



Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2015. december

Háttéranyag
a Monetáris Tanács
2015. december 15-i ülésének
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2015. december 23. 14 óra

A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2015. december 11-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>

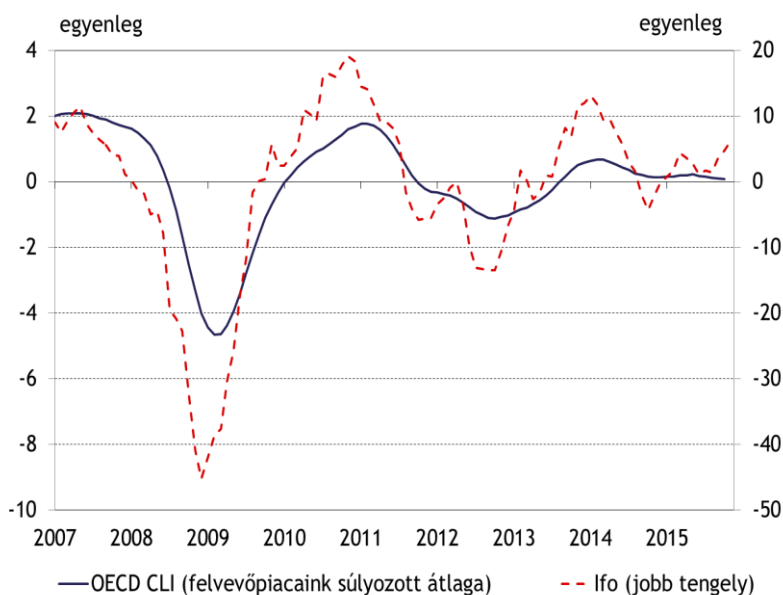
1. MAKROGAZDASÁG

1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

2015 harmadik negyedévében a GDP adatok a vártnál alacsonyabban alakultak. Az elmúlt hónapokban a fejlődő országokban a bejövő indikátorok alapján lassult a növekedés a korábbi várakozásokhoz képest. A növekedés továbbra is törékeny, amelyet további lefelé mutató kockázatok öveznek. A feltörekvő régiók növekedési kilátásai az utóbbi időszakhoz képest tovább mérséklődtek. A geopolitikai feszültségek változatlanul fékezik a fejlett gazdaságok növekedését a gyengébb keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül.

2015 harmadik negyedévében 0,3 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves összevetésben. Az előretekintő konjunktúraindikátorok vegyes képet mutatnak. Emellett negatív hatással lehet a feszült geopolitikai helyzet: a növekvő bizonytalanság és az egyes országok közötti gazdasági szankciók visszafogják a gazdasági aktivitást. Ezek szerepet játszhattak abban, hogy a korábbi negyedévekben látottnál mérsékeltebb ütemben folytatódott a gazdasági bővülés. A legfontosabb exportpartnerünknek számító német gazdaság a harmadik negyedévben továbbra is visszafogottan növekedett. A német belső kereslet tovább bővült, ugyanakkor a külpiaci aktivitást fékezi az orosz-ukrán konfliktus és a lassuló ázsiai kereslet. A német ipari termelés a szeptemberi esést követően októberben stagnált. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) kismértékben javultak a korábbi hónapokhoz képest (1. ábra).

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon

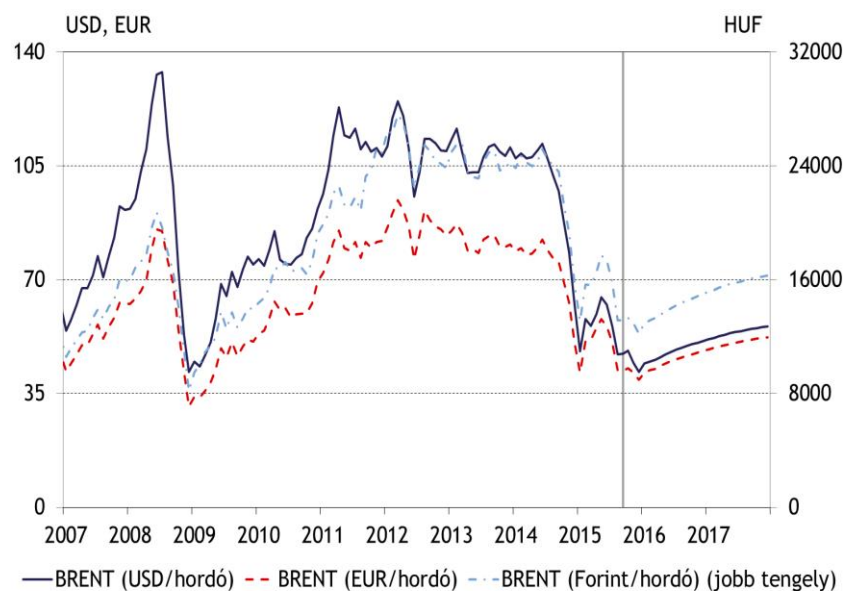


Forrás: OECD, Ifo

A régió teljesítménye kedvezően alakult az idei év harmadik negyedében is, ám az elmúlt hónapok havi indikátorai alapján a térségben továbbra is törékeny az ipari kibocsátás. Az orosz-ukrán konfliktus negatív hatásai eddig csak korlátozottan érintették a régiós növekedési folyamatokat, ám a várhatóan jelentősen zsugorodó ukrán és orosz gazdaság közvetlenül és közvetve is visszavetheti a régió gazdasági bővülését.

A világpiac felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge. A nyersanyagárak csökkenése és a gyenge globális kereslet együttesen mérséklük az inflációt. Ennek következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs cél alatt alakultak (az eurozóna esetében az éves novemberi infláció az előzetes adat szerint 0,1 százalék volt). Novemberben az olajárak változékonyan alakultak, december elején az OPEC döntése után jelentősen csökkentek, és előretekintve is alacsonyan alakulhatnak. (2. ábra, erről részletesebben ld. 2.1. alfejezet).

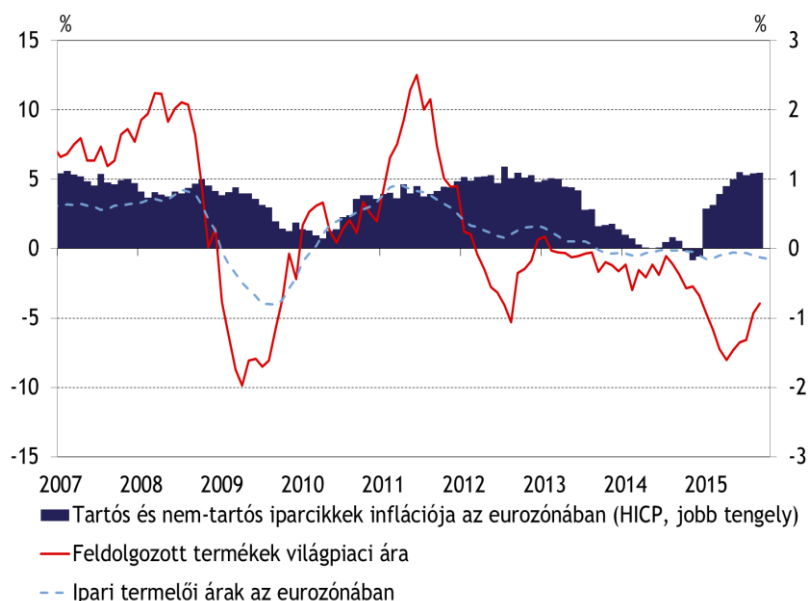
2. ábra: A Brent olaj világpiaci árának alakulása



Forrás: Bloomberg

Az ipari nyersanyagok, a nyers élelmiszerek világpiaci árai visszafogottan alakultak, míg a feldolgozott termékek árai egy nagymértékű visszaesést követően némileg korrigálódtak (3. ábra).

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



Forrás: Centraal Planbureau (www.cpb.nl), Eurostat, EKB

1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

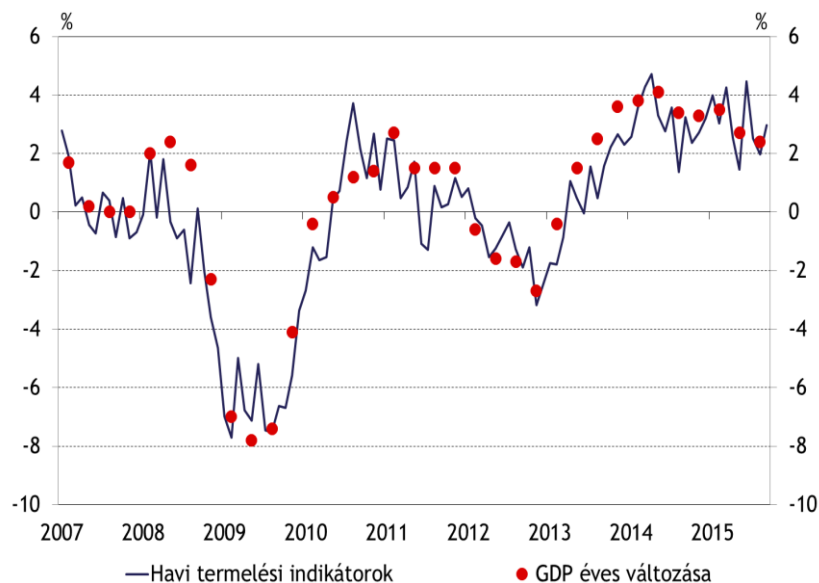
1.2.1. Gazdasági növekedés

2015 harmadik negyedében a vártnál visszafogottabb ütemben folytatódott a hazai gazdaság növekedése. A bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest 2,4 százalékkal, az előző negyedévhez képest pedig 0,6 százalékkal emelkedett.

A harmadik negyedévben a vártnál visszafogottabb ütemben folytatódott a hazai gazdaság bővülése (4. ábra). A lassuláshoz a mezőgazdaság visszaesése és az ipari teljesítmény dinamikájának mérséklődése járult hozzá. A **mezőgazdaság** gazdasági növekedéshez való negatív hozzájárulása elsősorban a tavalyi év magas bázisához köthető. Az **építőipar hozzájárulása** az uniós források felhasználásának kifutásával fokozatosan **mérséklődött** az idei év során, az ágazat teljesítménye a harmadik negyedévben érdemben nem járult hozzá a gazdasági növekedéshez.

Felhasználási oldalon a harmadik negyedévben is elsősorban a **fogyasztás és a nettó export támogatta a gazdaság bővülését**. A **beruházások mérséklődtek** az előző év azonos időszakához viszonyítva, amely háttérben főként a magánszektor visszafogott beruházási aktivitása állt.

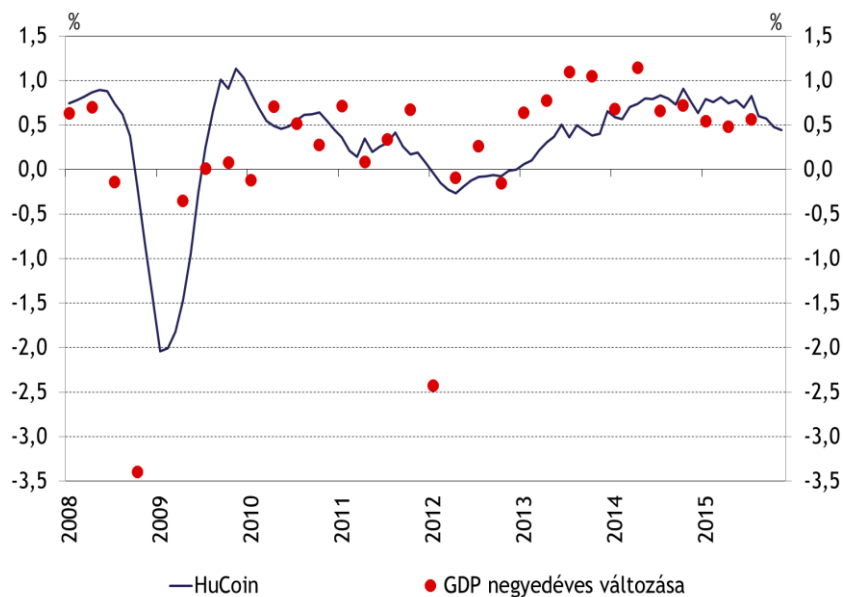
4. ábra: Havi termelési indikátorok* és a GDP alakulása



* A havi termelési indikátorok (ipar, építőipar, kiskereskedelem) súlyozott átlaga, ahol a súlyok a GDP növekedési ütemét magyarázó regresszióból származnak. Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

A hazai gazdaság konjunkturális alapfolyamatait jelölő HuCoin indikátor értéke mérséklődött, ami 2016 első felére a növekedés lassulását jelzi előre (5. ábra).

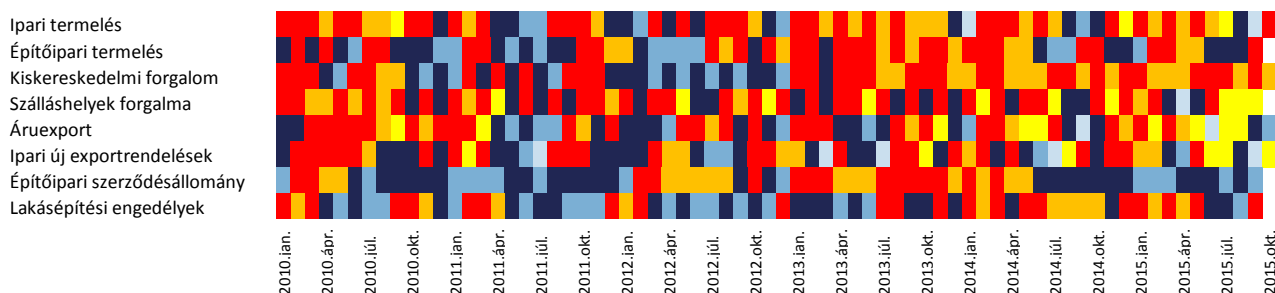
5. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



A GDP adatrevíziója miatt a HuCoin indikátor múltbeli értékei is megváltozhattak.

Forrás: KSH, MNB számítások

6. ábra: Növekedési hőtérkép*



* A növekedési hőtérkép a legfontosabb havi konjunktúraindikátorok szezonálisan igazított, havi növekedési ütemének háromhavi mozgóátlagát jeleníti meg, az alábbi színek alapján: piros = 5 éves átlagnál magasabb ütemben, gyorsulva nő, narancssárga = átlagnál magasabb ütemben, lassulva nő, sárga = átlagnál alacsonyabb ütemben, gyorsulva nő, halványkék = átlagnál alacsonyabb ütemben, lassulva nő, kék = lassuló ütemben csökken, sötétkék = gyorsuló ütemben csökken. Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

2015 októberében **10,1 százalékkal bővült az ipari kibocsátás az előző év azonos időszakához viszonyítva**. Az előzetes adatok alapján a szezonálisan igazított és munkanaphatástól megtisztított termelés **1,7 százalékkal emelkedett az előző hónaphoz viszonyítva**. Az **előretekintő indikátorok továbbra is eltérő jelzéseket adnak** az ipari termelés kilátásait illetően. A magyar ESI és a német gazdaság kilátásait tükröző Ifo indikátor értéke kedvező rövid távú kilátásokat jelez, ugyanakkor középtávon a feltörekvő országok lassulása és az orosz-ukrán konfliktus tovagyrúzó hatása lefelé mutató kockázatot hordoz a hazai ipar teljesítményét illetően. Az elmúlt hónapokban a német ipari termelés és az új megrendelések fokozatos lassulása volt megfigyelhető.

2015 októberében a **kivitel** euróban számított értéke **8,4, a behozatalé 4,3 százalékkal nőtt az előző év azonos hónapjához viszonyítva**. Tavaly októberhez képest a külkereskedelmi mérleg aktívuma 320 millió euróval magasabb volt. Szeptemberben tovább javult a cserearány, amit a mérséklődő importárak okoztak.

2015 szeptemberében **8,1 százalékkal emelkedett az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest**, míg szezonálisan és munkanaphatással kiigazítva **8,3 százalékkal növekedett az előző hónaphoz viszonyítva**. Az ágazat teljesítménye várakozásaink szerint mérsékelten alakulhat 2015 második felében, amelyet a szerződésállomány több mint egy éve tartó folyamatos leépülése és a tavalyi év magas bázisa indokol. A 2007-2013-as uniós programozási periódus végéhez közeledve az EU-forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházások az év során folyamatosan kifutnak.

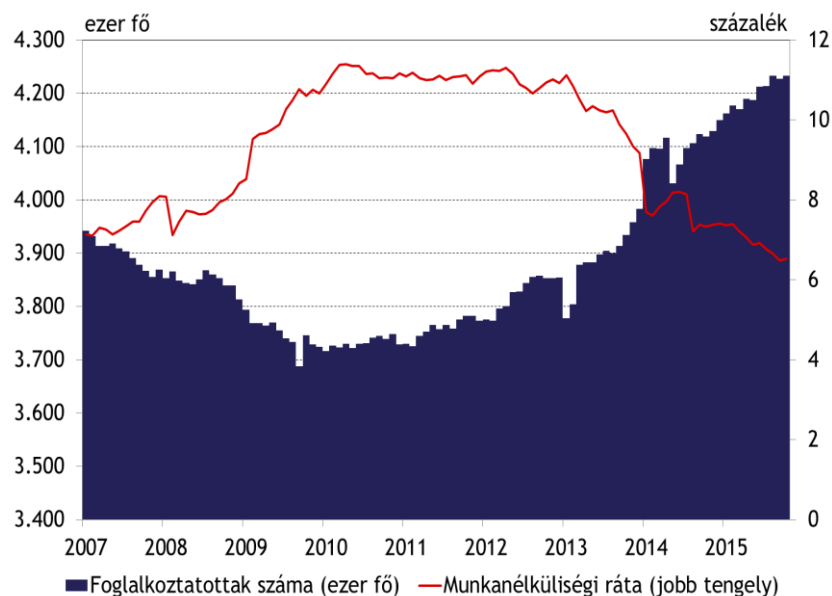
A fogyasztási kereslet év elején tapasztalt élénkülése folytatódott a harmadik negyedévben is.

Ezt a javuló munkaerő-piaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyarázza. Októberben a szezonálisan igazított előzetes adatok alapján az értékesítések volumene 5 százalékkal emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest, míg az előző hónaphoz viszonyítva 0,3 százalékkal emelkedett a forgalom. Októberben a termékek széles körében bővültek a kiskereskedelmi értékesítések. A nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek érdemben, míg az élelmiszer-eladások a korábbiaknál visszafogottabb mértékben járultak hozzá a kiskereskedelmi forgalom növekedéséhez. Az üzemanyag-eladások az elmúlt hónapokhoz képest lassabb ütemben bővültek. A hazai értékesítések a régiós és a fejlett európai országokban megfigyelt átlagnál gyorsabban emelkedtek.

1.2.2. Foglalkoztatás

A Munkaerő-felmérés adatai alapján **2015 októberében 2,4 százalékkal emelkedett a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma az előző év azonos időszakához képest.** Az aktivitás enyhén emelkedett, a munkanélküliségi ráta nem változott érdemben (7. ábra).

7. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



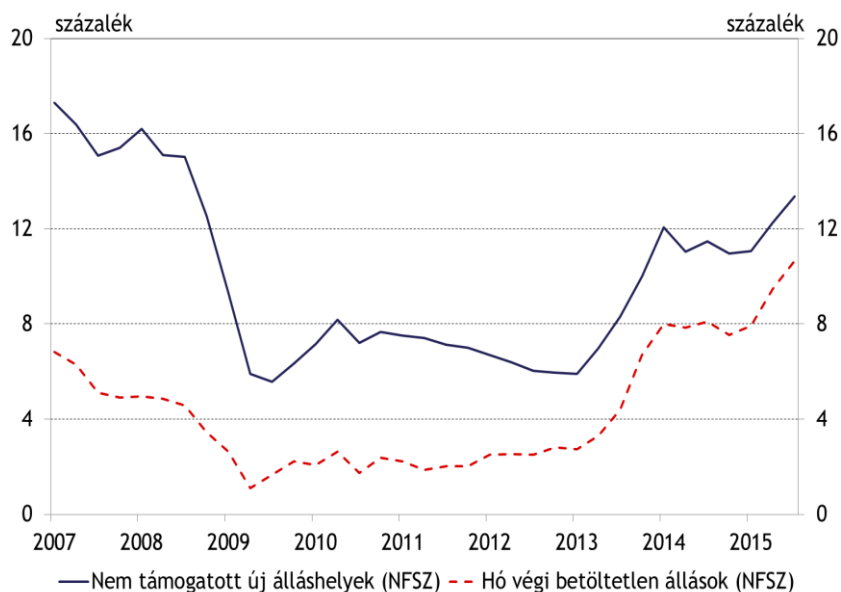
Forrás: KSH

A harmadik negyedévben erőteljesen bővült a versenyszféra foglalkoztatottsága. A versenyszférán belül a foglalkoztatás növekedése a piaci szolgáltató szektorban volt

megfigyelhető, a feldolgozóipari létszám érdemben nem változott. Az államháztartásban dolgozók létszáma lényegében megegyezett az előző negyedévben tapasztalttal.

A harmadik negyedévben **az újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma növekedett** az előző negyedévhez képest, emellett **a hó végi betöltetlen, nem támogatott álláshelyek száma** emelkedett. **A munkaerőpiac feszessége tovább növekedett** (8. ábra).

8. ábra: A munkaerő-piaci feszességet mérő mutatók
(a regisztrált munkanélküliek százalékában)



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

1.3. Infláció és bérek

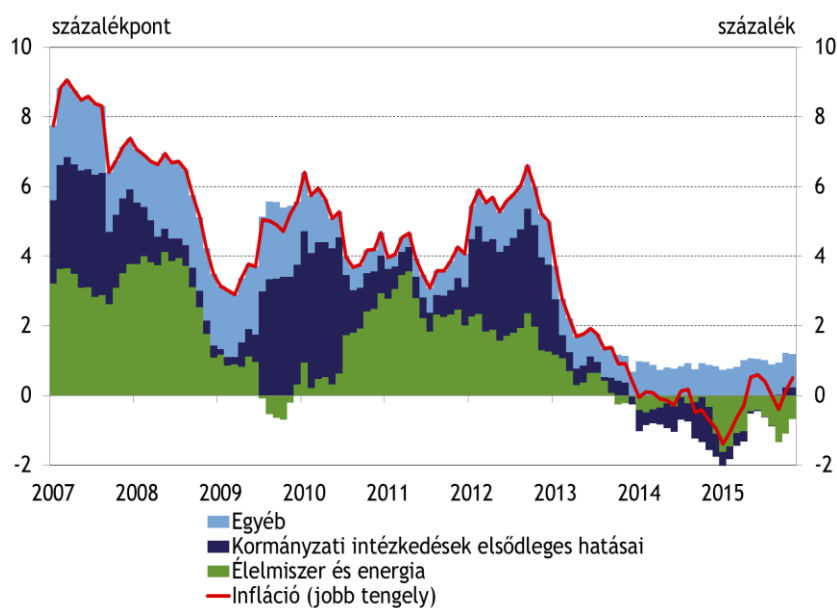
1.3.1. Bérezés

Szeptemberben enyhén, 4,3 százalékra gyorsult a versenyszféra éves bérdinamikája. A versenyszférán belül a feldolgozóipar bérdinamikája növekedett az előző hónaphoz képest, míg a piaci szolgáltató szektoré nem változott.

1.3.2. Inflációs folyamatok

2015 novemberében az éves infláció 0,5, a maginfláció 1,4 és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,2 százalék volt (9. ábra). Az infláció aktuális emelkedését az üzemanyagok árindexének bázishatás miatti növekedése okozta.

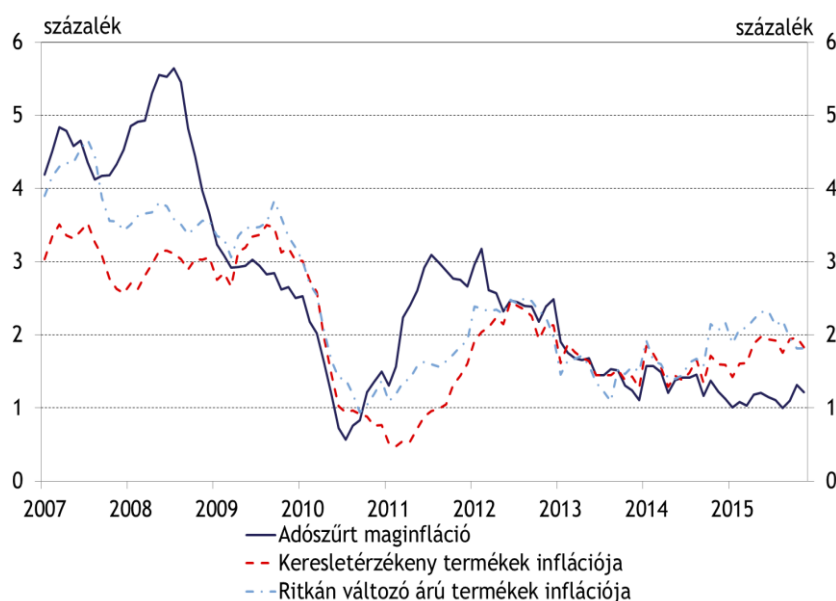
9. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Az inflációs alapmutatók továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek, amihez hozzájárulhatott az importált infláció alacsony szintje, az alacsony olajárak és a kihasználatlan kapacitások nagysága (10. ábra). 2015 szeptemberében a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 1,2 százalékkal növekedtek, 2015 októberében a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai 0,6 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest.

10. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



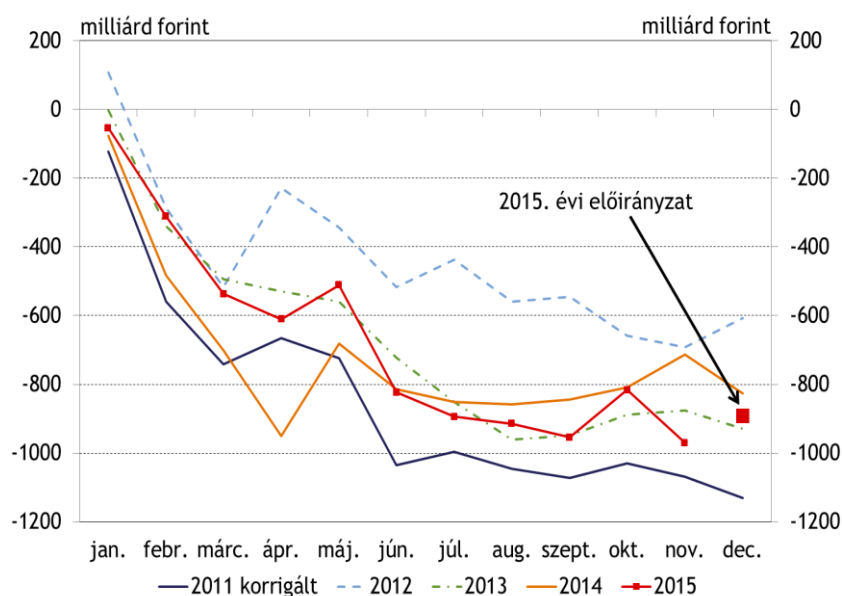
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

A beérkezett novemberi maginflációs adat érezhetően, míg az infláció némileg alacsonyabb lett a szeptemberi Inflációs jelentésben szereplő várakozásunknál, utóbbit az alkohol, dohány termékkör mérsékeltebb árdinamikája magyarázza. Az infláció előretekintve számottevően elmarad a 3 százalékos céltól és csak az előrejelzési időhorizont végére kerül annak közelébe.

1.4. Költségvetési folyamatok

2015. novemberben az államháztartás központi alrendszere 154 milliárd forintos hiánnyal zárt, ami a tavaly novemberinél 250 milliárd forinttal kedvezőtlenebb egyenleg, továbbá az elmúlt három év azonos időszakának átlagos hiányánál is magasabb (11. ábra). Az alapfolyamatok idei kedvező alakulása novemberben is folytatódott, ugyanakkor az EU támogatásokhoz kapcsolódó előfinanszírozás mértéke az elmúlt években tapasztaltnál jóval magasabb.

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



Forrás: MÁK

A központi alrendszer adó- és járulékbevételei 2015 novemberében több mint 100 milliárd forinttal meghaladták 2014. év azonos időszakának értékét. A tavalyi évhez képest jelentkező többletbevétel döntő része a bérekhez kapcsolódó bevételeknél jelentkezett. **A központi alrendszer kiadásai 2015 novemberében összesen 254 milliárd forinttal haladta meg a tavalyi bázist**, amit legfőképp az EU támogatásokkal kapcsolatos magas nettó kiadások magyaráznak.

1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A szeptemberi adatközlés szerint a szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség 1,2 milliárd eurót tett ki, a folyó fizetési mérleg közel 0,9 milliárd eurós és a tőkemérleg 0,3 milliárd eurós többlete mellett.

A finanszírozási adatok alacsonyabb, de emelkedő finanszírozási képességet jeleznek, ami 1 milliárd eurót tett ki szeptemberben. Az FDI források enyhe mérséklődése mellett a nettó külső adósság 1 milliárd euróval csökkent. A közvetlentőke források mintegy 65 millió eurós mérséklődése a külföldön történő befektetések nagyobb, és a magyarországi befektetések – főként a jövedelmek újrabefektetése miatti – kisebb emelkedése mellett alakult ki. A nettó külső adósság 1 milliárd euróval csökkent, ami a bankok nagyobb (1,1 milliárd) adósságtörlesztése és az állam kisebb forrásbevonása mellett alakult ki. Tovább csökkent az állam bruttó külső adóssága, ami részben az EIB hitel előtörlesztésének, részben a külföldiek folytatódó állampapír-

eladásainak, részben a jegybank deviza államkötvény vásárlásának volt köszönhető. A devizataralék nagyobb csökkenése azonban az állam nettó forrásbevonásával járt.

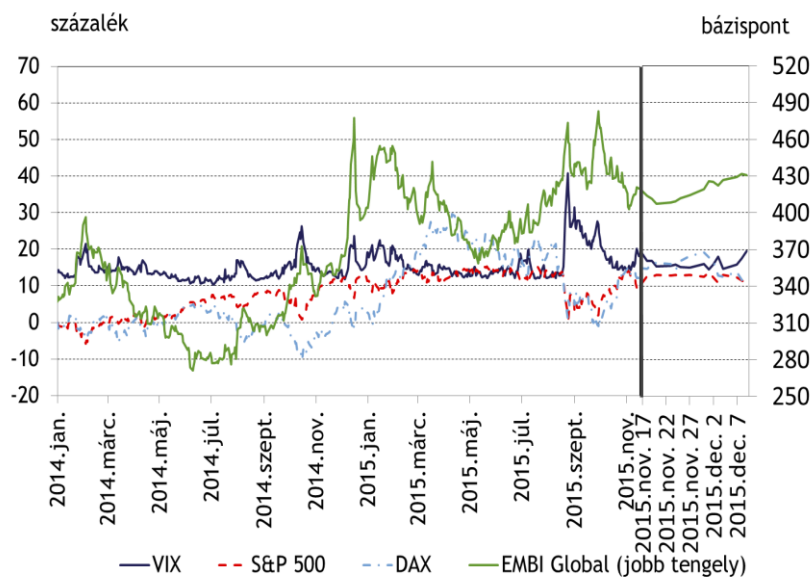
2. PÉNZÜGYI PIACOK

2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

A piaci hangulatot elsősorban az EKB és a Fed kamatdöntő ülését övező várakozások és a fejlett jegybankok szempontjából fontos makroadatokat határozták meg. Az időszak végére a fejlett részvénypiacok estek, a feltörekvő kötvénypiacokkal kapcsolatos piaci megítélés romlott (12. ábra). Az amerikai tőzsdeindexek a közelgő Fed-kamatemelés ellenére – folytatva a korábbi tendenciát – az előző kamatdöntés óta eltelt időszak nagy részében enyhén, 1,5-2 százalékpont körül emelkedtek, majd az időszak végi csökkenéssel együtt végül a november közepi szintek környékére tértek vissza. A fejlett európai tőzsdéken a párizsi terrortámadások csak átmeneti megingást okoztak. Az EKB kamatdöntés a német és francia tőzsdén 4 százalékpont visszaesést okozott, míg az időszak végi kedvezőtlen hangulat 2-7 százalékpont csökkenést eredményezett a főbb európai részvénypiacokon. A devizapiacra a dollár szintén a korábbi trendnek megfelelően erősödött az euróval szemben, ezt a folyamatot az időszak végén az EKB bejelentésére adott piaci reakció változtatta meg. A vártnál kisebb mértékű EKB-lazítás 3 százalékpont euroerősödést hozott, így az euro/dollár árfolyam a korábbi 1,06-os szintről 1,09 fölé került. Az árupiacokon folytatódott, illetve felgyorsult az ipari fémek és az energiahordozók leértékelődése.

A globális kockázatvállalási kedv az elmúlt hónapban változékonysággal alakult, az időszak végére negatívvá vált: bár az amerikai tőzsdék az időszak nagy részében ellenállónak bizonyultak, az utolsó napokban már itt is esésbe fordultak a tőzsdeindexek. Eközben az európai tőzsdéken és a feltörekvő kötvénypiacokon jellemzően kedvezőtlen volt a hangulat. A tőzsdei volatilitást mérő VIX-index átmeneti csökkenés után az időszak végén 20 százalékpontra emelkedett az előző kamatdöntéskor jellemző 19 százalékpont közeli értékeiről, míg az EMBI Global feltörekvő piaci kötvénypiac 10 bázisponttal növekedett. A fejlett piaci hosszú hozamok közül a jén hozamok lényegében stagnáltak, miközben a tízéves euro hozamok közvetlenül az EKB-kamatdöntés után 20 bázisponttal emelkedtek meg, majd valamelyest mérséklődtek. A hosszú dollár hozam az időszakban összességében 5, a brit hozamszint 10 bázisponttal alakult alacsonyabban kiinduló szintjénél.

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



Forrás: Bloomberg

Kiemelt figyelem övezte az EKB decemberi kamatdöntő ülését, amelytől az elemzők további jelentős monetáris lazító intézkedések bejelentését várták, ezek pontos összetételét illetően azonban jelentősen szóródtak a várakozások. A piac 15-20 bázispontos betéti ráta-csökkentést árazott be az ülést megelőzően, ezenkívül az eszközvásárlások havi ütemének megemelésére, a program időbeli meghosszabbítására, illetve a vásárolható papírok körének kiterjesztésére számítottak. Az EKB végül a betéti rátát 10 bázisponttal, -0,2-ről -0,3 százalékra mérsékelte, az irányadó és hiteloldali eszközt pedig változatlanul hagyta. Az eszközvásárlások havi ütemét nem emelte meg, és a program határidejét mindössze fél évvel, 2016 szeptemberéről 2017 márciusáig tolta ki (hozzátéve, hogy ennél hosszabb ideig is fenntartják a vásárlásokat, ha azt szükségessé teszik a gazdasági folyamatok). Az eszközvásárlások keretében vásárolható papírok körét tartományi, illetve helyi önkormányzati papírokra is kiterjesztették, valamint döntést hoztak arról is, hogy az eszközvásárlás keretében szerzett papírokat lejáratkor újra befektetik. Bejelentették továbbá, hogy 2017 végéig folytatódnak a fix kamatozású, mennyiségi korlát nélküli MRO és LTRO-tenderek is. A bejelentett intézkedések összességében elmaradtak a várakozásoktól, ami az euro 3 százalékos erősödéséhez és a hosszú lejáratú eurozónás hozamok 10-25 bázispontos emelkedéséhez vezetett.

A Fed döntésében szerepet játszó amerikai makrogazdasági mutatók publikálásának piacmozgató hatása volt az elmúlt hetekben. Az időszak során megjelent adatok összességében kedvezően alakultak. A harmadik negyedéves GDP-adat második becslése az előzetes adatközlésben szereplő 1,5 százalékhöz képest 2,1 százalékra módosult, és a munkaerő-piaci adatközlések is a várakozásoknál kedvezőbb képet mutattak. A jegybanki ülés előtti utolsó átfogó havi foglalkoztatottsági statisztika szerint novemberben 211 ezer új, nem mezőgazdasági munkahely létesült az Egyesült Államokban, miközben az előző havi adatot is felfelé módosították 27 ezer fővel. A munkanélküliségi ráta 5 százalékon maradt. A makroadatok mellett a Fed döntéshozók nyilatkozatai is jelentősen növelték a decemberi kamatemelésre vonatkozó várakozásokat. Míg november közepén 66, december elején már 78 százalékra emelkedett a decemberi kamatemelés valószínűsége a Fed Funds Futures jegyzések alapján.

Az olaj ára újabb idei mélypontra süllyedt az OPEC december eleji ülését követő napokban. Bár szakértők számítottak arra, hogy az OPEC fenntartja az eddigi stratégiát – azaz a minél nagyobb piaci részesedés elérésére való törekvést –, az ugyanakkor meglepetést okozott, hogy az OPEC megemelte az eddigi napi 30 millió hordós kitermelési kvótáját 31,5 millió hordóra. (Igaz, a tényleges kitermelés már 2015 nagy részében is meghaladta a 30 milliós kvótát.) A szervezet ezzel tovább erősíti a globális olajpiacon amúgy is meglévő túlkínálatot, melyet még az iráni kitermelés növekedése is fokozhat, ha az Iránnal szembeni nemzetközi szankciók teljes feloldásra kerülnek. 2015 elejéhez képest a WTI és Brent olajtípusok ára 30 százalékkal esett, a WTI 37, a Brent 40 dollár közelébe csökkent. A futures jegyzések a Brent árára 2016-ban is csak 45-50 dollár közötti értéket mutatnak, majd nagyon lassú emelkedést követően 2019-ben jeleznek ismét 60 dollár körüli árfolyamot. Szintén jelentős az egyéb nyersanyagok, köztük a fémek áresése is: a nemesfémek év elejéhez képest közel 10 százalékkal, az ipari fémek viszont ennél sokkal nagyobb mértékben, 20-40 százalékkal estek. Ez elsősorban a globális túlkínálathoz és a kínai gazdasági lassulástól való félelemhez köthető.

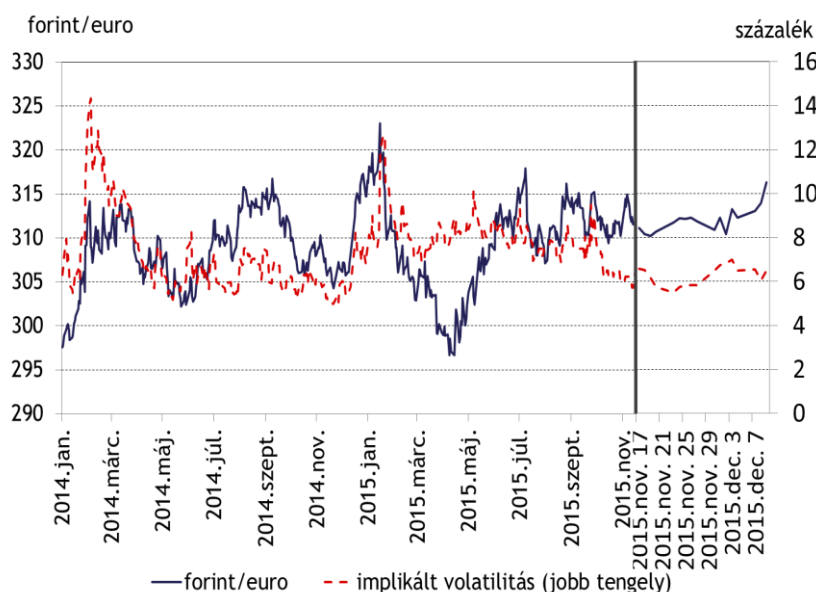
2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A hazai eszközárakat elsősorban a nemzetközi tényezők mozgatták az elmúlt időszakban. A nemzetközi tényezők közül az EKB vártnál kisebb monetáris lazító lépése váltott ki némi forintgyengülést és hozamemelkedést, amit az időszak végén újabb kisebb leértékelődés követett. A hazai tényezők közül sem a Fitch hitelminősítő besorolás-megerősítésének, sem a

jegybanksi és kormányzati gazdaságpolitikai nyilatkozatoknak nem volt számottevő piacmozgató hatása.

Az euro/forint árfolyam az időszak nagy részében szűk sávban mozgott, az utolsó napokban enyhén gyengült a kezdeti szinthez képest (13. ábra). Az időszak végén az EKB bejelentéssel kapcsolatos pozitív várakozás, majd a vártnál kisebb mértékű lazítás okozott volatilitást a forint árfolyamában. Összességében **a régióban a román lej a forintéhoz hasonló, míg a lengyel zloty valamelyest nagyobb mértékű leértékelődést mutatott.** Bár a ferdeségi mutató enyhén emelkedett az elmúlt három hét folyamán, továbbra is több éves mélyponton van, vagyis **az opciós piacon aktív szereplők megítélése szerint a forint euróval szembeni leértékelődésének kockázata historikus összehasonlításban alacsony.** A dollárral szemben a régiós devizák jellemzően erősödtek, a forint mintegy 1,4 százalékkal.

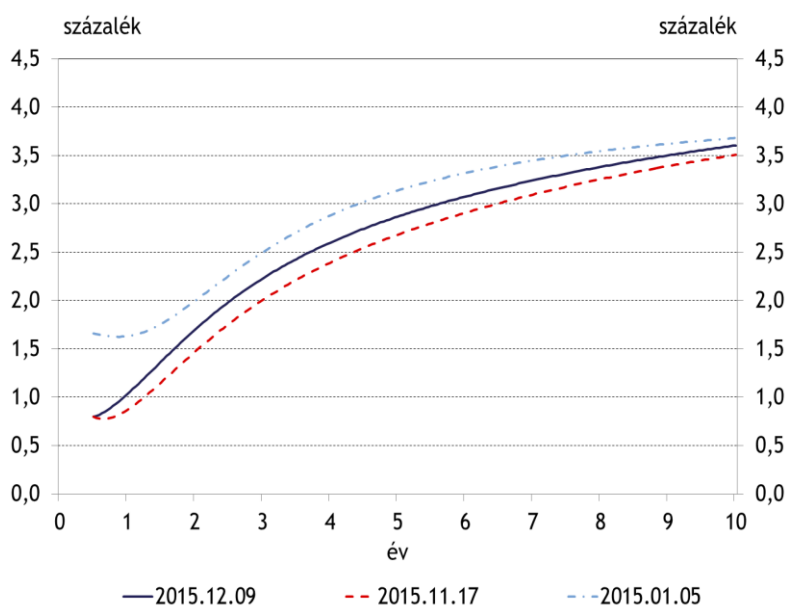
13. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyamvárakozások implikált volatilitása



Forrás: Bloomberg

Az állampapír-piaci spot hozamgörbe 10-20 bázisponttal feljebb tolódott az előző kamatdöntést napjához képest (14. ábra). Az éven belüli szegmensben a hat hónapos jegyzések közel változatlansága mellett a három hónapos hozam enyhén csökkent. Az 1 éves lejáratától kezdődően 15-20 bázispontos emelkedést lehetett megfigyelni. A hozamemelkedés közel fele az EKB vártnál kisebb mértékű monetáris lazításhoz köthető.

14. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

Az időszak során az állampapír aukciókon vegyesen alakult a kereslet. A diszkontkincstárjegyek értékesítését az időszak elején egészséges kereslet kísérte, ami csökkenő hozamokat és terv feletti kibocsátást eredményezett. Decemberben azonban már csökkent az érdeklődés, amire a kibocsátás visszafogásával reagált az ÁKK. **Az államkötvény aukciók esetében folyamatosan magas kereslet mutatkozott, ami összességében terv feletti forrásbevonást eredményezett.**

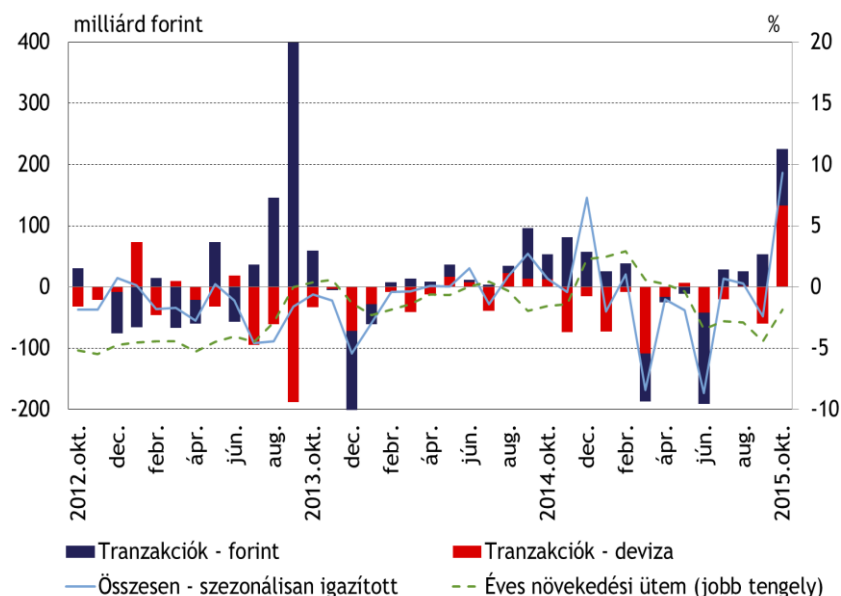
A külföldiek állampapír-állománya nagyságrendileg 65 milliárd forinttal tovább csökkent az előző kamatdöntés óta, amivel 29 százalék alá került a külföldiek aránya a teljes piaci forint államkötvény-állományon belül. A magyar 5 éves CDS-felárat továbbra is 162 bázispont környékén jegyzik. A Fitch november 20-án megerősítette Magyarország „BB+” besorolását és a mellé rendelt pozitív kilátást, és a kulcsváltozók jelentős részénél a májusi kilátásjavítás óta további javulást jelzett.

3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

A hitelintézetek vállalatoknak nyújtott hitelállománya októberben összesen 225 milliárd forinttal (szezonálisan igazítva 186 milliárd forinttal) növekedett (15. ábra). Devizális bontásban a forinthitelek állománya 93 milliárd forinttal, míg a devizahiteleké 132 milliárd forinttal emelkedett. A folyósítások egy része korábbi hitelszerződések, illetve hitelkeret-megállapodások lehívásából adódhatott, amelyek októberben ellensúlyozták a 2015 első felében történt

visszaesést. Az állománycsökkenés éves dinamikája így 1,8 százalékot tett ki októberben, szemben a szeptemberi 4,4 százalékos értékkel. Az NHP I. pillérén belül szerződött hitelek 66 milliárd forinttal járultak hozzá a vállalati hitelezéshez a hónap során.

15. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele

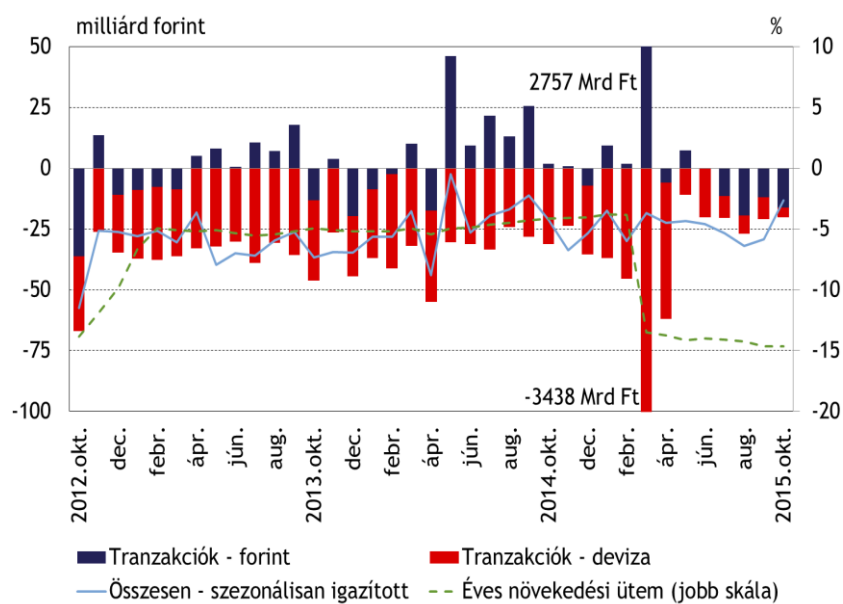


Forrás: MNB

Októberben az új kibocsátású vállalati hitelek esetében a kisebb összegű forinthitelek átlagos kamatlába szeptemberhez képest közel változatlan szinten 4,5 százalékon állt, a nagyobb összegű forint hitelek átlagos kamatlába azonban 0,49 százalékponttal 2,01 százalékra csökkent.

A háztartási szegmens teljes hitelintézeti szektorral szembeni hitelállománya a hiteltranzakciók eredőjeként 20 milliárd forinttal csökkent (16. ábra). A forinthitel-állomány 16 milliárd forinttal, a devizahitelek állománya 4 milliárd forinttal mérséklődött. Az állományleépülés éves üteme 14,7 százalék volt októberben, míg az elszámolások egyszeri hatásától eltekintve 4,4 százalék lenne ez az érték. A teljes hitelintézeti szektor bruttó háztartási hitelkihelyezése összesen 72 milliárd forintot tett ki, ami az előző év azonos időszakához képest – a forintosítást követő hitelkiváltásokat kiszűrve – 25 százalékos növekedéssel egyenértékű.

16. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Az új kihelyezésű háztartási hitelek kamatainak csökkenése októberben megállt. A lakáscélú hitelek teljes hitelköltsége (THM) 0,03 százalékponttal 5,72 százalékra, míg a szabad felhasználású hitelek THM-je 0,04 százalékponttal 6,91 százalékra nőtt.