



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2017. szeptember

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2017. szeptember 19-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2017. október 4. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2017. szeptember 15-ig rendelkezésre álló információkat vettük figyelembe.

A jegybanktvény (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-rovidített-jegyzokonyvei>

TARTALOM

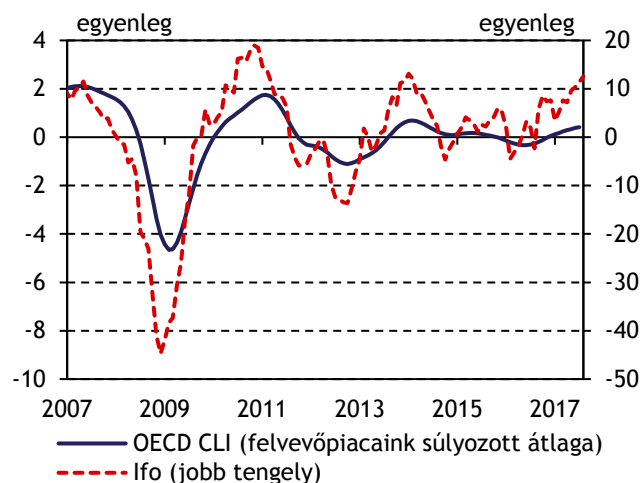
Tartalom	3
1. Makrogazdaság	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok	5
1.3. Infláció és bérek	7
1.4. Költségvetési folyamatok	8
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok	9
2. Pénzügyi piacok	10
2.1. Nemzetközi pénzpiacok	10
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása	13
3. Hitelezési feltételek	15

1. MAKROGAZDASÁG

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

A 2017. második negyedévi GDP-adatok összességében kedvező képet mutattak. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország tovább bővült, emellett az USA növekedése az előző negyedévnél élénkebb ütemben folytatódott. Az európai konjunktúráról alkotott középtávú kép javult az elmúlt hónapokban.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

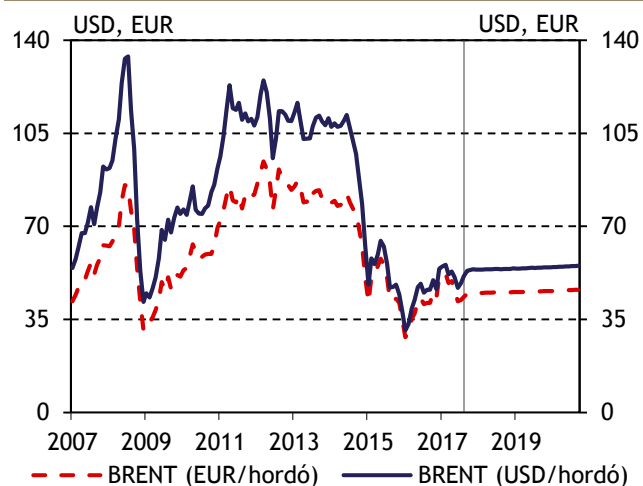


Forrás: OECD, Ifo

A 2017. második negyedévi GDP-adatok összességében kedvező képet mutattak. 2017 második negyedévében szezonálisan igazított adatok alapján 2,3 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 0,6 százalékkal növekedett. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk Németország gazdasága tovább bővült, emellett az USA gazdasági növekedése az előző negyedévnél élénkebb ütemben folytatódott. Az európai konjunktúráról alkotott középtávú kép továbbra is kedvező, amit az eurozónára vonatkozó Beszerzési Menedzser Index és az euroövezet konjunkturális alapfolyamatait megragadó Eurocoin indikátor magas szintje is alátámaszt. Az eurozóna 2017-es gazdasági növekedésére vonatkozó várakozások összességében emelkedtek. Közép és hosszú távon továbbra is kockázatokat hordozhat az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése, aminek lefolyását a brit választások kimenetele következtében továbbra is bizonytalanság övezi.

A legfontosabb exportpartnerünknek számító **német gazdaság három éve tartó stabil bővülése folytatódott a második negyedévben**. A német gazdaság teljesítményét továbbra is elsősorban az élénk belső kereslet támogatta a fogyasztás és a beruházások folytatódó bővülésén keresztül, míg az import érdemi emelkedése következtében a nettó export negatívan járult hozzá a német GDP növekedéséhez. A német ipari termelés kilátásait megragadó új német ipari rendelések és az Ifo index üzleti várakozások alindexe is kedvezően alakult az elmúlt hónapokban (1. ábra).

2. ábra: A Brent olaj világgpiaci árának alakulása



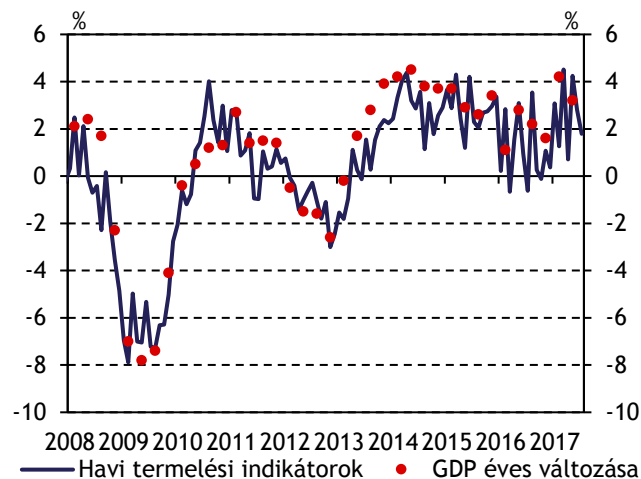
Forrás: Bloomberg

A világgpiac felől érkező inflációs nyomás továbbra is mérsékelt maradt és lefelé mutató kockázatokat hordoz. Az előzetes adatközlés alapján augusztusban az eurozóna inflációja enyhén emelkedett. Az alapfolyamatok továbbra is visszafogottan alakulnak. Az EKB ismét lefelé módosította inflációs előrejelzését. Az olaj ára augusztusban átlagosan 51 dollár körül alakult (2. ábra) Az olajárak alakulását elsősorban az amerikai kitermeléssel és az OPEC termeléskorlátozásával kapcsolatos hírek, továbbá az Amerika és Észak-Korea közötti feszültség okozta negatív piaci hangulat befolyásolták. Az ipari nyersanyagok világgpiaci ára emelkedett, míg a nyers élelmiszereké enyhén csökkent augusztusban.

1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

A KSH adatközlése alapján 2017 második negyedévében 3,2 százalékkal bővült a hazai GDP az előző év azonos időszakához képest. A munkanélküliségi ráta 4,2 százalékon alakult júliusban. A versenyszféra foglalkoztatottság az előző hónapokhoz hasonlóan tovább emelkedett.

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

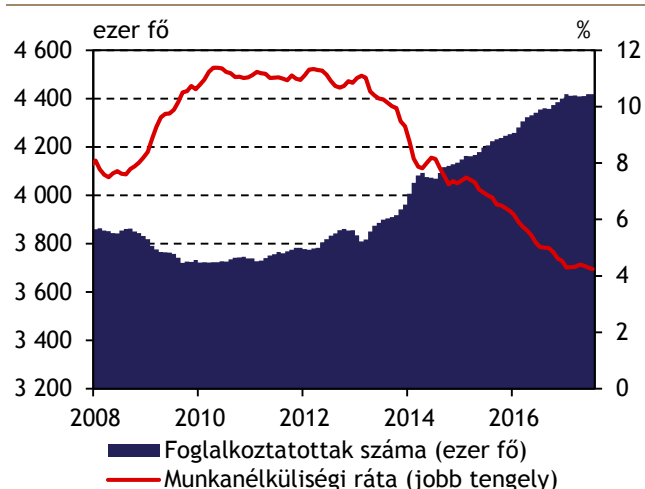
2017 második negyedévében a KSH adatközlése alapján a bruttó hazai termék 3,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, ami megfelelt az MNB várakozásának. Az előző negyedévhez viszonyítva 0,9 százalékkal bővült a hazai GDP a szezonálisan igazított adatok alapján. A növekedéshez a legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások járultak hozzá.

A KSH adatközlése alapján 2017 második negyedévében felhasználási oldalról a beruházások és a fogyasztás bővülése támogatta a növekedést. A kiskereskedelmi forgalom bővülése az előző negyedévnél gyorsabb ütemben folytatódott (3. ábra). A nettó export a lassuló exportdinamikával párhuzamosan a második negyedévben negatívan járult hozzá a hazai gazdaság növekedéséhez. Termelési oldalról a növekedéshez a legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások járultak hozzá, de számottevő mértékű volt az építőipar és az ipar hozzájárulása is. Az ipari termelés bővüléséhez a második negyedévben elsősorban a feldolgozóipar bővüléséhez köthető, amit az alágazatok széles köre támogatott. Az építőipari kibocsátás érdemben emelkedett, amit az uniós forrásból megvalósuló projektek felfutása mellett vállalati beruházások (ipari- és raktárépületek építése) magyaráznak.

2017 júliusában az ipari termelés volumene 0,2 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg szezonálisan igazítva az előző hónaphoz képest 4,2 százalékkal csökkent. A munkanaphatástól megtisztított dinamika megegyezik a nyers adattal. A nagy súlyú járműgyártás kibocsátása csökkent, ami részben a bázisévítől eltérő nyári gyárleállásra vezethető vissza. Az egyéb gépipari alágazatok, valamint az élelmiszer- és fémipar érdemben emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. **Az előretekintő indikátorok összességében kedvező képet jeleznek a hazai ipar kilátásait illetően.**

Az előzetes adatok alapján 2017 júliusában **az áru kivitel euróban számított értéke 5,2 százalékkal, a behozatalé 11 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva**, így tavaly júliushoz képest a külkereskedelmi többlet 359 millió euróval csökkent. 2017 júniusában enyhén javult a cserearány. Az ásványi fűtőanyagok és az élelmiszerek relatív ára romlott, amit ellensúlyozott a vegyi áruk és a gépek és szállítóeszközök relatív árváltozása.

4. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélkülségi ráta alakulása



Forrás: KSH

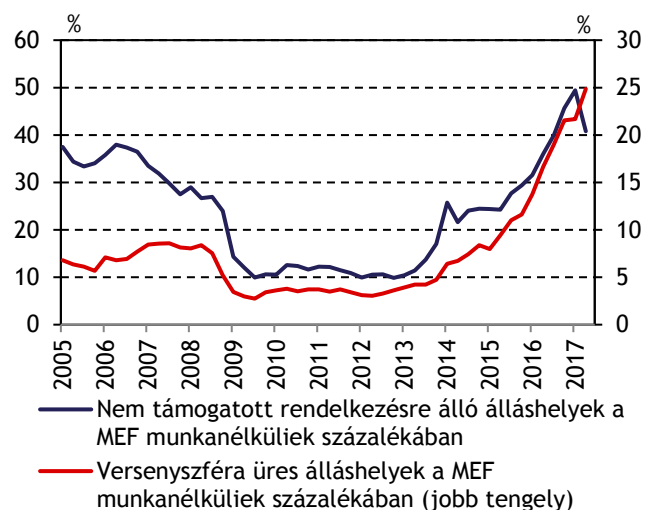
2017 júliusában **22,7 százalékkal bővült az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest**, míg az előző hónaphoz viszonyítva 2,1 százalékkal mérséklődött a kibocsátás. A termelés az épületek és az egyéb építmények építése esetén is érdemben emelkedett. A megkötött új szerződések volumene 3,8 százalékkal, az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene 83,7 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2017 júliusában tovább bővült a foglalkoztatás**. A munkanélkülségi ráta **4,2 százalékon**, az előző negyedévhez képest alacsonyabban alakult (4. ábra). A közfoglalkoztatottak száma mérséklődött, az aktivitási ráta pedig historikus csúcson áll.

A munkaerőpiac továbbra is historikusan feszes a különböző statisztikákból számolt feszességi mutatók alapján (5. ábra). 2017 júliusában az NFSZ adatai alapján a vállalatok munkaerő-keresletét mérő nem támogatott új álláshelyek száma az utóbbi hónapokhoz hasonlóan 17 ezer körül alakult júliusban, míg a munkaerő-kereslet és -kínálat szerkezetének illeszkedését jelölő nem támogatott hó végi betöltetlen álláshelyek száma nőtt.

5. ábra: A munkaerő-piaci feszességet mérő mutatók

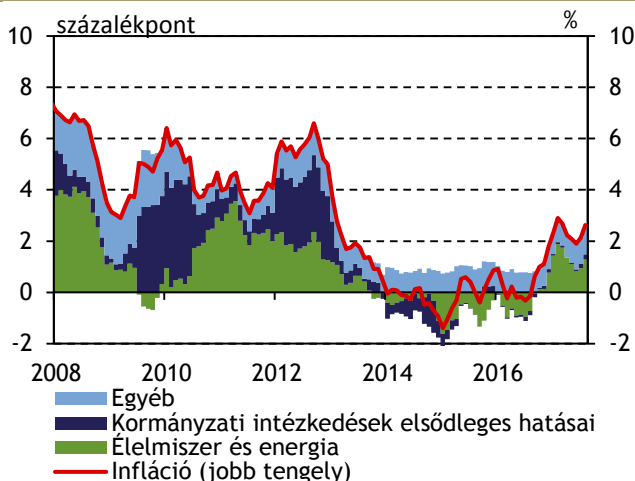


Forrás: NFSZ, KSH

1.3. Infláció és bérek

2017 augusztusában az éves bázisú infláció 2,6, a maginfláció 2,8, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2,4 százalék volt. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatóink enyhén emelkedtek az előző hónaphoz képest, ugyanakkor továbbra is a maginflációtól érdemben elmaradva, 2,0 százalék körül alakulnak. 2017 júniusában 13,5 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest, amit a historikusan feszes munkaerőpiaci környezet és a magas minimálbér- és garantált bérminimum-emelés, valamint ennek érdemi átgyűrűző hatása magyaráz. A prémiumkifizetések júniusban a tavalyi mértékhez képest érdemben magasabban alakultak.

6. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.3.1. Bérezés

2017 júniusában a versenyszférában a bruttó átlagkereset 13,5, a rendszeres keresetek pedig 12,3 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférában mind a bruttó átlagkeresetek, mind a rendszeres keresetek növekedési üteme gyorsult májushoz képest. A rendszeres keresetek a szokásos júniusi szezonálisnak megfelelően alakultak havi alapon. **A prémiumkifizetések júniusban a tavalyi mértékhez képest érdemben magasabban alakultak,** amit jelentősen befolyásolt néhány, a piaci szolgáltatásokon belül kiemelkedő ág prémium kifizetése. **Az erőteljes bérdinamikát továbbra is a historikusan feszes munkaerőpiaci környezet és a magas minimálbér- és garantált bérminimum-emelés, valamint ennek érdemi átgyűrűző hatása magyarázza.**

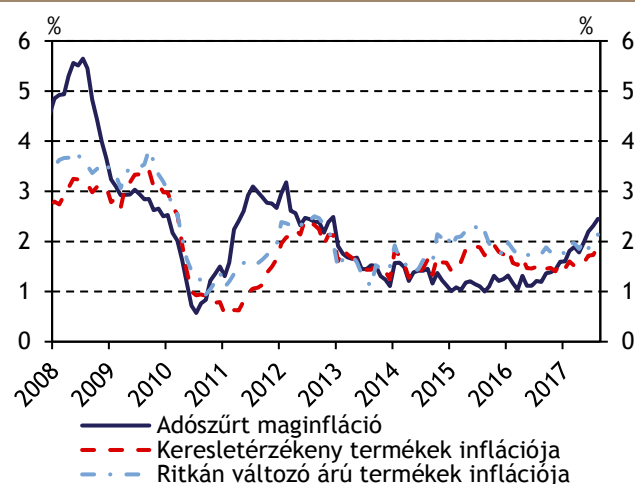
1.3.2. Inflációs folyamatok

2017 augusztusában éves összevetésben az infláció 2,6, a maginfláció 2,8, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2,4 százalékon alakult (6. ábra). Az előző hónaphoz képest az infláció 0,5, míg a maginfláció 0,2 százalékponttal emelkedett. Az infláció emelkedését az üzemanyag termékkör árindexének – főként bázishatás miatt bekövetkező – növekedése okozta. A maginfláció emelkedését elsősorban az iparcikkek inflációjának bázishatás miatti növekedése, valamint az alkohol, dohány termékkör árindexének emelkedése magyarázza. A dohány árának emelkedését döntően a 2017 júliustól életbe lépett jövedékiadó-emelés okozta.

Az inflációs alapmutatók enyhén emelkedtek az előző hónaphoz képest, ugyanakkor továbbra is a maginflációtól érdemben elmaradva, 2,0 százalék körül alakulnak (7. ábra). Ehhez az importált infláció és az inflációs várakozások alacsony szintje mellett a mérsékelt nyersanyagárak is hozzájárulnak. 2017 júliusában a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 3,0 százalékkal, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 5,1 százalékkal emelkedtek.

Aktuális előrejelzésünk szerint a következő hónapokban 2,5 százalék körül alakul, majd az év végén 2 százalék közelébe lassul. Az infláció 2019 közepére éri el fenntarthatóan a 3 százalékos inflációs célt.

7. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása

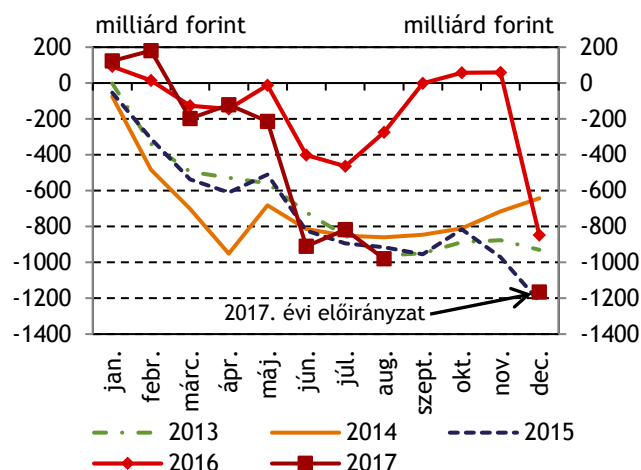


Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2017 augusztusában 163 milliárd forintos hiánnyal zárt, amellyel együtt a tárgyévi kumulált egyenleg -980 milliárd forintot tett ki a nyolcadik hónap végén. Az augusztus havi hiány magasabb volt a korábbi évekhez viszonyítva, míg a kumulált pénzforgalmi egyenleg az év első nyolc hónapjában – a tavalyi évtől eltekintve – a korábbi években jellemző módon alakult.

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



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

Az államháztartás központi alrendszere 2017 augusztusában 163 milliárd forintos hiánnyal zárt, amellyel együtt a tárgyévi kumulált egyenleg -980 milliárd forintot tett ki a nyolcadik hónap végén (8. ábra). Az augusztus havi hiány magasabb volt a korábbi évekhez viszonyítva, míg a kumulált pénzforgalmi egyenleg az év első nyolc hónapjában – a tavalyi évtől eltekintve – a korábbi években jellemző módon alakult.

A **központi alrendszer bevételei** 2017 augusztusában 46 milliárd forintra lettek magasabbak, mint az előző év azonos időszakában. A személyi jövedelemadón és a fogyasztási adók tételein egyaránt növekedést realizált a költségvetés, melyet a gazdálkodó szervezetektől beérkezett bevételek előző évhez viszonyított visszaesése részben ellentételezett.

A **központi alrendszer kiadásai** 2017 augusztusában 399 milliárd forintra voltak magasabbak az előző év azonos időszakához képest. A jelentős emelkedéshez főként a központi költségvetési szervek saját, illetve az EU-támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadásainak felfutása járult hozzá a rendkívül alacsony tavalyi bázishoz képest.

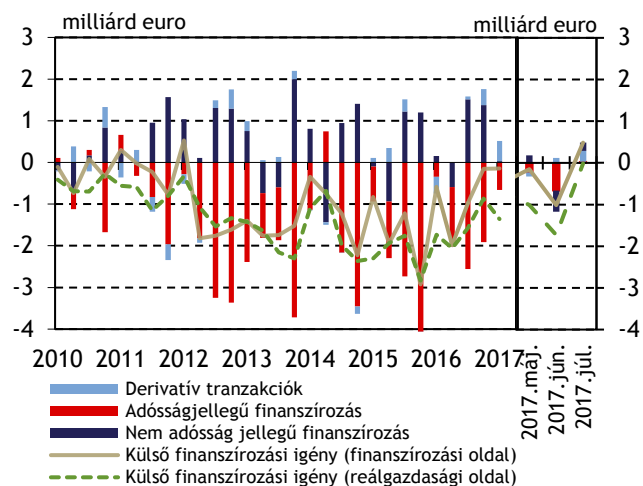
Az első félév során 210 milliárd forint többlet alakult ki az államháztartásban az MNB augusztusban megjelent előzetes pénzügyi számla statisztikája alapján. 2017. első félévében tehát a központi alrendszer pénzforgalmi és az államháztartás nettó finanszírozási igénye között jelentős különbség alakult ki, amelyet több tényező okozott. Az EU támogatások megelőlegezése a központi alrendszer pénzforgalmi hiányát növelte, de az eredményszemléletű hiányt csak kisebb részben érintette. Egyes adókhöz jelentős eredményszemléletű korrekciók kapcsolódtak. A kamatkidadások esetében az elszámolás időzítésében jelentkezik különbség. Végül, az önkormányzati szektor jelentős többlettel zárta az első félévet.

A GDP-arányos bruttó államadósság 2017. második negyedévének végén 74 százalék volt.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

Júliusban az előző havi kiugróan magas érték után jelentősen (mintegy 1,7 milliárd euróval) csökkent a gazdaság külső finanszírozási képessége, és így nulla közelébe mérséklődött. A külső egyensúlyi pozíció jelentős mérséklődéséhez a külkereskedelmi többlet és az EU-transzferek felhasználásának csökkenése közel azonos mértékben járult hozzá. Az áruegyenleg megelőző hónapban mutatott jelentős többlete júliusban hiányba váltott, ami összefüggésben állhat a járműipar júliusi – a tavalyinál hamarabb kezdődött nyári gyárleállásokhoz köthető – érdemi visszaesésével.

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



Megjegyzés: A pozitív értékek a finanszírozási igényt (forrásbeáramlást), míg a negatív értékek a finanszírozási képességet (forráskiáramlást) jelölnék.

Forrás: MNB

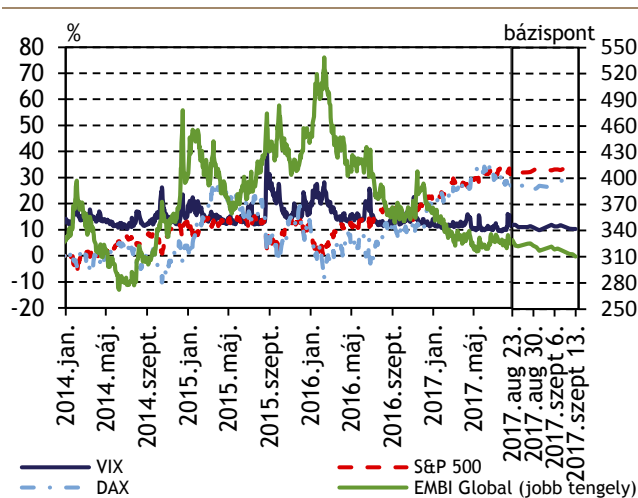
A pénzügyi mérleg folyamatai szerint is – a reálgazdasági oldalon megfigyelthez hasonló mértékben – csökkent a gazdaság finanszírozási képessége: a közel 0,5 milliárd eurós forrásbevonás főként a közvetlentőkebefektetések emelkedéséhez kötődött. Július során több mint 0,3 milliárd euróval nőtt a külföldiek közvetlentőkebefektetése, ami az újrabefektetett jövedelmek nagyobb mértékű bővüléséhez volt köthető, miközben a vállalatok tovább csökkentették tulajdonosi hiteleiket. Júliusban megtorpant a nettó külső adósság csökkenése, ami az állam kisebb forrásbevonása és a bankok hasonló mértékű nettó forráscsökkenése mellett alakult ki. Az állam nettó külső adósságának bővülése főként – a követelések csökkenése miatt – a bankok MNB-nél elhelyezett devizabetéteinek mérséklődéséhez kötődött, de a külföldiek kisebb mértékű forint állampapír-vásárlása is hozzájárult. Az állam nettó forrásbevonását nem befolyásolta, de a bruttó külső adósságot mérsékelte egy devizakötvény lejáratára. A bankok nettó külső adósságának csökkenése a követelések nagyobb növekedéséhez köthető, amiben a szerepet játszott az MNB-nél elhelyezett devizabetétek mérséklődése. A vállalatok nettó külső adóssága júliusban nem változott érdemben.

2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban egy kisebb átmeneti hangulatromlást leszámítva tovább erősödött a kockázattal járó hajlandóság a globális pénzügyi piacokon. Ennek következtében számos tőzsdeindex újabb történelmi magasságot ért el. A befektetői hangulat javulását a kedvező makroadat mellett az EKB monetáris politikai szigorításának megkezdésére irányuló piaci várakozás időbeli kitolódása támogatta. Az átmeneti hangulatromlást a fejlett világ és Észak-Korea között húzódó geopolitikai feszültség fokozódásához, valamint a karibi térséget, illetve az Egyesült Államok déli államait érintő természeti katasztrófákhoz köthető. Az utóbbi következtében a WTI típusú nyersolaj ára alacsonyabb ütemben emelkedett, mint a Brent típusú nyersolajé. A fejlett devizák piacán a dollár általános gyengülése, míg az euro általános erősödése volt meghatározó. Az euro közel 1 százalékos erősödött a dollárral szemben.

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



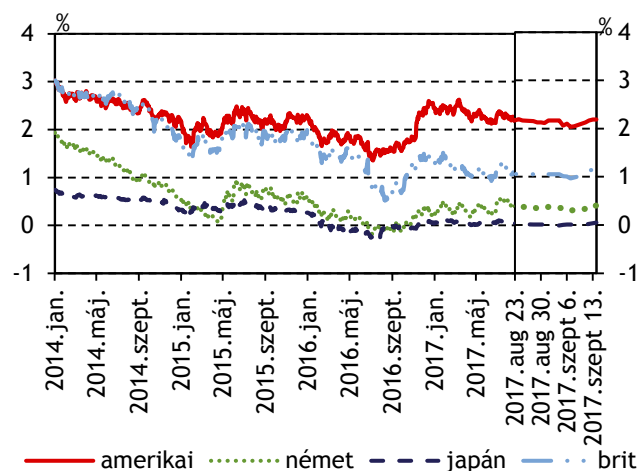
Forrás: Bloomberg

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban egy kisebb átmeneti megingást leszámítva tovább erősödött a kockázattal járó hajlandóság a globális pénzügyi piacokon. Ezt támasztja alá az, hogy a kiemelt globális kockázati indikátorok többsége mérséklődni tudott, és ezzel párhuzamosan a kockázatos eszközök iránti kereslet továbbra is erős maradt. Számos tőzsdemutató többéves, illetve historikus csúcstra jutott. A befektetői hangulat javulását a kedvező makroadat mellett az EKB monetáris politikai szigorításának megkezdésére irányuló piaci várakozás időbeli kitolódása támogatta. Az átmeneti hangulatromlást a fejlett világ és Észak-Korea között húzódó geopolitikai feszültség fokozódása, valamint a jelentős vagyoni kárt, és az Egyesült Államok olajfinomítói kapacitásának csökkentését okozó természeti katasztrófa váltották ki.

Újabb historikus csúcsokra kapaszkodtak a fejlett és a feltörekvő piaci tőzsdeindexek. Az időszak során általános, jellemzően 2-4 százalékos közötti emelkedés volt megfigyelhető a részvénypiacokon. Az MSCI fejlett piacokat átfogó World Indexe, valamint a Japán nélkül értelmezett ázsiai-csendes-óceáni térséget mérő mutatója történelmi magasságba emelkedett, míg a feltörekvő piacok egyik benchmarkjának tartott mutatója (MSCI EM Index) 2011 óta nem látott rekord szintekre jutott. Az Egyesült Államokban az S&P 500 és a DJI is rekordot döntött (10. ábra). A nyugat-európai piacokon a DAX mintegy 4 százalékos menetelésével párhuzamosan a többi kiemelt tőzsdeindex is emelkedett, a széleskörű európai Stoxx Europe 600 index közel 2 százalékos pluszt könyvelhetett el a vizsgált időszak alatt. Mindeközben a globális kockázati indikátorként értelmezett VIX és az ehhez hasonló volatilitás indexek mérséklődni tudtak.

A fejlett piacok hosszú kötvényhozamai a feltörekvő kötvénypiaci felárakkal együtt többségében mérséklődtek. A feltörekvő piacokat reprezentáló EMBI Global felár esetében 14 bázispontos csökkenés volt megfigyelhető a javuló kockázattal járó kedv következtében (10. ábra). Az amerikai 10 éves Treasury hozama 2,5 bázisponttal ereszkedett, a né-

11. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



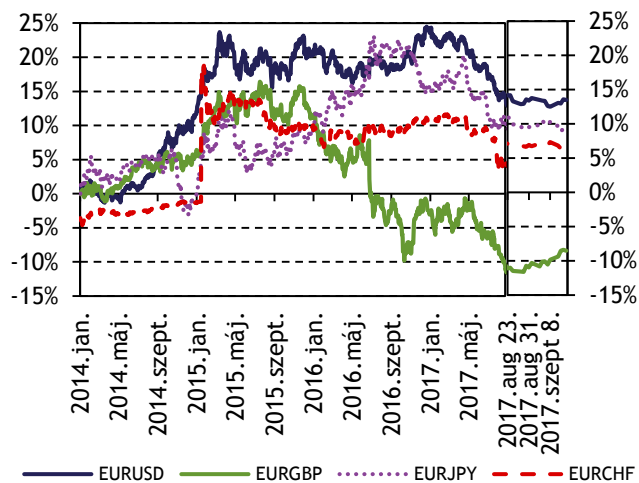
Forrás: Bloomberg

met, illetve a japán hosszú hozamok visszafogottabb mértékben, mintegy 1 bázisponttal csökkentek (11. ábra). A brit hozamgörbe párhuzamosan feljebb tolódott, a meglepetést okozó augusztusi infláció nyomán erősödő kamatemelési várakozások miatt. A feltörekvő országok helyi devizás hosszú állampapírhozamai többségében csökkentek, a szűkebb régióban is ez a tendencia volt domináns.

A Brent-WTI szpred tágulása mellett emelkedtek a nyersolajárak. Összességében mind a **Brent** mind pedig a **WTI típusú nyersolaj emelkedni tudott** az elmúlt 4 hét során, az **előbbi közel 7, míg az utóbbi 3 százalékkal**. Az általános emelkedés mögött a kereslet fokozódó erősödése húzódik, amit a Nemzetközi Energia Ügynökség (IEA) legfrissebb előrejelzése is alátámaszt, amiben az idei évre 100 ezer hordóval 1,6 millió hordó/nap-ra emelte a világszerte keresletre vonatkozó prognózisát. A WTI típusú nyersolaj alacsonyabb ütemű emelkedéséhez a Harvey hurrikán által érintett amerikai nyersolaj-finomítók kapacitáscsökkenése érdemben járulhatott hozzá. A globális olajkeresleti és kínálati egyensúly visszabillentésében az OPEC tagállamoknak továbbra is kulcsszerepe lesz, a novemberi találkozó előtti egyeztetésekről kiszivárgott hírek az olajkartell 2018 márciusig tervezett kitermelésvisszafogásának legalább 3 hónappal történő kiterjesztéséről szólnak.

Nem változtatott monetáris politikáján az EKB és a szigorítás megkezdésére vonatkozó piaci várakozások is némileg kitolódtak a nyári hónapok alatt. A szeptemberi kamatdöntő ülésen a várakozásoknak megfelelően nem változtatott a monetáris politikai kondíciókon az EKB és az eszközvásárlási program kivezetését sem tárgyalta a döntéshozó testület. A mennyiségi lazítás kivezetésével kapcsolatos kommunikáció a legfrissebb elemzői felmérések szerint októberre várható. A piac által várt időzítés fokozatosan toldódott ki a nyár folyamán, amit a továbbra is nyomott inflációs folyamatokról árulkodó adatok mellett az is erősített, hogy a Jackson Hole-i szimpózium során Mario Draghi semmilyen utalást nem tett a monetáris politika várható alakulásával kapcsolatban. A Fed döntéshozói legközelebb szeptember 20-án ülnek össze, de a piaci árazás alapján idén már nem várható további kamatemelés, amire az elmúlt időszakban adott kevésbé szigorú hangvételű FOMC nyilatkozatok is utalhatnak. A felmérések szerint ugyanakkor a Fed mérlegében lévő eszközállomány újrabefektetési politikájában jó eséllyel változtatás várható. A brit jegybanktól ugyanakkor a szigorúbb előretekintő iránymutatás irányába tett elmozdulást várnak a piaci szereplők, ami nagyrészt a pozitív meglepetést okozó inflációs számok váltottak ki. A devizapiacra a kiemelt keresetek tekintetében a dollár általános gyengülése és az euro általános erősödése volt a jellemző irány, egyedül az

12. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



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

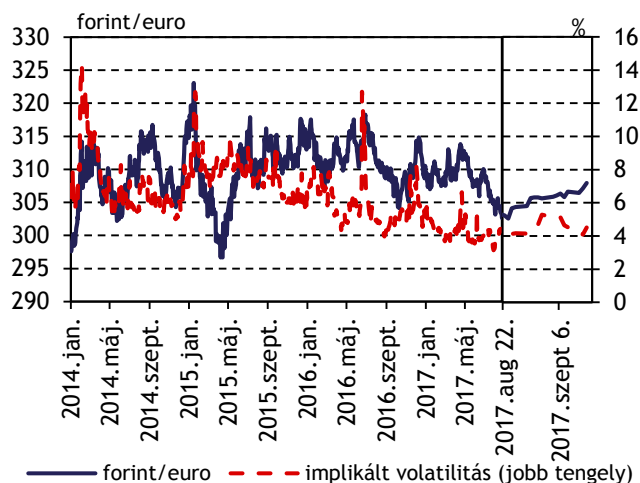
Forrás: Reuters

angol font tudott minden devizával szemben erősödni. Az euro/dollár árfolyam közel 1 százalékos emelkedést mutatott a vizsgált időszak végére, de a jegyzések többször is az 1,20-as szint felett zártak ezzel 2,5 éves csúcsot állított be az európai közös deviza (12. ábra). Az angol font pedig 1 éve nem látott erős szintekre jutott a dollár ellenében.

2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A forint árfolyama 1,5 százalékos gyengült az euróval szemben, amivel a régiós devizákhoz képest is alulteljesítőnek számított. Az állampapírpiazi hozamgörbe meredeksége csökkent, ugyanis a rövid lejáratok enyhe hozamcsökkenése mellett a hozamgörbe középső és hosszabb szakasza nagyobb mértékben, 15-30 bázisponttal mérséklődött. A 3 hónapos BUBOR 0,12 százalékra csökkent. A külföldiek forint állampapír-állománya több mint 100 milliárd forinttal növekedett, így arányuk 23,5 százalék közelébe emelkedett. Az összességében javuló nemzetközi hangulatban a hazai CDS-felár 3 bázisponttal 94 bázisponttal mérséklődött.

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

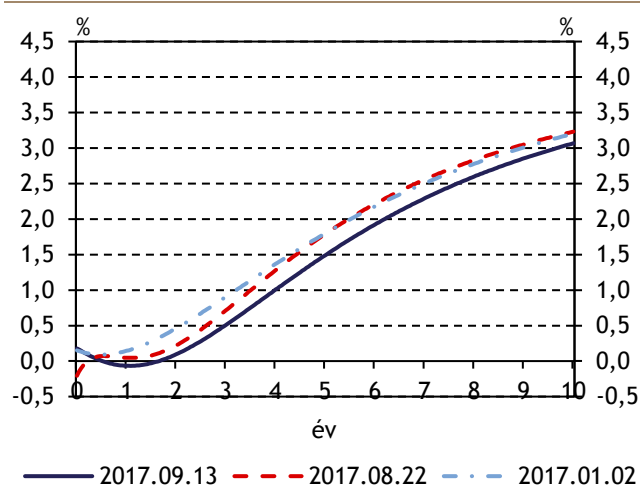


Forrás: Bloomberg

A forint az időszak során másfél százalékos gyengülést mutatott az euróval szemben. Az időszak során viszonylag szélesebb tartományban, 302,5 és 308-as szintek között mozgott. Az időszakot 308-as szinten zárta a hazai deviza, és a régiós devizákhoz képest is gyengült, mivel a cseh korona, a lengyel zloty és a román lej is csak minimálisan, 0,1-0,4 százalékkal értékelődött le az euróhoz képest (13. ábra). A dollárral szemben a forint kivételével 0,2-0,6 százalékos mértékben erősödtek a régiós devizák, míg a forint 1 százalékkal gyengült.

Az állampapírpiazi hozamgörbe meredeksége csökkent: a hozamgörbe rövid szakasza 3-10 bázisponttal lejjebb tolódott, ugyanakkor a görbe középső és hosszabb szakasza ennél is nagyobb mértékben, 15-30 bázisponttal süllyedt (14. ábra). A másodpiaci tízéves hosszú hozam csökkenése nagyobb mértékű volt a régiós változásoknál: a lengyel tízéves hozam 12 bázisponttal csökkent, a román stagnált, míg a cseh hozam a régiótól elválva 10 bázispontot emelkedett az ottani kamatemelési várakozások következtében.

14. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

Az időszak kötvényaukcióin erős volt a kereslet. A 3 hónapos DKJ aukciók esetében 2-3-szoros volt a lefedettség, az átlaghozamok pedig csökkentek az előző kamatdöntés előtti periódushoz képest, és az időszak második felében - 0,02 százalékon alakultak. A 12 hónapos DKJ esetében szintén megfelelő kereslet és 6 bázisponttal 0,03 százalékra mérséklődő átlaghozam alakult ki. A hosszú állampapírok aukcióin elsősorban az 5 éves fix, illetve változó kamatozású papírok iránt mutatkozott kiemelkedő kereslet, aminek következtében az ÁKK minden esetben ráemelését hajtott végre. A 3 és 10 éves kötvények iránt szintén erős kereslet mutatkozott, az aukciók átlaghozama pedig 25-27 bázisponttal csökkent a korábbiakhoz képest, így rendre 0,55 és 2,85 százalékon alakult.

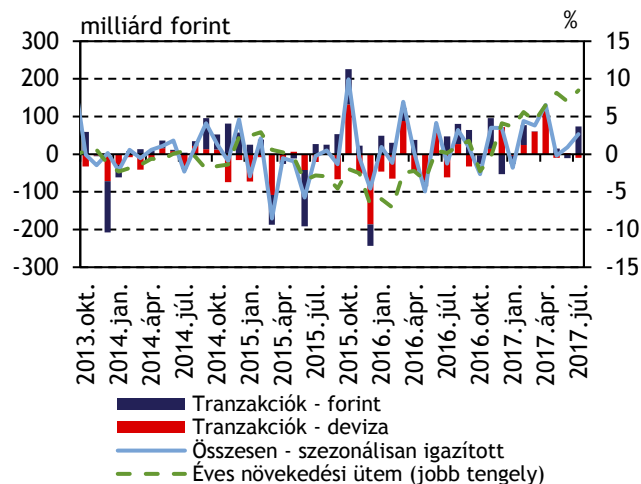
A külföldiek forint állampapír állománya az időszak során mintegy 125 milliárd forinttal növekedett, így portfóliójukban az időszak végén 3555 milliárd forint volt. A piaci forint állampapírok állományán belüli arányuk enyhén, 23,4 százalékra nőtt. A változékony, az időszak végére

össességében javuló nemzetközi hangulatban a hazai 5 éves CDS-felár 3 bázisponttal csökkent, jelenleg 94 bázispont, ami összhangban volt a régiós folyamatokkal.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

Júliusban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 64 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként. A hitelintézetek háztartási hitelállománya összességében 29 milliárd forinttal bővült a folyósítások és törlesztések egyenlegeként, így a hitelállomány éves bővülése 3,3 százalékot tett ki július végén. A vállalati hitelek simított kamatfelára júliusban a forinthitelek esetében 0,1 százalékpontos enyhe emelkedést mutatott, így 2,4 százalékponton áll.

15. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

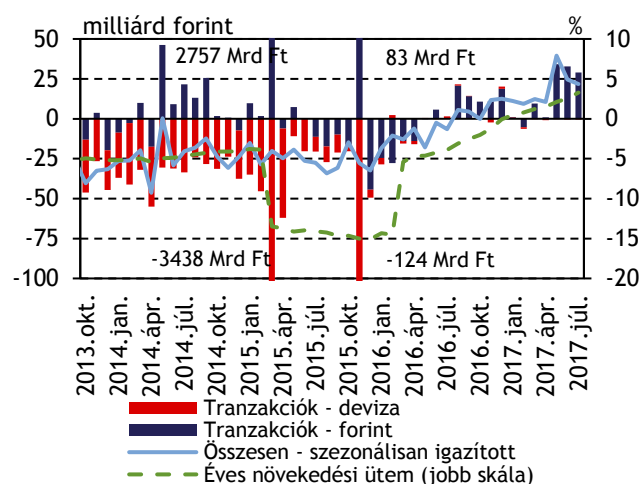


Forrás: MNB

Júliusban a hitelintézetek vállalati hitelállománya 64 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 53 milliárd forintos növekedéssel egyenértékű (15. ábra). Devizális bontásban a forinthitelek állománya 74 milliárd forinttal bővült, míg a devizahiteleké 10 milliárd forinttal csökkent. 2017 júliusában a vállalati hitelezés éves alapon 8,5 százalékkal bővült. A pénzügyi jellegű ügyletek nélkül a hitelkibocsátás volumene a hónap során 234 milliárd forintot tett ki. Így az új hitelkibocsátás bruttó összege júliusban 29 százalékkal emelkedett éves átlagban.

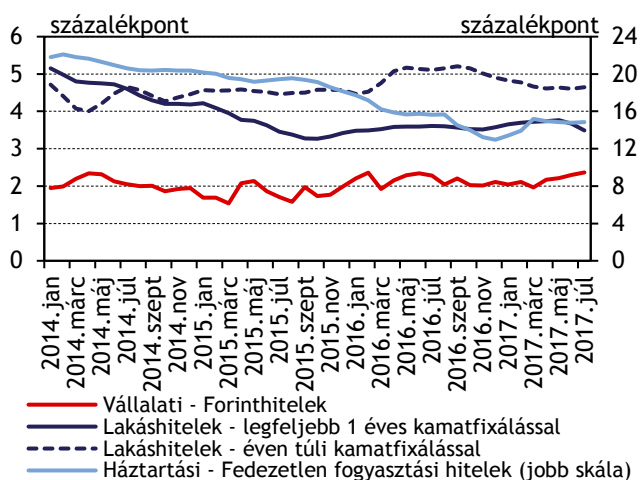
A hitelintézetek háztartási hitelállománya összességében 29 milliárd forinttal bővült a folyósítások és törlesztések egyenlegeként, így a hitelállomány éves bővülése 3,3 százalékot tett ki július végén. (16. ábra). Az új szerződéskötések értéke a hónapban 147 milliárd forintot tett ki, így 51 százalékos emelkedést mutatott éves átlagban. Az egyes részszegeket tekintve a lakáscélú hitelek kibocsátása 34 százalékkal, a személyi kölcsönöké 50 százalékkal emelkedett.

16. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

17. ábra: A vállalati és háztartási hitelfelárok alakulása



Megjegyzés: THM feletti 3 havi simított felárok. A vállalati forinthitelek esetében a 3 hónapos BUBOR. A változó vagy legfeljebb 1 évig fixált kamatozású lakáscélú hitelek esetében a 3 havi BUBOR, míg az éven túl fixált lakáshitelek esetében a megfelelő IRS feletti felár.

Forrás: MNB

A vállalati hitelek simított kamatfelára júliusban a forinthitelek esetében 0,1 százalékpontos enyhe emelkedést mutatott, így 2,4 százalékponton áll (17. ábra). A kisösszegű piaci hitelek felára azonban – amelyet jellemzően kvv-k vesznek fel – továbbra is 1 százalékponttal haladja meg a többi visegrádi ország átlagát. A lakáscélú háztartási hitelek teljes hitelköltség mutató (THM) alapján számolt átlagos kamatfelára továbbra is 4,7 százalékponton áll, ami nemzetközi összehasonlításban magasnak nevezhető. A háztartási fedezetlen fogyasztási hitelek felára 14,9 százalékponton állt júliusban. A magas felárok problémája elsősorban az éven túl rögzített kamatozású ügyletek piacára koncentrálódik. 2017. június 1-jétől pályázhatnak a hitelintézetek a Minősített fogyasztóbarát lakáshitelek minősítésre. Júliusban az MNB döntésével több bank megkezdte értékesítést.