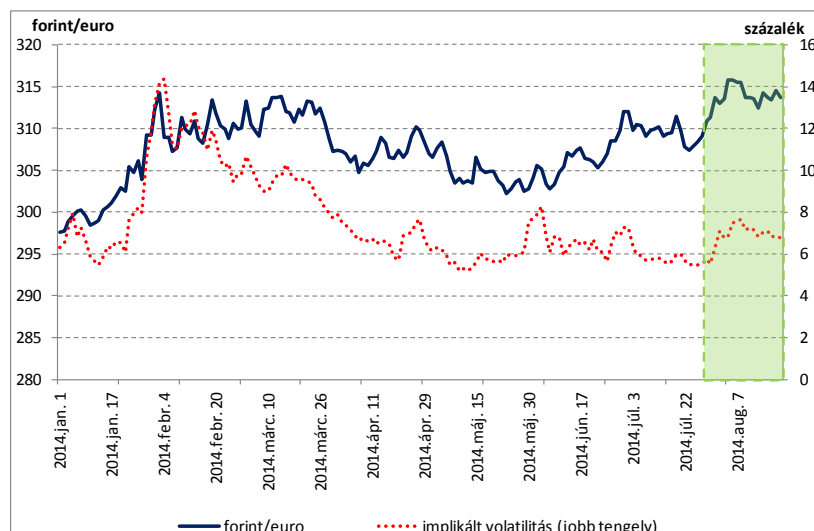
14. ábra - A hazai kockázati mutatók alakulása



A forint összességében régióhoz hasonló teljesítménye nagyobb volatilitással társult, a külső sokkra való nagyobb érzékenységet az elemzők több országspecifikus tényezőre vezetik vissza. Összességében a forint/euro árfolyam 307 és 317 közötti sávban mozgott. **A forint az euróval szembeni 1-1,5 százalékos leértékelődésével a régió devizaárfolyamai között nagyjából átlagos volt, volatilitása volt jelentősebb az összehasonlító csoport esetében megfigyeltnél.** A volatilitási és ferdeségi mutatók eleinte csak kisebb mértékben nőttek az árfolyam gyengülés hatására, majd tovább emelkedtek az orosz-ukrán konfliktus eszkalálódása miatt. Az árfolyam erősödésével párhuzamosan kismértékű késéssel reagáltak. Összességében a mutatók szintje nem tükröz a január végi turbulenciához hasonlót, de az elmúlt hónapokhoz képest magasabb értékeket figyelhetünk meg. Az árfolyam gyengülése nem kiugró, ugyanakkor érdemben emelkedő forgalom mellett (spot, swappiac) ment végbe.

A swappiacon a rövid implikált forinthatamok a feszültségmentes kereskedés ellenére 2 százalék alatt vannak, ami a forint gyengülése esetén nyereséges pozíciók kiépítéséhez kedvez. Az egy héten belüli swappiaci felárak emelkedtek, míg a többi éven belüli felár csökkenést mutatott. A hosszú deviza kamatswapok (CIRS) felárai az elmúlt hónapban 25-30 bázisponttal mérséklődtek.

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



A hazai 5 éves CDS-felár az előző kamatdöntés óta volatilisen alakult, alapvetően a nemzetközi folyamatokra reagálva. A jelenlegi 165 bázispont körüli érték megfelel az előző kamatdöntés környezetében tapasztaltaknak, ami historikusan alacsony szintet jelent, ugyanakkor a nemzetközi turbulencia hatására 190 közelében is volt az 5 éves felár.

Nemzetközi összehasonlításban a hazai rövid és a hosszú állampapír-hozamok mozgása erőteljes volt, és a hozamgörbe meredeksége az előző kamatdöntés óta nőtt. A görbe rövid vége 25-30 bázisponttal került lejjebb, az egyéves pont stagnálása mellett. Az éven túli lejáratokon az utóbbi napok kedvező hangulatának korrekciójával együtt 25-30 bázispontos emelkedés ment végbe. Összességében a 3 hónapos referenciahozam az 1,4-1,5 százalékos szintre csökkent, míg a 10 éves benchmark papír hozama 4,5 százalék közelébe emelkedett.

16. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

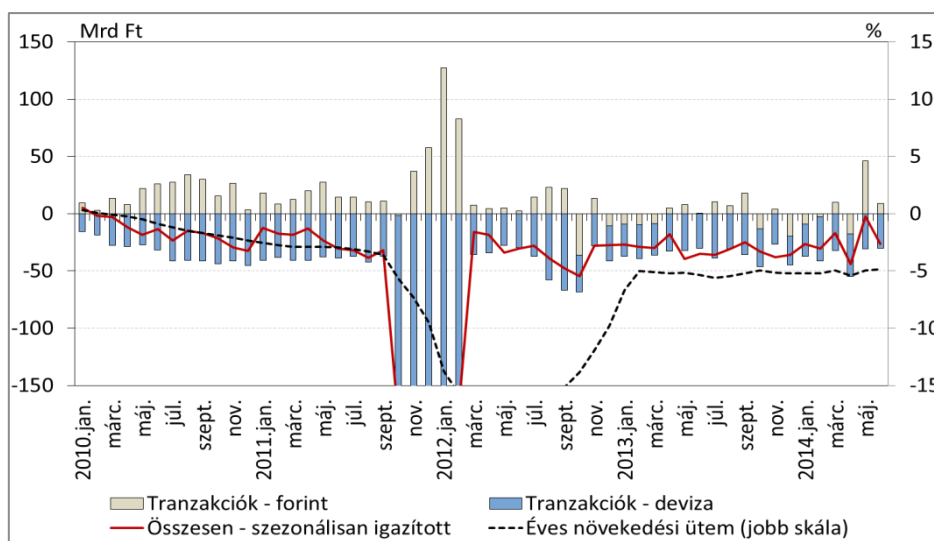


Az állampapír aukciókon a kereslet összességében továbbra is kedvezőnek mondható volt, ugyanakkor az év során megfigyelték alatt maradt az érdeklődés a magyar papírok iránt. **Az ÁKK csökkentett aukciós mennyisége és a viszonylagos stabil kereslet is hozzájárulhatott a rövid hozamok csökkenéséhez.** A hosszú papírok esetében a lefedettség megfelelő volt, de árnyalja a képet, hogy az augusztusi aukciókon az ÁKK a hosszú oldalon is mérsékelte a felajánlott mennyiséget, emellett pedig érdemi hozamemelkedés következett be. **A külföldiek állampapír állománya mutatott reakciót a külpiaci turbulenciára, de viszonylag stabilan alakult a 4 800-5 000 milliárd forintos sávban, a külföldiek aránya 42-43 százalék között ingadozott.**

3. Hitelezési folyamatok

Júniusban a háztartási szektor nettó hiteltörlesztő volt a hitelintézeti szektorral szemben, a szektor tranzakciói -22 milliárd forintot tettek ki (szezonálisan igazítva -26 milliárd forintot). Ennek következtében az éves növekedési ütem az előző havi -5 százalékról -4,9 százalékra változott. A hitelállomány mérséklődését továbbra is elsősorban a devizahitelek leépülése eredményezi, miközben a hónap folyamán a forinthitelek esetében a folyósítások mintegy 9 milliárd forinttal haladták meg a törlesztéseket (17. ábra).

17. ábra - Háztartások nettó hitelfelvétele



A teljes hitelintézeti szektor bruttó háztartási hitelkihelyezése 48,3 milliárd forintot tett ki, ami megközelítőleg 40 százalékkal magasabb az előző év azonos időszakának új volumenénél. A lakáscélú hitelek esetében különösen markáns az élénkülés: ebben a szegmensben az új szerződések mintegy 50 százalékkal haladják meg az előző év júniusi értéket.

A hitelintézeti szektor vállalati hitelállománya összesen 11 milliárd forinttal emelkedett a tranzakciók hatására, és mind a forint, mind pedig a devizahitelekben növekedés volt megfigyelhető (18. ábra). Szezonálisan kiigazítva a tranzakciók értéke meghaladta a 34 milliárd forintot. Az éves növekedési ütem így pozitív tartományba emelkedett. Az NHP I. pillérén belüli hitelek júniusban mintegy 37 milliárd forinttal járultak hozzá a forint hitelállomány emelkedéséhez.

18. ábra – Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

