



# Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2014. december

Háttéranyag

a Monetáris Tanács

2014. december 16-i ülésének  
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2014. december 23. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2014. december 12-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

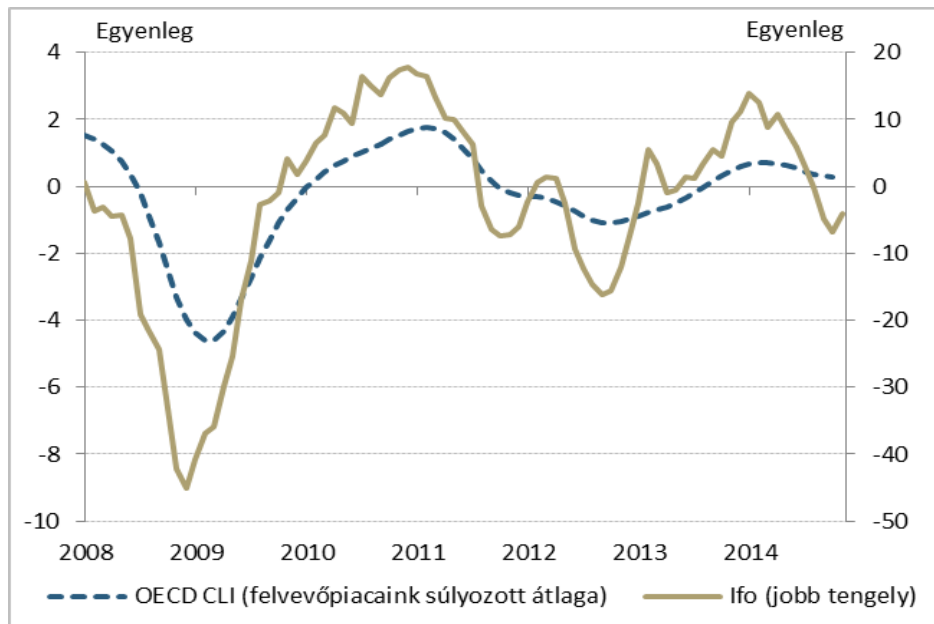
## 1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

**Felvevőpiacaink gazdasági növekedése az elmúlt hónapok adatai alapján kedvezőtlenebbé vált, az idei évre vonatkozó növekedési kilátások romlottak és előretekintve a gazdasági bővülés dinamikája a korábban vártnál mérsékeltebb lehet.** A feltörekvő régiók növekedési kilátásai továbbra is törékenyek. A geopolitikai feszültségek a visszaeső keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül a fejlett országok gazdasági teljesítményét is kedvezőtlenül érinthetik. A külpiacok felől érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban. A világpiaci olajár elmúlt hetekben bekövetkezett érdemi csökkenése jelentősen mérsékelte a jövő évre vonatkozó inflációs várakozásokat.

**2014 harmadik negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése, ám a korábban vártnál lassabb ütemben.** A beérkezett adatok alapján a növekedés megfelelt a korábbi hónapokban romló kilátásoknak, egyes európai gazdaságok esetében kismértékben kedvezőbb 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 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 harmadik negyedében 0,2 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves alapon. A beérkezett havi termelési adatok a térség gazdasági aktivitásának lassulását mutatják. Ezzel párhuzamosan az előretekintő konjunktúraindikátorok is kedvezőtlen teljesítményt vetítenek előre (1. ábra),** ugyanakkor a német gazdasági növekedésre vonatkozó várakozások romlása novemberben megtorpant. 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 harmadik negyedéves adatok a vártnak megfelelő lassulást mutatták, amit előrevetítettek a romló konjunktúraindikátorok és termelési adatok.

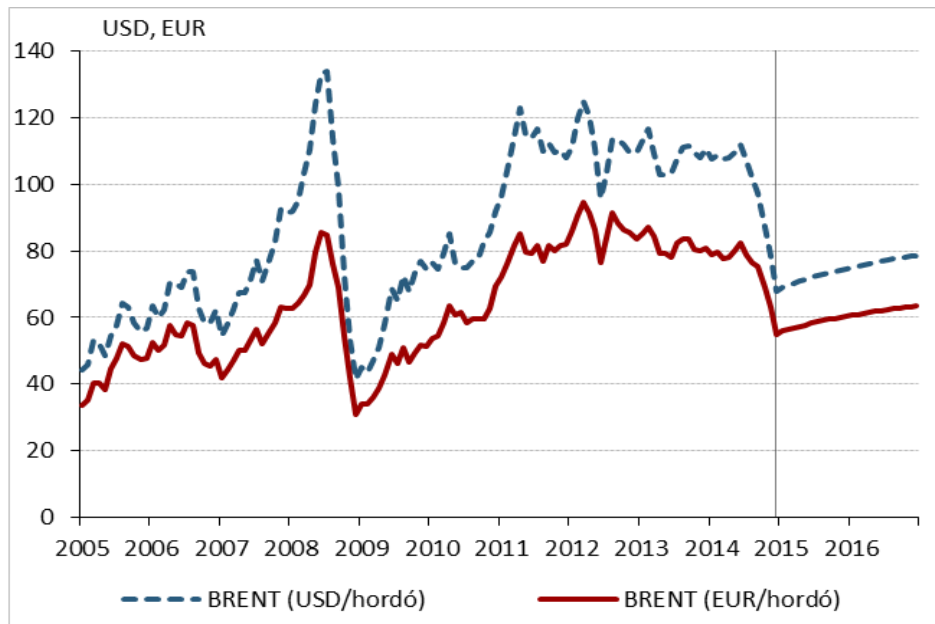
1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



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. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország ipari kibocsátása az augusztusi érdemi visszaesést követően szeptemberben és októberben csak részben korrigálódott.

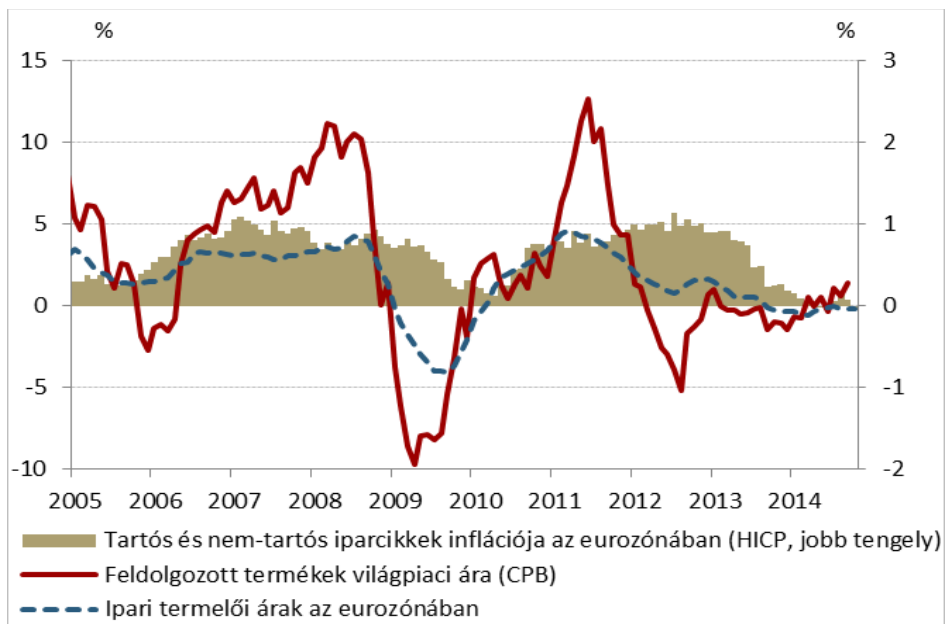
**A külpiacok felől érkező inflációs nyomás tovább gyengült.** A mérséklődő nyersanyagárak és a lassan növekvő világgazdaság együttesen mérséklően hatnak az inflációra. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak, az eurozóna esetében pedig továbbra is alacsony a fogyasztóiár-index. December első felében a kőolaj világpiaci ára tovább csökkent és a hónap folyamán 65 dollár közelébe mérséklődött. 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 (2. ábra). További lefelé irányuló nyomást váltott ki az olajárakra a november végi, OPEC országok között lezajlott bécsi tanácskozás. A globális olajkitermelés mintegy 40 százalékát adó, kőolajexportáló országokat tömörítő OPEC tagok – Szaúd-Arábia vezetésével – arról döntöttek, hogy nem csökkentik kitermelési kvótájukat.

2. ábra: A Brent olaj világgpiaci árának alakulása



Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világgpiaci árában továbbra is mérsékelt dinamika figyelhető meg. A feldolgozott termékek világgpiaci árai továbbra is visszafogottan alakultak (3. ábra).

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



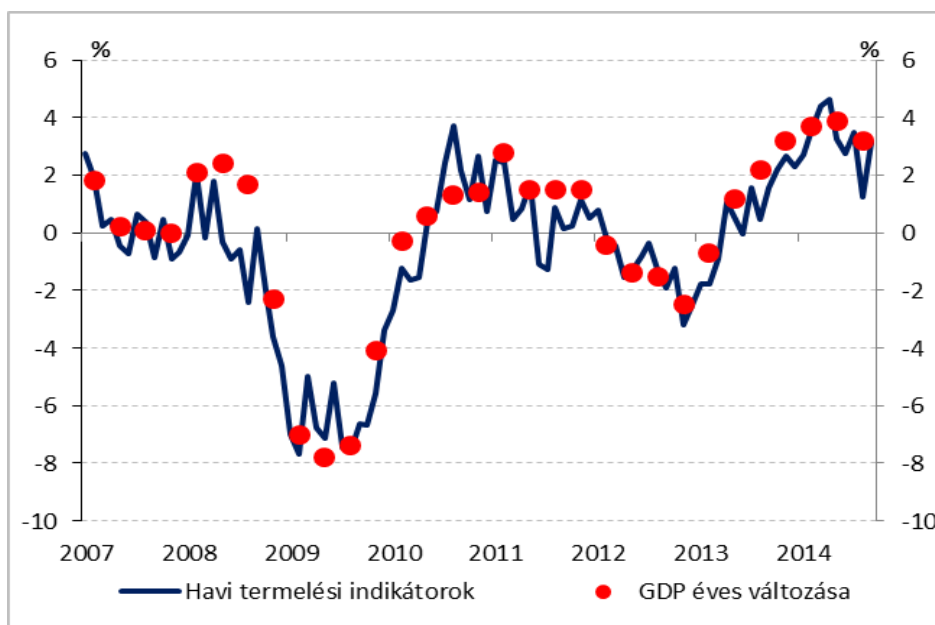
## 1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

### 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 százalékos emelkedés történt.**

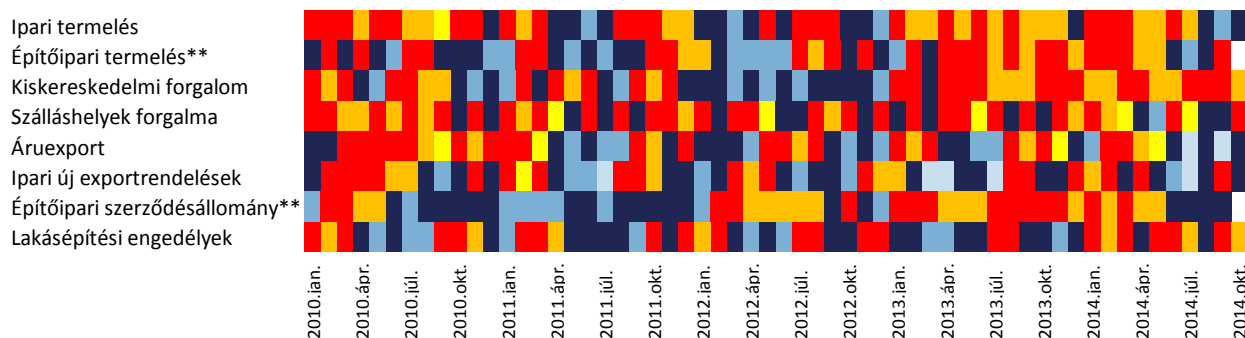
**A növekedés enyhén lassult a harmadik negyedévben (4. ábra).** Az ipar és az építőipar az első félévinél kisebb mértékben, de továbbra is pozitívan járult hozzá a bruttó hazai termék alakulásához, ugyanakkor emelkedett a mezőgazdaság hozzájárulása. A belső kereslet élénkülésével párhuzamosan a piaci szolgáltatások széles körében szintén bővült a hozzáadott érték. A havi termelési indikátorok alapján a negyedik negyedévben tovább lassulhat a növekedés, amelyet a rendelkezésre álló októberi ipari termelés adat is alátámaszt.

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.

\*\*Október hónapra nem áll rendelkezésre adat.

**Az ipari termelés az elmúlt hónapokban a korábbiaknál gyengébben alakult.** A kibocsátás a harmadik negyedévben éves alapon 6,6 százalékkal bővült, negyedéves alapon azonban 0,7 százalékkal mérséklődött. Az **októberi adatok alapján éves összevetésben tovább lassult a dinamika** (1,7 százalékos volt a bővülés) és **az előző hónaphoz képest 2,6 százalékkal csökkent a termelés.** A tizenhárom feldolgozóipari ágazat közül hétben csökkent a kibocsátás szeptemberhez viszonyítva. A nagy súlyú gépipar ágazatai közül az elektronika és optika, valamint a járműgyártás esetén is mérséklődött a termelés. A vártnál visszafogottabb európai konjunktúra, valamint az orosz-ukrán konfliktus és az ennek hatására bevezetett gazdasági szankciók negatívan befolyásolhatják az év végi ipari kibocsátást. Az előretekintő indikátorok eltérő jelzéseket adnak a rövid távú kilátásokat illetően. A német gazdaságra vonatkozó várakozások mérsékelt szinten alakulnak, ugyanakkor a magyar gazdaságra vonatkozó bizalmi indikátor értéke tovább emelkedett az elmúlt időszakban.

**Az ipari hozzáadott érték mérséklődésével párhuzamosan a harmadik negyedévben az export az első félévinél lassabb ütemben bővült.** A belső kereslet élénkülése és egyedi hatások (gáztározók feltöltése) miatt az import növekedése negyedéves alapon meghaladta az exportét, így a **nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt 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 európai 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 tovább bővült a harmadik negyedévben,** amelyet a javuló munkaerő-piaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyaráz. A lakosság fogyasztási kiadásának bővülése elmaradt a kiskereskedelmi forgalom dinamikájától, utóbbit a NAV-pénztárgépek aktiválásából eredő fehéredési hatás mellett a kedvező nyári turisztikai forgalom következtében a nem-rezidensek vásárlásai is emelheték. Októberben az előzetes adatok alapján folytatódott a kiskereskedelmi forgalom bővülése, 5,2 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának szintjét.

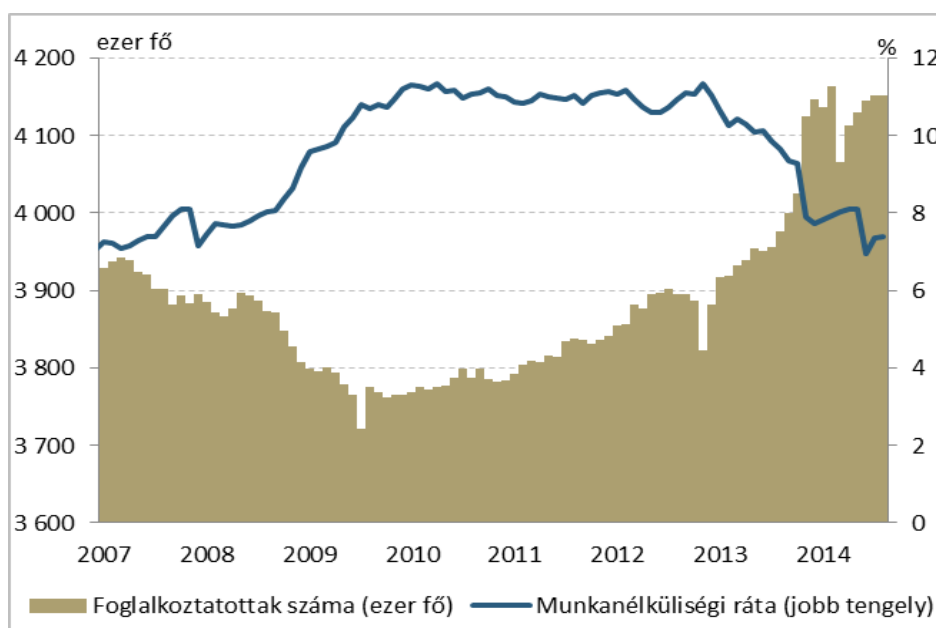
**A decemberi előrejelzés alappályája a kiegyensúlyozott szerkezetű gazdasági növekedés folytatódását vetíti előre, 2014-ben 3,3 százalékkal növekedhet a gazdaság.** Negyedéves alapon kismértékben lassulhat a növekedés, amit részben egyedi hatások magyarázhatnak. A kivitel dinamikáját 2015 során fékezi a visszafogott nemzetközi konjunktúra és az eurozóna lassulása, majd az előrejelzési horizont második felében emelkedhet a nettó export növekedési hozzájárulása. A vállalati beruházási aktivitást jövőre élénkítheti a kibővített és meghosszabbított Növekedési Hitelprogram, azonban ellenkező irányba hat a gyenge nemzetközi konjunktúra és az EU-források beáramlásának mérséklődése. A lakosság beruházási aktivitása historikusan alacsony szintjéről fokozatosan emelkedhet. Összhangban az előző negyedévekkel a lakossági fogyasztás élénkülésében jelentős szerepet játszanak az alacsony infláció miatt növekvő reáljövedelmek. A lakossági hitelek érintő jogi és jogszabályalkotási folyamatok következtében növekszik a háztartások nettó pénzügyi vagyona, felgyorsítva az érintettek adósságleépítési folyamatát. A devizahitelek forintosítása, mérsékelheti a jövőbeli jövedelmi és vagyoni helyzettel kapcsolatos bizonytalanságot, ezzel erősítheti a fogyasztói bizalmat, támogatva a fogyasztás és a belső kereslet élénkülését.

### 1.2.2. Foglalkoztatás



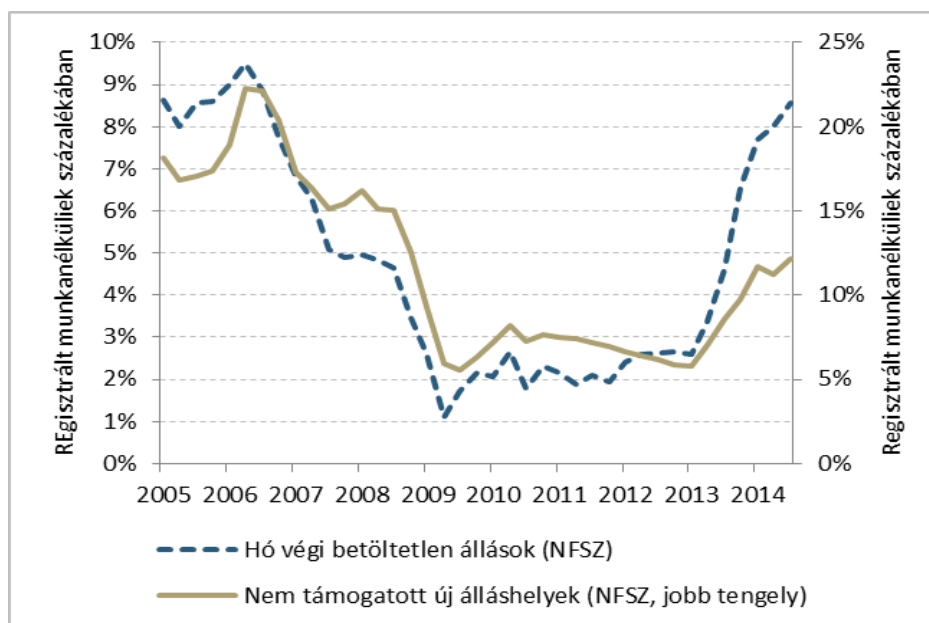
A Munkaerő-felmérés adatai alapján a **harmadik negyedévben 4,8 százalékkal nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma az előző év azonos időszakához viszonyítva.** Tovább bővült a versenyszféra foglalkoztatása az előző negyedévhez képest. Az államháztartásban foglalkoztatottak száma emelkedett. A **munkanélküliség az előző negyedévi növekedés után a harmadik negyedévben csökkent** (6. ábra).

6. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



**Októberben csökkent az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma** az előző hónaphoz képest. A hó végi betöltetlen álláshelyek száma érdemben nem változott az utóbbi hónapokban, azonban az utóbbi másfél évben a betöltetlen álláshelyek száma elérte a válság előtti szintet, ami arra utalhat, hogy erősödhetnek az illeszkedési problémák a munkapiacon. A **munkapiac feszesebb, mint tavaly év elején** (7. ábra). Októberben csökkent a bejelentett létszámleépítések száma az előző hónaphoz képest, ugyanakkor továbbra is az éves átlag fölött áll. A munkaerőpiacon az elmúlt hónapokban a foglalkoztatottak létszámának stagnálása volt látható, miközben a munkanélküliség enyhe emelkedésének ellenére továbbra is alacsonynak tekinthető.

7. 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 játszott az olajárak számottevő csökkenése, a visszafogott kereslet, a visszafogott importált infláció, illetve az inflációs várakozások alkalmazkodása. 2014 szeptemberében a versenyszféra éves bérindexe enyhén emelkedett az előző hónapokhoz képest.

#### 1.3.1. Bérezés

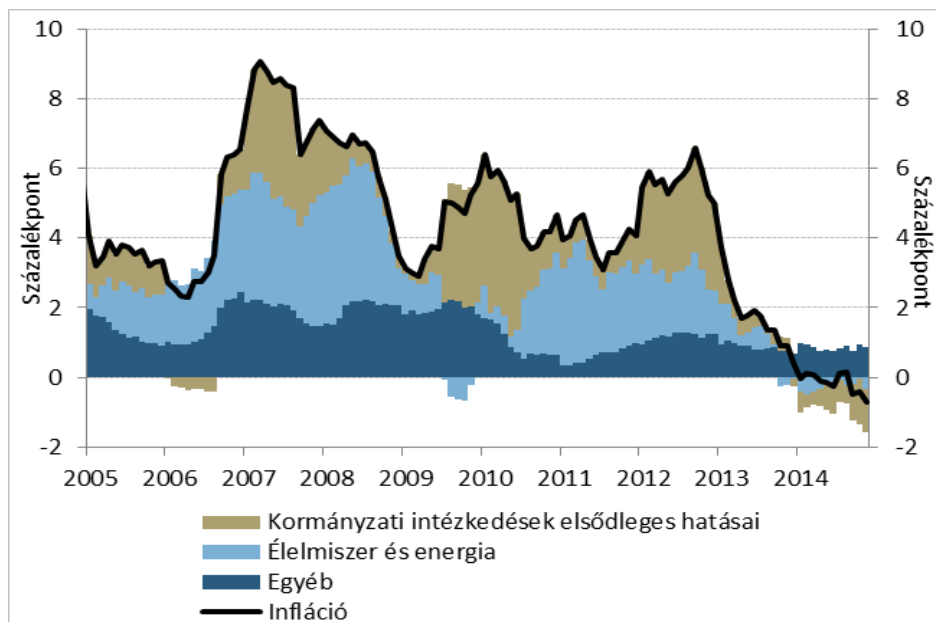
**Szeptemberben a versenyszféra bérindexe 4,6 százalék volt.** A bruttó átlagkereset éves dinamikája enyhén emelkedett az előző hónapokhoz képest. Ebben a hónapban a bérek növekedési üteme érdemben nem tért el a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltatásoknál. **A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számított versenyszféra fajlagos munkaköltségének üteme a harmadik negyedévben emelkedett.**

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

**2014 novemberében az infláció -0,7, míg a maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 1,2 százalékos értéket mutatott** (8. ábra). Az infláció és a maginfláció egyaránt 0,3

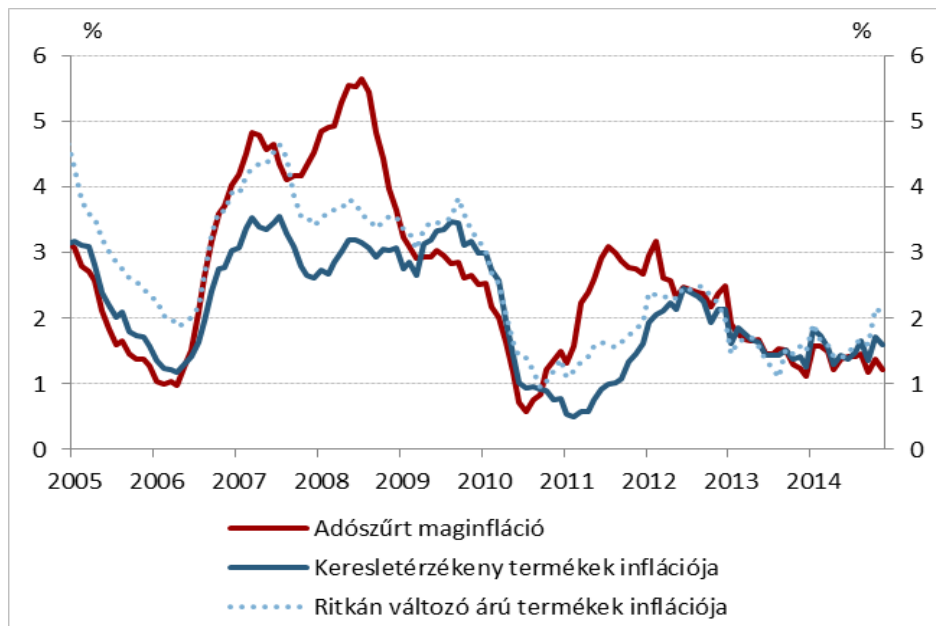
százalékponttal csökkent az előző hónaphoz képest. Az infláció esetében a csökkenést elsősorban az üzemanyagok árindexének csökkenése okozta.

8. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója



**A visszafogott inflációs alapfolyamatokhoz az olajár számottevő csökkenése, a gyenge kereslet, az inflációs várakozások alkalmazkodása, valamint az alacsony importált infláció egyaránt hozzájárulhattak az elmúlt hónapokban (9. ábra).** 2014 októberében a mezőgazdasági termelői árak éves alapon 5,7 százalékkal csökkentek, a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai pedig 0,6 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Az üzemanyagok ára novemberben 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.

9. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása (százalék)



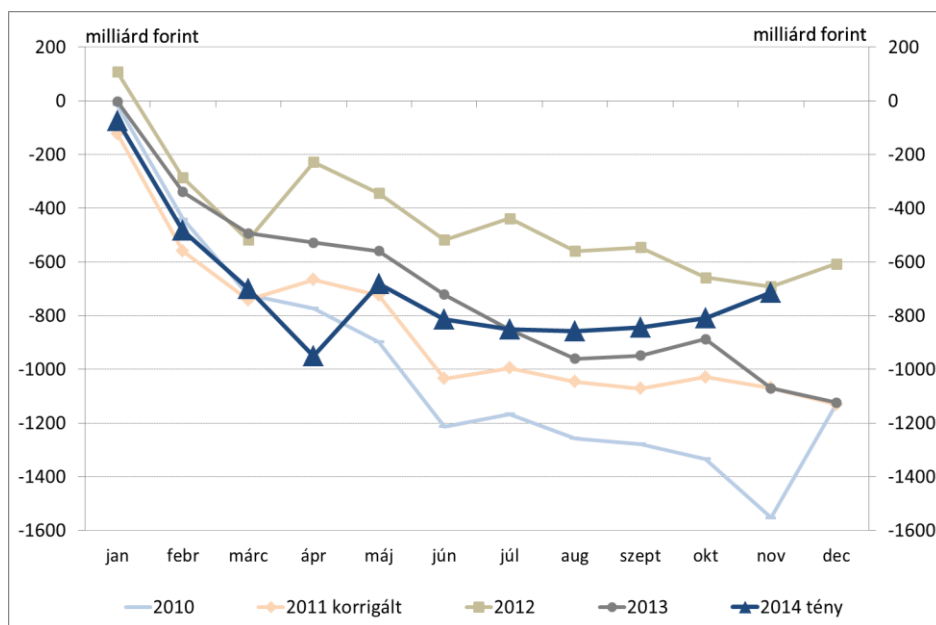
Rövidtávon 0 százalék közelében maradhat az infláció. A beérkezett novemberi infláció elmaradt a szeptemberi Inflációs jelentésben szereplő várakozástól, melyet alapvetően a vártnál alacsonyabb élelmiszerárak, illetve a csökkenő olajárak magyaráznak. A forintban kifejezett olajárak utóbbi hetekben bekövetkező további csökkenése következtében még a következő hónapokban is számíthatunk negatív értékekre.

#### 1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszerének többlete novemberben 96 milliárd forint volt, a kumulált hiány emiatt 714 milliárd forintra csökkent. A novemberi egyenleg korábbi évekhez képest kedvező alakulásához elsősorban a frekvencia-értékesítésből származó bevételek járultak hozzá, emellett az áfa- és szja-bevételek is növekedtek a megelőző évekhez viszonyítva. A kiadások összességében elmaradtak a tavalyi szintjüktől.

A központi alrendszer 2014. évi kumulált hiánya novemberben 714 milliárd forint volt, ami a költségvetési törvényben szereplő pénzforgalmi hiánycél 73 százaléka. A hiány továbbra is alacsonyabb a korábbi években tapasztalt értékeknél (10. ábra).

10. ábra: A központi alrendszer éven belüli kumulált egyenlege



### 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok<sup>1</sup>

**A szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség meghaladta az 1,1 milliárd eurót.** A külső finanszírozási képesség emelkedése főként az áruforgalmi egyenleg – az autópár termeléséhez kapcsolódó – korrekciójához kötődött. A transferegyenleg 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

<sup>1</sup> November 19-ig beérkező adatok alapján. A fizetési mérleg adatokat minden hónap 16-án publikálják, így az októberi adatok a háttéranyag elkészítéséig még nem álltak rendelkezésre. Ezért az anyag az előző döntés során ismertetett külső egyensúlyi folyamatokat leíró részt tartalmazza.

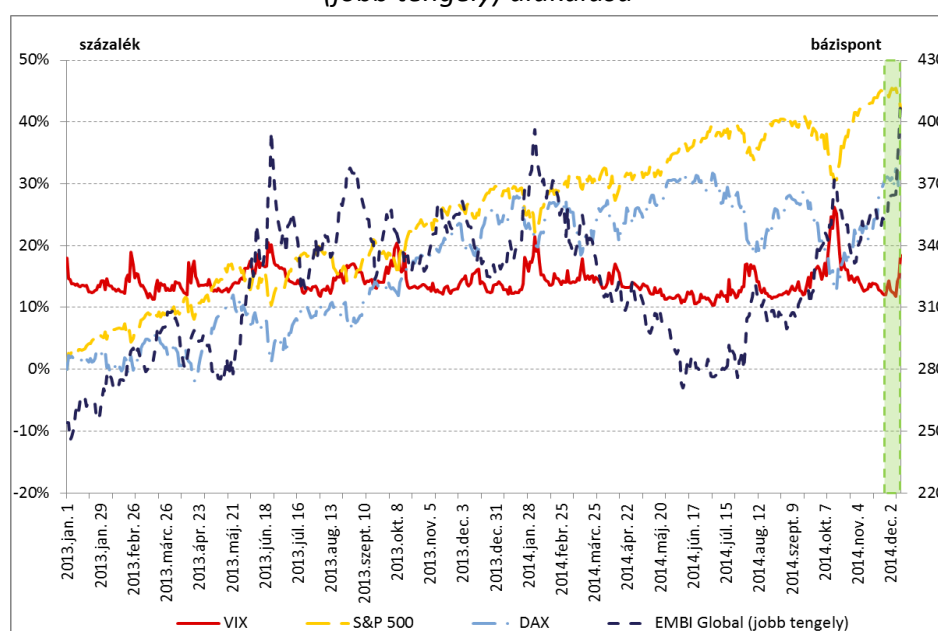
csökkenő külső adóssága. A nettó FDI-beáramlás a külföldiek részvénybefektetéseinek emelkedése és a tulajdonosi hitelek hasonló mértékű csökkenése mellett alakult ki.

## 2. PÉNZÜGYI PIACOK

### 2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

**Az elmúlt hónap során enyhén romlott a kockázatvállalási hajlandóság a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon, ami főként a globálisan vegyes képet mutató makrogazdasági adatokhoz és az EKB változatlan monetáris politikájához köthető.** A részvényindexek kismértékben csökkentek az időszakban, a kockázati indexek pedig enyhén növekedtek. Az amerikai tőzsdeindexek bár továbbra is történelmi csúcspontjuk közelében állnak, az időszak alatt 1,5 százalékos gyengültek. A fejlett európai tőzsdék is csökkentek, csak a DAX emelkedett fél százalékos. A Nikkei az időszak elején látott emelkedését nem tudta megtartani, és nagyságrendileg 1 százalékos mérséklődött az időszak végén látott globális hangulatromlás miatt. A VIX index az előző kamatdöntésnél látott 12 százalékról számottevően 18 százalékra emelkedett, illetve a fejlett piaci kötvény-volatilitási MOVE index, és a feltörekvő piaci EMBI Global növekedése is mérséklődő kockázatvállalási hajlandóságra utal. A Brent olaj ára tovább folytatta csökkenő trendjét, és 65 dollár közelébe csökkent az árfolyama, a WTI árfolyama hasonlóan lefele mozgott. Az amerikai és német 10 éves hozamok enyhén mérséklődtek. Az európai periféria országokban a korábbi időszakhoz hasonlóan a hosszú lejáratokon hozamcsökkenés volt tapasztalható, amely a november elején látott magas szintekhez képest megnyugvást tükröz. Ez alól egyedül Görögország jelentett kivételt, ahol az előrehozott elnökválasztás miatt romlott a hangulat. A globális befektetői hangulat enyhe romlásával párhuzamosan az arany és az ezüst árfolyama is kismértékben emelkedett az időszakban.

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



**AZ USA-ból érkező makrogazdasági adatok vegyes képet mutattak.** Az időszak elején a végleges III. negyedéves GDP növekedési ütem látott napvilágot, amely 3,9 százalékos értékével nemcsak felülmúlta a várakozásokat, hanem az előzetes 3,5 százalékos adatot is jelentősen felülteljesítette. A beszerzési menedzserindex szintén az elemzői várakozásoknál jobb értéket mutatott, és ennek hatására a dollár 1,23-as szintig erősödött az euróval szemben. A Fed által publikált Bézs könyv szintén kedvező képet festett a gazdaságról, illetve a gyorsjelentési szezon is jó vállalati teljesítményeket mutatott. A fogyasztói bizalmi index ugyanakkor már kedvezőtlenül alakult, mivel 88,7 pontos értéke jelentősen elmaradt az előző hónapban látott 94,1 ponttól. A vártat meghaladó mértékű, 321 ezer új munkahely jött létre novemberben, miközben a munkanélküliségi ráta 5,8 százalékon stagnált.

**Az EKB nem változtatott a monetáris kondíciókon** és bejelentette, hogy a további nemkonvencionális lépésekre 2015 elején kerülhet sor szükség esetén, ugyanakkor csak az aktuális makroadatokat és korábbi lépéseik hatásának függvényében. A sajtótájékoztató előtt a befektetők részéről felmerült, hogy az EKB már ebben a hónapban bejelentheti az eszközvásárlási programjának kiterjesztését a szuverén kötvényekre is, azonban ez egyelőre nem történt meg. Emiatt a sajtótájékoztató után az euro fél százalékkal erősödött.



**Az Európai Bizottság 315 milliárd eurós befektetési ösztönző csomagot jelentett be.** A csomag célja elsősorban a munkahelyteremtés és a gazdasági növekedés támogatása. A tervek szerint létrehozzák az Európai Stratégiai Beruházási Alapot, amely a teljes csomagnak csak egy 21 milliárd eurós részét kapná közpénzből az EU és EIB közreműködésével. A maradék hozzájárulás magánbefektetőkön keresztül érkezne meg, és három év alatt várhatóan nagyjából 15-szörös áttételes hatás lenne elérhető a közpénzből nyújtott forráson felül. A program segítségével összességében 1,3 millió új munkahelyet hozhatnak majd létre.

**Az olaj ára továbbra is jelentősen csökkent az időszak alatt.** A kőolajexportáló országokat tömörítő OPEC ülésén arról döntöttek a szervezet tagjai, hogy nem csökkentik a jövő évre vonatkozó kitermelésüket. Az ülés kiemelt figyelmet kapott, mivel előtte jelentős lobby tevékenység volt tapasztalható többek között Oroszország részéről a kitermelés csökkentésének érdekében, amivel a további olajár csökkenést kívánták megakadályozni. A döntést követően azonban a Brent árfolyama a 70 dolláros hordónkénti ár alá csökkent, és a WTI is jelentős mérséklődést könyvelt el. Az olajár mérséklődés fontos szerepet játszhatott abban, hogy a rubel 20 százalékos gyengült mind a dollárral, mind az euróval szemben. Bár az időszak végén megjelent legfrissebb OPEC jelentésben már csökkent a 2015-ös olajkitermelésre adott előrejelzés, az olaj árfolyama erre sem mutatott jelentős reakciót.

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

**Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban a hazai pénzügyi piaci folyamatokra nem hatottak kiemelkedően sem a nemzetközi események, sem az országspecifikus hírek.** A hazai események közül legjelentősebbnek az OECD hazánkról megjelent friss prognózisa.

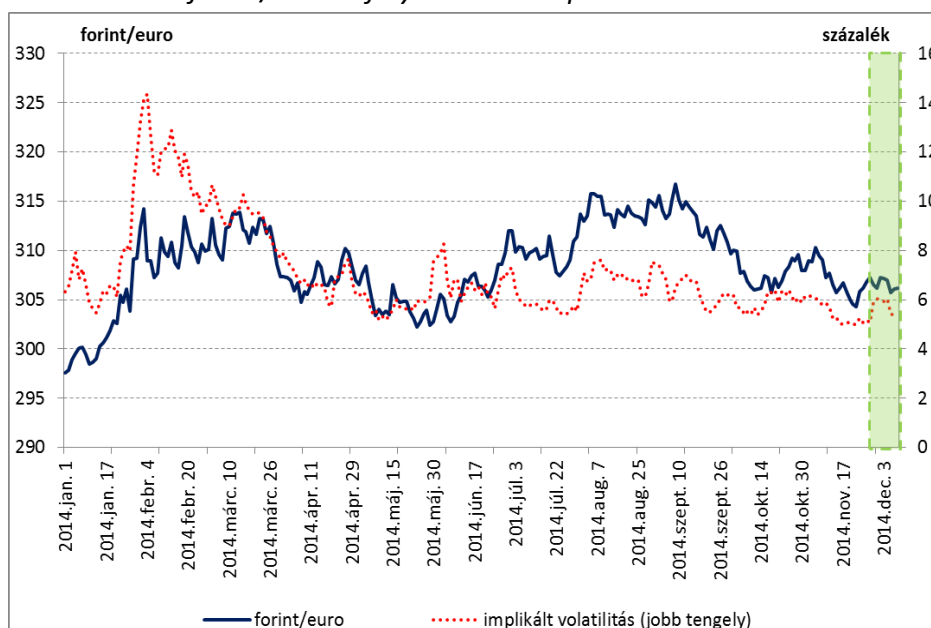
**A régiós devizák a feltörekvő piacok között közepesen teljesítettek az időszakban.** A lengyel zloty volt az egyetlen, amely erősödni tudott az euróval szemben, a kamatcsökkentési várakozások mérséklődéséhez köthetően, miután a lengyel jegybank nem változtatott az alapkamaton. A román lej és a cseh korona nem változott érdemben az időszak alatt. A dollárral szemben szintén csak a lengyel zloty mutatott kisebb erősödést, míg a másik három régiós deviza nem változott számottevően.

**A forint enyhén gyengült az euróval szemben.** Összességében a forint/euro árfolyam 305,5 és 308 között mozgott az előző kamatdöntés óta eltelt időszak alatt. A forint konkrét adatközlésekre nem reagált érdemben az időszak alatt. Az elmúlt hetekben tovább folytatódott a belföldiek

forward-állományának csökkenése, míg a külföldiek forint elleni pozíciója nem változott érdemben. A vártnál gyengébb -0,7 százalékos hazai inflációs adat hatására ugyanakkor egy kisebb gyengülés volt tapasztalható a piacon. Emellett a belföldiek forward állománya nagyságrendileg 40 milliárd forinttal, a külföldiek forint elleni spekulatív állománya pedig 30 milliárd forinttal növekedett a forint árfolyamának változatlansága mellett.

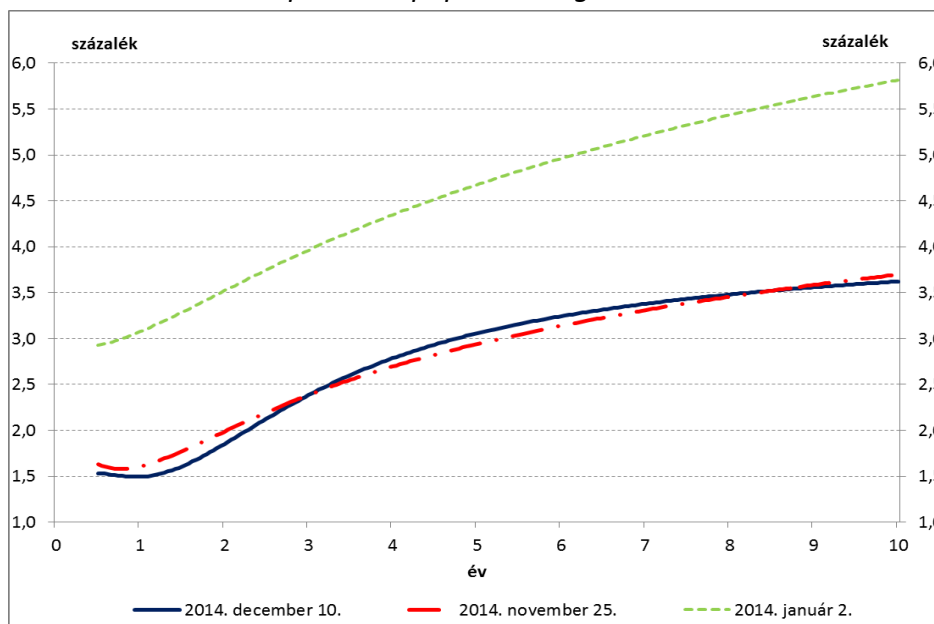
**Az OECD legfrissebb jelentése kedvezőbb képet fest a tavaszi előrejelzéshez képest.** A szervezet pozitív irányba módosította hazánkra vonatkozó növekedési előrejelzését, így 2014-re már 3,3 százalékos növekedéssel számolnak. A kedvező növekedési adatot a belső kereslet élénkülésének tudják be, amely ellensúlyozni tudja a kedvezőtlen külső gazdasági feltételeket. 2015-re 2,1 százalékos, 2016-ra 1,7 százalékos növekedést jeleznek előre, kockázatként pedig az eurozóna lassulását, és a hazai gazdaság túlzott mértékű autóparrá támaszkodását emelték ki. A jelentés 2014-re 2,9 százalékos, 2015-re 2,6 százalékos költségvetési hiányt vár.

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



**Az állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége nem változott számottevően az előző kamatdöntés óta.** A görbe rövid vége általánosan 15-20 bázisponttal került lejjebb. A 3 hónapos DKJ másodpiaci hozama továbbra is az alapkamat alatt, 1,47 százalékon áll. Az éven túli lejáratokon pedig 1-10 bázisponttal csökkentek a hozamok, a 10 éves hozam 3,5 százalék körül ingadozott. A régióban a hosszú hozamokat összességében némi emelkedés jellemezte.

13. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása

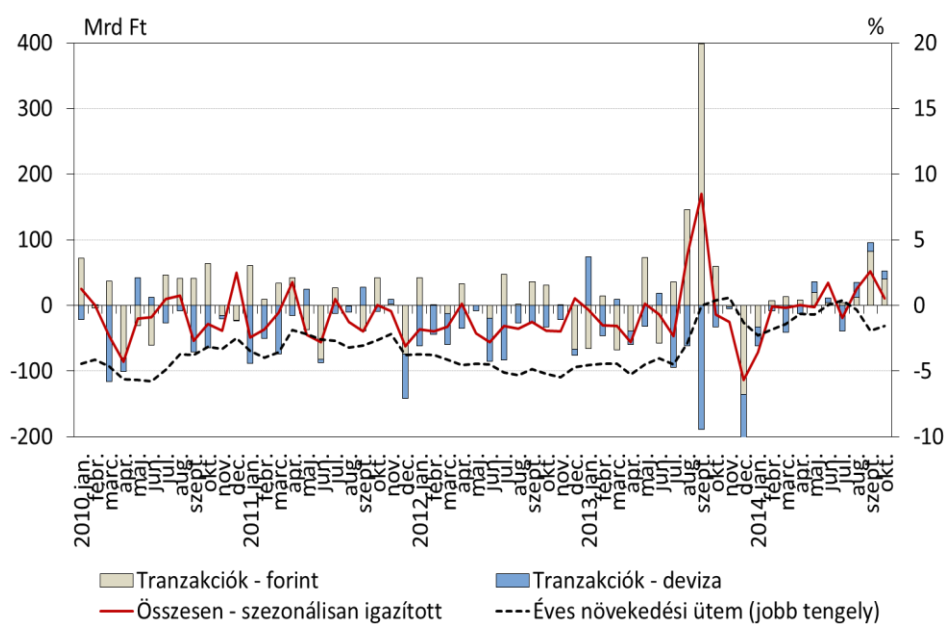


**Az időszak során az állampapír aukciókon erős volt a kereslet.** A rövid papírok esetében bár folyamatosan csökkenő volt a kereslet, még az időszak végén is 3-szoros volt a lefedettség. Az aukciókon kialakult hozamok a 3 hónapos DKJ esetében 15 bázisponttal csökkentek, és az egyéves DKJ-nál is mérséklődés volt tapasztalható. A hosszú papírok aukcióján szintén 10-15 bázispontos csökkenés volt az előző kamatdöntés óta, ugyanakkor a kereslet itt is több mint kétszeres volt. A külföldiek állampapír állománya összességében 10 milliárd forinttal nőtt, és az időszak végére 4977 milliárd forintot tett ki a nagysága.

### 3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

Októberben a hitelintézeti szektor vállalati hitelállománya összesen 52,9 milliárd forinttal emelkedett tranzakciós alapon, amely szezonálisan igazítva 11,3 milliárd forintot tett ki (14. ábra). Devizális bontás szerint mind a forint-, mind pedig a devizahitelekben növekedés volt megfigyelhető. Az NHP I. pillérén belüli hitelek októberben mintegy 34 milliárd forinttal járultak hozzá a forinthitelek bővüléséhez. A tranzakció alapú éves állományleépülési ütem a szeptemberi 1,95 százalékos értékről 1,58 százalékra mérséklődött. A teljes hitelintézeti szektor új vállalati hiteleinek bruttó összege 248,8 milliárd forintot tett ki. Az új szerződéseken belül a forinthitelek volumene 143,8 milliárd forint, míg az euro hiteleké 105 milliárd forint volt. Ebben a hónapban az NHP keretében 57 milliárd forint értékben kötöttek szerződéseket, amely az összes új hitel 23 százaléka volt.

14. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



A háztartások a teljes hitelintézeti szektorral szemben nettó hiteltörlesztők voltak, a tranzakciók értéke -29,6 milliárd forintot tett ki, amely szezonálisan igazítva -16,5 milliárd forint (15. ábra). A hitelállomány mérséklődését továbbra is a devizahitelek leépülése eredményezi, amely -31,3 milliárd forintot tett ki a vizsgált időszakban. A forinthitelek esetében a törlesztések nagyságrendileg megegyeztek a folyósításokkal, így a tranzakció alapú állományváltozás mintegy 1,7 milliárd forint volt. Az éves állományleépülési ütem enyhén mérséklődött az előző hónaphoz

képest, értéke 4,3 százalékról 4,1 százalékra változott. A teljes hitelintézeti szektor bruttó háztartási hitelkihelyezése októberben 49 milliárd forintot tett ki. A lakáscélú és a személyi hitelek esetében szembeűnő az élénkűlés: ezekben a szegmensekben az új szerűdésék rendre 46 és 44 százalékkal haladják meg az elűzű év azonos idűszakának értékét.

15. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele

