



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2014. október

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2014. október 28-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2014. november 12. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2014. október 22-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:

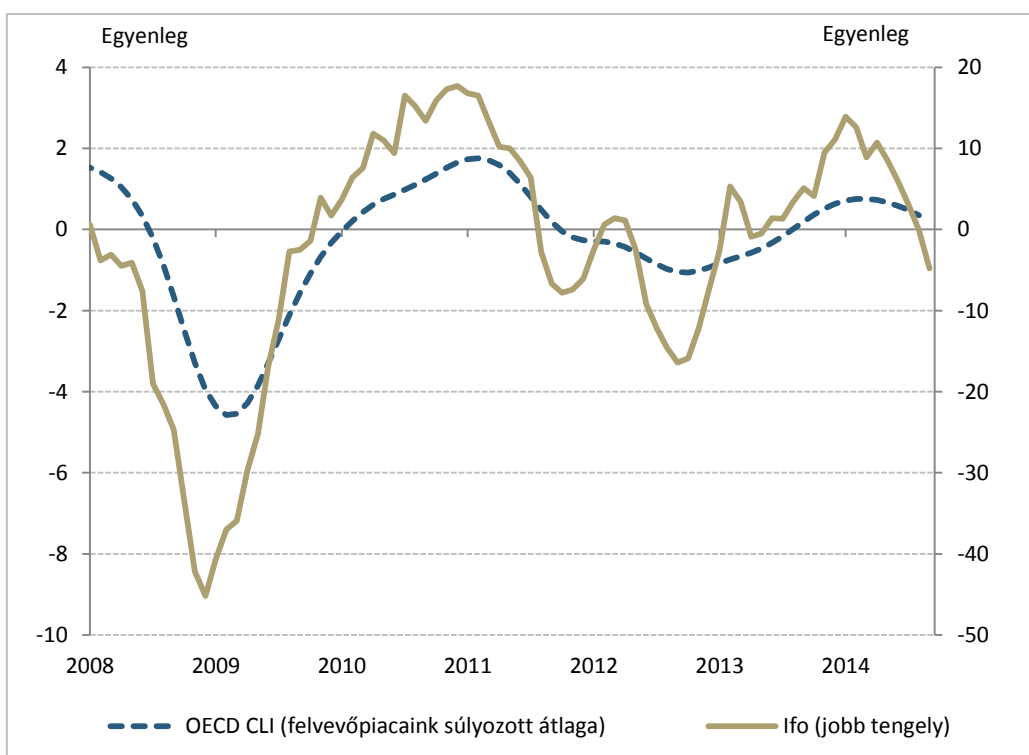
http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv

1. MAKROGAZDASÁG

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

Felvevőpiacaink gazdasági növekedése az elmúlt hónapok adatai alapján kedvezőtlenebbé vált, az idei évre vonatkozó növekedési kilátások romlottak és előretekintve is mérsékeltebb lehet a gazdasági bővülés dinamikája a korábban vártnál (1. ábra). A feltörekvő régiók növekedési kilátásai továbbra is törékenyek. A fokozott geopolitikai feszültségek a visszaeső keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül a fejlett országok gazdasági teljesítményét is kedvezőtlenül érinthetik. A világpiac felől érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

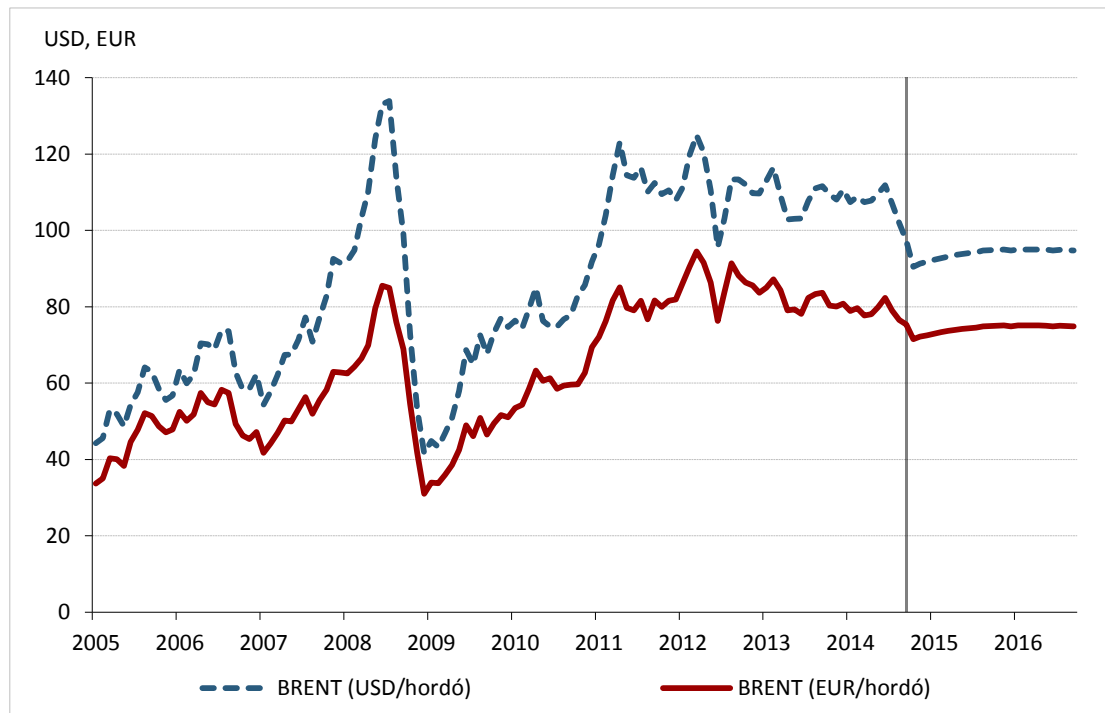


2014 második negyedévét követően lassult a világgazdaság bővülése. A korábban erőteljes növekedést felmutató fejlett országok esetében gyenge termelési adatok láttak napvilágot, így az ideai növekedési kilátások is mérséklődtek. Ezt részben magyarázza az orosz-ukrán konfliktus és az ennek kapcsán hozott gazdasági szankciók negatív hatása, ami előretekintve erőteljesebb lehet. A korábbi években gyors növekedést felmutató feltörekvő gazdaságokat az idei év során érdemi lassulás jellemezte és előretekintve is visszafogottak a növekedési kilátások, melyet a csökkenő világpiaci nyersanyagárak tovább mérsékelhetnek.

2014 második negyedében stagnált az eurozóna gazdasága negyedéves alapon. A beérkezett havi termelési adatok a térség gazdasági aktivitásának lassulását mutatják, ami egybecseng az előretekintő konjunktúraindikátorok elmúlt hónapokban megfigyelt, folyamatosan romló helyzetértékelésével. A gazdasági aktivitás lassulásának hátterében részben a feszült geopolitikai helyzet állhat: a növekvő bizonytalanság és a kétoldalú, egyre kiterjedtebb gazdasági szankciók a gazdasági aktivitás lassulását okozhatják. Ezzel összhangban a második negyedéves adatok már a várttól némileg elmaradó bővülést mutattak és a harmadik negyedévből rendelkezésre álló havi indikátorok a konjunktúra további lassulását jelzik. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország ipari kibocsátása a korábbi hónapok stagnálását követően augusztusban érdemben lassult, és ezzel párhuzamosan a német ipari új rendelések is számottevően csökkentek. A közép-kelet-európai régió teljesítménye ugyanakkor kedvező volt a második negyedévben, ám az elmúlt hónapok havi indikátorai alapján a térségben is lassult az ipari kibocsátás. Az orosz-ukrán konfliktus elmélyülése és az európai lassulás eddig csak korlátozottan érinthette a régiós növekedési folyamatokat, ám az eurozóna lassulásán keresztül a régió gazdasági növekedése is mérséklődhet előretekintve.

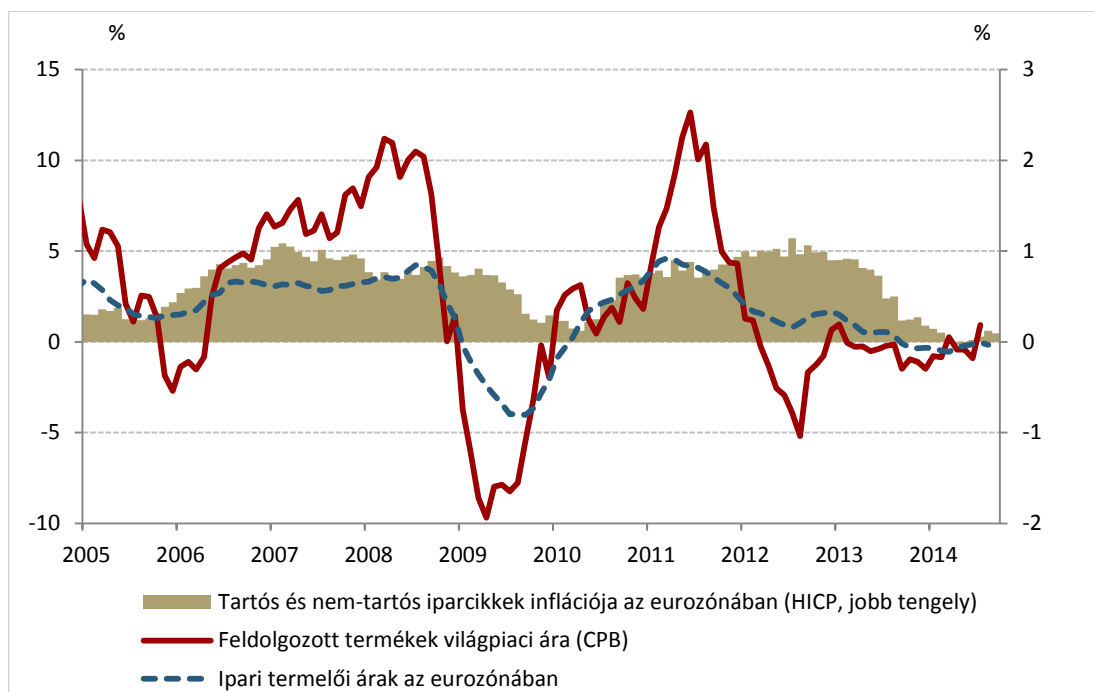
A világpiac felől érkező inflációs nyomás tovább gyengült. A mérséklődő nyersanyagárak és a lassan növekvő világgazdaság együttesen mérséklék az inflációt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak (az eurozóna esetében továbbra is alacsony a fogyasztóiár-index). Október folyamán csökkent az olajár, mind a Brent, mind a WTI világpiaci ára volt 85 dollár alatt is. Az olajár alakulását egyrészt a növekvő kínálat (OPEC országok termelésének növekedése, amerikai palaolaj-kitermelés felfutása) mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – magyarázza (2. ábra).

2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világpiaci árában továbbra is mérsékelt dinamikát figyelhetünk meg. A feldolgozott termékek világpiaci árai továbbra is visszafogottan alakultak (3. ábra).

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



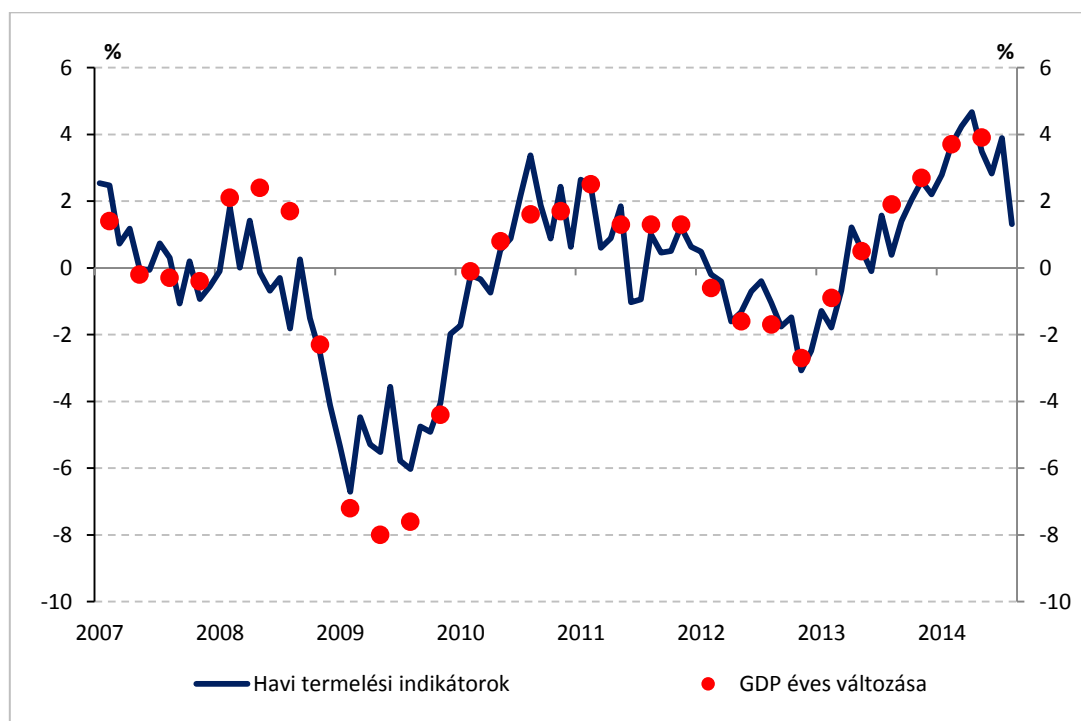
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

1.2.1. Gazdasági növekedés

2014 második negyedévében folytatódott a gazdaság növekedése. A bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 3,9 százalékkal növekedett, az előző negyedévhez képest pedig 0,8 százalékkal emelkedett.

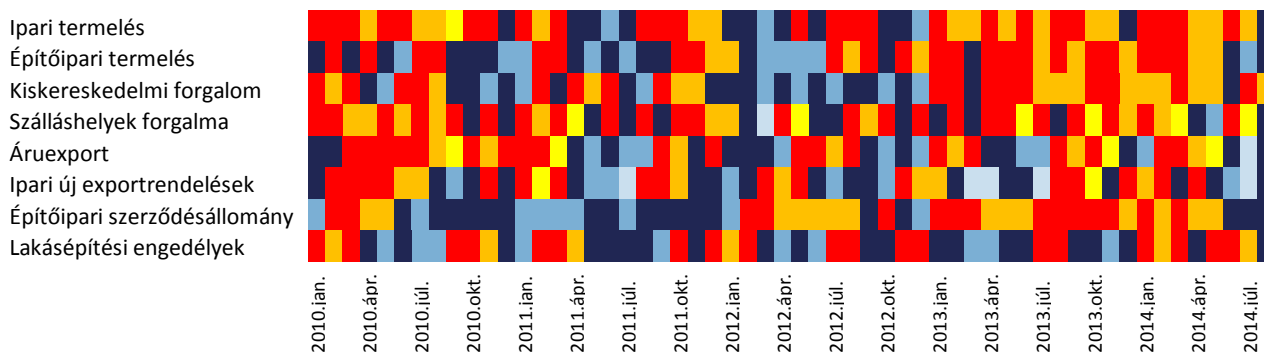
Az elmúlt hónapokról rendelkezésre álló indikátorok alapján a növekedés lassulhat a harmadik negyedévben (4. ábra), az augusztusi termelési indikátorok is kedvezőtlen képet festenek (5. ábra).

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 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.

Augusztusban az ipari termelés az előző év azonos időszakához képest 0,5 százalékkal bővült, ami érdemben elmaradt a megelőző hónapok növekedési ütemétől. Havi alapon 5,7 százalékos visszaesést láthattunk. A jelentős visszaesés hátterében részben egyedi hatások állnak, több autógyár átmenetileg szüneteltette a termelését augusztusban. A járműgyártás mellett egyéb ágazatok esetében is gyengébb teljesítményt jelentett a KSH, ezt részben az orosz-ukrán konfliktus miatt bevezetett kétoldalú szankciók magyarázhatják. A rendelésállományok csökkenése kismértékben gyengébb ipari termelést vetít előre. **Az áruexport és áruimport az ipari folyamatokkal összhangban csökkent augusztusban, a külkereskedelmi többlet mérséklődött. A belső kereslet élénkülése miatt az import csökkenése mérsékeltebb volt, így a nettó export növekedési hozzájárulása mérséklődhet a harmadik negyedévben.**

Az építőipar termelése augusztusban éves alapon 13,1 százalékkal emelkedett, míg az előző hónaphoz viszonyítva 0,2 százalékkal mérséklődött. Az ágazat kedvező teljesítményét továbbra is a nagyrészt uniós forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházások magyarázzák, míg a magánszektor beruházási aktivitása továbbra is visszafogottan alakult. **Az új szerződések elmúlt hónapokban megfigyelt jelentős visszaesése az építőipari termelés növekedésének lassulását vetíti előre, ám a jelentős meglévő szerződésállomány alapján az év második felében is kedvező építőipari teljesítményt várható.**

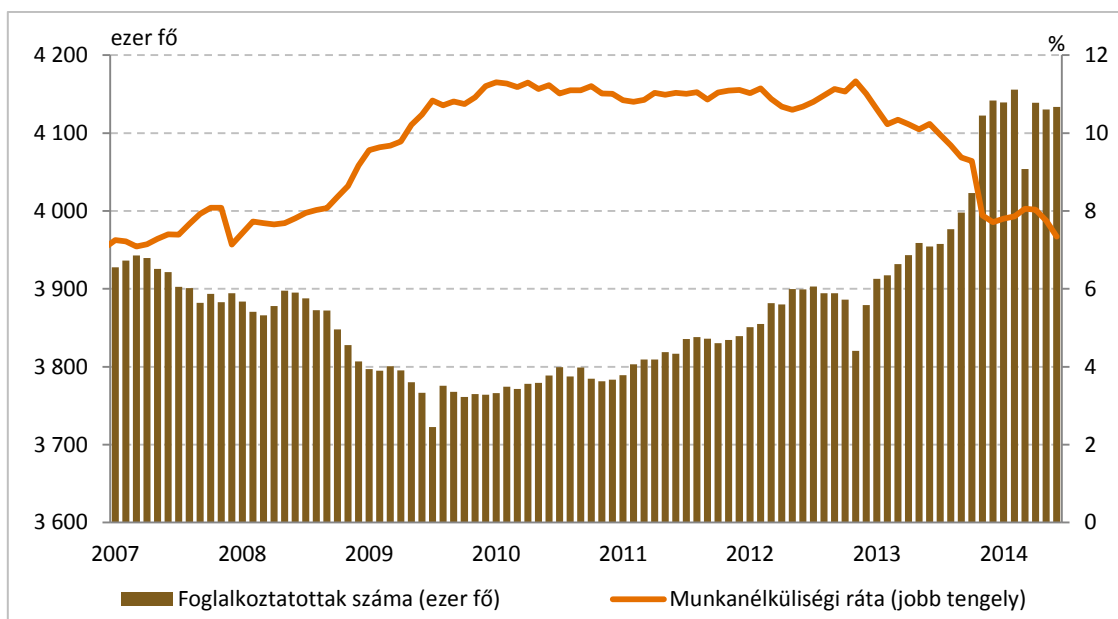
A fogyasztási kereslet fokozatos növekedése az elmúlt hónapokban tovább folytatódhatott. Augusztusban az előzetes adatok alapján a kiskereskedelmi forgalom 2,5 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A lakossági fogyasztás élénkülését támogatják a javuló munkapiaci folyamatok és 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 szeptemberi előrejelzés alappályája a kiegyensúlyozott szerkezetű gazdasági növekedés folytatódását vetíti előre, 2014-ben 3,3 százalékkal növekedhet a gazdaság. Negyedéves alapon kismértékben lassulhat a növekedés, amit részben egyedi hatások magyarázhatnak. A növekedést támogatja az élénkülő belső kereslet, az intenzív EU forrásfelhasználás, a laza monetáris kondíciók, a javuló munkapiaci helyzet, ugyanakkor a romló nemzetközi konjunktúra és legfőbb felvevőpiacaink lassuló növekedése negatív kockázatot jelenthet előretekintve.

1.2.2. Foglalkoztatás

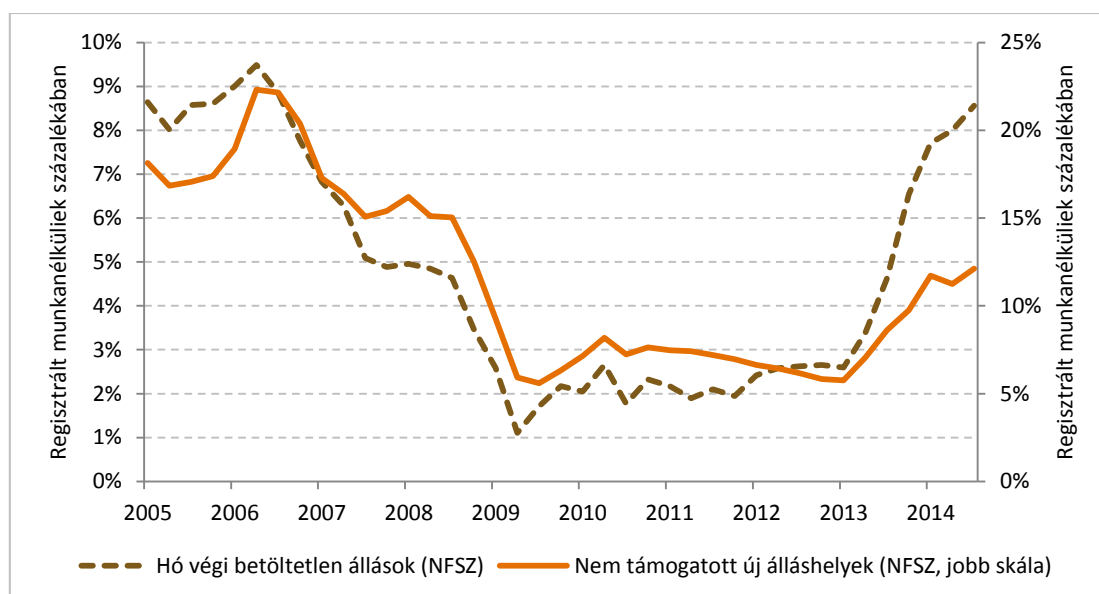
A Munkaerő-felmérés adatai alapján **augusztusban 5,4 százalékkal nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma az előző év augusztusához viszonyítva.** A munkaerőpiacon a szezonálisan igazított adatok szerint havi alapon közfoglalkoztatottakkal együtt stagnált, a közfoglalkoztatás figyelembevételével viszont enyhén csökkent a foglalkoztatás augusztusban. A részletes adatokat tekintve a versenyszféra foglalkoztatása negyedéves alapon enyhén növekedett a második negyedévben. Azonban az államháztartásban foglalkoztatottak száma csökkent, ami főként a közmunkaprogramoknak tudható be. A munkanélküliség az előző hónaphoz hasonlóan nagymértékben csökkent, az adatok alapján a munkanélküliek egy része inaktívvá vált ebben a hónapban. **A munkanélküliségi ráta augusztusban 7,3 százalék volt (6. ábra).**

6. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



A harmadik negyedévben érdemben nem változott az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma az előző negyedévhez képest. A hó végi betöltetlen álláshelyek száma enyhén csökkent, azonban az utóbbi másfél évben elérte a válság előtti szintet, ami arra utalhat, hogy erősödhetnek az illeszkedési problémák a munkapiacra. A munkapiac feszesebb, mint tavaly év elején (7. ábra). Szeptemberben jelentősen nőtt a bejelentett létszámleépítések száma, ami főként a komáromi Nokia gyár bezárásának tudható be.

7. ábra: A munkapiaci feszességet mérő mutatók



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

1.3. Infláció és bérek

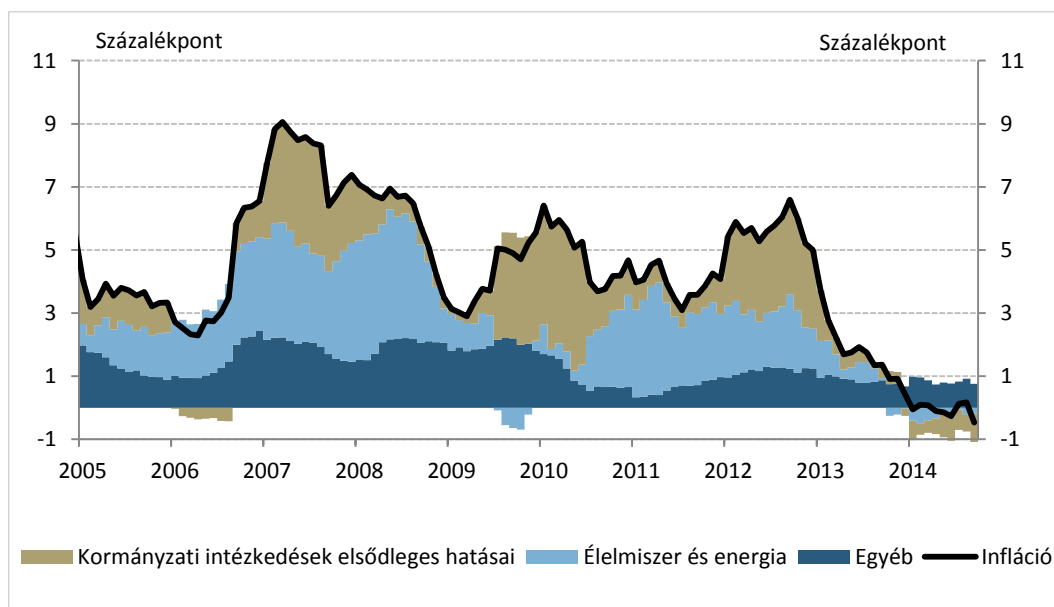
1.3.1. Bérezés

Augusztusban a versenyszféra bérindexe 4,2 százalék volt. Az augusztusi bérdinamikát bázishatás is emelte; míg tavaly augusztusban havi alapon csökkentek a rendszeres keresetek, addig idén érdemben nem változtak. Ebben a hónapban a bérek növekedési üteme a piaci szolgáltató szektorban erőteljesebben alakult, mint a feldolgozóiparban. **A versenyszféra bérdinamikája továbbra is visszafogottnak tekinthető.**

1.3.2. Inflációs folyamatok

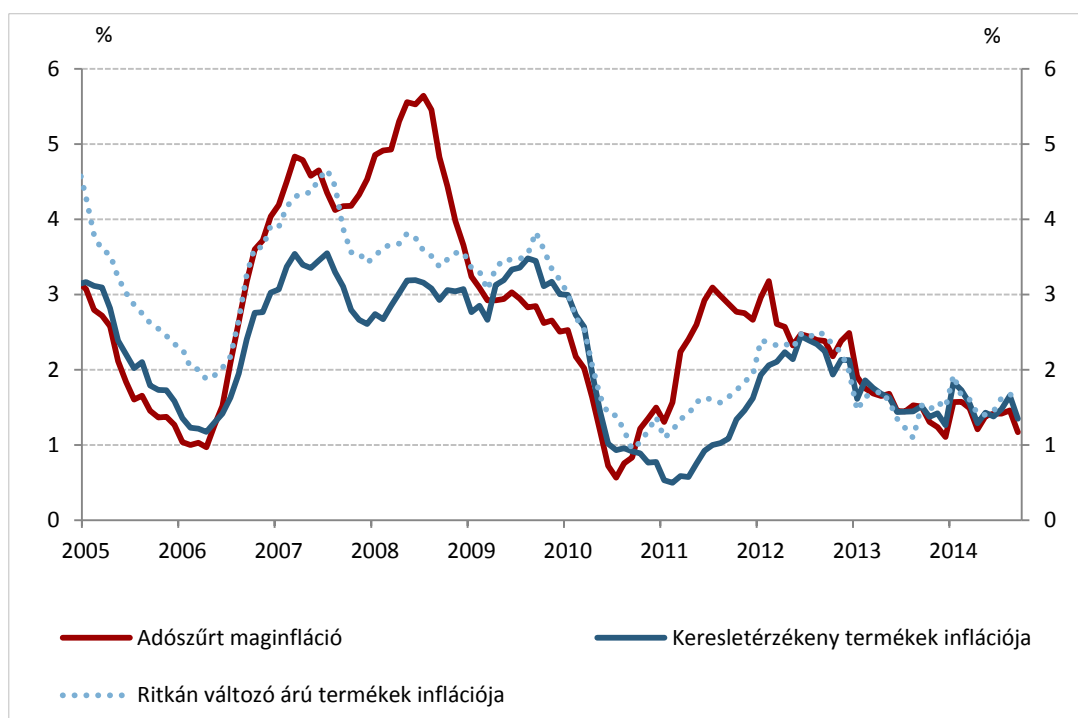
2014 szeptemberében az infláció -0,5, a maginfláció 1,4 százalék, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,2 százalék volt (8. ábra). Az infláció 0,7 százalékponttal, míg a maginfláció 1,0 százalékponttal mérséklődött az előző hónaphoz képest. Az eltérést elsősorban az iparcikkek (ezen belül a nagy változékonyságot mutató repülőjegyek) áralakulása magyarázza, emellett kisebb részben a monetáris politika hatáskörén kívülálló tényezők (szabályozott árak) is közrejátszottak. Az infláció és a maginfláció is elsősorban a pénzügyi tranzakciók illeték és a dohányárak kiskereskedelmi árrésének 2013 őszi emelkedésének bázisból való kiesése miatt csökkent.

8. 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 (9. ábra). 2014 augusztusában a mezőgazdasági termelői árak éves alapon 3,3 százalékkal csökkentek, a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai pedig 0,7 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Az üzemanyagok éves inflációja a tavaly szeptemberi árnövekedés bázishatása miatt csökkent. 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 enyhülő mértékben.

9. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása (százalék)



Rövidtávon 0 százalék közelében maradhat az infláció. A beérkezett szeptemberi infláció enyhén elmaradt a szeptemberi inflációs jelentés előrejelzésétől, melyhez egyedi hatások (pl. repülőjegyek áralakulása) is hozzájárultak. Az inflációs alapfolyamatokról alkotott képünk érdemben nem változott.

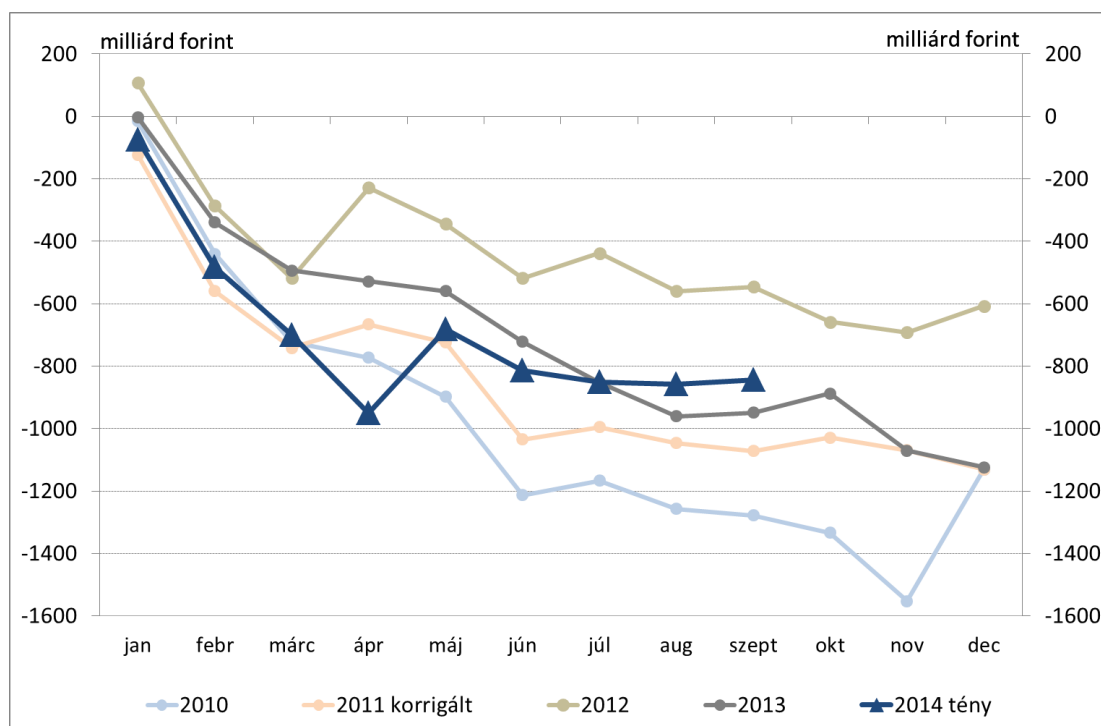
A forintban kifejezett olajárak utóbbi hetekben bekövetkező árcsökkenése következtében az infláció a következő hónapokban is negatív tartományban alakulhat. Az inflációs ráta az év végétől, a tavaly őszi hatósági energiaár-csökkentések hatásának kifizetésével emelkedhet és pozitívvá válhat, de a szeptemberi Inflációs jelentésben előrejelzett értéknél alacsonyabban alakulhat.

1.4. Költségvetési folyamatok

Az állami költségvetés az önkormányzati szektor nélkül (központi alrendszer) szeptemberben 14 milliárd forint többlettel zárt, ami nagyjából megegyezik az egy évvel ezelőtti egyenleggel. Ezen belül emelkedtek a bérterhekből (személyi jövedelemadókból, járulékokból) származó bevételek, míg a kiadási oldalon többet költött idén szeptemberben az állam a különböző támogatásokra, valamint az EU-s támogatásokkal kapcsolatos kiadásokra, mint tavaly.

A központi alrendszer 2014. évi első kilenc havi hiánya 845 milliárd forint volt, ami az Országvédelmi Alap teljes törlesztését feltételező éves hiányprognózisunk 94 százaléka, a költségvetési törvényben szereplő pénzforgalmi deficitcél 86 százaléka. A kumulált hiány nominálisan továbbra is alacsonyabb a korábbi években jellemzően tapasztalt értékeknél (10. ábra).

10. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált egyenlege



1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Az előzetes augusztusi fizetési mérleg adatok alapján a reálgazdaság oldaláról számított külső egyensúlyi pozíció mérséklődött, de továbbra is magas. A külső finanszírozási képesség 650 millió euróra csökkent, de a havi adatok alapján számított finanszírozási képesség továbbra is 8 milliárd euró közelében alakult. A külső finanszírozási képesség mérséklődése főként az áruforgalmi egyenleg többletének csökkenéséhez kötődött. Ebben fontos szerepe volt a vélhetően átmenetileg mérséklődő autóiipari termeléseknek, illetve annak, hogy a belső kereslet élénkülése miatt az import csökkenése mérsékeltebb volt. A transzferegyenleg továbbra is jelentős többletet mutat – főként az EU-transzfereknek köszönhetően –, miközben a jövedelemegyenleg hiánya az elmúlt hónap kiugró értékét követően korrigálódott. Az EU-transzferek felhasználása továbbra is számottevő, az előző év azonos időszakához képest kismértékben emelkedett, és éves szinten 5,5 milliárd eurót tett ki.

A pénzügyi mérleg adatai alapján az adósság jellegű források nagymértékben csökkentek, miközben a külföldiek közvetlen tőke-befektetése emelkedett. Augusztusban a pénzügyi mérleg alapján számított finanszírozási képesség meghaladta az 1,1 milliárd eurót. Ez az adósság jellegű források több mint 1,2 milliárd eurót kitevő kiáramlása, és az FDI jellegű források kismértékű beáramlása mellett alakult ki. Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága mintegy 1,7 milliárd euróval csökkent, amiben jelentős szerepe volt az MNB eszközeinek önfinszírozási koncepcióhoz kötődő átalakításának, a külföldiek csökkenő állampapír-állományának és a devizatartalék emelkedésének is. Az MNB-betétből kikerülő likviditás egy része ugyanakkor a bankrendszer külső adósságát emelhette, mivel azt a külföldi befektetők bankbetétben helyezhették el.

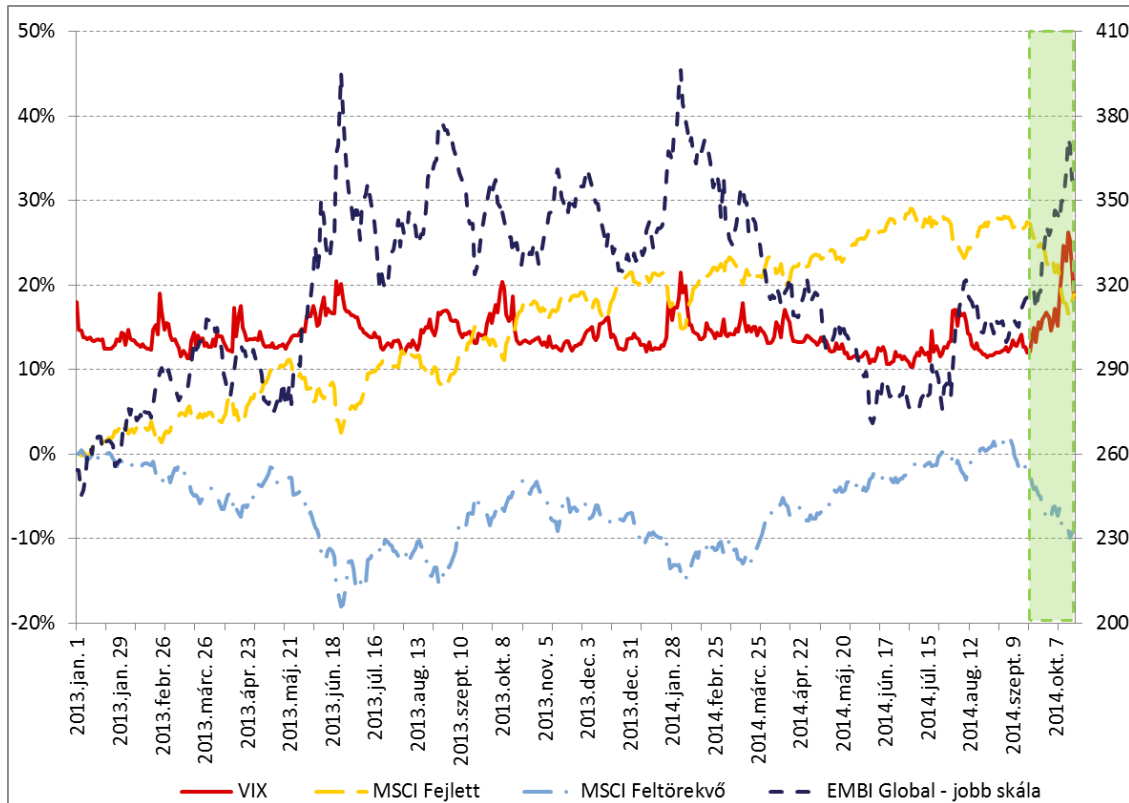
2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban többnyire romlott a kockázatvállalási hajlandóság a pénz- és tőkepiacokon, amit főként a geopolitikai konfliktusok és a kedvezőtlen konjunkturális kilátások okoztak. A hangulat romlása leginkább a részvényindexek jelentős esésében, valamint a kockázati indexek meredek emelkedésében mutatkozott meg; a kötvények kereslete megnövekedett. A feltörekvő eszközök kevésbé kerültek eladói nyomás alá, mint a fejlettek, ugyanakkor a feltörekvő régióban is szegmentálást figyelhettünk meg. A tőkeáramlási adatok megerősítik a részvénypiacból való tőkekiáramlást és a kötvények kedvezőbb teljesítményét. Összességében elmondható, hogy a korábban megfigyelt úgynevezett „risk on - risk off”¹ üzemmód, változni látszik az elmúlt hónapokban, és ezt figyelhettük meg a szeptemberi kamatdöntés óta is. A fejlett tőzsdék 5-10 százalékkal estek, és volatilitásukat jelző VIX index csaknem 3 éves csúcsra emelkedett, míg a fejlett piaci kötvény-volatilitási MOVE index és a feltörekvő piaci EMBI Global is emelkedést mutatott. (11. ábra) Az utóbbi napok ebben a tendenciában enyhe korrekciót hoztak.

¹ Kedvezőtlen piaci hangulatban a kockázatos eszközök együtt, egységesen estek, míg a menedékeszközök emelkedtek, míg kedvező hangulatban épp ellenkező irányú folyamatok játszódtak le. Az egyes részpiacok közötti szegmentáció csak limitáltan volt jellemző.

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



A hosszú hozamokban általában csökkenő tendencia érvényesült, ez az amerikai 10 éves papír esetében látványos volt (30-40 bázispontos csökkenés), ugyanakkor a fejlődő régió kötvényei is érdemben felértékelődtek, miközben az európai periféria országokban hozamemelkedés történt, részben a görög IMF program kiváltásának, piaci refinanszírozási tervének megjelenése következtében.

A kedvezőtlen hangulat felerősödése a feltörekvő devizákat csak kisebb mértékben érintette, összességében 1-2 százalékkal értékelődtek le a dollárhoz képest, a közép-kelet európai régió felülteljesítő volt e tekintetben, a kötvénypiaci hozamok pedig érdemi (30-50 bázispontos) csökkenést mutattak a régióban.

Az orosz-ukrán konfliktus kapcsán most nem csak az események és a zavargások, hanem az orosz válságkezelés volt leginkább fókuszban. Csak októberben 13 milliárd dollárnyi intervenciót hajtott végre a jegybank a rubel védelme érdekében, de eddig ezzel sem sikerült megállítani a leértékelődését. A rubel gyengülésével párhuzamosan a lebegtetési sáv kiszélesítése, az árfolyam-liberalizáció, az állami vállalatok, illetve a bankszektor devizaliquiditás igénye, valamint a zuhanó olajár költségvetésre gyakorolt negatív hatása került a figyelem középpontjába.

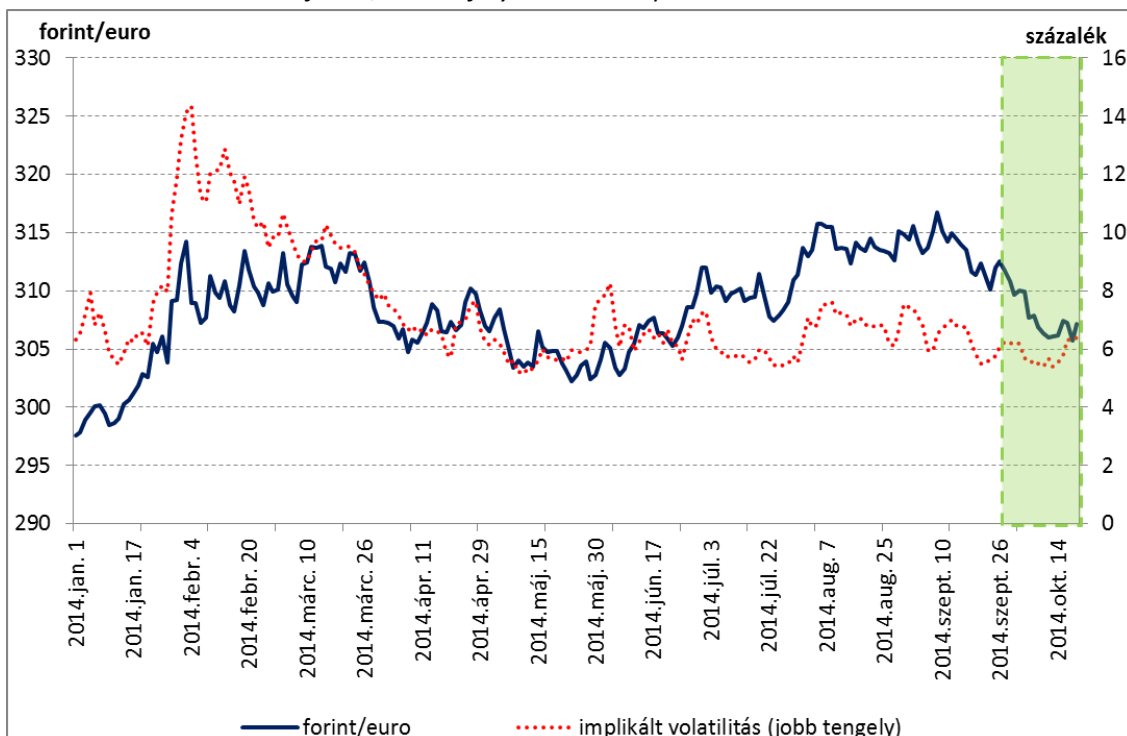
A fejlett országok jegybankjainak eltérő irányba mutató kamatpolitikája továbbra is a befektetői figyelem fókuszában maradt. Az EKB publikálta likviditásbővítő intézkedéseinek egyes részleteit, ugyanakkor a piaci várakozásoktól elmaradó konkrétumok következtében a döntés után átmenetileg erősödött az euro. Az EKB politikájáról megkérdezett elemzők körében szeptemberről októberre egyharmadról 50 százalékra emelkedett azok aránya, akik állampapír-vásárlást várnak az Európai Központi Banktól, a legtöbben 2015 során. Emellett október 20-án **az EKB elkezdte a fedezett kötvényvásárlásokat francia és spanyol papírokkal.** A Fed esetében a szeptemberi kamatdöntő ülés publikált jegyzőkönyve jelzett némileg enyhébb monetáris politikai hangvételt, ugyanakkor a kamatpolitikával kapcsolatos döntéshozói nyilatkozatok sok esetben széttartóak voltak. Az összességében lazább monetáris politikai irányultság felé való elmozdulás és a kedvezőtlenebb makroadatok is hozzájárultak a hozamgörbe ellaposodásához.

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A hazai pénzügyi folyamatokat a hónap során mind nemzetközi, mind pedig országspecifikus hírek mozgatták. Az előbbiek többnyire kedvezőtlen irányban, míg az utóbbiak nagyrészt kedvező irányban hatottak piaci mutatóink alakulására. Az MNB által bejelentett két új, a lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó devizaeszköz bevezetését pozitív piaci fogadtatás követte, mivel azok ellensúlyozhatják a devizaátváltásokhoz kötődően a forintárfolyamra nehezítő nyomást. Kedvezően értékelték továbbá a feltételes eszköz esetében a bankrendszer rövid külső forrásainak várható csökkenését. A hónap során tett egyes kormányzati nyilatkozatok is piacmozgató hatással bírtak: a gazdasági miniszter bejelentette, hogy a kormány kiadáscsökkentést és szerkezeti átalakításokat tervez a jövő évre, illetve a GDP arányos újraelosztások mértékének hosszabb távon történő csökkentésére kerülhet sor. Az év végi adósságcél teljesülésével kapcsolatosan elmondta, hogy abban jelentős szerepet játszik a forintárfolyam alakulása, amely szintén az erősödés irányába mozdíthatta el a forintárfolyamot. A fair bankokról szóló törvénytervezetről érkező hírek ugyanakkor nem okoztak piaci mozgást, csakúgy, mint az Európai Bizottság magyarországi költségvetéssel kapcsolatos publikációja, mely szerint az EDP-eljárás alá kerülés kockázata jelenleg nem fenyegeti hazánkat. A lengyel kamatcsökkentés erősítő hatást gyakorolhatott a forintárfolyamra, a nemzetközi befektetői hangulat e havi romlása ugyanakkor negatív irányban befolyásolta a hazai folyamatok egy részét is.

A magyar pénzügyi piacokat nyugodt befektetői hangulat jellemezte az elmúlt hetek során. Árnyalja a képet az időszak végi, nemzetközi hatásokhoz köthető árfolyamgyengülés. A forintárfolyam az időszak elején 310 és 313 közti sávban ingadozott, majd fokozatosan erősödve 305,2 forint/euro alá is süllyedt az árfolyam. A forint pozitív teljesítménye kiemelkedő volt a feltörekvő régióban és a régiós versenytársak devizaárfolyamai közt is (a régiós devizák hó eleji szintjük közelében mozogtak vagy kisebb leértékelődést mutattak), amely arra utal, hogy a forintpiaci folyamatokat országspecifikus tényezők mozgatták. Az időszak végi külpiaci hangulatromlás a feltörekvő devizák és a forint esetében is érdemi korrekciót váltott ki, így az előző kamatdöntés óta bekövetkezett forinterősödés 1,1 százalékra mérséklődött az euro ellenében. Fontos kiemelni, hogy az időszak nagy részében a forint mozgása elvált mind a szűkebb, mind pedig a tágabb értelemben vett régiónk devizaárfolyamaitól, majd az időszak végi gyengülés velük párhuzamosan ment végbe. Az euro/dollár kereszt elmozdulása következtében a forint a hónap nagy részében gyengülést szenvedett el a dollárral szemben, ugyanakkor az időszak végére a forint/dollár jegyzések 1 százalékos erősődéssel zártak. A forint/euro árfolyamra vonatkozó ferdeségi mutató az árfolyammozgással összhangban az időszak nagy részében mérséklődött, melyet a periódus végi emelkedés sem korigált teljes mértékben. (12. ábra)

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



A hónap során összességében csökkenés volt megfigyelhető a bankközi forward hozamgörbe meredekségében. A bankközi hozamokból implikált forward hozamgörbe rövid szegmensén érdemi változás nem ment végbe, a görbe továbbra is 2,1 százalékos kamatszintet áraz. A forward hozamgörbe hosszabb szakaszán ugyanakkor 10-15 bázispontos lejjebb tolódás volt tapasztalható, így a jövő év egészére vonatkozóan lapossá vált a bankközi forward hozamgörbe.

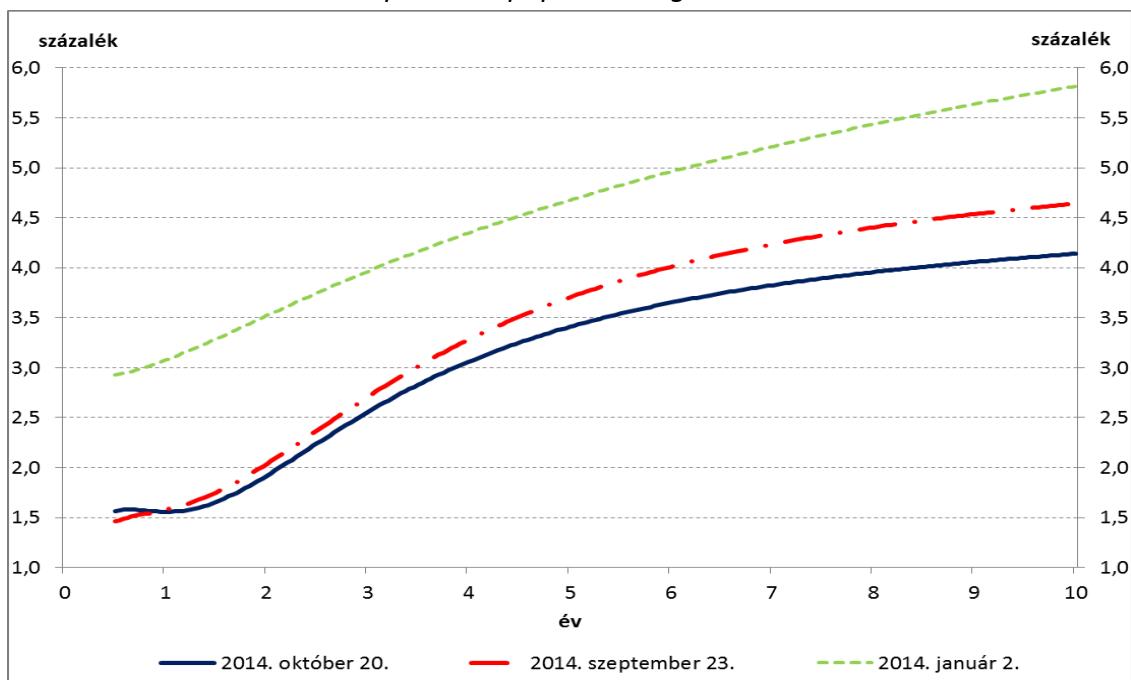
Az FX-swap piaci felárak minden futamidőn csökkentek a hónapban, ami az elmúlt hetekben látott swappiaci feszültség enyhülésére utal. Az egynapos futamidejű FX-swap piaci felárak 35 bázispont környékére süllyedtek, az 1 hetes és az 1 hónapos felárak pedig 60-70 bázisponttal kerültek lejjebb. Míg a legrövidebb futamidejű felárak megközelítették az év első felében jellemző átlagos szintjüket, addig a 3 és 6 havi lejáratokon továbbra is a magasnak tekinthetők a szpredek.

A hazai 5 éves CDS-felár az előző kamatdöntés idején megfigyelt alacsonynak tekinthető, 155 bázispont körüli szintről 177 bázispontig emelkedett. Az előző hónapokban megfigyelt, a forint-árfolyam és hazai CDS-felár alakulása közti negatív kapcsolat ebben a hónapban is fennállt, azonban az ellentétes irányban: az erősödő forintárfolyam ellenére a magyar CDS-felár emelkedett. Ugyanakkor a CDS-felár októberi emelkedését egy technikai tényező, a CDS-szabályozás változása is magyarázhatja.²

Az állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége csökkent az előző kamatdöntés óta. A görbe rövid végén eltérő folyamatok mentek végbe: a 3 hónapos benchmark enyhe csökkenése mellett a 6 hónapos hozam kissé emelkedett, a 12 hónapos viszont stagnált. Az éven túli lejáratokon a hónap nagy részét tekintve csökkenés jellemezte a hozamokat, a globális hangulat romlása azonban átmeneti megugrást eredményezett. Az 5 éves futamidőn az előző kamatdöntéskor megfigyelt szint közelében alakultak a referenciahozamok, a 3 éves benchmark 20 bázisponttal, a 10 éves hozam ugyanakkor 50 bázisponttal csökkent. (13. ábra)

²Az ISDA (International Swaps and Derivatives Association) a CDS ügyletekkel kapcsolatos definíciók felülvizsgálatát, illetve kibővítését hajtotta végre 2014-ben, melyek szeptember végével léptek életbe.

13. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

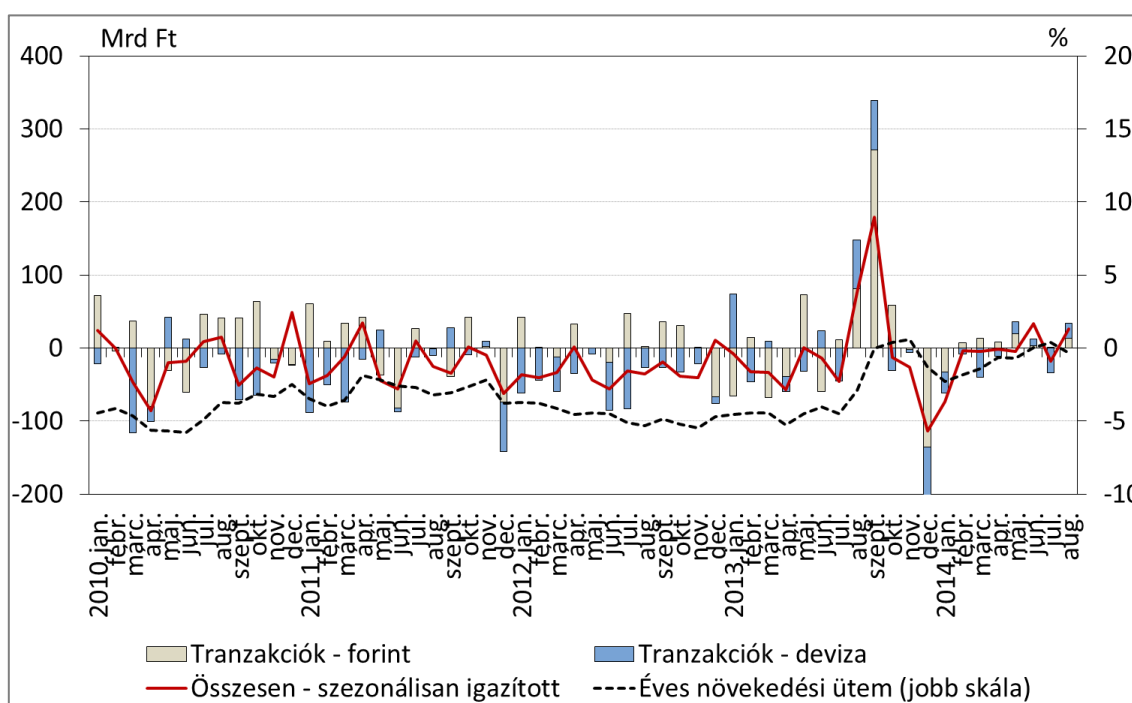


A diszkontkincstárjegy aukciókon a kereslet az elmúlt hónapokban tapasztaltakhoz képest mérséklődött, ugyanakkor a kötvények iránti kereslet erős volt. Az e hónapban tartott 3 hónapos aukciók során a hozamok enyhén tovább mérséklődtek vagy stagnáltak, míg a keresletben csökkenés volt megfigyelhető. A hosszú lejáratú aukciók tekintetében a számottevő keresletnek köszönhetően az ÁKK az októberi aukciókon jellemzően a tervezett mennyiségen felül vont be forrást. Ugyanakkor a hónap végén a 12 hónapos diszkontkincstárjegyek aukcióján olyan alacsony kereslet mutatkozott, hogy végül nem vont be forrást az ÁKK. A külföldiek forint állampapír állománya az előző kamatdöntéskor megfigyeltnél 115 milliárddal magasabban, 4845 milliárd forinton áll.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

Augusztusban a hitelintézeti szektor vállalati hitelállománya összesen 35 milliárd forinttal emelkedett a tranzakciók hatására, ezen belül mind a forint, mind pedig a devizahitelekben növekedés volt megfigyelhető. Szezonálisan igazítva a tranzakciók értéke 26 milliárd forintot tett ki. Az NHP I. pillérén belüli hitelek augusztusban mintegy 33 milliárd forinttal járultak hozzá a forint hitelállomány emelkedéséhez. A tranzakció alapú éves növekedési ütem – a tavaly augusztusi kedvező adat mutatóból való kikerülése miatt – -0,32 százalékra mérséklődött (14. ábra).

14. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Augusztusban a háztartási szektor a teljes hitelintézeti szektorral szemben nettó hiteltörlesztő volt, így a háztartások hitelállománya 11,2 milliárd forinttal mérséklődött a tranzakciók hatására. Szezonálisan igazítva ugyanez az érték 19,6 milliárd forintnyi csökkenéssel egyenértékű. A forinthitelek állománya immár négy hónapja emelkedő tendenciát mutat, a háztartási forinthitelek augusztusban 13,0 milliárd forinttal növekedtek a tranzakciók hatására. A hitelállomány mérséklődését továbbra is a devizahitelek leépülése eredményezi. Az éves állományleépülési ütem enyhén mérséklődött az előző hónaphoz képest, értéke 4,6 százalékról 4,5 százalékra változott. (15. ábra)

15. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele

