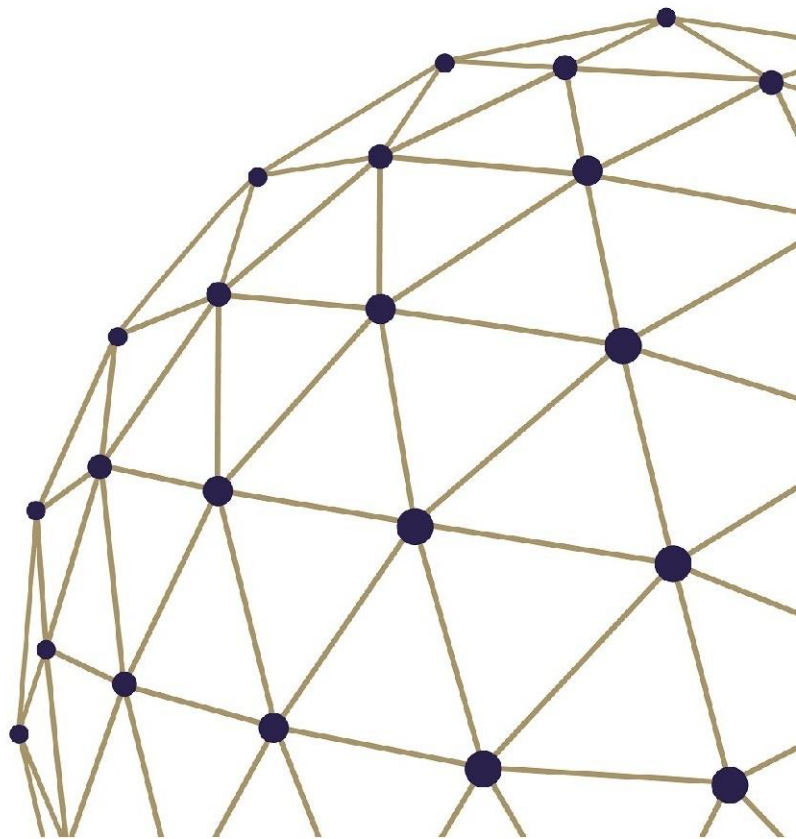




# Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2016. december

Háttéranyag  
a Monetáris Tanács  
2016. december 20-i ülésének  
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2017. január 11. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2016. december 14-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 általában 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/a-monetaris-tanacs/kamatmeghatarozo-ulesek-roviditett-jegyzokonyvei>

## TARTALOM

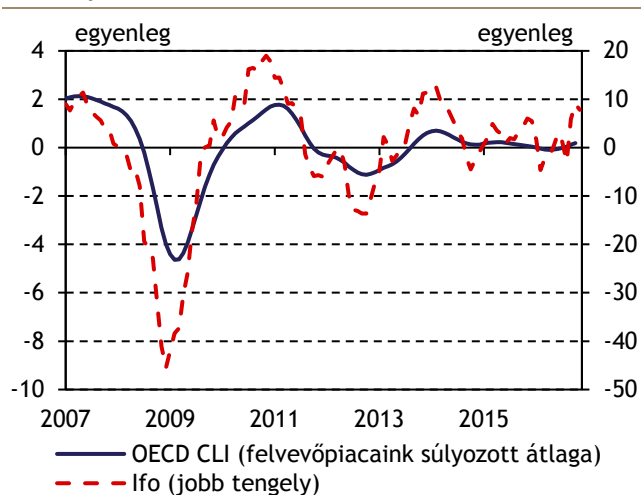
Tartalom .....	3
1. Makrogazdaság .....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet .....	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok .....	5
1.3. Infláció és bérek .....	9
1.4. Költségvetési folyamatok .....	10
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok .....	11
2. Pénzügyi piacok .....	12
2.1. Nemzetközi pénzpiacok .....	12
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása .....	14
3. Hitelezési feltételek .....	15

## 1. MAKROGAZDASÁG

## 1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

A harmadik negyedéves GDP-adatok összességében a várakozásokkal összhangban alakultak. A fejlett országokban folytatódott a növekedés, ugyanakkor a kínai növekedés lassulása és a gazdaságot övező kockázatok miatt a globális konjunktúra továbbra is törékenynek tekinthető. A visszafogott globális kereslettel összhangban a világszerte felől érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

A harmadik negyedéves GDP-adatok összességében a várakozásokkal összhangban alakultak. A fejlett országokban folytatódott a növekedés. 2016 harmadik negyedévében az eurozóna gazdasága 1,7 százalékkal, az Egyesült Államok 1,6 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A kínai növekedés lassulása és a gazdaságot övező kockázatok miatt előretekintve a globális növekedés továbbra is törékenynek tekinthető. Az alacsony szintekről – az OPEC államok megállapodásának köszönhetően – emelkedésnek induló nyersanyagárak előretekintve kevésbé fékezik a nyersanyagexportőr országok gazdasági aktivitásának bővülését, ugyanakkor a geopolitikai feszültségek változatlanul visszafogják a fejlett gazdaságok növekedését is a gyengébb keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül. A brit népszavazás hatásai rövid távon egyelőre az Egyesült Királyságra összpontosulhatnak, közép és hosszú távon azonban a kilépési tárgyalások kimenetelétől függően negatívan érinthetik a magyar gazdaság teljesítményét is.

2016 harmadik negyedévében 0,3 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves összevetésben. A legfontosabb exportpartnerünknek számító német gazdaság bővülése folytatódott a harmadik negyedévben, amit elsősorban a végső fogyasztás folytatódó élénkülése támogatott. A német ipari termelés, és az új rendelések az elmúlt hónapok átlagát tekintve összességében emelkedtek októberben az előző év azonos időszakához képest. A német gazdaságra vonatkozó üzleti várakozások (Ifo) a korábbi hónapok kedvezőtlenebb kilátásait követően érdemben javultak (1. ábra). Közép és hosszú távon jelentős kockázatokot hordoz az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése.

A világszerte felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge, részben a továbbra is rendkívül alacsony nyersanyagárak, részben a visszafogott kereslet miatt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak. Az olajár az utóbbi hónapban 45-55 dollár között ingadozott (2. ábra). Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világszerte felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge maradt az elmúlt hónapokban.

2. ábra: A Brent olaj világszerte felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge

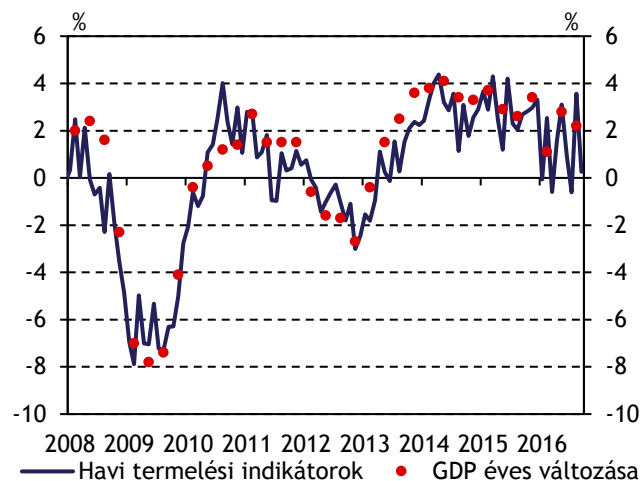


Forrás: Bloomberg

## 1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

2016 harmadik negyedévében a KSH adatközlése alapján 2,2 százalékkal bővült a hazai kibocsátás az előző év azonos időszakához képest. A mérsékelt növekedés hátterében elsősorban az uniós forrásokból megvalósuló beruházások lassú felfutása és a járműipar visszafogott teljesítménye állt. Augusztus-októberben a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 3,2 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A munkanélküliségi ráta 4,7 százalékon alakult.

3. ábra: Havi termelési indikátorok és a GDP alakulása



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

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

### 1.2.1. Gazdasági növekedés

2016 harmadik negyedévében a KSH részletes adatközlése alapján a bruttó hazai termék 2,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, míg az előző negyedévhez viszonyítva 0,3 százalékkal bővült a hazai GDP. Termelési oldalon a növekedéshez elsősorban a piaci szolgáltatások és a mezőgazdaság járult hozzá, felhasználási oldalon pedig a háztartások fogyasztása támogatta a bővülést. Míg a lakossági fogyasztás élénkülése támogatta, addig az EU források mérsékeltebb beáramlása miatti kedvezőtlenebb építőipari kibocsátás, a járműipar átmeneti termeléseszkökenése miatt alacsonyabb ipari teljesítmény, a szigorúbban alakuló fiskális politika, valamint a vártnál kisebb mértékű CSOK lehívások visszafogták a gazdasági növekedést.

2016 harmadik negyedévében termelési oldalról a növekedést a legnagyobb mértékben a belső kereslet élénküléséhez kötődő szolgáltató szektor fűtötte. Emellett a tavalyit meghaladó terméseredményeknek köszönhetően a mezőgazdaság is jelentősen hozzájárult a gazdaság bővüléséhez. Az ipari termelés visszafogott harmadik negyedévi alakulásával összhangban az ágazat mérsékeltén támogatta, míg az építőipar – az uniós források beáramlásának idejének lassulásával párhuzamosan – továbbra is visszafogta a növekedést (3. ábra).

Felhasználási oldalon a bruttó hazai termék bővüléséhez a háztartások fogyasztása továbbra is érdemben hozzájárult, amit a beérkező kiskereskedelmi forgalmi adatok is alátámasztanak. A beruházások visszaesése összességében folytatódott a harmadik negyedévben, amit elsősorban az uniós forrásból finanszírozott állami beruházások nagymértékű csökkenése magyarázott. A nettó export enyhén negatív növekedési hozzájárulást mutatott, ami több tényezőre vezethető vissza. Az export teljesítménye – párhuzamosan a visszafogott ipari termeléssel – érdemben lassult a harmadik negyedévben, míg az import éves dinamikájának lassulását elsősorban a beruházások további visszaesése magyarázta. A nemzetgazdasági készletváltozás – összhangban a kedvező mezőgazdasági teljesítménnyel, valamint a kereskedelemben felvásárolt készletek bővülésével – a harmadik negyedévben számottevő mértékben járult hozzá a növekedéshez. A várakozásoktól

elmaradó CSOK lehívások, valamint a szigorúbban alakuló fiskális politika nem járt érdemi gazdaságélénkítő hatással.

A hazai gazdaság középtávú kilátásait tükröző HuCoin-indikátor alapján a konjunkturális alapfolyamatok tovább javultak az elmúlt hónapokban (4. ábra).

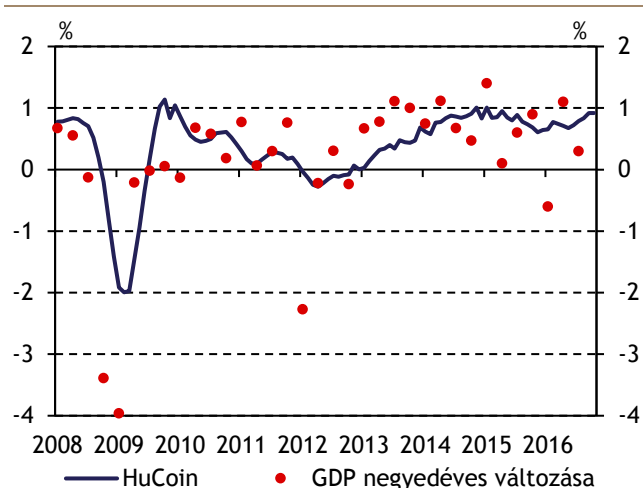
**2016 októberében az ipari termelés volumene** mind a nyers, mind a munkanaphatástól szűrt adatok szerint **2,1 százalékkal mérséklődött** az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg szezonálisan igazítva az előző hónaphoz képest 2,0 százalékkal emelkedett. A kibocsátásban nagy súlyú járműgyártás, elektronika és élelmiszeripar alágazat teljesítménye emelkedett, míg a könnyűipar kibocsátása mérséklődött az előző hónaphoz képest. **Az előretekintő indikátorok összességében kedvezőtlen képet mutatnak a hazai ipar rövid távú kilátásaira vonatkozóan.**

Az előzetes adatok alapján 2016 októberében **az árukievitel euróban számított értéke 1,1 százalékkal, a behozatalé 3,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva**, így tavaly októberhez képest a külkereskedelmi többlet 167 millió euróval bővült. A cserearány az előző év azonos időszakához viszonyítva továbbra is javult szeptemberben, azonban az emelkedő olajárakkal összhangban az energiaárak hozzájárulása fokozatosan mérséklődik.

2016 októberében **12,8 százalékkal csökkent az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest**, míg az előző hónaphoz viszonyítva 3,8 százalékkal mérséklődött a kibocsátás. A megkötött új szerződések volumene 11,9 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, amit elsősorban az épületek építésére kötött szerződések érdemi visszaesése okozott. Az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene éves összevetésben 23,9 százalékkal emelkedett, amihez főleg az egyéb építmények szerződésállományának jelentős bővülése járult hozzá.

Októberben előzetes adatok alapján **a kiskereskedelmi értékesítések volumene 2,6 százalékkal** – naptárhatással kiigazított adatok alapján szintén 2,6 százalékkal – **emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest**, míg az előző hónaphoz viszonyítva 0,4 százalékkal mérséklődött a forgalom. Az értékesítések szerkezetét tekintve a termékek széles körében regisztrálták a forgalom volumenének növekedését.

4. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



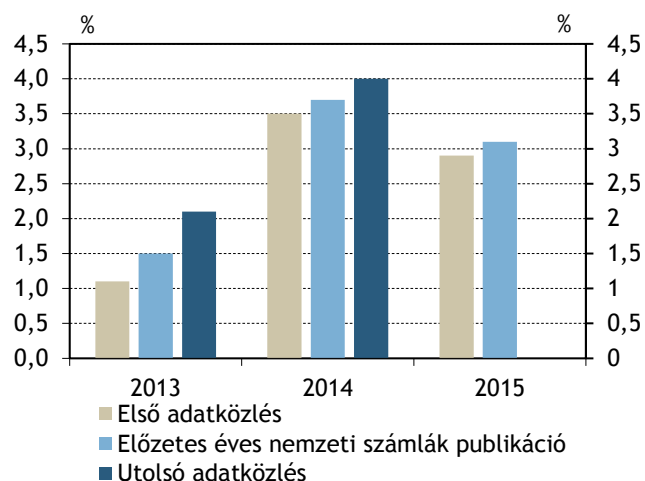
Megjegyzés: A GDP adatrevíziója miatt a HuCoin indikátor múltbeli értékei megváltozhattak.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1. keretes írás: Az elmúlt évek gazdasági növekedését befolyásoló revíziók (Inflációs jelentés, 2016. december)

A bruttó hazai termék alakulásának felülvizsgálata során a **Központi Statisztikai Hivatal rendszeresen hajt végre revíziókat, melyek visszamenőlegesen is befolyásolják a gazdaság teljesítményéről alkotott képet.** Az adatrevíziók több tényezőhöz köthetőek. Egyrészt amennyiben újabb adatok, részletesebb és bővebb adatbázisok válnak elérhetővé, például éves statisztikák (NAV-adatok), a becslés pontosítható. Másrészt a KSH rendszeresen hajt végre statisztikai okból változtatásokat: évente újrabecslí az idősor szezonális viselkedését és ötévente változtatja a volumenindexek bázisát. Harmadrészt időnként módszertani fejlesztéseket eszközölnek nehezen megfigyelhető adatok esetén, amikor új proxy használatára állnak át. Különös módon a jövő sokszor megváltoztatja a múltból alkotott képet, mivel a vizsgált negyedévet követően beérkező GDP adatok is sokszor revíziót eredményeznek az idősor már rendelkezésre álló értékeiben is. Érdemi módszertani revíziót okozott 2006-ban a GDP-számítás során az illegális tevékenységek figyelembe vétele és a láncindexálás bevezetése, illetve az Eurostat által előírt, 2014-ben bevezetett ESA2010 módszertanra történő átállás, melynek hatására a szokásos éves felülvizsgálatnál jelentősebb mértékben, visszamenőleg változtak az éves nemzeti számlák adatai.

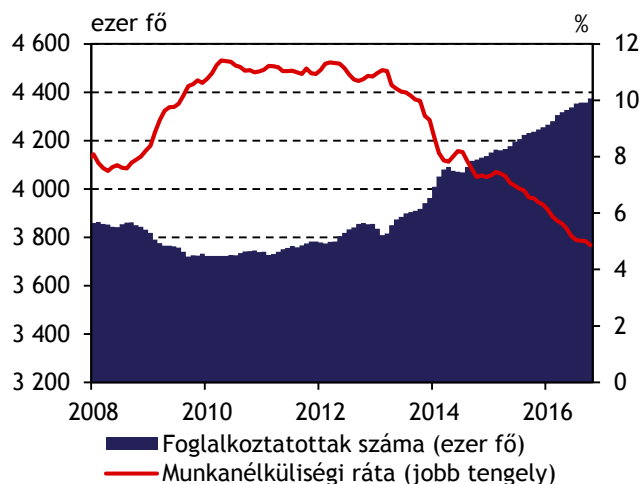
5. ábra: Az elmúlt évek GDP-növekedését érintő revíziók



Forrás: KSH

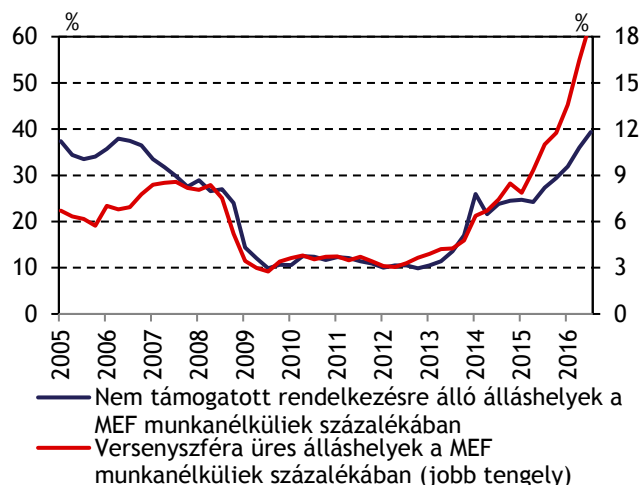
A KSH legfrissebb, **2015. évi előzetes éves nemzeti számlás adatokat tartalmazó publikálásában összességében felfelé revidálta a gazdaság elmúlt évekre vonatkozó teljesítményét.** A KSH a rutinrevíziók és korrekciók mellett finomított a külföldre fizetett munkavállalói jövedelmek becslésén, emellett a hitelintézetek esetében elszámolásra került a konverziós díj. 2015-ben a hazai GDP 3,1 százalékkal bővült, ami 0,2 százalékponttal haladja meg a korábbi adatközlés. Az egyes évekre vonatkozó bruttó hazai termék adatok az előzetes éves nemzeti számlák publikálását követően is módosulhatnak. Az újabb adatközlések folyamán az elmúlt években a gazdasági növekedésre vonatkozó adatok az előzetes nemzeti számla publikációkhoz viszonyítva jellemzően felfelé revidálódtak (5. ábra).

6. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

7. ábra: A munkaerő-piaci feszességet mérő mutatók



Forrás: NFSZ, KSH

### 1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **augusztus-októberben a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 3,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest**. A munkanélküliség tovább csökkent, míg az aktivitás enyhén emelkedett ebben az időszakban. A munkanélküliségi ráta 4,7 százalékon állt októberben (6. ábra).

A harmadik negyedévben az állami szférában foglalkoztatottak száma érdemben nem változott, a közfoglalkoztatottak létszáma az előző negyedévnél alacsonyabb volt. A versenyszféra foglalkoztatottság erőteljes bővülése folytatódott, a versenyszférán belül a dinamikus létszámnövekedéshez elsősorban a feldolgozóipar járult hozzá a harmadik negyedévben.

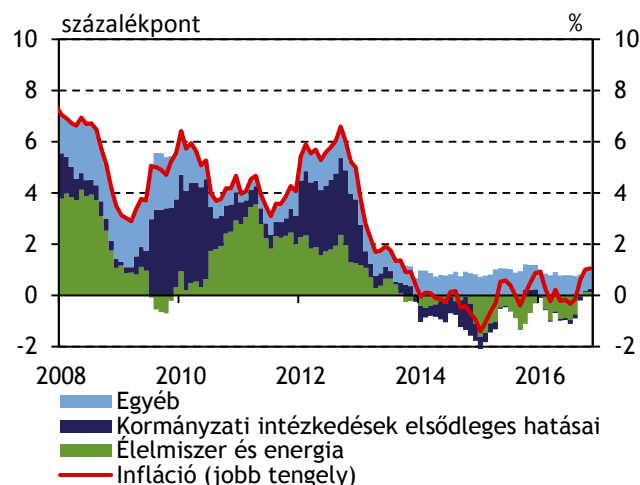
2016 októberében az NFSZ adatai alapján az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma az utóbbi évekhez hasonlóan 15 ezer körül alakult, míg a hó végi betöltetlen, nem támogatott álláshelyek száma a válság utáni időszakot tekintve historikus csúcson maradt. A harmadik negyedévben a KSH által publikált üres álláshelyek száma a versenyszférában újabb historikus csúcst ért el. A feszességi mutatók alapján megállapítható, hogy a munkaerőpiac az elmúlt két negyedév során érdemben tovább feszesedett (7. ábra).



### 1.3. Infláció és bérek

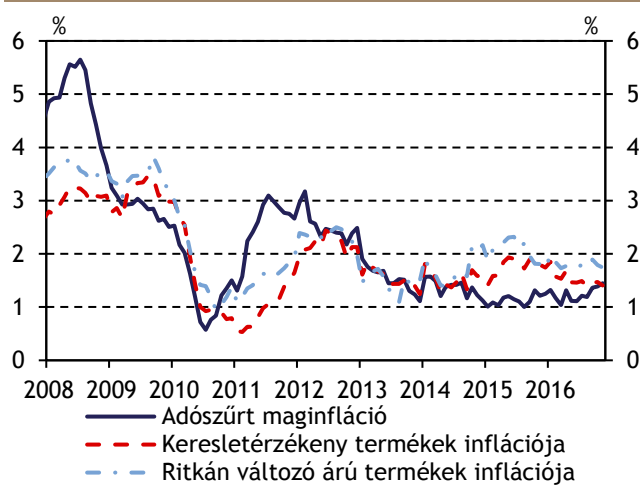
2016 novemberében az éves bázisú infláció 1,1, a maginfláció 1,6, az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,4 százalék volt. Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatóink lényegében nem változtak, és továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek. 2016 szeptemberében a versenyszféra éves bérnövekedése gyorsult az előző hónaphoz képest, a tavalyi évnél továbbra is erőteljesebb a bérdinamika.

8. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

9. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

#### 1.3.1. Bérezés

Szeptemberben a versenyszférában a bruttó átlagkereset éves növekedése gyorsult az előző hónaphoz képest, ami mind a feldolgozóiparban, mind pedig a piaci szolgáltató szektorban megfigyelhető volt. A bruttó átlagkereset a versenyszférában 5,7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában a bruttó átlagkereset éves dinamikája gyorsult, míg a rendszeres keresetek éves dinamikája nem változott az előző hónaphoz képest. A versenyszférán belül mind a feldolgozóipar, mind a piaci szolgáltató szektor éves bérnövekedése gyorsult az előző hónaphoz képest.

#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

2016 novemberében az infláció 1,1, a maginfláció 1,6, az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,4 százalékon alakult (8. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció és a maginfláció egyaránt 0,1 százalékponttal emelkedett. A teljes infláció, illetve a csoportok többségénél az éves árindexek csak kismértékben változtak októberhez képest.

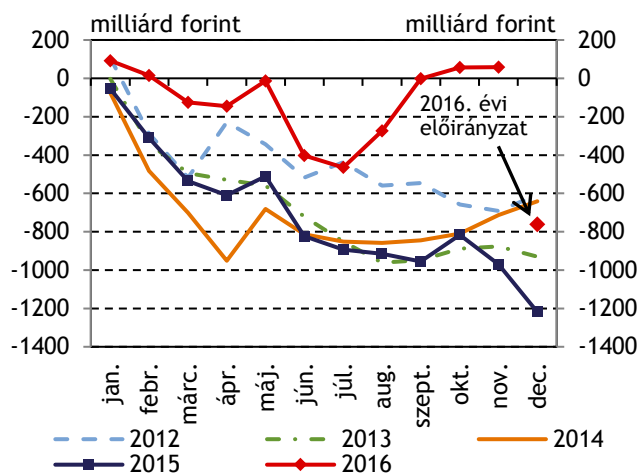
Az inflációs alapmutatók továbbra is visszafogott inflációs környezetet jeleznek, amihez hozzájárul az importált infláció és az inflációs várakozások alacsony szintje, illetve a mérsékelt nyersanyagárak (9. ábra). 2016 októberében a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 3,8 százalékkal csökkentek, míg a fogyasztási cikket gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai enyhén emelkedtek.

Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció idén és jövőre is a 3 százalékos középtávú inflációs cél alatt alakul, és 2018 első felében éri el azt. Előretekintve – a bázishatások és az élénkülő belső kereslet következtében – az infláció fokozatos emelkedése prognosztizálható.

#### 1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2016 novemberében ismét többlettel zárt, így augusztus óta sorozatban a negyedik hónapban szufficites a havi egyenleg. Az év első tizenegy hónapjában a központi költségvetés kumulált pénzforgalmi többlete az elmúlt évekhez képest magasabban alakult.

10. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált pénzforgalmi egyenlege



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

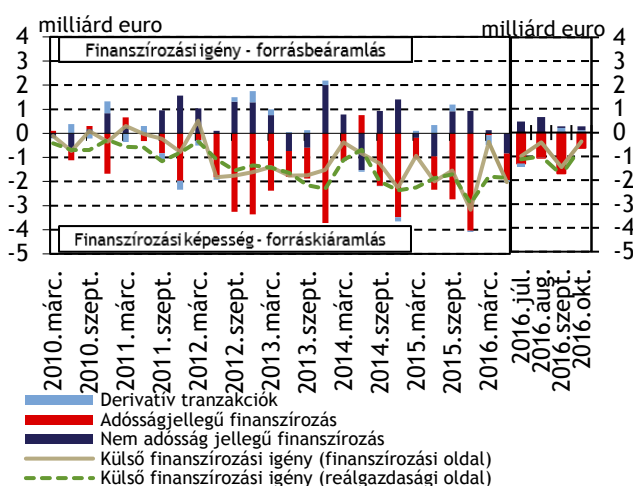
**Az államháztartás központi alrendszere 2016 novemberében 2 milliárd forintos többlettel zárt, így augusztus óta sorozatban a negyedik hónapban szufficites a havi egyenleg.** A novemberi egyenleg az elmúlt évek átlagát meghaladta, egyúttal a tavalyinál is 156 milliárd forinttal volt magasabb. A 2015-ös adatoktól való eltérést a magasabb társasági adóbevételek és az alacsonyabb uniós támogatásokkal kapcsolatos kifizetések magyarázták. **Az év első tizenegy hónapjában a központi költségvetés kumulált pénzforgalmi egyenlege 59 milliárd forint többlet volt, mely az elmúlt évek legmagasabb értéke (10. ábra).**

**A központi alrendszer adó- és járulékbetételei** 2016 novemberében 48 milliárd forinttal haladták meg a 2015. novemberi bevételeket, míg a **központi alrendszer kiadásai** 108 milliárd forinttal alacsonyabban alakultak a 2015. novemberi kiadásoknál. November folyamán az uniós kifizetések meghaladták a 250 milliárd forintot, amely érdemi növekedés az előző hónapoz képest. Az év elejétől kumulált kifizetések így 1400 milliárd forint fölé emelkedtek.

## 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Az októberi adatközlés szerint a szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség 586 millió euróra mérséklődött a szeptemberi, historikusan magas szintről. A finanszírozási képesség több mint fele a folyó fizetési mérleghez, kisebb része pedig a tőkemérleg többletéhez kötődött. A külső finanszírozási többlet csökkenésében a legnagyobb szerepe az EU-transzferek – szeptemberi értékéhez képest – jelentősen alacsonyabb felhasználásának volt. Az ipari termelés csökkenésével összhangban havi összevetésben mérséklődött a külkereskedelmi többlet, azonban éves összevetésben enyhe emelkedés figyelhető meg. A jövedelemegyenleg átlagos hiánya októberben 400 millió euro közelébe mérséklődött.

11. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)



Forrás: MNB

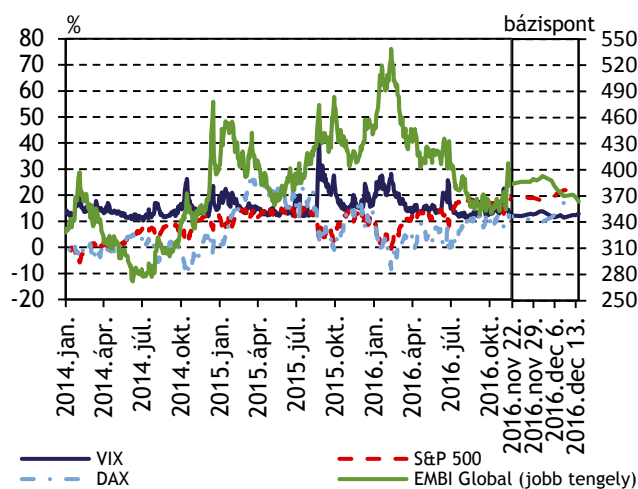
A finanszírozási oldal folyamatai szerint is mérséklődött a gazdaság finanszírozási képessége, ami októberben 372 millió eurót tett ki. A forráskiáramlás a nettó külső adósság közel 640 millió eurós csökkenése, és a közvetlentőke-befektetések mintegy 180 millió eurós beáramlása mellett alakult ki (11. ábra). A közvetlentőke-befektetések bővülése főként a magyarországi jövedelmek újrabefektetéséhez kapcsolódott. A nettó külső adósság mintegy 640 millió eurós mérséklődése az állam több mint 500 millió eurós és a bankok 400 millió eurót meghaladó adósságtörlesztéséhez kötődött, aminek hatását mérsékelte a vállalati szektor nettó külső adósságának 300 millió eurós növekedése. Az államháztartás nettó adósságkiáramlása a devizatartalék nagyobb és a bruttó tartozások kisebb emelkedése mellett valósult meg. A tartalékot a hónap során 1,3 milliárd euróval növelte, hogy a bankok az MNB forintlikviditásnyújtó eszközén keresztül devizát helyeztek el az MNB-nél, míg csökkentette, hogy a hónap során az állam törlesztette egy lejártó PEMÁK kötvényét.

## 2. PÉNZÜGYI PIACOK

## 2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta a kockázati indexek nyugodt befektetői hangulatról tanúskodtak, amellyel párhuzamosan a fejlett tőzsdeindexek emelkedtek. A befektetői hangulatot leginkább az emelkedő olajárak, az amerikai elnökválasztás eredményét követően az USA gazdaságpolitikájának várható alakulása és a meghatározó jegybankok eltérő irányultságú döntései határozták meg. A Fed a várt 25 bázisponttal emelte irányadó rátáját, ugyanakkor a piaci várakozásoknál meredekebb kamatemelési pályát jelzett előre. Az EKB az eszközvásárlás mennyiségének csökkentéséről és időbeli kiterjesztéséről döntött, amelyet összességében lazításként fogadtak a piacok. Az időszak végére az olajárak emelkedésével és a Fed szigorításával összhangban jellemzően növekedtek a hosszú állampapírpiazi hozamok, illetve erősödött a dollár.

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



Forrás: Bloomberg

Az elmúlt kamatdöntés óta a piaci hangulatot az amerikai elnökválasztás eredményét követően az USA gazdaságpolitikájának várható alakulása, a Fed kamatemelésével kapcsolatos várakozások, az EKB monetáris politikai döntése, makrogazdasági adatok, olajpiaci hírek, illetve az euroövezeti bankrendszer stabilitását érintő folyamatok befolyásolták. Az eseményeket összességében kedvezően fogadták a befektetők, így a kockázati mutatók stabilan alakultak.

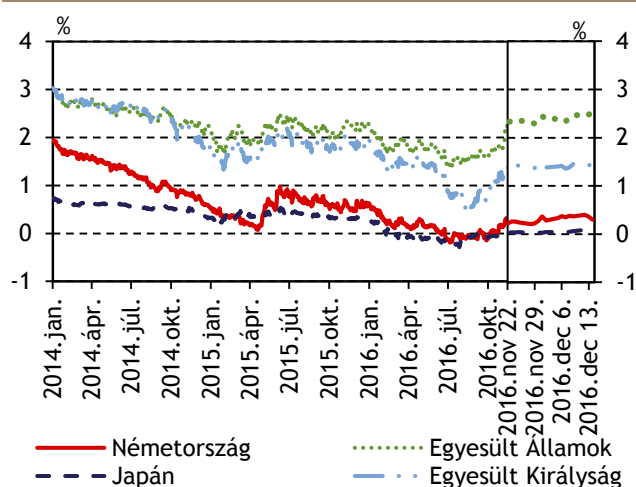
A fejlett piaci tőzsdeindexek jellemzően emelkedtek az időszak során. Az európai és japán tőzsdék nagyobb mértékben, összességében 4-6 százalékkal, míg az amerikai indexek kisebb, 1-3 százalékos mértékben emelkedtek. A VIX index továbbra is alacsony, 13,2 százalékos szintje ugyancsak a fejlett piaci tőzsdék alacsony volatilitását mutatja. A feltörekvő részvénypiaci MSCI index összességében közel 2 százalékkal került feljebb, amely a nyugodt globális hangulat mellett az amerikai elnökválasztás utáni indexcsökkenés korrekciójaként értelmezhető.

A globális kötvénypiaci és a feltörekvő piaci kockázati indexek szintén nyugodt befektetői hangulatról tanúskodtak az elmúlt időszakban. A feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global felár 20 bázisponttal mérséklődött (12. ábra), és a korábbi turbulencia után a MOVE index is enyhe csökkenést mutatott.

Az időszak során a fejlett hosszú kötvényhozamok viszont tovább emelkedtek, bár a korábbi időszaknál kisebb ütemben (13. ábra). Az amerikai 26, a német 8, a japán tízéves hozam pedig 3 bázisponttal nőtt. Az emelkedés mögött az eurozónában a piaci szereplők inflációs várakozásainak emelkedése áll, hiszen az 5 év múlva 5 éves inflációs várakozások az euro esetében 10 bázisponttal emelkedtek. A dollár esetében az előző hónapban emelkedő inflációs várakozások a Fed kamatdöntésének hatására kissé mérséklődtek, de a vártnál gyorsabb jövőbeli kamattal a hozamemelkedés irányába hatott.

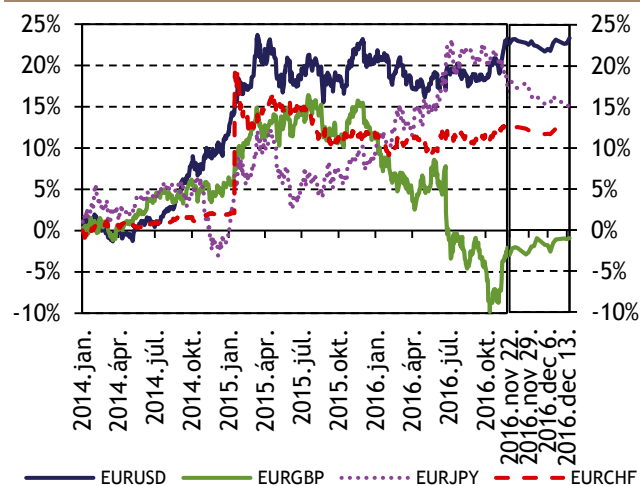
A Brent árfolyama közel 10 százalékkal, míg a WTI olaj árfolyama 6 százalékkal emelkedett, így az időszak végén

13. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

14. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



Forrás: Reuters

Megjegyzés: A pozitív értékek a változó (második) deviza erősödését jelentik.

már 50 dollár fölött ingadoztak. Ez elsősorban az OPEC-tagországok bécsi megállapodásához volt köthető, ahol megállapodtak, hogy a kitermelést napi 1,2 millió hordóval csökkentik januártól kezdve. Ehhez később 11 nem-OPEC olajkitermelő is csatlakozott 2017-től, napi 558 ezer hordós kitermelés-csökkentéssel, amely szintén hozzájárult az olajár jelentős emelkedéséhez.

A főbb devizák közül **az euro a dollárral szemben** az időszak elején fokozatosan erősödött, majd az EKB kamatdöntő ülése után 1,5 százalékos gyengült, a Fed kamatdöntő ülése után pedig további 1,5 százalékos gyengülést, így az időszak végén a 1,048-as szint körül állt, tehát **összességében 1,5 százalékos gyengüléssel zárta az időszakot** (14. ábra). A feltörekvő devizák vegyesen alakultak a dollárral szemben, ugyanakkor a közép-kelet európai devizák jellemzően gyengültek.

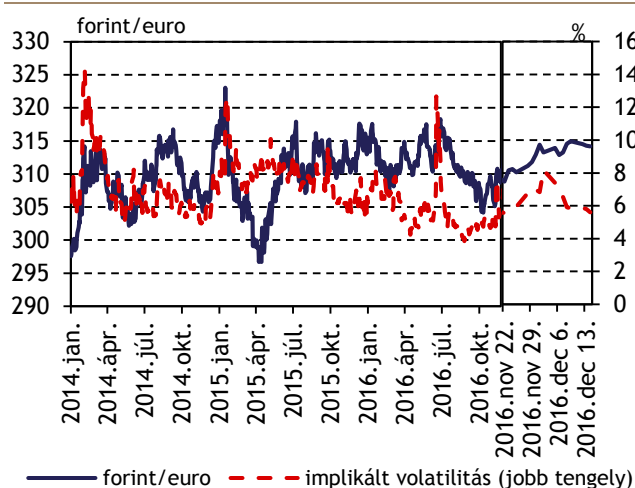
**A fejlett országok jegybankjai is aktívak voltak a hónapban. A Fed decemberi ülésén a várt 25 bázisponttal emelte irányadó rátáját**, 2017 végéig viszont a piac által várt két kamatemeléssel szemben a döntéshozók legfrissebb előrejelzése 3 kamatemelést valószínűsít. **Ezzel szemben a piaci megítélés alapján az EKB enyhén lazított az eszközvásárlási programján a decemberi ülésén.** A döntés szerint a jelenlegi 80 milliárd eurós havi vásárlási ütemet 2017. áprilistól 60 milliárd eurós szintre csökkentve folytatják 2017 decemberéig, vagy ameddig szükséges. Az euro 1,5 százalékkal gyengült a bejelentés után, a tőzszeindexek 1-1,5 százalékkal növekedtek, míg az eurozónás 10 éves kötvényhozamok közvetlenül a bejelentés után 10 bázisponttal emelkedtek, melyek azonban másnap korrigálódtak.

**A perifériaországok is a befektetők fókuszába kerültek a hónap során. Az olasz alkotmányos reformokról szóló népszavazáson a „nemek” győztek, ugyanakkor a szavazás kimenetelének piaci hatása átmeneti és összességében mérsékelt volt** a globális piacokon, míg az olasz eszközárakba már a szavazás előtt beárazták a végső kimenetelt. Így az olasz 10 éves hozam 16 bázispontot, míg az olasz CDS-felár 24 bázispontot mérséklődött a bizonytalanság csökkenésének hatására. **Emellett Görögország az elért reformok elismeréseként újabb könnyítést kapott adósságterhének csökkentésére.** A korábbi hitelek lejáratának simítását és a kamatozásuk mérséklését magába foglaló intézkedések hosszú távon 20 százalékponttal csökkenthetik a görög adósságrátát. Pár nappal a döntés után azonban az adósságkönnyítő intézkedéseket felfüggesztették, mivel a görög kormány a nemzetközi intézmények ajánlásával ellentétes intézkedéseket hozott.

## 2.2. Hazai pénzünci mutatók alakulása

A forint a régiós devizáknál enyhén nagyobb mértékben értékelődött le, miközben a hazai rövid és hosszabb futamidejű hozamok csökkenése miatt az állampapír-piaci hozamgörbe lefelé tolódott. Bár a külföldiek forint állampapír-állománya mérséklődött, a hazai CDS-felár stabilan alakult, majd az időszak végén kissé a november közepi szint alá mérséklődött.

15. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyamvárakozások implikált volatilitása

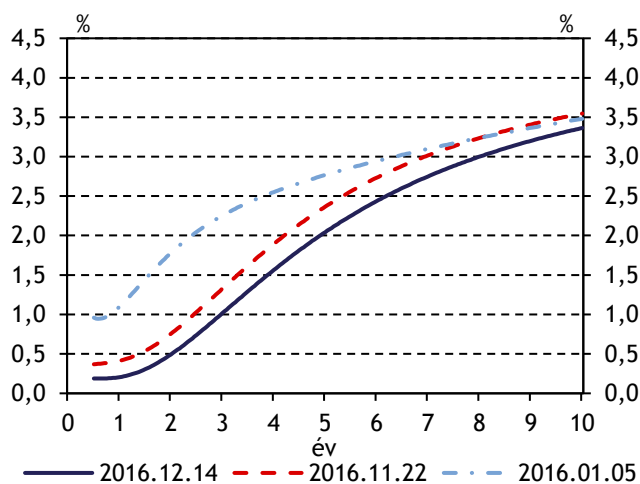


Forrás: Bloomberg

Az időszak első felében gyengült a forint euróval szembeni árfolyama, majd az időszak második felében viszonylag szűk sávban ingadozott, így összességében 1,8 százalékkal értékelődött le (15. ábra). A gyengülés háttérében részben hazai tényezők állhattak, így a jegybanki nem konvencionális eszközök hatására tovább mérséklődött a hozamkörnyezet. Másrészt november eleje óta érdemi tőke kivonásra került sor a feltörekvő kötvénypiacokról, amely szintén hozzájárulhatott a forint gyengüléséhez. Az olasz referendum kimenetele nem rázta meg különösebben a régiós devizapiacokat, a szavazás eredményére a forint és a régiós devizák árfolyamai lényegében nem változtak. A forint 1,8 százalékos leértékelődéséhez képest a lengyel zloty szintén országspecifikus okok miatt kevésbé, 0,4 százalékkal gyengült, a román lej és a cseh korona árfolyama pedig lényegében változatlan volt.

Az állampapír-piaci hozamgörbe lefelé tolódott, a 10 éves és a rövidebb lejáratokon is 20 bázispontos csökkenés volt tapasztalható (16. ábra).

16. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

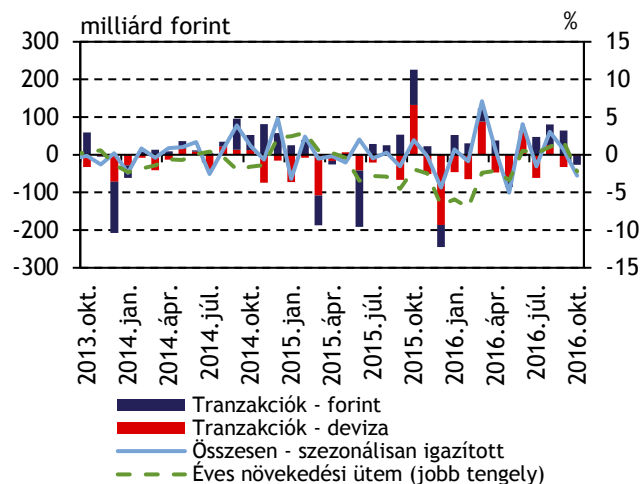
Az időszak kötvényaukcióin erőteljes volt a kereslet. A 3 és 5 éves kötvények iránt fokozott volt az érdeklődés, így ezeken a futamidőkön néhány esetben a meghirdetettnél nagyobb kibocsátásra került sor. A magas lefedettséggel összhangban mind a DKJ-aukciók, mind a hosszabb futamidejű kötvények átlaghozamai csökkentek.

A külföldiek állampapír-állománya ugyanakkor az időszak során 141 milliárd forinttal mérséklődött. Portfóliójuk így 3 500 milliárd forint közelébe, míg a piaci forint állampapírok állományán belüli arányuk 25 százalék alá csökkent. A hazai 5 éves CDS-felár az időszak nagy részében a kamatdöntés napján tapasztalható, 137 bázispont körüli szinten tartózkodott, majd az időszak végén körülbelül 10 bázispontot csökkent.

## 3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

2016 októberében csökkent a hitelintézetek vállalati hitelállománya, míg a kkv-szegmens hitelállománya tovább növekedett. A háztartási szegmens hitelállománya októberben szintén emelkedett. Az új kihelyezésű vállalati és háztartási hitelek kamatai csökkentek, így historikusan továbbra is alacsony szinten maradtak.

17. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



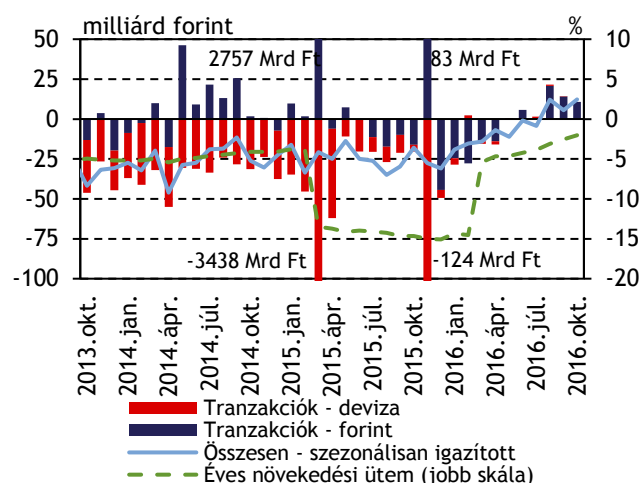
Forrás: MNB

**A hitelintézetek vállalati hitelállománya összesen 26 milliárd forinttal csökkent októberben a tranzakciók eredőjeként,** ami szezonálisan igazítva 56 milliárd forintos csökkenéssel egyenértékű (17. ábra). Devizális bontást tekintve a forinthitelek állománya 23 milliárd forinttal, míg a devizahiteleké 3 milliárd forinttal csökkent a hónap során.

**A vállalati hitelállomány** éves összevetésben 2,2 százalékkal csökkent tranzakciós alapon, döntően bázishatásra visszavezethetően. Ugyanakkor **a kkv-szegmens hitelállománya** 7 százalék körüli éves növekedést mutatott a harmadik negyedév végére, ezzel az MNB által kívánatosnak tartott 5-10 százalékos sávban tartózkodik. A Növekedési Hitelprogram harmadik szakaszában megkötött hitelek a forinthitelek állományát 39 milliárd forinttal, a devizahitelek állományát pedig 6 milliárd forinttal növelték.

Októberben **az új kibocsátású vállalati hitelek** kamatai csökkentek, így historikusan továbbra is alacsony szinten maradtak. A kisebb összegű forinthitelek átlagos évesített kamatlába az előző hónaphoz képest 0,09 százalékponttal 4 százalékra, míg a nagyobb összegű forint hitelek átlagos pénzügyi ügyletektől megtisztított kamatlába 0,58 százalékponttal 2,4 százalékra csökkent.

18. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Októberben **a háztartási szegmens hitelállománya** 11 milliárd forinttal nőtt a tranzakciók eredőjeként, döntően a forinthitel-állomány emelkedésének hatására (18. ábra). A hónap során az állománycsökkenés mértéke 2 százalékot tett ki éves összevetésben. A vizsgált időszakban összesen 96 milliárd forint értékben kötöttek új szerződéseket a háztartások, így éves átlagban 43 százalékos volt az új hitelek volumenének bővülése, ezen belül a lakáscélú hitelkibocsátás 46 százalékkal emelkedett.

Az **új kihelyezésű háztartási hitelek kamatai** októberben a válság előtti kamatszint alatt tartózkodtak. A lakáscélú forinthitelek teljes hiteldíj mutatója az előző havi értékhez képest enyhén csökkent, 0,09 százalékponttal 5,54 százalékra mérséklődött.