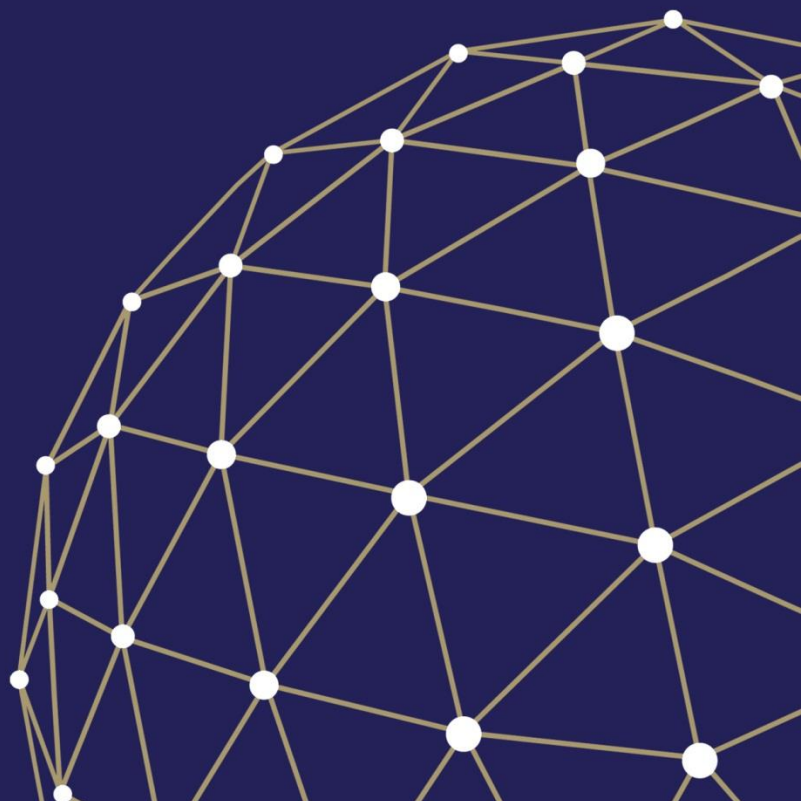




Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2014. január

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2014. január 21-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2014. február 5. 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:

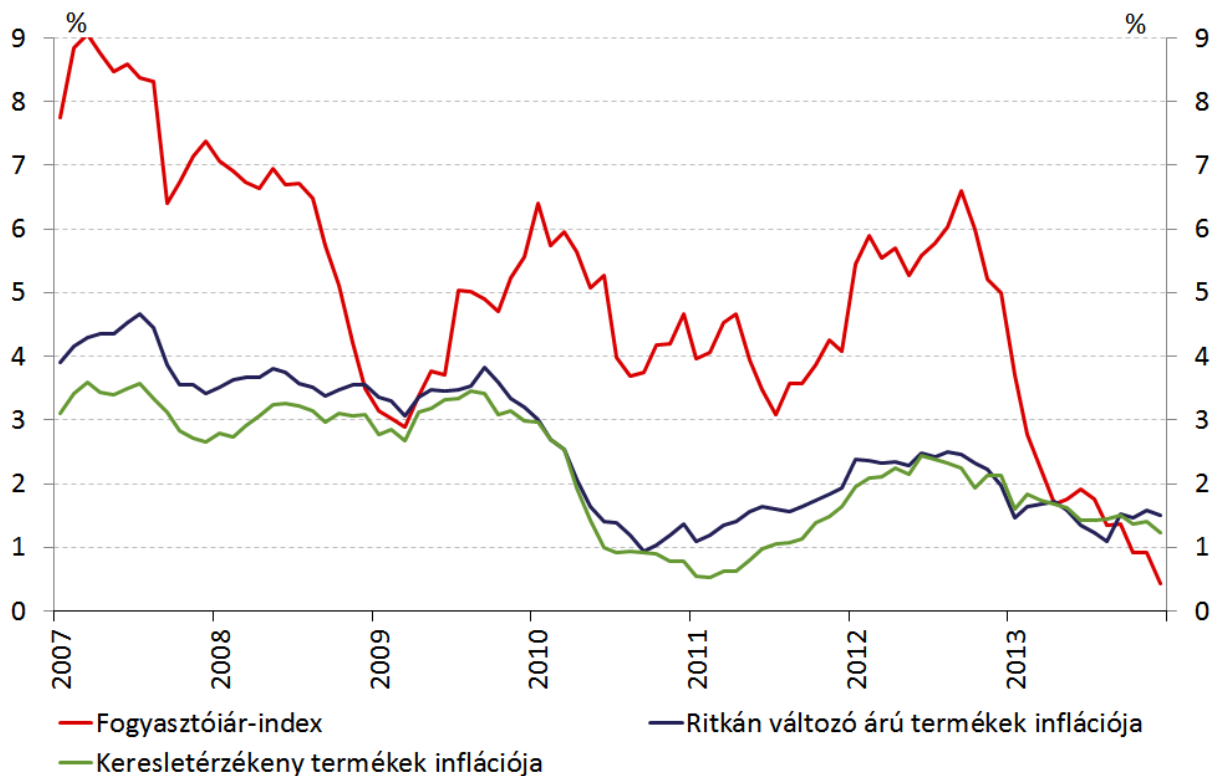
http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv

Makrogazdaság

A decemberi kamatdöntés óta beérkezett **makrogazdasági adatok összességében alátámasztották a decemberi inflációs jelentés fő üzeneteit**. Az infláció visszafogott maradt, a reálgazdaságban és a munkaerő-piacon pedig a fokozatos élénkülés jelei mutatkoztak. Az elmúlt hónap adatai alapján az infláció rövid távon enyhén alacsonyabb a decemberi előrejelzésnél. Az inflációs alapfolyamatokról a januári adatok szolgálhatnak érdemi új információval.

A decemberi inflációs jelentés **dezinflációs hatású makrogazdasági környezetet vetített előre** a következő negyedévekben. A mérsékelt nyersanyag- és importárak, a visszafogott fogyasztási kereslet, és az inflációs várakozások alkalmazkodása révén **az infláció a teljes előrejelzési horizonton a 3 százalékos cél alatt maradhat az előrejelzés szerint**. Az adószűrt maginfláció a jelenlegi alacsony szintjéről **2014 második negyedévéől indulhat emelkedésnek**, a belföldi kereslet fokozatos élénkülésével párhuzamosan.

1. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: MNB

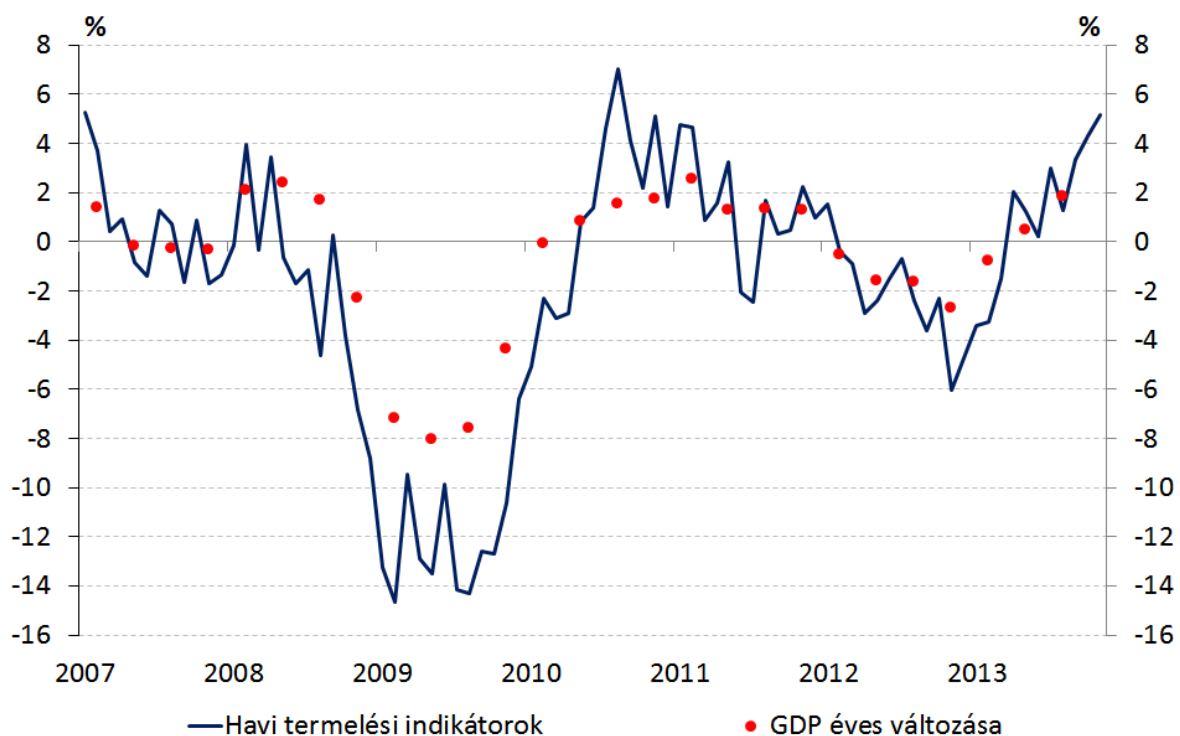
A decemberi inflációs adatok összhangban álltak a legutóbbi inflációs jelentés üzeneteivel. **A fogyasztóiár-index tovább mérséklődött, decemberben 0,4 százalékra csökkent**. A maginfláció 3,6 százalékon, az indirekt adóktól szűrt maginfláció pedig 1,1 százalékon állt. Az infláció decemberi csökkenését elsősorban a szabályozott árak év végi mérséklése magyarázta, amelyet csak részben ellensúlyozott az üzemanyagárak emelkedése. Az inflációs alapfolyamatok visszafogottan alakultak, a keresletérzékeny és ritkán változó árú termékek inflációja mérséklődött decemberben.

A visszafogott inflációs alapfolyamatokhoz a **kedvező költségoldali és keresleti folyamatok egyaránt hozzájárulhattak** az elmúlt hónapokban. A mezőgazdasági termelői árak 2013 novemberében éves alapon 14,6 százalékkal csökkentek, az ipar belföldi értékesítési árai pedig 0,4 százalékkal mérséklődtek. A hazai üzemanyagárak a világpiaci olajárat követve a decemberi emelkedés után januárban ismét csökkentek. **A fogyasztási kereslet a kiskereskedelmi adatok alapján az elmúlt hónapokban fokozatosan bővülhetett**, ám a kiskereskedelmi forgalom szintje változatlanul érdemben **elmarad a válság előtti években megfigyelttől**. Így a belső keresleti környezet összességében **továbbra is deflációs hatású lehet**.

A decemberi inflációs adat mértékében enyhén elmaradt az MNB decemberi előrejelzésétől, és az elemzői várakozásoktól. Az eltérést **elsősorban az iparcikkek vártnál mérsékeltebb inflációja magyarázza**. Az iparcikkek alacsony árdinamikáját az **importárak kedvező alakulása**, az elmúlt hónapokban **stabil forintárfolyam**, és a **visszafogott kereslet** árleszorító hatása **egyaránt magyarázhatja**. Mivel a szolgáltatások körében az év eleji árváltoztatások jellemzők, ezért az inflációs alapfolyamatok alakulásáról a 2014. januári inflációs adat szolgálhat érdemi új információval.

A decemberi előrejelzés a **gazdasági aktivitás fokozatos élénkülését vetítette előre**, amelyhez az **export mellett a belföldi kereslet** – rövidtávon elsősorban a beruházási aktivitás – **egyre nagyobb mértékben járulhat hozzá**. A decemberi előrejelzés szerint **2013. negyedik negyedévében éves összevetésben tovább élénkülhet a növekedés**, ugyanakkor az előző negyedévhez viszonyított bővülés mérsékeltebb lehet a harmadik negyedévben tapasztaltnál.

2. ábra: Havi termelési indikátorok és GDP éves változása



Forrás: MNB

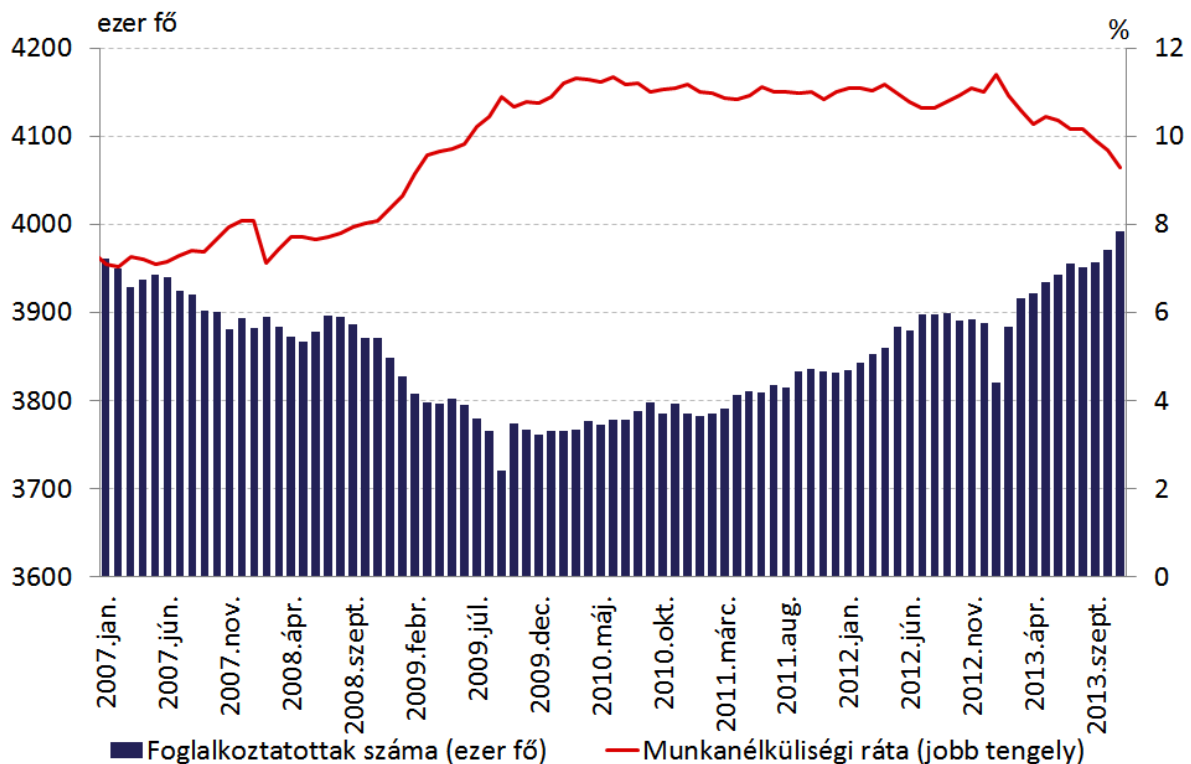
Megjegyzés: A havi termelési indikátor az ipari termelés, az építőipari termelés és a kiskereskedelmi forgalom súlyozott átlaga. A súlyok olyan regresszióból származnak, amelyben a GDP-t e három indikátor magyarázza.

A legfrissebb **konjunktúraindikátorok** megfeleltek a **decemberi várakozásoknak**. A 2013. novemberi **ipari termelés 3,5 százalékkal**, az **építőipari termelés 18,9 százalékkal**, a **kiskereskedelmi forgalom pedig 4,9 százalékkal bővült** az előző év azonos időszakához képest. Az ágazati kibocsátási adatok alapján a **GDP éves növekedési üteme az előrejelzésnek megfelelően tovább élénkülhetett**. Másfelől az **ipari termelés szezonálisan igazított szintje október-novemberben enyhén csökkent**, amely negyedéves alapon visszafogottabb GDP dinamikát vetít előre 2013 végén. Az építőipari termelés és a kiskereskedelmi forgalom növekedési üteme várakozásokkal összhangban havi alapon tovább növekedett. Az ágazati bizalmi indikátorok az elmúlt hónapokban tovább emelkedtek. A nagyobb volatilitást mutató **ipari új rendelések a korábbi hónapok dinamikus bővülése után októberben és novemberben korrekciót mutattak**.

A decemberi előrejelzés üzeneteit alátámasztották a felhasználási oldali folyamatok. A lakossági fogyasztás fokozatos bővülésére utal, hogy az előzetes adatok alapján novemberben is emelkedett a kiskereskedelmi forgalom szintje. Ehhez az üzemanyagok és az élelmiszerek mellett a nem élelmiszer jellegű termékek bővülő forgalma is hozzájárult, amely a lakossági fogyasztás fokozatos növekedését tükrözheti. **A lakossági fogyasztás élénkülését a reálbérek növekedése mellett az erősödő fogyasztói bizalom is támogathatja.**

Az előzetes adatok alapján **novemberben is magas volt a külkereskedelmi többlet**. Az év első 11 hónapjában 2 milliárd eurót tett ki az áruforgalmi többlet, szemben a 2012 azonos időszakában mért 1,9 milliárd euróval. Mindezek alapján a **nettó exportnak a gazdasági növekedéshez történő hozzájárulása 2013 negyedik negyedévében is jelentős maradhatott**.

3. ábra: Munkaerő-piaci mutatók alakulása



Forrás: KSH

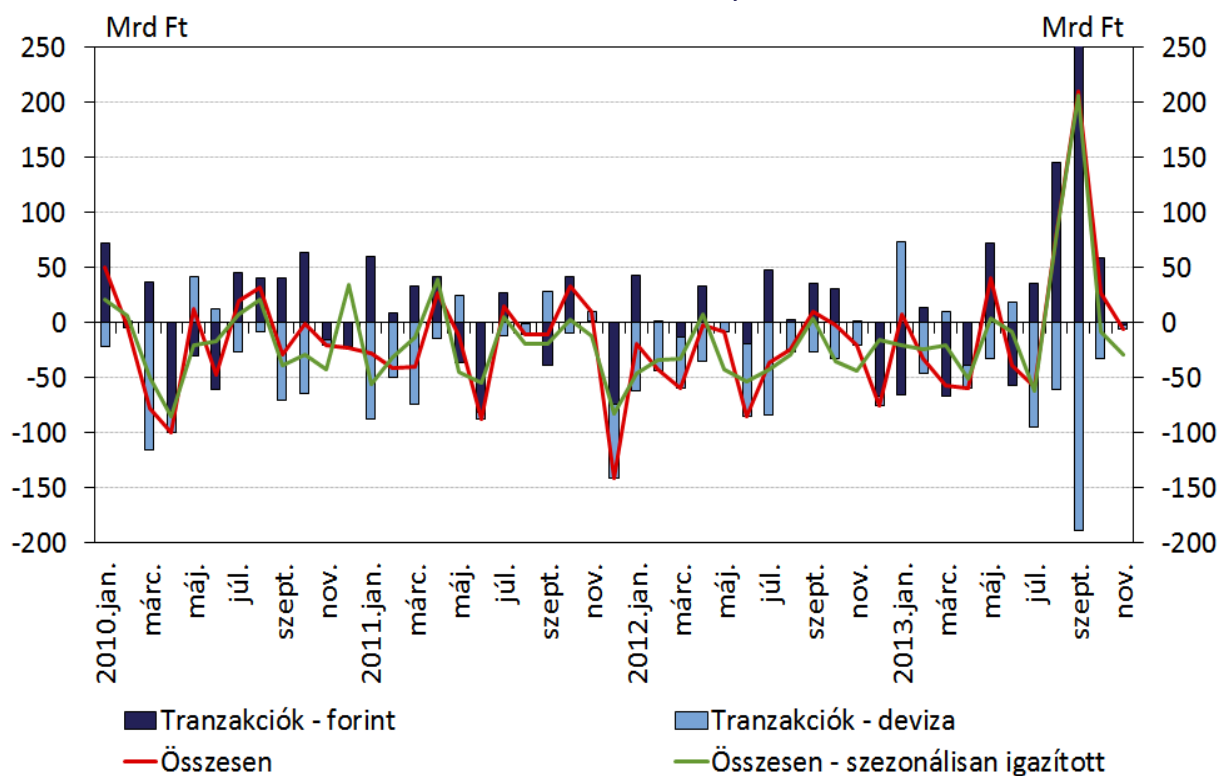
A decemberi inflációs jelentés a **foglalkoztatás további növekedését, illetve a visszafogott bér-dinamika fennmaradását vetítette előre**. A beérkezett létszámadatok a vártnak megfelelően

növekvő foglalkoztatást és csökkenő munkanélküliséget mutattak. A munkaerő-piaci felmérés novemberi adatai alapján a 15–74 éves foglalkoztatottak létszáma 4 millió 4 ezer fő volt, 3 százalékkal több az előző év azonos időszakánál. A szezonálisan igazított adatok alapján folytatódott a foglalkoztatás bővülése, valamint a munkanélküliek száma érdemben csökkent az előző hónaphoz képest. A munkanélküliségi ráta novemberben 9,3 százalékon állt.

A versenyszféra **októberi béradatai a bruttó átlagkeresetek dinamikájának gyorsulását mutatták**, a versenyszféra keresetei az előző év azonos időszakához képest 5,1 százalékkal nőttek. Ugyanakkor az október havi béradatak információtartalma jellemzően korlátozott: a rendszeres keresetek tipikusan év elején változnak, míg jelentős prémiumfizetések az év utolsó két hónapjában történnek. A bérek októberi gyorsulásában a bérezés változó szezonalitása is szerepet játszott, amely az elmúlt években volatilisabbá tette a bérek havi változását, ezáltal nehezítette az alapfolyamatok értékelését.

Novemberben a teljes hitelintézeti szektor **vállalati hitel-állománya az előző hónapok növekedése után 5,6 milliárd forinttal csökkent** (tranzakciós alapon). A csökkenés a forinthitelek 2,3 milliárd forintos, valamint a devizahitelek 3,3 milliárd forintos csökkenéséből adódott. A hónap során **csökkent mind a kisebb, mind a nagyobb összegű forint hitelek átlagos kamatlába.**

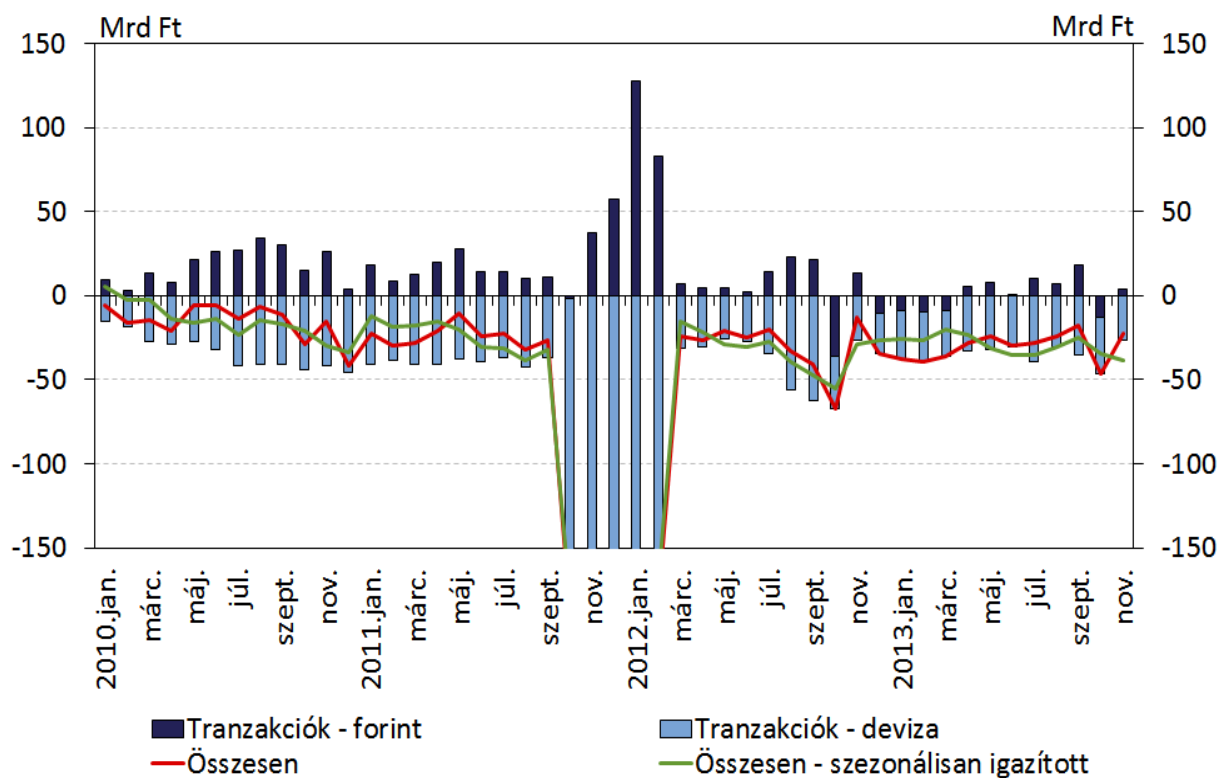
4. ábra: Vállalati hitelállomány alakulása



Forrás: MNB

Novemberben **tovább folytatódott a hitelintézetek háztartási hiteleinek leépülése**. A háztartási hitelek állománya az előző hónapok átlagánál kisebb mértékben, mintegy 23 milliárd forinttal mérséklődött, amely a devizahitelek 27 milliárd forintos csökkenésének és a forintbitelek 4 milliárd forintos emelkedésének eredőjeként állt elő. Az új kihelyezésű **háztartási lakáshitelek kamata alig változott** (enyhén csökkent), míg a szabad felhasználású jelzáloghitelek átlagos kamata az októberi jelentős csökkenés után korábbi szintjére tért vissza.

5. ábra: Háztartási hitelállomány alakulása



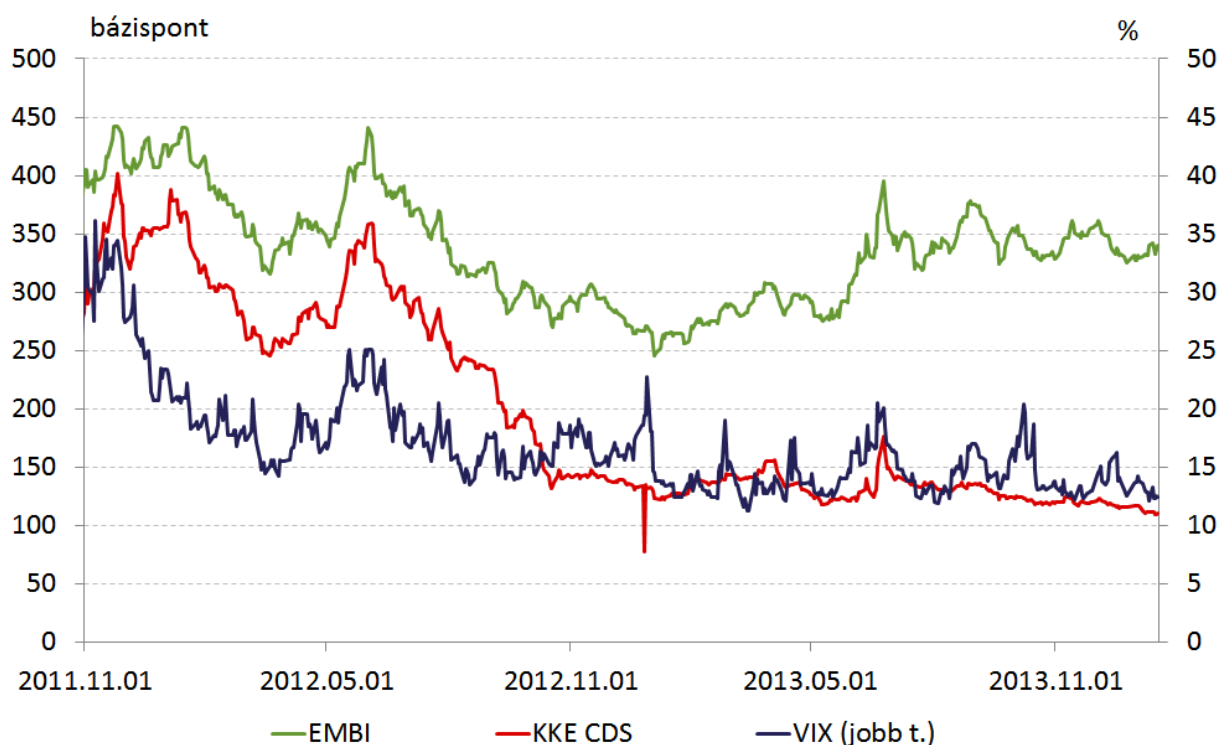
Forrás: MNB

Pénzügyi piacok

A januári kamatdöntés megelőző hét végéig¹ **nyugodt kereskedés jellemezte a pénz- és tőkepiacokat**, emellett továbbra is a fejlett jegybankok monetáris politikája, illetve a megjelenő makrogazdasági adatok álltak a piaci szereplők figyelmének fókuszában. Az amerikai jegybank Nyíltpiaci Bizottsága a decemberi kamatdöntő ülésén **a Fed eszközvásárlási programjának (QE3) lassításáról határozott, de a meglepetést okozó döntés ellenére is mérsékeltek maradtak a piaci reakciók.** Míg a decemberi kamatdöntés óta eltelt időszak elején a vártnál kedvezőbb makrogazdasági adatok láttak napvilágot az Egyesült Államokban, addig az időszak végi, vártnál gyengébb mezőgazdaságon kívüli foglalkoztatottak számának változása csak átmenetileg hatott a piaci szereplők azon várakozására, amely szerint a Fed januári ülésén tovább mérsékelheti az eszközvásárlások mértékét.

Az Európai Központi Bank (EKB), a Bank of England és a Bank of Japan kamat-meghatározó ülésein a döntéshozók a várakozásokkal összhangban nem változtattak a monetáris kondíciókon. Az euroövezeti infláció az előző havi emelkedés után a várakozásoktól elmaradva csökkent decemberben. Az EKB szerint az infláció tartósan alacsony szinten maradhat, a deflációs veszélyeket ugyanakkor nem tartja fenyegetőnek.

6. ábra: A fontosabb nemzetközi kockázati mutatók alakulása



Forrás: Thomson Reuters

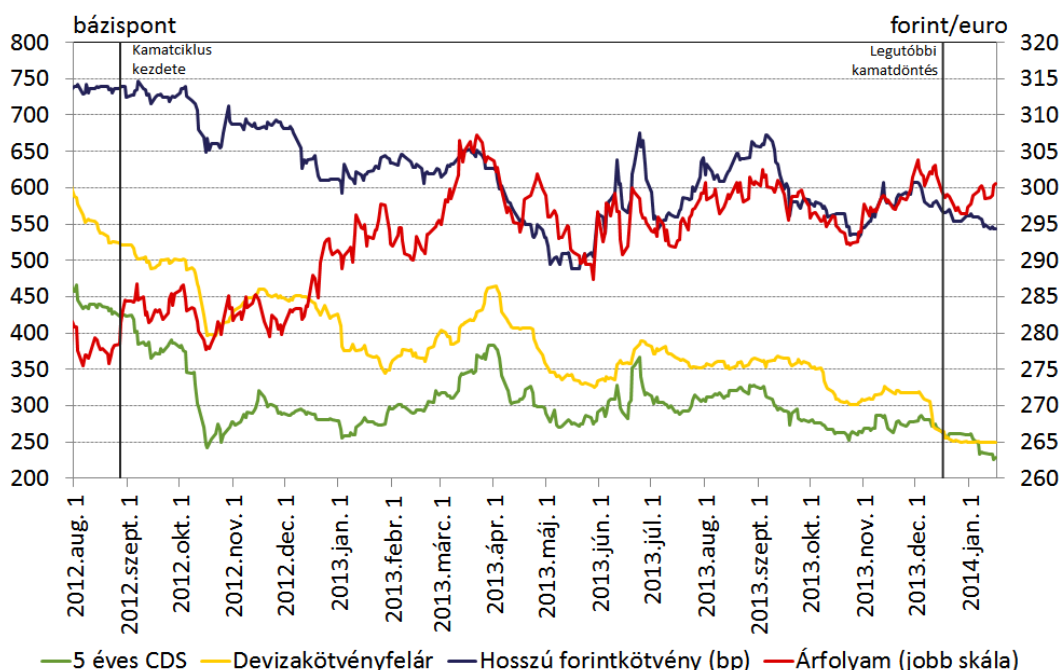
¹ A pénzügyi piacok fejezet a decemberi és a januári kamatdöntés közötti időszak folyamataira koncentrál, az adatgyűjtési időszak lezárása a kamatdöntést megelőző pénteken, január 17-én történt.

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban a **kockázati indexek összességében csak kis mértékben változtak**: míg az amerikai tőzsdei volatilitást mérő **VIX index csökkent**, addig a feltörekvő kötvénypiaci folyamatokat megragadó **EMBI Global mutató változatlan maradt**. A fejlett piaci tőzsdeindexek újabb historikus csúcsokra emelkedtek. A **Fed kamatdöntését követően dollárerősödési hullám indult**, amelynek során a dollár egy százalékkal értékelődött fel az euró ellenében. A **10 éves amerikai referencia állampapírhozam három százalék fölé emelkedett, de a periódus végére a kiinduló szintre korrigált**. A **periféria országok** gazdasági stabilizálódásával párhuzamosan **hosszú hozamaik érdemi mérséklődést mutattak**. A **közép-kelet-európai országok 10 éves kötvényhozamai vegyesen alakultak**: míg a lengyel és cseh hozamok emelkedtek, addig a román és a magyar hozamszint lefelé mozdult el.

A **decemberi kamatdöntés óta eltelt időszakban viszonylag kevés hazai piacmozgató esemény történt**, ezek közül a devizahiteles mentőcsomaggal kapcsolatos hírek, illetve a jegybanknak a további kamatlépésekkel kapcsolatos iránymutatása, valamint egyes döntéshozók kamatpolitikára vonatkozó nyilatkozata érdemel említést. **Összességében így a nemzetközi folyamatok voltak jelentősebb hatással a hazai pénzügyi hangulatra.**

A **hazai piaci folyamatok alapvetően kedvezően alakultak**. A **forint** az időszak eleji egy százalékos erősödés után januártól gyengülni kezdett, és végül **az időszak elején megfigyelthez képest közel fél százalékkal gyengébb árfolyamszinten** zárt, ezzel a régiós középmezőnyre jellemző teljesítményt mutatott. A **magyar 5 éves (dollár) CDS-felár érdemben, mintegy 30 bázisponttal mérséklődött** az időszak során, a **dollárkötvények felárában pedig 20-40 bázispontos esést** lehetett tapasztalni, míg **eurokötvények felára érdemben nem változott**. A forint állampapírpiacon az elsődleges kibocsátások összességében kedvezően alakultak, mind a **rövid, mind a hosszú futamidejű papírok** iránt erős vételi kereslet mutatkozott. A **három hónapos diszkontkincstárjegy másodpiaci hozama több mint 10 bázisponttal csökkent**, míg a **10 éves referenciahozam – némi ingadozást követően - az időszak végére 25 bázisponttal alacsonyabb szintre, 5,5 százalék alá mérséklődött**, így az **állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége összességében csökkent**.

7. ábra: A hazai kockázati mutatók alakulása



Forrás: Thomson Reuters