



# Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2014. november

Háttéranyag

a Monetáris Tanács

2014. november 25-i ülésének

rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2014. december 10. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2014. november 21-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](http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv)

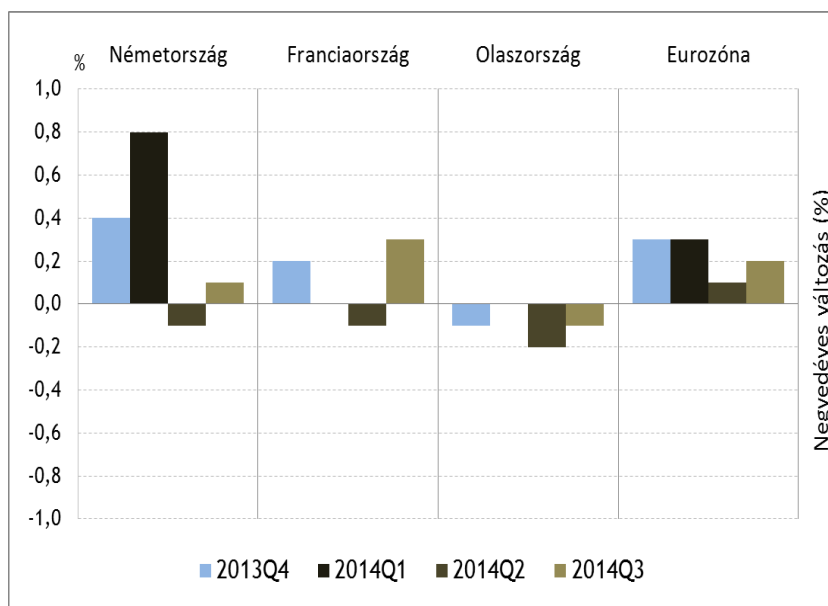
# 1. MAKROGAZDASÁG

## 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. 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.

**2014 harmadik negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése, ám a korábban vártnál lassabb ütemben.** A beérkezett előzetes adatok alapján a növekedés megfelelt a korábbi hónapokban romló kilátásoknak, egyes európai gazdaságok esetében kismértékben kedvezőbb is lett a növekedési kép. A lassuló gazdasági aktivitást részben magyarázza az orosz-ukrán konfliktus és az ennek kapcsán hozott gazdasági szankciók negatív hatása, ami előretekintve erőteljesebb is lehet. A korábbi években gyors növekedést felmutató feltörekvő gazdaságokat az idei év során érdemi lassulás jellemezte, és előretekintve is visszafogottak a növekedési kilátások, amit a csökkenő világpiaci nyersanyagárak is megerősítenek.

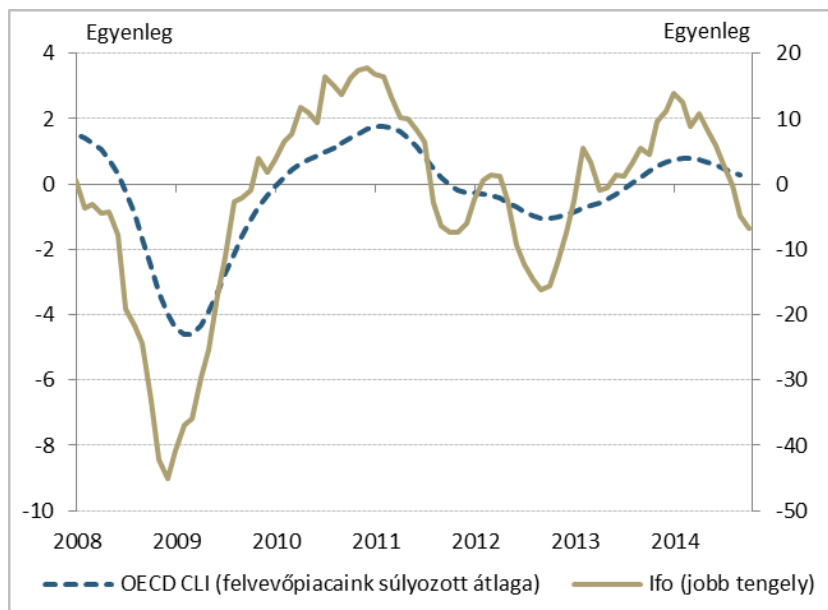
1. ábra: Negyedéves GDP növekedési ütemek az eurozónában



**2014 harmadik negyedében 0,2 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves alapon (1. ábra).** A beérkezett havi termelési adatok a térség gazdasági aktivitásának lassulását

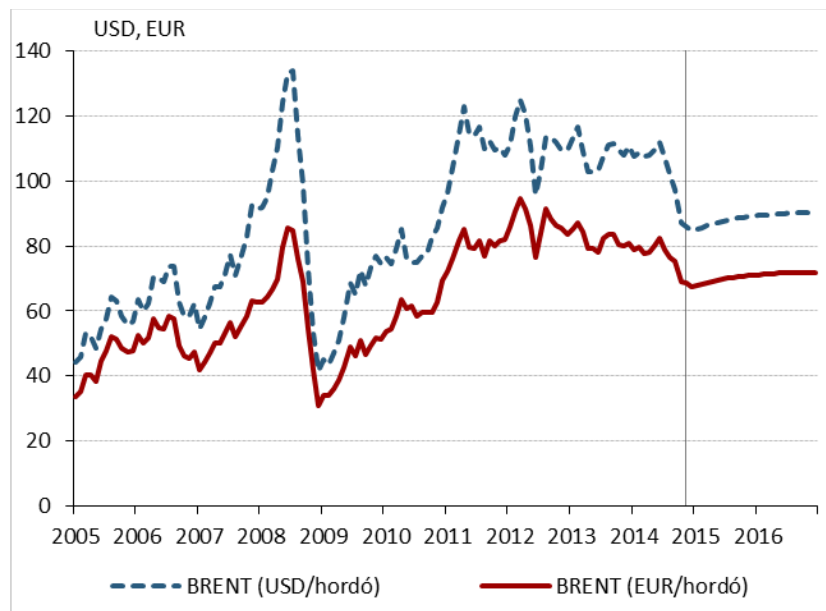
mutatják, ami egybecseng az előretekintő konjunktúraindikátorok elmúlt hónapokban megfigyelt, folyamatosan romló helyzetértékelésével. A gazdasági aktivitás lassulásának háttérében részben a feszült geopolitikai helyzet állhat: a növekvő bizonytalanság és a kétoldalú, egyre kiterjedtebb gazdasági szankciók a gazdasági aktivitás lassulását okozhatják. Ezzel összhangban a harmadik negyedéves adatok a vártnak megfelelő lassulást mutatták, amit előrevetítettek a romló konjunktúraindikátorok (2. ábra) és termelési adatok.

2. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



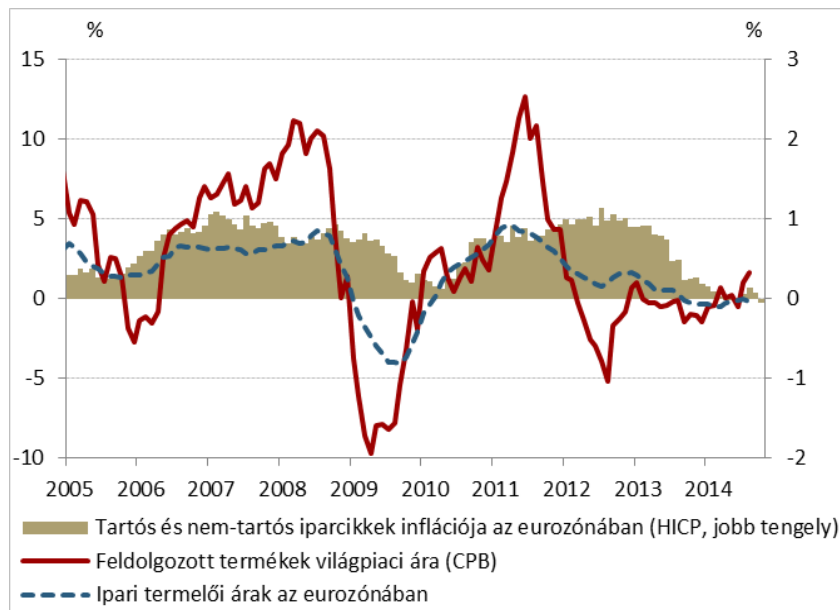
Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország ipari kibocsátása szeptemberen korrigálódott az augusztusi érdemi visszaesést követően, ezzel párhuzamosan a német ipari új rendelések stagnáltak. A régió teljesítménye kedvezően alakult a harmadik negyedévben, ám az elmúlt hónapok havi indikátorai alapján 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.

3. ábra: A Brent olaj világgpiaci árának alakulása



**A világgpiac 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 pedig továbbra is alacsony a fogyasztóiár-index növekedése). November első felében a kőolaj világgpiaci ára tovább mérséklődött, a hónap közepére a Brent jegyzése 80 dollár alá esett. Az olajár alakulását a növekvő kínálat (szaúd-arábiai termelés növekedése, amerikai palaolaj-kitermelés felfutása) mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – magyarázza (3. ábra). Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világgpiaci áraiban továbbra is mérsékelt dinamikát figyelhetünk meg. A feldolgozott termékek világgpiaci 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



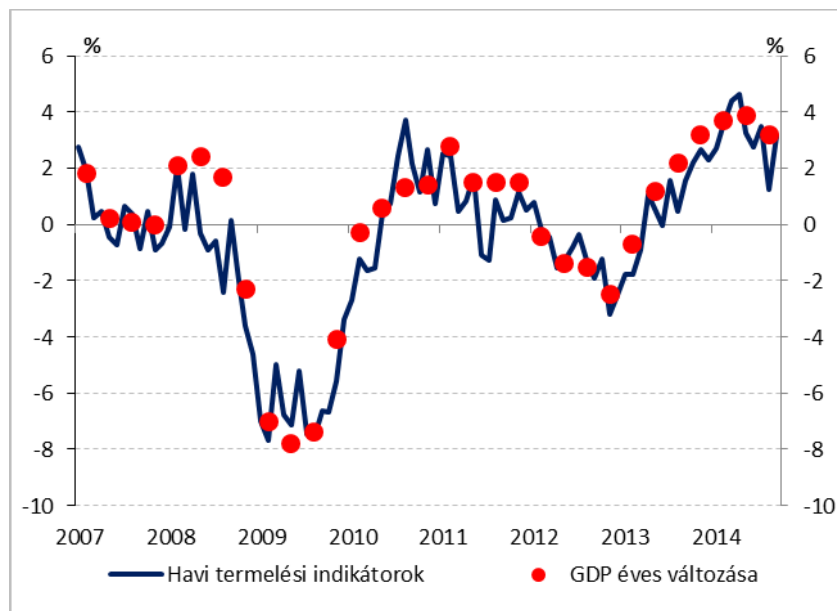
## 1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

### 1.2.1. Gazdasági növekedés

**2014 harmadik negyedében folytatódott a gazdaság növekedése. A bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 3,2 százalékkal nőtt, az előző negyedévhez képest pedig 0,5 százalékkal emelkedett.**

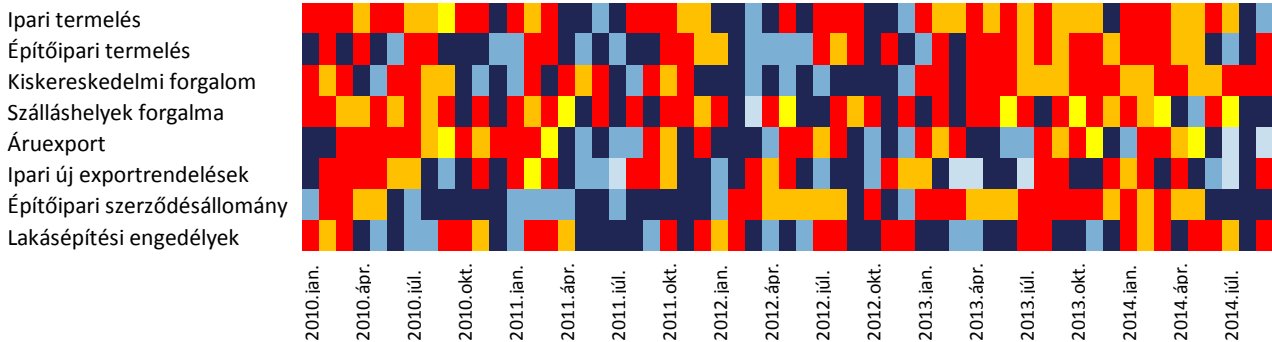
**Az elmúlt hónapokról rendelkezésünkre álló indikátorok ugyancsak azt vetítették előre, hogy a növekedés enyhén lassulhatott a harmadik negyedévben (5. ábra).** Az augusztusi termelési indikátorok némileg már kedvezőtlen képet festettek a harmadik negyedév gazdasági teljesítményéről. Az ipari termelés éves alapon kismértékben tovább bővült, de havi alapon érdemi, 5,7 százalékot meghaladó mértékű csökkenést regisztrált a KSH. Az építőipar kibocsátása augusztusban az előző hónaphoz képest 0,2 százalékkal mérséklődött. Szeptemberben azonban mind az iparban, mind pedig a kiskereskedelemben további bővülést figyelhattünk meg, és az építőipari termelés is növekedett.

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.

**Szeptemberben az ipari termelés az előző év azonos időszakához képest 7,6 százalékkal bővült, az augusztusi visszaeséshez képest mérsékelt korrekciót mutatva. A kibocsátás negyedéves alapon 0,7 százalékkal mérséklődött a második negyedévhez viszonyítva, havi alapon pedig 3,3 százalékkal növekedett.** Szeptemberben jellemzően az orosz és ukrán piacokra termelő alágazatokban volt csökkenés havi alapon. A nagy súlyú élelmiszeripar termelése mérséklődött augusztus óta, míg a vegyipar, fémipar, valamint az elektronika és optika alágazatokban

mérsékelt korrekció volt megfigyelhető. A legnagyobb súlyú járműgyártás ágazat termelése azonban emelkedett az előző hónaphoz viszonyítva, így az utóbbi néhány hónapot összességében stagnálás jellemzi. A Suzuki gyár modellváltása következtében az év végéig mérsékeltebb szinten termelhet, másfelől az Audi termelésének érdemi növekedése várható az új kapacitások üzembe helyezése miatt. Az előretekintő indikátorok a rövid távú kilátások romlását jelzik, noha a német és magyar új rendelések szintje némi korrekciót mutat. **Az áruexport és áruimport az ipari folyamatokkal összhangban alakult szeptemberben, a külkereskedelmi többlet azonban negyedéves alapon mérséklődött.** A belső kereslet élénkülése miatt az import növekedése negyedéves alapon meghaladta az exportét, így a **nettó export növekedési hozzájárulása mérséklődhetett a harmadik negyedévben.**

**Az építőipar termelése szeptemberben éves alapon 7,3 százalékkal emelkedett,** míg az előző hónaphoz viszonyítva 1,5 százalékos mérséklődést mutat. Az ágazat kedvező teljesítményét továbbra is a nagyrészt uniós forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházások magyarázzák, míg a magánszektor beruházási aktivitása visszafogottan alakult. **Az új szerződések elmúlt hónapokban megfigyelt jelentős visszaesése és a fokozatosan leépülő rendelésállományok az építőipari termelés növekedésének lassulását vetítik előre a negyedik negyedévben.**

**A fogyasztási kereslet fokozatos növekedése az elmúlt hónapokban tovább folytatódhatott.** Szeptemberben az előzetes adatok alapján a kiskereskedelmi forgalom 4,3 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.

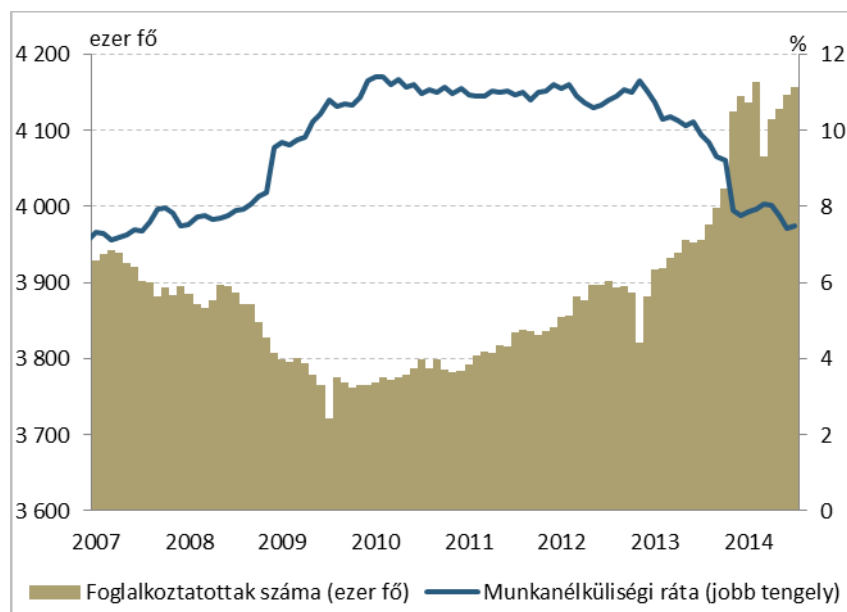
**A szeptemberi előrejelzés alappályája a kiegyensúlyozott szerkezetű gazdasági növekedés folytatódását vetíti előre, 2014-ben 3,3 százalékkal növekedhet a gazdaság.** Negyedéves alapon kismértékben lassulhat a növekedés, amit részben egyedi hatások magyarázhatnak. A növekedést támogatja az élénkülő belső kereslet, az intenzív EU forrásfelhasználás, a laza monetáris kondíciók, a javuló munkapiaci helyzet, ugyanakkor a romló nemzetközi konjunktúra és előretekintve a lassuló növekedés legfőbb felvevőpiacainkon negatív kockázatot jelenthet.



### 1.2.2. Foglalkoztatás

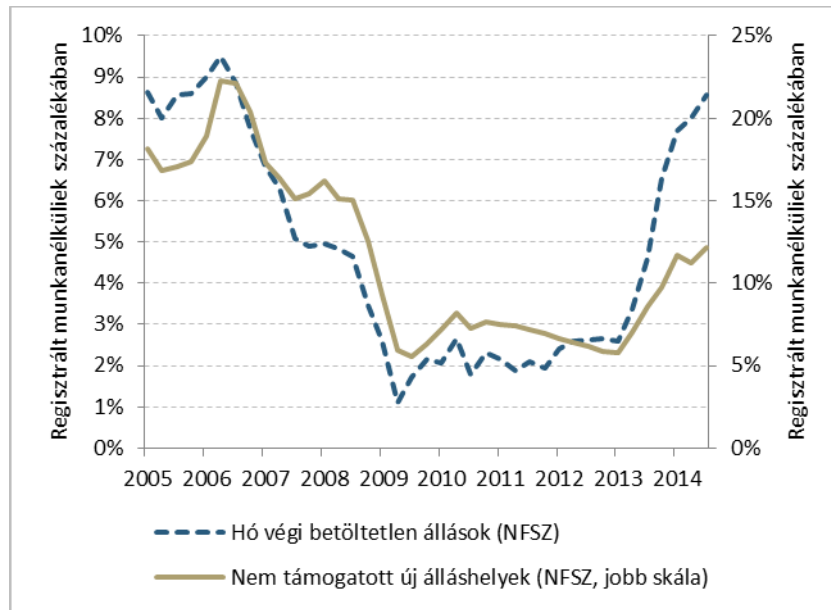
A Munkaerő-felmérés adatai alapján a **harmadik negyedévben 4,8 százalékkal nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma az előző év azonos időszakához viszonyítva**. Az előzetes adatok alapján nem változott a versenyszféra foglalkoztatása az előző negyedévhez képest. Az államháztartásban foglalkoztatottak száma emelkedett. A **munkanélküliségi ráta az előző negyedévi növekedés után a harmadik negyedévben csökkent** (7. ábra).

7. 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 a betöltetlen álláshelyek száma elérte a válság előtti szintet, ami arra utalhat, hogy erősödhetnek az illeszkedési problémák a munkapiacra. **A munkapiac feszesebb, mint tavaly év elején** (8. ábra). Szeptemberben jelentősen nőtt a bejelentett létszámleépítések száma, ami főként a komáromi Nokia gyár bezárásának tudható be.

8. ábra: A munkapiaci feszességet mérő mutatók



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

### 1.3. Infláció és bérek

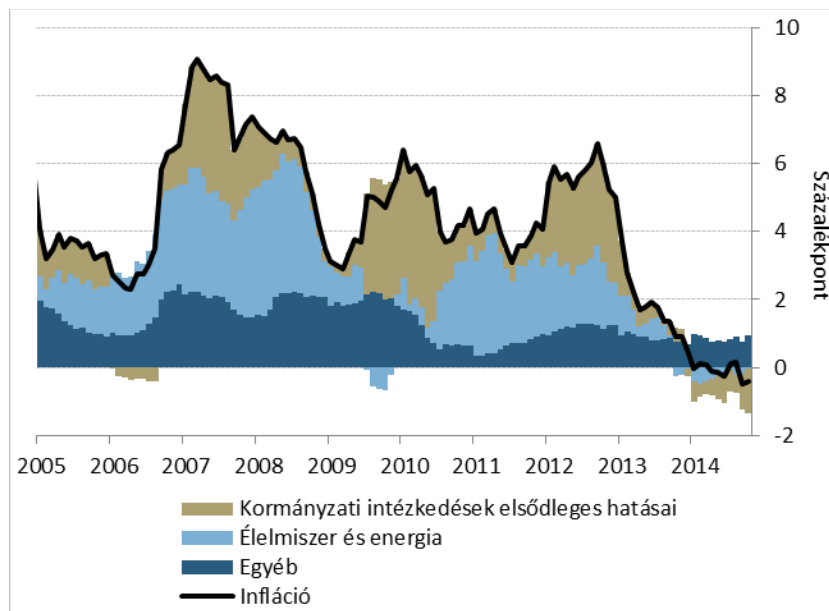
#### 1.3.1. Bérezés

**Szeptemberben a versenyszféra bérindexe 4,6 százalék volt.** A bruttó átlagkereset éves dinamikája enyhén emelkedett az előző hónapokhoz képest. Ebben a hónapban a bérek növekedési üteme érdemben nem tért el a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltatásoknál. **A bérdinamika összességében visszafogott maradt, a versenyszféra fajlagos munkaköltségének üteme a második negyedévben mérséklődött.**

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

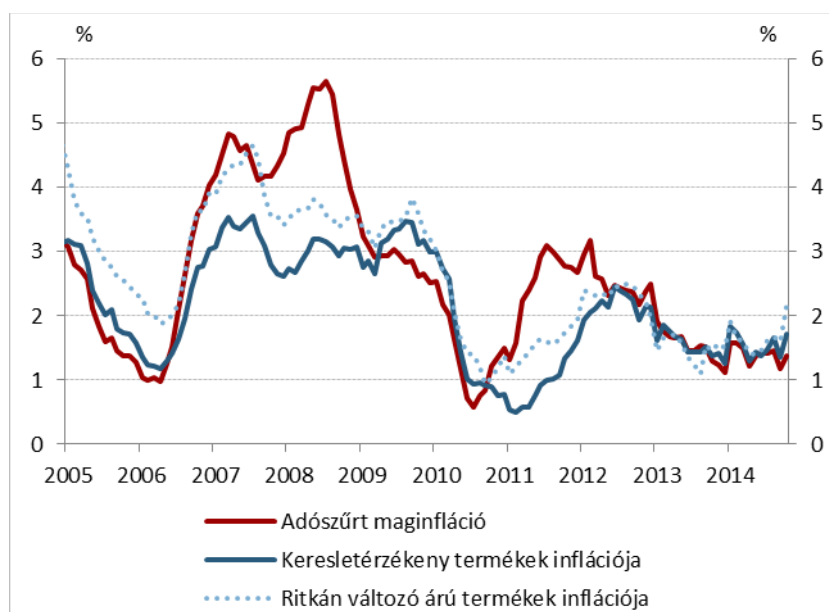
**2014 októberében az infláció -0,4, a maginfláció 1,5 százalék, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,4 százalék volt** (9. ábra). Az infláció és a maginfláció egyaránt 0,1 százalékponttal emelkedett az előző hónaphoz képest. Az infláció változását több termékcsoporthoz tartozó árindexének ellentétes irányú mozgása okozta.

9. 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 (10. ábra). 2014 szeptemberében a mezőgazdasági termelői árak éves alapon 5,1 százalékkal csökkentek, a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai pedig 0,7 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Az üzemanyagok ára októberben csökkent az előző hónaphoz képest az 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 fokozatosan enyhébb mértékben.

10. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása (százalék)



**Rövidtávon 0 százalék közelében maradhat az infláció. A beérkezett októberi infláció elmaradt a szeptemberi Inflációs jelentésben szereplő várakozásunknál, melyet a vártnál alacsonyabb üzemanyag-, feldolgozott élelmiszerárak és egyedi hatások (pl. repülőjegyek áralakulása) is magyaráznak. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink (a keresletérzékeny és a ritkán változó árú termékek inflációja) némileg emelkedtek az előző hónaphoz képest, melyek szintje továbbra is mérsékelt inflációs környezetre utal. Az inflációs alapfolyamatokról alkotott képünk érdemben nem változott.**

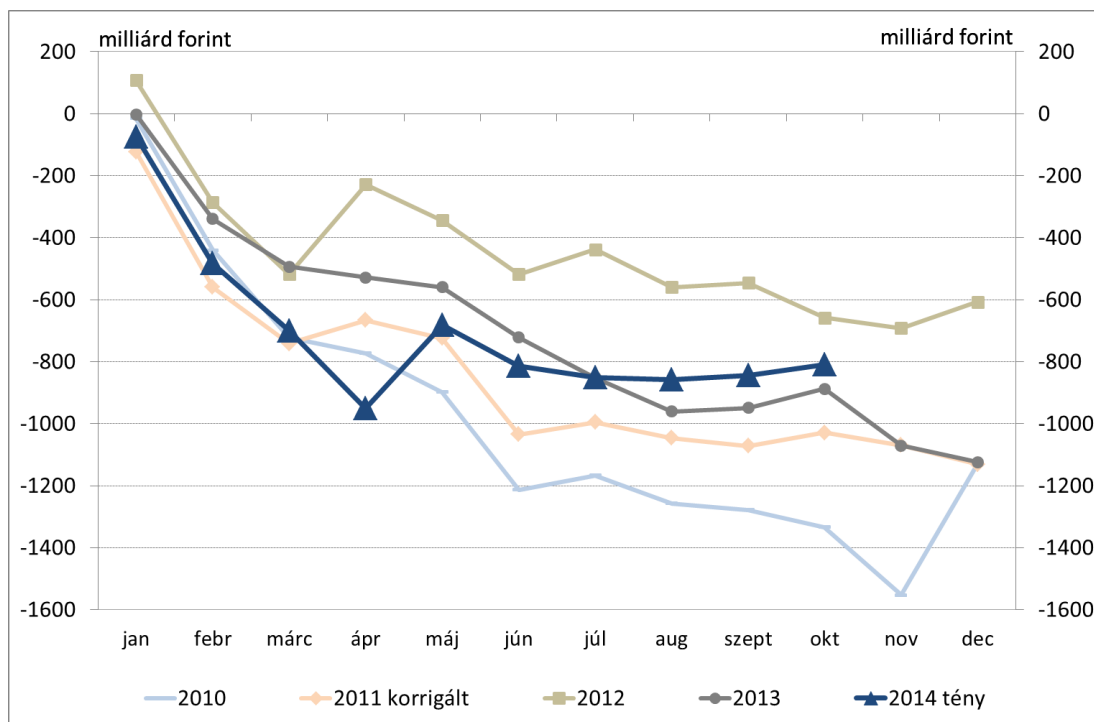
A forintban kifejezett olajárak utóbbi hetekben bekövetkező további csökkenése következtében az infláció a következő hónapokban is 0 százalék körül alakulhat.

#### 1.4. Költségvetési folyamatok

Az állami költségvetés az önkormányzati szektor nélkül (központi alrendszer) októberben 35 milliárd forint többlettel zárt, ami nagyjából megegyezik az egy évvel ezelőtti egyenleggel. Ezen belül a kiadási oldalon naptárhatással, illetve egyedi tételekkel magyarázható, hogy csökkentek a családi támogatások, valamint az állami vagyonnal kapcsolatos kiadások tavaly októberhez képest, míg a bevételi oldal zsugorodása elsősorban az uniós bevételek eltérő éven belüli lefutására vezethető vissza.

A központi alrendszer 2014. évi első tíz havi hiánya 810 milliárd forint volt, ami a költségvetési törvényben szereplő pénzforgalmi deficitcél 82 százaléka. A kumulált hiány nominálisan továbbra is alacsonyabb a korábbi években tapasztalt értékeknél (11. ábra).

11. ábra: A központi alrendszer éven belüli kumulált egyenlege



### 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

**A szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség meghaladta az 1,1 milliárd eurót.** A külső finanszírozási képesség emelkedése főként az áruforgalmi egyenleg – az autóipar termeléséhez kapcsolódó – korrekciójához kötődött. A transzferegyenleg továbbra is jelentős többletet mutat – főként az EU-transzfereknek köszönhetően –, miközben a jövedelemegyenleg hiánya továbbra is visszafogottan alakult.

**A pénzügyi mérleg adatai alapján az adósság jellegű források tovább csökkentek, miközben a külföldiek közvetlentőke-befektetése enyhén emelkedett.** Szeptemberben a pénzügyi mérleg alapján számított finanszírozási képesség 240 millió eurót tett ki. Ez az adósság jellegű források 400 millió eurós kiáramlása, és az FDI jellegű források kismértékű beáramlása mellett alakult ki. Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a külföldiek emelkedő állampapír-állománya, valamint az MNB swap eszköze miatt csökkenő tartalékok következtében bővült. A konszolidált állam forrásbeáramlását ugyanakkor több mint ellensúlyozta a bankok és vállalatok

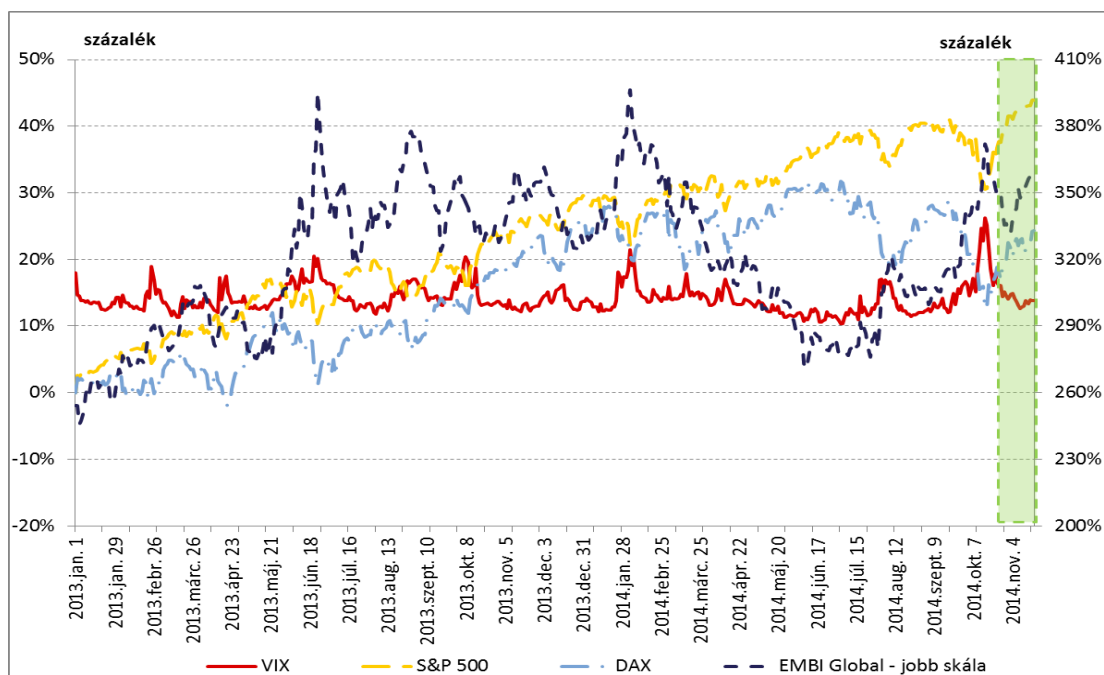
csökkenő külső adóssága. A nettó FDI-beáramlás a külföldiek részvénybefektetéseinek emelkedése és a tulajdonosi hitelek hasonló mértékű csökkenése mellett alakult ki.

## 2. PÉNZÜGYI PIACOK

### 2.1. Nemzetközi pénzpiacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban javult a kockázatvállalási hajlandóság a pénz- és tőkepiacokon, ami az amerikai gazdasággal kapcsolatos pozitív híreknek és a japán jegybank további stimulusának köszönhető. A hangulat javulása leginkább a részvényindexek jelentős emelkedésében, valamint a kockázati indexek csökkenésében mutatkozott meg. Az amerikai tőzsdeindexek történelmi csúcspontra jutottak az időszak alatt látott 4-5 százalékos erősődéssel, de a fejlett európai tőzsdék is emelkedtek 3,5-5 százalékkal. A legnagyobb mértékben a Nikkei emelkedett, közel 13 százalékot az időszakban, amely a japán jegybanki stimulusnak tudható be. A VIX index mérséklődött az előző kamatdöntés előtt látott magas 25 százalék körüli értékről, és jelenleg 14 százalék közelében áll. A fejlett piaci kötvény-volatilitási MOVE index szintén csökkent, a feltörekvő piaci EMBI Global lényegében stagnált (12. ábra). Az amerikai és német hosszú hozamok divergens mozgást mutattak: az amerikai 10 éves hozam 2 bázisponttal emelkedett, míg a német 8 bázisponttal csökkent. Az európai periféria országokban általánosan hozamcsökkenés volt tapasztalható, amely a legutolsó kamatdöntés előtt látott hirtelen megugrás utáni megnyugvásnak tudható be.

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



**A Fed a várakozásokkal összhangban októberben befejezte eszközvásárlási programját.** A Fed az októberi ülés után kiadott közlemény szövegezésén sem változtatott: maradt a „huzamosabb ideig” kifejezés az alapkamat tartására vonatkozó iránymutatásban. A piacot ugyanakkor meglepte a közlemény optimista hangvétele, amely kiemelte a jó munkapiaci és növekedési adatokat a gyenge globális növekedési kilátások közepette is. Ennek hatására a piac ismét 2015 közepére várja az első kamatemelést, pedig korábban felmerült, hogy a kamatemelés eltolódhat a felerősödött bizonytalanság és jegybanki vezetők nyilatkozatai miatt. A közlemény után a dollár erősödésnek indult az euróval szemben, amely azóta is kitart és mértéke nagyságrendileg 1,5 százalékot tesz ki. A dollárerősödést a kedvező makrogazdasági adatok is támogatták az időszakban, melyek közül kiemelendő a várakozásokat felülmúló 3,5 százalékos harmadik negyedéves előzetes GDP növekedési adat, illetve a várakozásoknál szintén jobb képet mutató munkanélküliségi statisztika (ADP), valamint a fogyasztói bizalmi index hétéves csúcsra emelkedése. Az időszak végén megjelent a Fed jegyzőkönyve is, amely már lazább hangvételű volt, aminek következtében a piacon kismértékű dollárgyengülés alakult ki.

**A japán jegybank bővítette állampapír-vásárlási programját.** A korábbi 50 ezer milliárd jen nagyságú program éves keretét bővítette ki 30 ezer milliárd jennel a jegybank, illetve emellett megháromszorozta a tőzsdén kereskedett befektetési alapok és ingatlan befektetési alapok vásárlásra fordított éves keretét is. A stimulus hatására a jen jelentős, 10 százalékos gyengüléssel hétéves mélypontra került a dollárral szemben, míg az euróval szemben szintén közel 8,5 százalékot gyengült. A jen az időszak végén gyengült a várakozásoktól elmaradó harmadik negyedéves előzetes japán GDP adat hatására, ugyanakkor a Nikkei nem reagált jelentősen a hírközlésre.

**Az EKB kamatdöntő ülését követő sajtótájékoztatót lazító hangvételűnek ítélte meg a piac.** Mario Draghi ugyanis utalt rá, hogy a döntéshozók készek további lazító intézkedések bevezetésére. Erre a lassú gazdasági növekedés és alacsony infláció miatt lehet szükség. A sajtótájékoztató után az euro 1 százalékkal gyengült a dollárhoz képest és a tőzsdék is emelkedtek. Az utolsó októberi eurozóna HICP adat 0,4 százalék lett, amely 0,1 százalékpontos emelkedés az előző hónaphoz képest. Az Európai Bizottság 0,8 százalékos bővülést vár az idei évre, jövőre pedig 1,1 százalékot. Mindez továbbra is lassú növekedésre utal. Emellett a Bizottság az eurozóna inflációjára vonatkozó legfrissebb, őszi előrejelzése 2014-re, 2015-re és 2016-ra



rendre 0,5, 0,8 és 1,5 százalékos inflációval számol, azaz 2 éven belül nem tartja elérhetőnek az EKB által kitűzött, 2 százalék közeli inflációs célt.

**A rubel a várakozások feletti, 150 pontos jegybanki kamatemelés ellenére tovább gyengült.** A kamatemelés hatására bekövetkezett átmeneti erősödés ellenére összességében jelentősen gyengült mind a dollárral, mind az euróval szemben az időszak alatt. A jegybank a rubelre nehezedő további nyomás miatt bejelentette, eltörli annak árfolyamsávját és a fizetőeszközt szabadon lebegővé alakítja. Ugyanakkor kiemelték, hogy amennyiben a pénzügyi stabilitás veszélybe kerül, úgy továbbra is interveniálhat a jegybank a hazai devizapiacra. A bejelentés óta a dollárral szemben stabilizálódott az árfolyam.

## **2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása**

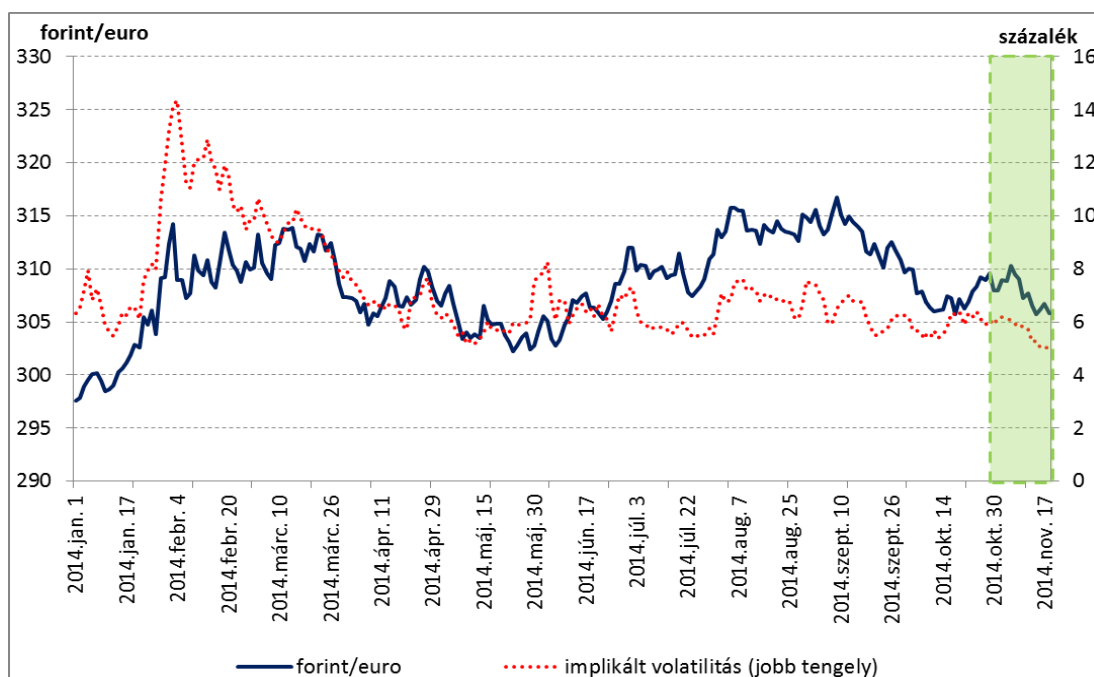
**Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban a hazai pénzügyi folyamatokra nemzetközi történések és országspecifikus hírek is hatottak.** A hazai események közül jelentős piacmozgató hatása a devizahitelek forintosításával kapcsolatos fejleményeknek volt.

**Az Európai Bizottság legújabb őszi előrejelzése a korábbinál kedvezőbb képet fest a magyar gazdaság kilátásairól.** Az előrejelzés szerint 2014-ben 3,2 százalékos lehet a hazai éves GDP növekedés, amely 0,9 százalékpontos emelkedés a tavaszi előrejelzéshez képest. Emellett a jövő évre vonatkozó előrejelzés is emelkedett 0,4 százalékponttal 2,5 százalékra. Többek között említik még, hogy az idei évre vonatkozó 2,9 százalékos GDP arányos államháztartási hiány jövőre 2,8 százalékra csökkenhet, és a költségvetést övező kockázatok kiegyensúlyozottak. Az előrejelzés mindemellett a 2014-re vonatkozó éves inflációt az előző jelentéshez képest 1 százalékról 0,1 százalékra csökkentette, míg a 2015-ös inflációs előrejelzést kismértékben 2,8 százalékról 2,5 százalékra változtatta.

**A régiós devizák a feltörekvő piaci devizák árfolyam-alakulásának tekintetében közepesen teljesítőnek számítottak az időszakban.** A dollárral szembeni gyengülésük, leginkább a Fed vártnál optimistább kamatdöntő ülése utáni közleményéhez, illetve a jó amerikai makroadatok miatt bekövetkezett dollárerősödéshez köthető. A forintnak a régiós devizák közül egyedülként sikerült az időszak végére az előző kamatdöntésnél látott szintre visszaerősödni. Az euróval szemben nem mutattak lényegi elmozdulást a régiós devizák. A forint volt az egyetlen, amely erősödni tudott kismértékben, míg a zloty és a korona lényegében stagnáltak, a lej pedig enyhén gyengült.

**A forint a régióál kismértékben jobb teljesítményt nyújtott az időszakban.** Összességében a forint/euro árfolyam 305 és 311 között mozgott az időszak alatt (13. ábra). A forint az euróval szembeni 1,2 százalékos felértékelődésével a régió devizaárfolyamai között a legjobban teljesítőnek számított. Az országspecifikus erősödéshez a devizahitelek forintosításával kapcsolatos hírek is hozzájárultak. A piac pozitívan értékelt, hogy a forintosítás piaci árfolyamon történt, az MNB sikeres tenderei pedig biztosították, hogy a bankok nem a devizapiacra hajtották végre a szükséges konverziókat.

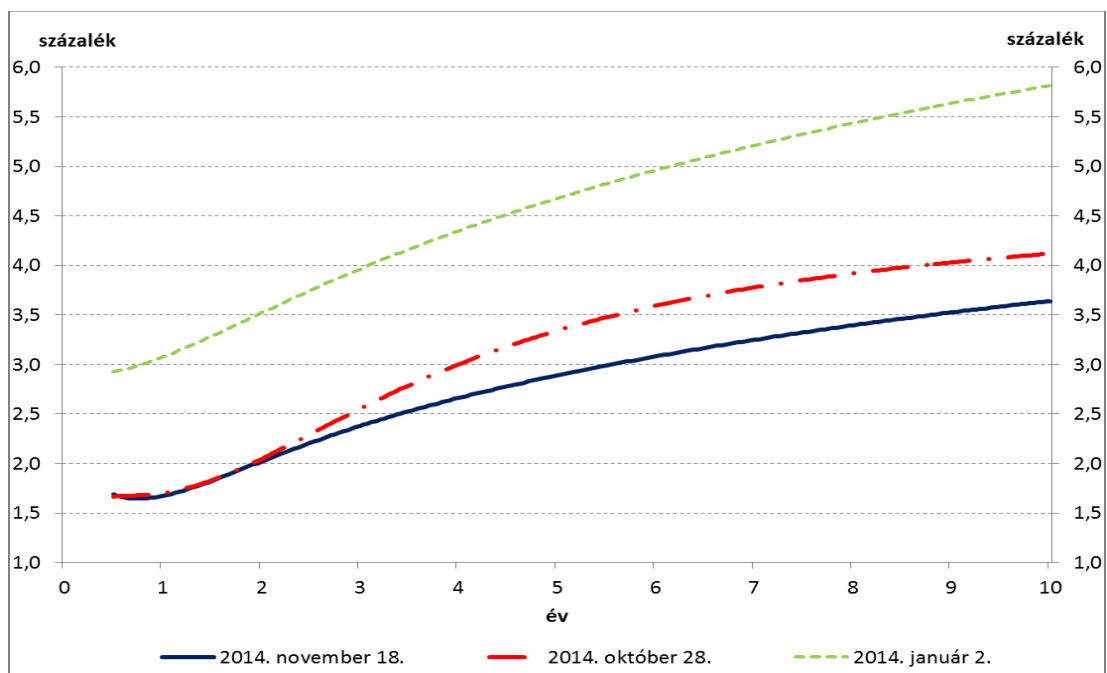
13. ábra: A forint/euro árfolyam és az implikált volatilitás alakulása



A hazai 5 éves CDS-felár az előző kamatdöntés óta nem változott lényegesen. A jelenlegi 170 bázispont körüli érték historikusan alacsony szintet jelent. A CDS-felár alakulásában az országspecifikus tényezők játszottak jelentősebb szerepet, az időszak második felében némi csökkenést eredményezve, míg a nemzetközi tényezők érdemben nem hatottak.

**Az állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége csökkent az előző kamatdöntés óta.** A görbe rövid vége 5-10 bázisponttal került feljebb, így közelebb került a jegybanki alapkamathoz. Az éven túli lejáratokon pedig számottevő csökkenés volt megfigyelhető. Nagyságrendileg 30-40 bázispontos mérséklődés ment végbe a 10-15 éves lejáratokon. A 3 hónapos referenciahozam 1,7 százalék körül ingadozik, a 10 éves benchmark papír hozama pedig 3,6-3,7 százalékra csökkent az előző döntés óta (14. ábra).

14. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

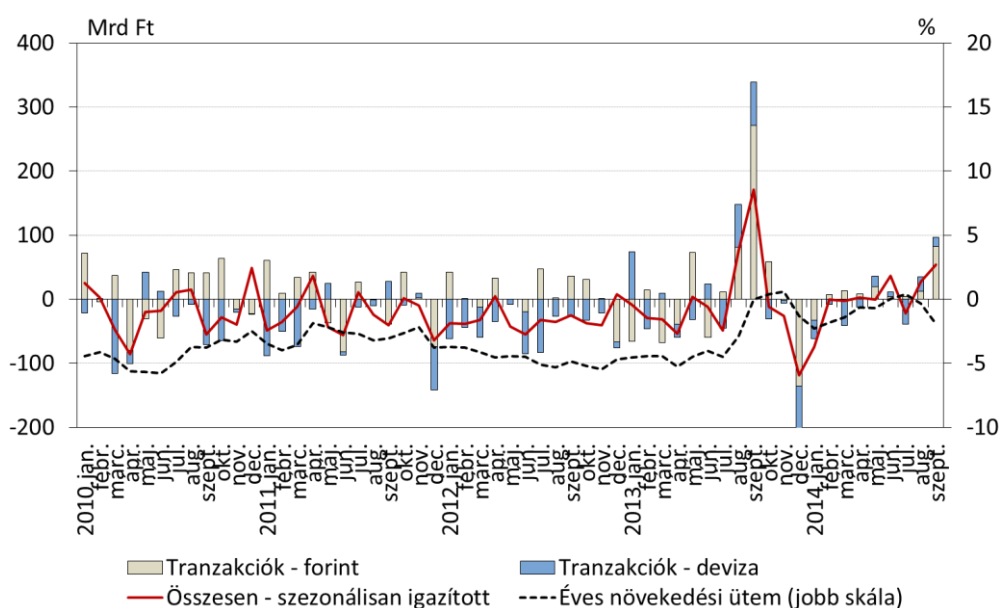


**Az időszak során a 3 hónapos aukciónál kezdetben gyenge volt a kereslet, de a későbbi aukciókon már nagyobb érdeklődés volt tapasztalható.** Ugyanakkor az aukciókon növekedtek az átlaghozamok, így azok közelebb kerültek az alapkamathoz. A hosszú lejáratú aukciókon folyamatosan magas kereslet volt megfigyelhető az előző kamatdöntés óta tartott aukciókon. Ezeknél a papíroknál csökkent az átlaghozam a korábbi időszakban megfigyelhetőekhez képest. A külföldiek állampapír állománya összességében 40 milliárd forinttal nőtt az időszakban, és továbbra is a 4700-4900 milliárd forintos állományban mozgott.

### 3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

Szeptemberben a hitelintézeti szektor vállalati hitelállománya összesen 96,5 milliárd forinttal emelkedett tranzakciós alapon, amely szezonálisan igazítva 53,5 milliárd forintot tett ki (15. ábra). Devizális megoszlást tekintve, mind a forint-, mind pedig a devizahitelekben növekedés volt megfigyelhető. Az NHP I. pillérén belüli hitelek szeptemberben mintegy 50 milliárd forinttal járultak hozzá a forint hitelállomány emelkedéséhez. A tranzakció alapú éves növekedési ütem a kedvező tavaly szeptemberi adat mutatóból való kikerülése miatt -1,9 százalékra mérséklődött.

15. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



Szeptemberben a háztartások a teljes hitelintézeti szektorral szemben nettó hiteltörlesztők voltak: a tranzakciók értéke -2,6 milliárd forintot tett ki, míg szezonálisan igazítva -10,5 milliárd forintot (16. ábra). A forinthitelek esetében a folyósítások – az utóbbi öt hónapban látottakhoz hasonlóan – meghaladták a törlesztéseket, a szeptemberi hónap folyamán mintegy 26 milliárd forint értékben. A hitelállomány mérséklődését továbbra is a devizahitelek leépülése eredményezi. A tranzakciókból eredő éves állományleépülési ütem enyhén mérséklődött az előző hónaphoz képest, értéke 4,5 százalékról 4,3 százalékra változott.

16. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele

