

## 2 százalékkal nőtt a gazdaság a III. negyedévben

**A KSH előzetes becslése alapján a III. negyedévben a várakozásoktól némileg elmaradva, 2 százalékkal nőtt éves szinten a magyar gazdaság teljesítménye. Az év első három negyedévének átlagos növekedési üteme szintén 2 százalékot tett ki.**

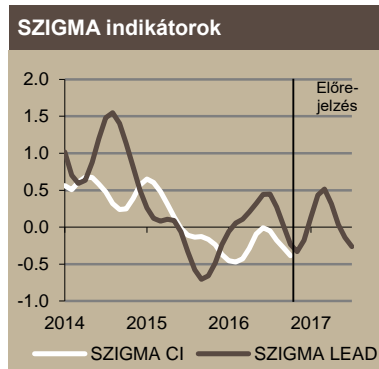
Az első becslés szerint az éves GDP-növekedés 2016 III. negyedévében 2 százalék volt. Bár a KSH az első becsléskor nem közli a részletes adatokat, a rendelkezésre álló információk alapján valószínű, hogy termelési oldalról az ipar és az építőipar lassították, míg a mezőgazdaság és a szolgáltatások gyorsították a gazdaság növekedését. Felhasználási oldalról vélhetően a fogyasztás és a külkereskedelem elősegítette, míg a beruházások lassították a bővülést.

Szeptemberben az ipar teljesítménye 3,7 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbtól, de az uniós források átmeneti kiesésének köszönhetően az építőipar termelésének volumene is kisebb a tavalyinál, bár az előző hónaphoz képest már növekedés figyelhető meg.

A kiskereskedelmi forgalom továbbra is folyamatosan élénkül a növekvő bérszínvonalnak és az alacsony munkanélküliségnek köszönhetően.

Eközben a költségvetés helyzete kiemelkedően jó: az év első 10 hónapjában többlettel zárt az államháztartás. A kormányzat az idei évben a korábban tervezettnél többet költ például ipari parkok fejlesztésére, valamint a Modern Városok programjára. Jövőre jelentős járulékcsökkentés, minimálbéremelés és társasági adó csökkentés várható.

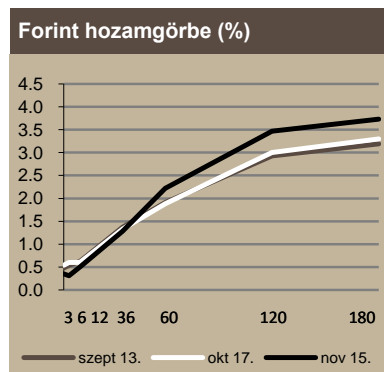
Az infláció októberben 1 százalékra emelkedett, vagyis elmozdult a nulla körüli szintjétől, de így is jelentősen elmarad a jegybank inflációs céljától.



Forrás: Századvég

### Előrejelzésünk (2016.09.09.)

	2016
GDP változása (%)	2,1
Infláció (éves átlag, %)	0,1
Bruttó keresetek (éves változás, %)	6,0
EUR/HUF (éves átlag)	313



Forrás: Datastream

# Gazdasági áttekintés

## Külső környezet

*Az Európai Unió éves növekedési rátája három negyedéve 1,8 százalékos.*

Öt negyedév után megállt az Egyesült Államok növekedési ütemének folyamatos csökkenése, ám az USA gazdasági bővülése így is lassabb az Európai Unióban regisztrálnál. A másodikról a harmadik negyedévre 1,3-ról 1,5 százalékra gyorsult az amerikai gazdaság éves növekedési rátája, amit elsősorban a bővülő kivitel magyaráz. Az amerikai exportteljesítmény négy negyedévet követően emelkedett ismét, az áruexport volumenbővülése közel két éves csúcsra nőtt. Az előző negyedévekhez hasonlóan a fogyasztás továbbra is dinamikusan bővül, viszont a privát beruházások volumene – a jelentős készletfelhalmozás ellenére – immáron harmadik negyedéve csökken. Az amerikai gazdasági növekedés sebezhetőségére utal, hogy a készletfelhalmozás nélkül mért beruházási volumen éves alapon csökkent a harmadik negyedévben, amire már évek óta nem volt példa az amerikai gazdaságban. Az Európai Unió éves növekedési rátája három negyedéve változatlanul 1,8 százalékon áll, ami alapján az európai gazdaság bővülésének üteme egy éve meghaladja az USA-ban regisztráltat.

*Monetáris szigorítás várható az Egyesült Államokban.*

Az amerikai gazdasági növekedés gyorsulása teret enged a kamatkondíciók szigorítása előtt. Janet Yellen november 17-ei kongresszusi meghallgatásán tett kijelentése szerint Fed irányadó rátájának emelése „viszonylag hamar” bekövetkezhet, amit a gazdasági növekedés élénkülése mellett a kedvező munkaerőpiaci és inflációs folyamatok is támogatnak. A háztartási energiaár-csökkenés folyamatos bázisba épülésével párhuzamosan július és október között 0,8-ról 1,6 százalékra emelkedett az amerikai inflációs ráta. A pénzromlási ütem dinamikus bővülése és a két százalék fölötti maginfláció alapján megítélésünk alapján a következő negyedévekben teljesül a Fed 2 százalékos inflációs célja, amit a feszes munkaerőpiac bérfelhajtó hatása is támogat. Az amerikai munkanélküliségi ráta az elmúlt egy évben 5 százalék körül ingadozott, ráadásul novemberben beadott munkanélküliségi segélykérelmek száma 1973 óta nem látott mélységbe csökkent. Összességében, várakozásunk szerint a Fed Nyíltpiaci Bizottsága már decemberben irányadó rátájának bővítése mellett dönt, további kamatemelése viszont az új elnök gazdasági programcsomagjának konkretizálásáig nem kerül sor.

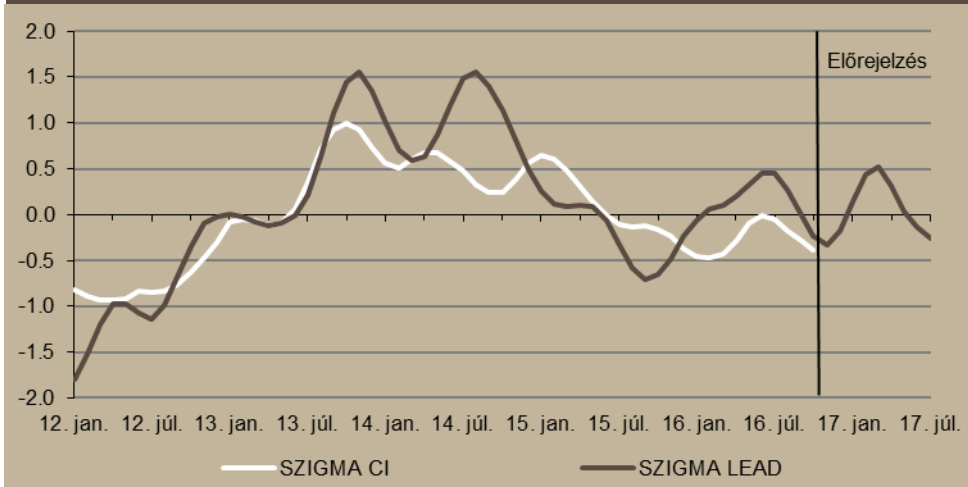
## SZIGMA indikátoraink

*SZIGMA indikátorunk, alapján trend alatti ütemben bővül a gazdaság.*

A magyar gazdaság jelenlegi állapotát kifejező SZIGMA CI indikátor értéke októberben is negatív tartományban tartózkodott, ami alapján továbbra is trend alatti ütemben bővül a hazai gazdaság. A szeptemberi adatok alapján az ipari termelés elmúlt hónapokban tapasztalt folyamatos csökkenésének augusztusi megtörése átmeneti jellegű volt: augusztus és szeptember között az ipar kibocsátása mellett a szekunder szektor értékesítése is visszaesett, ellenben 9 havi csúcsra emelkedett a szektor rendelésállománya. Az építőipar kibocsátása éves alapon ismét kétszámjegyű mértékben csökkent, bár havi alapon a szektor termelése emelkedett augusztus és szeptember között. Megítélésünk szerint – a tavalyi utolsó negyedév kiemelkedően magas bázisa miatt – az építőipar az idei utolsó negyedévben is visszafoghatja a gazdasági növekedést, ráadásul a szektor csökkenő rendelésállománya miatt az éves indexek mellett a kibocsátás havi változása is visszafogott maradhat.

A hazai gazdaság rövidtávú teljesítményével szembeni várakozásainkat kifejező SZIGMA LEAD indikátor alapján az idei utolsó negyedévben trend alatti ütemben bővílhet a magyar gazdaság, amit főként a magas tavalyi bázis magyaráz. Indikátorunk alapján viszont erős negyedévet zárhat a magyar gazdaság 2017. január–március között, amit a kedvező mezőgazdasági teljesítmény mellett a javuló exportkilátások és a gyenge bázis magyaráznak. A magyar kivitel számára kulcsfontosságú német piac hangulatindexe 2,5 éves csúcsra emelkedett októberben, miközben augusztus és szeptember között jelentősen emelkedett a hazai exportrendelések volumene is. Várakozásunk szerint a kiskereskedelmi forgalom növekedése folytatódhat a következő hónapokban, ám a fél éves mélypontra csökkenő fogyasztói bizalmi index alapján a bővülés mértéke visszafogott lehet. Összességében az idei év egészére a tavalyitól elmaradó, 2 százalékot enyhén meghaladó, míg 2017-ben 3 százalék közelébe gyorsuló gazdasági növekedést valószínűsítünk.

1. ábra SZIGMA egyidejű (CI) és előrejelző (LEAD) indikátorok



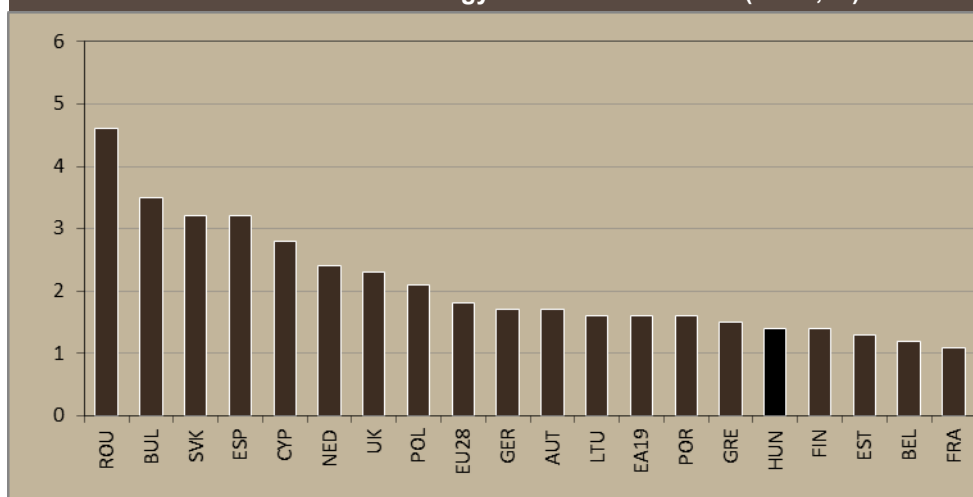
Forrás: Századvég

## Reálgazdaság

***A magyar GDP-növekedés üteme 2 százalékra csökkent.***

A KSH előzetes becslése szerint az éves GDP-növekedés üteme 2016. III. negyedévében 2 százalékot (a naptári hatással kiigazított adatok szerint 1,8 százalékot) tett ki. Felülvizsgálatra kerültek a GDP volumenindexek 1995 I. negyedévig visszamenően. Ennek következtében a 2016 II. negyedéves növekedési ütem 2,6 százalékról 2,8 százalékra módosult, így 2016-ban mind az I. félév, mind az első háromnegyed év nevededési üteme 2 százalék volt.

2. ábra GDP-növekedés 2016 III. negyedévében az EU-ban (év/év, %)



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek. Előzetes becslés.

Forrás: Eurostat

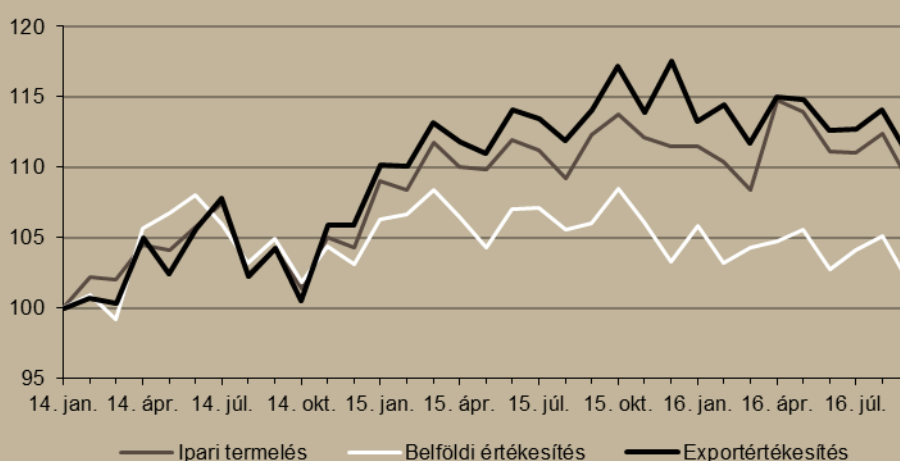
Bár a KSH az első becslésben még nem publikálja részletesen a III. negyedév növekedésének összetevőit, előre látható volt az ipari termelés és az építőipar havi alakulásából, hogy a II. negyedévhez képest lassabb lesz a bővülés üteme. Az előző negyedévhez képest 0,2 százalékkal bővült a GDP naptári és szezonális hatásokkal kiigazítva. Termelési oldalról a növekedéshez a mezőgazdaság és a szolgáltató szektor járult hozzá, míg lassította azt a stagnáló ipar. Az építőipar teljesítménye továbbra is visszaesést mutat a tavalyi magas bázishoz képest, amelyet az uniós források tavalyi felfutása emelt meg.

Felhasználási oldalon vélhetően a fogyasztás és a nettó export húzta a GDP-t, míg a beruházások (szintén az új uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódóan) lassították a növekedést. A fogyasztás növekedését a kedvező munkaerőpiaci folyamatok (alacsonyabb munkanélküliség, magasabb bérek) magyarázzák, amelyek (a személyi jövedelemadó csökkentésével együttesen) a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének emelkedéséhez vezettek. Ebből az is következik, hogy a fogyasztás növekedése nem a lakosság eladósodásán keresztül történt.

***Az ipar teljesítménye szeptemberben 3,7 százalékkal csökkent.***

Az ipar teljesítménye a kedvező augusztusi adat után szeptemberben a nyers és a munkanaphatástól megtisztított adatok szerint is 3,7 százalékkal visszaesett. A csökkenés megfigyelhető az értékesítési adatokon is: a belföldi értékesítések volumene 5, míg az export értékesítéseké 3,4 százalékkal mérséklődött, így az értékesítések volumenének összesített csökkenése 4 százalékot tett ki. Az idei év gyengébb ipari volumennövekedését részben magyarázza az is, hogy az elmúlt évekkal szemben az idei évben nem létesültek új gyártókapacitások például a járműiparban.

3. ábra Ipari termelés és értékesítés alakulása (2014. január = 100%)



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

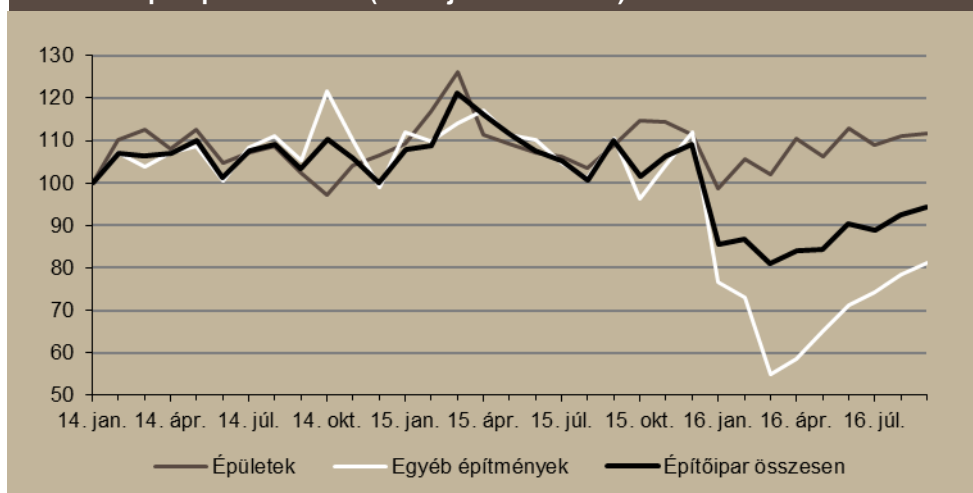
Forrás: KSH, Századvég

Az iparon belül legnagyobb súllyal bíró feldolgozóipar termelése 3,8 százalékkal maradt el az egy évvel korábitól. Ezen belül legnagyobb mértékben, 4,4 százalékkal a ffeldolgozás, papírtermék gyártása, nyomdai tevékenység alágazat teljesítménye nőtt. Ezen kívül mindössze három alágazat tudott kisebb mértékben bővülni. A legnagyobb, 27,2 százalékos visszaesés a kokszygártás, kőolaj-feldolgozás alágazatban történt, de a gépek, gépi berendezések gyártása alágazat teljesítménye is több mint negyedével esett vissza. A legnagyobb súlyú alágazat, a járműgyártás kibocsátásának volumene 0,6 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. A jövőre nézve biztató, hogy a KSH által megfigyelt ágazatok szerződésállománya 8,6 százalékkal haladja meg az egy évvel korábit. Különösen is jelentős a növekedés a szeptemberben gyengélkedő gépek, gépi berendezések gyártása alágazatban (42,2 százalék), míg a gyógyszergyártásban 19,9 százalékos csökkenés figyelhető meg. Szemben a teljes szerződésállománnyal, az új szerződések állománya alig változott az előző év azonos időszakához képest.

***Az építőipar teljesítménye szeptemberben 13,2 százalékkal csökkent.***

Szeptemberben az építőipar teljesítménye 13,2 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakában mérthez képest. Az alacsonyabb termelési volumenhez egyaránt hozzájárult a magas bázis, valamint az előző költségvetési ciklushoz kapcsolódó uniós támogatások kifutása. Augusztushoz képest az ágazat teljesítménye a szezonálisan és munkanaphatással kiigazított adatok szerint 1,7 százalékkal nőtt. Az előző hónapokhoz hasonlóan most is különbözőképpen alakult az ágazat teljesítménye a két építményfőcsoport esetében: az épületeknél 3,1 százalékos növekedés, míg az egyéb építményeknél 25,3 százalékos visszaesés következett be. Az épületek növekvő volumenéhez már hozzájárulhatott a Családi Otthonteremtési Kedvezmény, míg az egyéb építmények esetében az alacsonyabb uniós támogatásoknak volt fékező hatása. Csökkent ugyanakkor a két építményfőcsoportra vonatkozó szerződésállomány volumenindexe közötti különbség: míg a teljes szerződésállomány összességében 20,2 százalékkal haladta meg az egy évvel korábit, addig ez a mutató az épületeknél 23,5, az egyéb építményeknél pedig 18,1 százalékot tett ki. Az új szerződések állománya összességében 26,5 százalékkal csökkent. Ezen belül a visszaesés mértéke az épületeknél 25,8, míg az egyéb építményeknél 27,2 százalékos volt.

4. ábra Építőipar alakulása (2014. január = 100%)



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

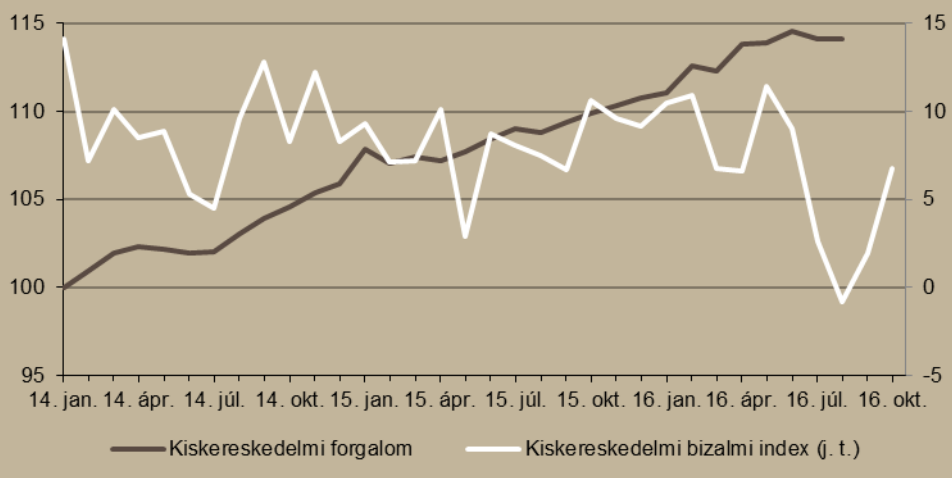
Forrás: KSH, Századvég

**Szeptemberben 5,1  
százalékkal bővült a  
kiskereskedelmi  
forgalom.**

2016 augusztusában a kiskereskedelmi üzletek forgalmának a volumene a nyers adatok szerint 5,8, naptárhatástól megtisztítva pedig 4,3 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. A szeptemberi első becslés alapján a forgalom a nyers és a naptárhatástól megtisztított adatok alapján egyaránt 5,1 százalékkal nőtt tavalyhoz képest. Tovább folytatódott az emelkedés az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes kiskereskedelmi üzletknél, a nem élelmiszer-kiskereskedelmi üzletknél és az üzemanyag-kiskereskedelemben is: rendre 3,9, 5,4 és 7,7 százalékos bővülés volt megfigyelhető.

Augusztusban a naptárhatástól megtisztított adatok alapján a textil, ruházati és lábbeli üzletek forgalma 11,5, az iparcikk jellegű vegyes üzleteké 8,5, míg a számítástechnikai és egyéb iparcikk üzleteké 9,0 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A könyv, újság és papíráru boltok értékesítésének volumene 6,8 százalékkal növekedett, míg a bútort és műszaki cikk szaküzleteké 4,0 százalékkal. A csomagküldő és internetes forgalom az előző hónapok jelentős bővüléséhez képest most visszafogottan, „csupán” 11 százalékkal emelkedett. A gyógyszerek és gyógyászati termékek forgalma 1,1, az illatszerek értékesítésének volumene pedig 1,8 százalékkal nőtt tavalyhoz képest. A használatcikk esetében továbbra is csökkenő trend érvényesül: az értékesítés volumene 2,0 százalékkal mérséklődött augusztusban. Tovább folytatódott a növekedés az élelmiszer, ital és dohányáru üzletekben is: 4,0 százalékkal emelkedett meg a forgalom. A gépjármű-üzemanyag értékesítése 7,5 százalékkal növekedett.

**5. ábra Kiskereskedelmi forgalom volumene (2014. január = 100%) és bizalmi indexe**



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

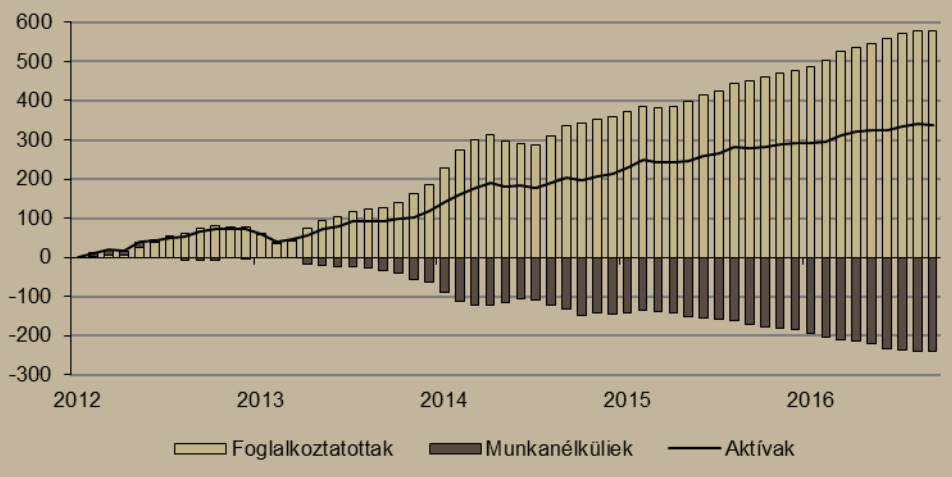
Forrás: KSH, Eurostat, Századvég

**A munkanélküliségi ráta  
5 százalékra csökkent.**

A magyar munkaerőpiac helyzete 2016 szeptemberében a nyers adatok alapján tovább javult, míg a szezonálisan kiigazított adatok alapján nem változott az előző hónapoz képest. A szezonálisan kiigazított munkanélküliségi ráta 61,1 százalékon állt szeptemberben, míg az aktivitási ráta 58 százalékos volt a 15-74 éves korosztályban. 2016 szeptemberében a munkanélküliségi ráta a szezonálisan igazított adatok alapján 5 százalékos volt, amely 231 ezer főt jelent.

Ettől eltérő képet mutatnak az intézményi statisztikák. Szeptemberben az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 6 ezer fővel emelkedett a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások, a költségvetési intézmények és a non-profit szervezetek esetében. Az előző hónapokhoz hasonlóan a növekedés teljes mértékben a versenyszektorhoz köthető, mivel a költségvetési szektorban és a non-profit szférában a szezonálisan igazított adatok alapján nem bővült a foglalkoztatás szeptemberben. A költségvetési szférán belül a közfoglalkoztatottak száma a nyers adatok alapján 3 ezer fővel csökkent, így szeptemberben 204 ezren dolgoztak a START munkaprogramokban.

**6. ábra Munkapiac alakulása (2012. január = 0, ezer fő)**



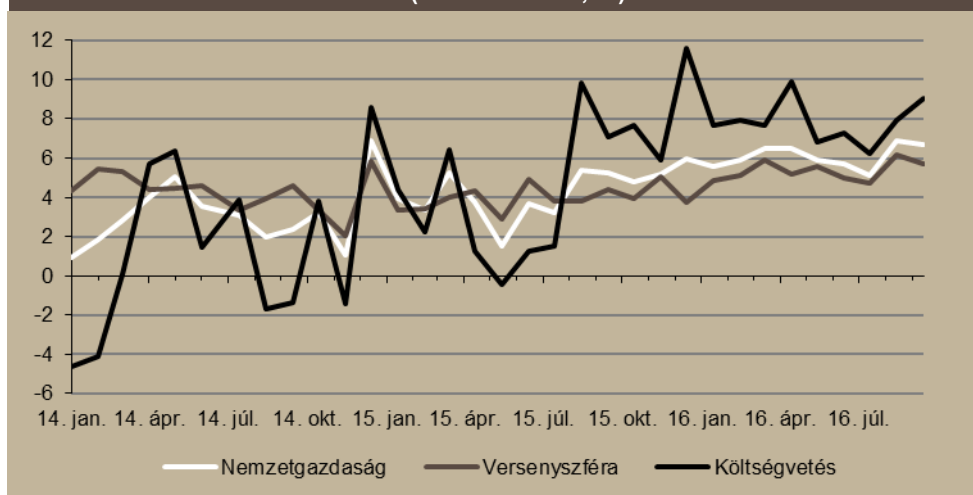
Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek

Forrás: KSH, Századvég

**A nettó reálbérek 7,7 százalékkal nőttek szeptemberben.**

A bruttó átlagkeresetek a korábbi hónapokhoz hasonló ütemben, 6,7 százalékkal, 257 857 forintra emelkedtek. Éves szinten a versenyszektorban 5,7, míg a költségvetési szektorban kiemelkedő mértékben 9,1 százalékkal emelkedtek a bruttó keresetek. A keresetek dinamikus növekedésére a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, a közszféra bérrendezései, valamint a versenyszektorban az egyes szegmensekben kialakuló munkaerőhiány gyakorol hatást. A nettó bérek az év eleji személyi jövedelemadó csökkentésnek is köszönhetően 8,3 százalékkal emelkedtek szeptemberben. Az árszínvonal alakulását is figyelembe véve, a bruttó reálkeresetek 6,1, míg a nettó reálkeresetek 7,7 százalékkal növekedtek éves szinten.

**7. ábra** Bruttó bérek alakulása (éves változás, %)



Forrás: KSH, Századvég

## Külső egyensúly

**Augusztusban és szeptemberben is nőtt a külkereskedelmi többlet.**

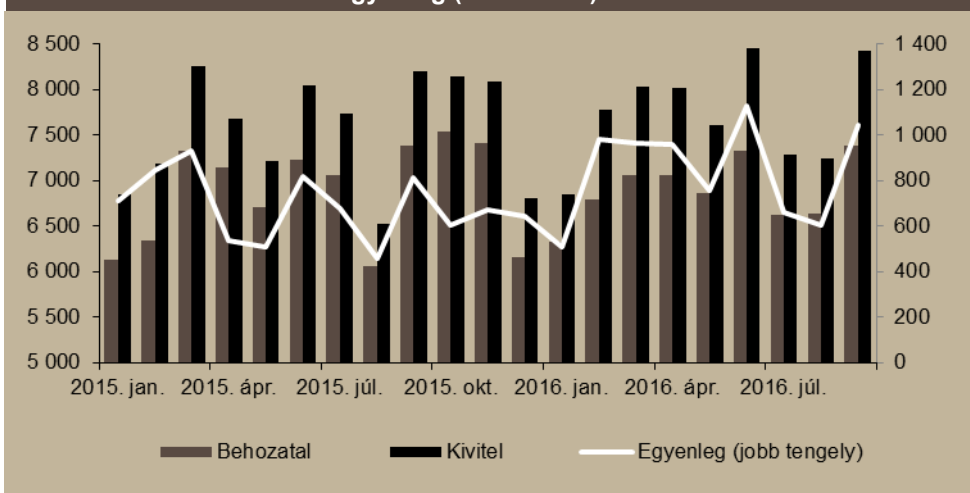
A KSH 2016 augusztusára vonatkozó adatai alapján a külkereskedelmi termékforgalom euróban számított exportvolumene 12 százalékkal, míg a behozatalé 11 százalékkal nőtt éves bázison. A külkereskedelmi mérleg többlete 591 millió eurót tett ki, így az előző év azonos időszakához képest 147 millió euróval nőtt.

Augusztusban az egy évvel korábbihoz képest a gépek és szállítóeszközök volumene a kivitelben 18, a behozatalban 17 százalékkal nőtt. A feldolgozott termékek exportvolumene 15 százalékkal, importvolumene 17 százalékkal nőtt. Az energiahordozók importvolumene 2 százalékkal csökkent. A kőolaj és kőolajtermékek behozatala (volumene) nem változott jelentősen. A villamosenergia-behozatal több mint 10 százalékkal visszaesett.

A 2016 szeptemberére vonatkozó első becslés alapján a külkereskedelmi mérleg aktívuma 1040 millió eurót tett ki. Ez 175 millió euróval több, mint az egy évvel korábbi érték. Az export euróban számított értéke 1,9 százalékkal nőtt, míg az importé 0,2 százalékkal csökkent éves összevetésben.



8. ábra Külkereskedelmi egyenleg (millió euró)



Megjegyzés: A 2016. szeptemberi adatok az első becslésből származnak.  
 Forrás: KSH

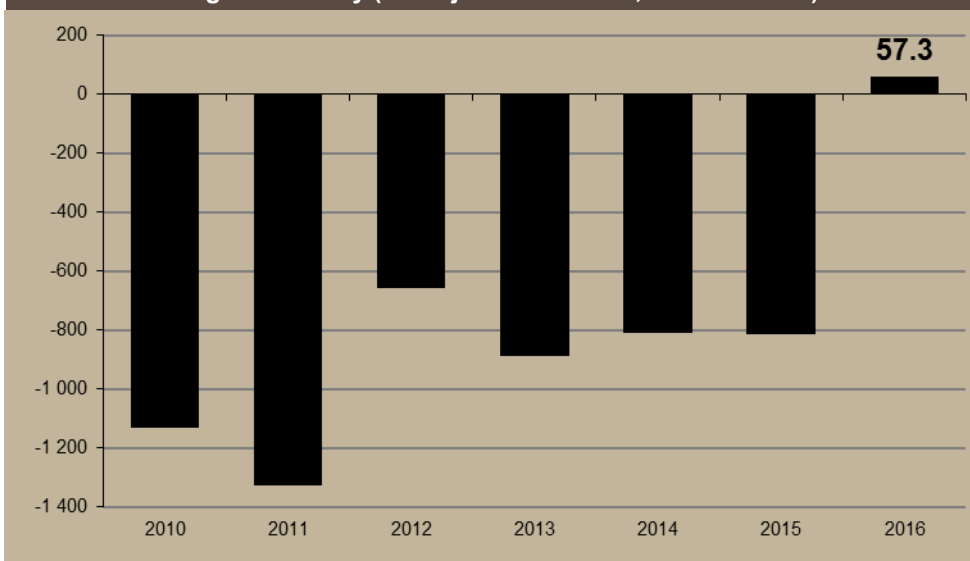
A folyó fizetési mérleg egyenlege 2016 szeptemberében 1147,5 millió eurót tett ki, amely az első nyolc hónapban mért értékekkel együtt (5692 millió euró) jelentős mértékben felülmúlja az előző év azonos időszakában mértet (3714 millió euró).

## Költségvetési helyzet

*Az első tíz hónapban  
többlettel zárt a  
költségvetés.*

Az államháztartás központi alrendszerének október végi halmozott egyenlege 57,3 milliárd forintos többlettel zárt. Októberben a központi költségvetés 32,5 milliárd forintos deficitet, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 8,4, az elkülönített állami pénzalapok pedig 81,4 milliárd forintos többletet mutattak. A január–október közötti halmozott egyenleghez a tízedik hónap a maga 59,7 milliárd forintos többletével járult hozzá. Az első tíz hónap kedvező eredménye mellett fontos kiemelni, hogy tavalyi évhez kapcsolódó, idei évben beérkezett európai uniós források a tavalyi év eredményszemléletű és az idei év a pénzforgalmi hiányát javítják, így azokat a maastrichti kritériumok alapján kalkulált, év végi hiány számításakor figyelmen kívül kell hagyni.

9. ábra Költségvetési hiány (2016. január–október, milliárd forint)



Forrás: NGM

A kedvező államháztartási adatok fényében Varga Mihály a kormánynak javaslatot tesz a Modern Városok program keretösszegének 30 milliárd forintos megemelésére, az Eximbank 45 milliárd forintban történő feltőkésítésére és arra, hogy az ipari parkok egy emelt összegű támogatást kapjanak még ebben az évben. Továbbá eldőlt, hogy 2017-ben a minimálbér 15, a garantált bérminimum 25 százalékkal emelkedik, amit az előbbi 8, az utóbbi 12 százalékos további növekedése követi. A munkáltatói járulékkerhek 2017-ben 5, azt követő évben további 2 vagy 2,5 százalékkal csökkennek, a társasági nyereségadó egységesen 9 százalékra csökken a jövő évben.

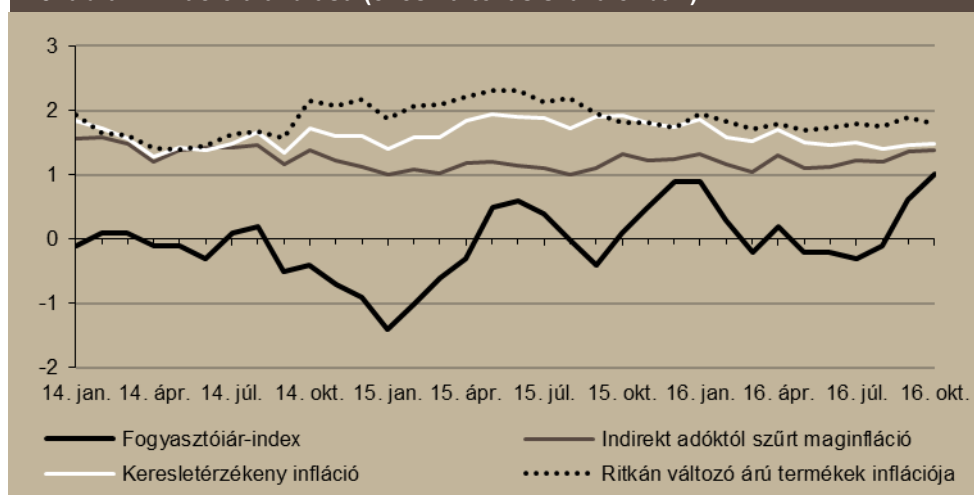
## Monetáris folyamatok

**Októberben 1 százalékos volt az infláció.**

2016 októberében az árak emelkedése 1,0 százalékos volt az előző év azonos időszakához képest. Az élelmiszerekért 0,4 százalékkal kellett többet fizetni az előző évhez viszonyítva, ehhez hozzájárult a cukor árának 18,4, a csokoládé és kakaó árának 3,5, az étolaj árának 3,0 százalékos növekedése, valamint a sertéshús árának 9,4, a tojás árának 4,2 és a baromfi hús árának 1,9 százalékos csökkenése. A sertéshús ára továbbra is növekvő tendenciát követ. Átlag feletti áremelkedést figyeltek meg a szeszes italok és dohányárak (2,0), a szolgáltatások (1,6), valamint az egyéb cikkek (1,5) esetében. Ez utóbbi kategórián belül a járműüzemanyagok ára 1,6 százalékkal emelkedett, amelyet az olaj világgpiaci árának mozgása eredményezett. A ruházkodási cikkek átlagosan 0,5 százalékkal lettek drágábbak, míg a háztartási energia ára továbbra sem változott. A tartós fogyasztási cikkek 0,5 százalékkal lettek olcsóbbak a tavalyi évhez képest, vagyis másfél év óta először negatív tartományba lépett az árindexük.

A jegybank által közölt inflációs alapmutatók alapján az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,4 százalékponton maradt, vagyis a gazdaságban nem tapasztalható érdemi árnyomás. A keresletérzékeny infláció sem változott, 1,5 százalékpontos szinten állapodott meg, míg a ritkán változó árú termékek inflációja 0,1 százalékponttal 1,8 százalékpontra mérséklődött. Az alacsony inflációs várakozások és a jövőre várható áfacsökkentés miatt is az infláció várhatóan stabilan alacsony szinten marad, és az MNB kommunikációja alapján csupán 2018 közepére közelíti meg a 3 százalékos célértéket. Ennek fényében várakozásaink szerint az alapkamat nem változik 2017 végéig. A jegybank nem változtatott az alapkamat nagyságán november 22-ei ülésén.

10. ábra Infláció alakulása (éves változás százalékban)

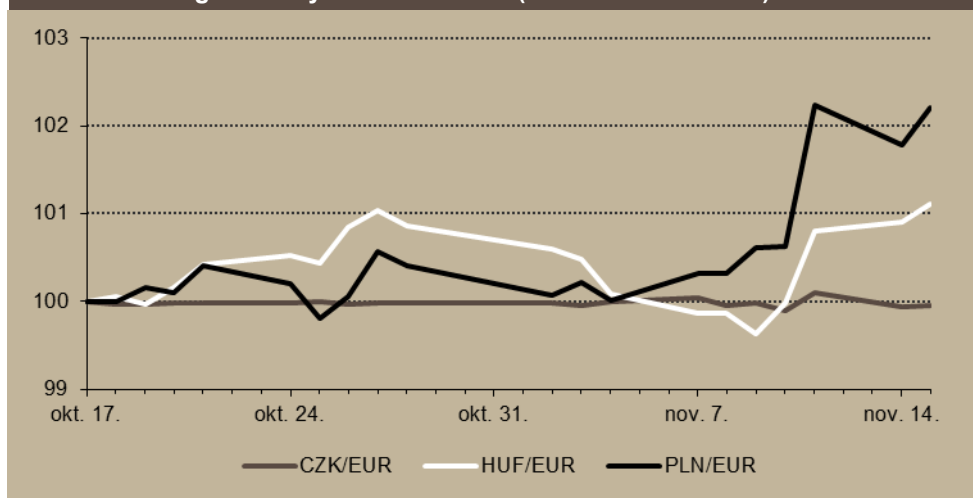


Forrás MNB, Századvég

**Sem az EKB, sem a FED  
nem változtatott a  
monetáris kondíciókon.**

Az EKB Kormányzótanácsa nem ülésezett novemberben, a Fed kamatokról határozó Nyíltpiaci Bizottsága (FOMC - Federal Open Market Committee) pedig nem emelt kamatot a 2016. november 1-2-i ülésén, így nem alakultak ki e két monetáris politikai szereplő által indukált hatások a pénz- és tőkepiacokon. A 2016. november 8-i amerikai elnökválasztás azonban kismértékű turbulenciákat okozott a pénz és tőkepiacokon egyaránt. A dollár árfolyama jelentősen erősödött az euróval szemben 1,1-ről 1,07-re, míg a Dow Jones egy napon belüli gyengülés után tovább erősödött. A régiós devizák az eurónál nagyobb mértékben gyengültek a dollárral szemben. A feltörekvő piacok hosszú lejáratú állampapírjainak hozamai 40-50 bázisponttal emelkedtek.

**11. ábra A régiós árfolyamok alakulása (induló érték = 100%)**



Forrás: Reuters

A régiós folyamatok kismértékű változást indukáltak a vizsgált pénzügyi mutatókban. A cseh korona árfolyama gyakorlatilag stagnált, míg a lengyel zloty 0,5 százalékot erősödött az euróval szemben. Az országkockázati felár (az 5 éves CDS) Csehországban 3 egységgel 43 bázispontra, míg Lengyelországban 8 egységgel 84 bázispontra emelkedett.

**A Moody's is  
felminősítette  
Magyarországot.**

A hazai piacokat illetően a legnagyobb eseménynek a Moody's felminősítése tekinthető. 2016. november 4-én ugyanis a harmadik nagy nemzetközi hitelminősítő is a magyar államadósság besorolásának javítása mellett döntött, és befektetésre javasolt szintre emelte azt. A döntés kevéssé érintette váratlanul a piaci elemzőket, sokkal inkább a S&P korábbi lépése volt meglepetésnek tekinthető. Ennek megfelelően a felminősítés a piacon sem generált jelentősebb mozgásokat, hiszen a Fitch (15 százalékos részesedése a piacon), S&P és Moody's (40-40 százalék) közül legalább kettőnek kell a piacon befektetésre ajánlott kategóriába sorolnia egy állampapírt annak érdekében, hogy az összes befektetési alap tarthassa azt portfóliójában.

A hazai pénzpiaci mutatók összességében kedvezőbbé váltak. Miközben a Moody's felminősítésének köszönhetően az országkockázatot kifejező mutató, az 5 éves CDS értéke 5 egységgel 131 bázispontról 126 bázispontra csökkent, addig az elmúlt hónapban a forint árfolyama a svájci frankkal szemben 2,2 százalékkal, az amerikai dollárral szemben 2,9 százalékkal, míg az euróval szemben 1,1 százalékkal gyengült. Az időszak végén így egy svájci frank 288, egy euró 310, míg egy amerikai dollár 287 forintba került. Az elmúlt hónapban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-

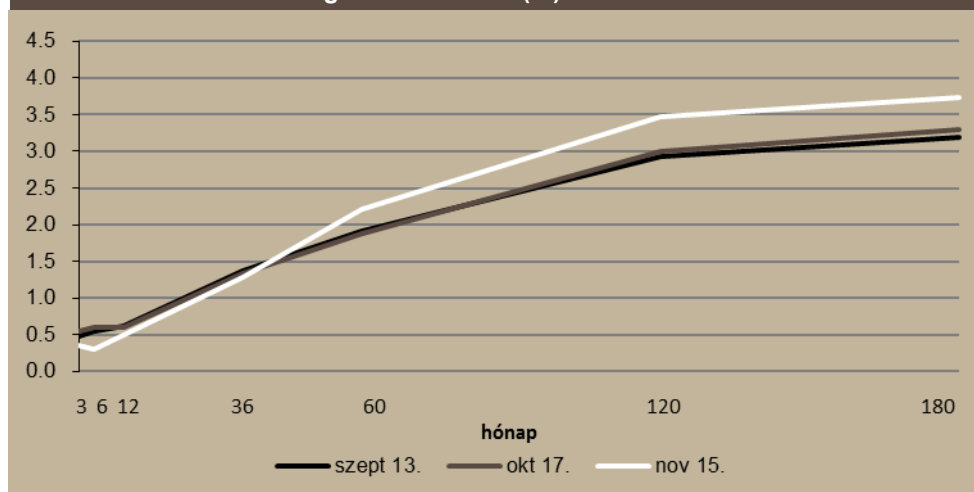
állomány kis mértékben csökkent (–34 milliárd forint) és az időszak végén 3665 milliárd forintot tett ki.

***A jegybank nem változtatott a kamaton, de szűkítette a kamatfolyosót.***

A magyar jegybank szeptemberben sem változtatott irányadó rátáján, és 0,9 százalékon hagyta azt. A Monetáris Tanács jegyzőkönyve alapján a 9 fős grémium egésze a kamat tartására és az egynapos jegybanki hitelkamat csökkentésével (1,05 százalékra) a kamatfolyosó szűkítésére voksolt. A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az előző kamatdöntés óta nem történt olyan fejlemény, amely a jelenlegi kamatszint megváltoztatását indokolná. A tanács tagjai kiemelték, hogy a következő időszakban csak további nem konvencionális eszközök alkalmazását tartják lehetségesnek. Érdekes azonban az a tény, hogy a jövőbeni 3 hónapos kamatok piacán (FRA (forward rate agreement) – határidős kamatmegállapodás) továbbra is 0,7 százalékos kamatlábon kötnek üzletet a bankok, azaz azt prognosztizálják, hogy a 9 hónap múlva induló 3 hónapos eszköz kamata 20 bázisponttal alacsonyabb lesz a jelenlegi jegybanki alapkamatnál. Azonban a Reuters kérdőíve alapján az összes megkérdezett elemző a Monetáris Tanács november 22-i ülésén a jegybanki alapkamat szinten tartását várja.

Az elmúlt hónapban az állampapírok rövid futamidejű piacán csökkentek a hozamok. A 3 hónapos hozam 19 bázisponttal csökkent (0,35 százalékra), és 55 bázisponttal kisebb az irányadó kamatnál (3 hónapos jegybanki betét). A további DKJ-k hozamai a következőképpen változtak: a 6 hónaposé 29 bázisponttal esett, míg az 1 évesé 10 bázisponttal csökkent. Még a 3 éves állampapírok hozama is kismértékben esett (–5 bázispont), a további lejáratoknál azonban markáns hozamemelkedés figyelhető meg. Az 5 éves állampapírok 34 bázisponttal, a 10 és 15 éves állampapírok hozama 47 és 43 bázisponttal emelkedett. Azaz a hozamgörbe rövid vége lejjebb, míg a hosszú vége feljebb tolódott. A rövid hozamok elsősorban a nagy likviditás miatt illetve rövidtávon egy további kamatvágási várakozás okán estek jelentősen, míg a hosszú hozamok az amerikai választás utáni feltörekvő piacokról a fejlett piacokra történő tőkeátcsoportosítása miatt történtek.

**12. ábra A forint hozamgörbe alakulása (%)**



Forrás: ÁKK, Századvég

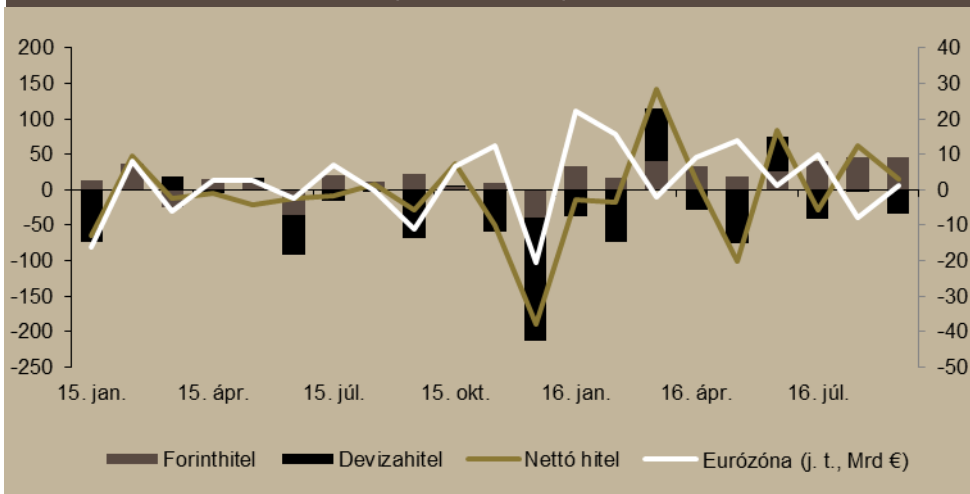
***A vállalatoknál a hitelfelvétel volt jellemző szeptemberben.***

A vállalatoknál 2016 szeptemberében a szezonálisan kiigazított számok alapján a banki nettó forinthitel felvétel 45,9 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke –34 milliárd forintot tett ki, azaz a nem pénzügyi vállalatok szeptemberben az előző hónapi visszaesés után ismét nagyobb mértékben nettó hiteltörlesztők devizában. A kettő eredőjeként adódó szeptemberi teljes nettó

hitelfelvétel (szezónálisan igazítva) így 15,8 milliárd forintnak felelt meg. Ez alapvetően kedvező folyamat, hiszen a forintban denominált hiteleknel ugyan folyamatosan hitelfelvétel történt (szezónálisan igazítva), míg a devizában a hitelfelvétel/hiteltörlesztéses hónapok váltakoznak. Ez idén immár az ötödik hónap, amikor összességében szezónálisan igazítva bővült a hitelállomány.

A folyószámlahiteleken felüli bruttó forint hitel-kihelyezés 124,5 milliárd forintot tett ki, ami csökkenést mutat az előző hónaphoz képest. Az újonnan nyújtott euróhitelek összege 46,2 milliárd forint volt, ami visszaesést jelent az előző havi értékhez képest. A szeptemberi alacsonyabb összeg azt jelenti, hogy a vállalati szektor nem növelte jelentősen árfolyamkockázati kitétségét.

13. ábra Vállalati hitelfelvétel (milliárd forint)



Forrás: MNB, EKB, Századvég

### **A Magyar Nemzeti Bank első alkalommal publikálta a Makroprudenciális jelentését.**

2016. október végén jelent meg az MNB Makroprudenciális jelentése<sup>1</sup>, amely a makroprudenciális eszköztár összetételéről és annak hazai fejlődéséről nyújt áttekintést.

A válság előtti időszakban a nemzetközi szabályozó hatóságok mindig egy adott mikroszinten jelentkező problémát igyekeztek megoldani. Ez azt jelenti, hogy önmagában egyedi bankok számára előírt követelményekkel igyekeztek az esetlegesen a teljes bankrendszert veszélyeztető problémákat is orvosolni. Azt feltételezték ugyanis, hogy ha egyedi szinten a bankok biztonságosan működnek, akkor bankrendszer egésze is stabil. Ezzel szemben a válság óta a rendszerszinten megjelenő kockázatokat paradigmaváltással kezelik. Azaz a makroprudenciális<sup>2</sup> kérdések megválaszolása is nagymértékben előkerült, hiszen a mikroprudenciális eszközök önmagukban alkalmatlanok voltak a rendszerszinten megjelenő szabályozói kihívások és kockázatok kezelésére. A

<sup>1</sup> <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/makroprudencialis-jelentes>

<sup>2</sup> A nemzetközi pénzügyi válság okozta gazdasági veszteségek mértéke megmutatta, hogy a pénzügyi rendszer stabilitása nagyon fontos egy ország gazdaságának működése szempontjából. A makroprudenciális politika célja a túlzott mértékű rendszerszintű pénzügyi kockázatok mérséklése. Azaz a pénzügyi válságok megelőzését kell szem előtt tartania, illetve ha mégis bekövetkeznének válságok, akkor pedig azt, hogy minél kisebb legyen a reál gazdasági veszteség.

hazai szabályozó hatóságok az egyes nemzetközi szabályozási lépések mentén hazai jogszabályokat alkottak.

A bankok szabályozásának első jelentős állomása az 1988-ban elkészült Basel I. szabályozás volt, amelyet a BIS Bázeli Bankfelügyeleti Bizottsága (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) jegyzett. A 8 százalékos tőkemegfelelési mutató alkalmazása fontos mérföldkőnek tekinthető, hiszen meghatározott egy banki korrigált szavatoló tőke / kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg arányt, amely a bankoknak ajánlásként szolgált és amely krízisszituációkban egységesen megfelelő tőke tartására kötelezte a bankokat a csődök elkerülése érdekében. Látható volt, hogy az 1993-as bevezetést követően azok a bankok, akik nem teljesítették ezt a tőkeszintet, versenyhátrányba kerültek a nemzetközi banki versenyben.

A hitelkockázat számszerűsítése mellett később megjelentek a piaci (árfolyam és kamat)- és a működési kockázatra képzett tőkekövetelmények is. Majd a hitelkockázat mérésének finomítása a ügyfelek bonitásának (hitelviszafizetési képességének) figyelembe vétele is előtérbe került (Basel II.). A válság kitörése azonban az egyes bankok bankrendszerek alultőkésítetttségére és likviditási problémák előtérbe kerülésére hívta fel nemzetközi szinten a figyelmet (Basel III.).

Rendszerkockázati szinten Magyarország is egy sor kihívás előtt állt a közelmúltban. Elég, ha a lakossági devizahitelek túlzott elburjánzására és a további árfolyamkockázat kivédésének kihívásaira gondolunk. A forintosítás és a banki elszámolás számos problémát megoldott, amelynek révén a lakosság egyrészt mentesült a további árfolyamkockázattól, másrészt az árfolyamrés és az egyoldalú banki kamatemelések miatt a bankok jelentős összegeket írtak jóvá ügyfeleik számláin.

A további krízishelyzetek kialakulásának kivédését célozza a folyamatosan kialakított jegybanki makroprudenciális eszköztár, amelyet a kiadvány sorra vesz, és elemez.

A lakossági hitelezés túlfutásának megakadályozása a jegybank által alkalmazott adósságfék szabályozással lehetséges. Ennek keretében a lakosság hiteltörlesztése csak rendszeres jövedelmének 50 százalékáig terjedhet ki (JTM), míg az új hitel értéke nem haladhatja meg a fedezet értékének 80 százalékát (HFM). Persze a vonatkozó szabályozás a jövőbeni lakásár alakulást és a kamatkockázatot nem tudja figyelembe venni, ugyanakkor fontos előírásnak tekinthető és megakadályozza a túlzott lakossági hitelezést és a nem teljesítő hitelek arányának jelentős emelkedését.

A bankok alapvetően prociklikusan viselkednek, azaz fellendüléskor túlhitelzik a gazdaságot, míg dekonjunktúra esetén túlságosan visszafogják a hitelezést. Ennek kivédésére alkalmas az a mechanizmus, amikor fellendüléskor a bankok anticiklikus tőkepuffert képeznek. Azaz a tőkemegfelelési mutatójuk, tehát a kockázatos eszközeik után nem 8 százalék tőkét kell tartaniuk, hanem ennél valamennyi százalékponttal többet. Ennek mértéke jelenleg Magyarországon 0 százalék, amely így egyelőre nem fogja vissza – nem gátolja a hitelezés felfutását. A 0 százalék bevezetése egyelőre tehát nem jelent

többletkötelezettségeket a bankok részéről<sup>3</sup>. A követelményrendszer kialakítása azonban szükség esetén gyors magasabb érték bevezetését teszi lehetővé.

Az MNB makroprudenciális eszköztárában megtalálhatóak még likviditási pufferek, amelynek értelmében a bankoknak stressz szituációkban 30 napra elegendő likvid eszközt kell tartaniuk. A jegybank által előírt devizafinanszírozás-megfelelési mutató (DMM) és devizaegyensúly mutató (DEM) alkalmazása hatékony eszköz lehet a bankrendszerben kialakuló túlzott denominációs és lejáratú eltérések kialakulására.

Az MNB 2017. április 1-jétől az éven túli lejáratú lakossági jelzáloghitelek mögé legalább 15 százalékban éven túli lejáratú jelzálog fedezetű stabil forrást ír elő a bankok számára. Ezen előírás miatt jó néhány bank alapított jelzálogbankot a közelmúltban.

Ezen kívül további fontos eszköz a rendszerszinten jelentős intézményeknél az, hogy a jegybank tőkepuffert képeztet maximum a banki teljes belföldi kockázati kitettség 2 százalékára. Felismerték ugyanis a döntéshozók azt, hogy a too-big-to-fail, azaz a rendszerszinten nagy bankok csődből való állami kimentése helyett a helyes lépés a rendszerkockázati tőkepufferek (biztonsági tőketartalékok) képzése a rendszerszinten kockázatos bankok esetében. A banki tőkepuffer ugyanis megakadályozhatja azt, hogy az államnak kelljen adófizetői forrásokból helytállnia és ezzel rendszerkockázati problémákat megelőznie. A banki tőkepuffer mértékének kialakítása és előírása Magyarországon a jegybank feladata.

---

<sup>3</sup> Jelenleg az EU tagországaiban mindenhol 0 százalék az előírás, egyedüli kivételt Svédország képez, ahol jelenleg 1,5 százalékos anticiklikus tőkepuffer van érvényben.  
[https://www.esrb.europa.eu/national\\_policy/ccb/applicable/html/index.en.html](https://www.esrb.europa.eu/national_policy/ccb/applicable/html/index.en.html)

# Századvég előrejelzés<sup>4</sup>

## 14. ábra 2016. III. negyedévi előrejelzésünk

	2015					2016					2017				
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,9	0,9	1,8	2,8	2,9	2,1	4,0	3,6	2,8	2,5	3,2				
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,2	4,4	4,8	4,4	4,6	4,6	3,5	4,1	3,6	3,0	3,6				
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,2	-11,9	-17,6	-6,1	-3,9	-9,9	0,9	5,2	6,0	5,0	4,3				
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,4	5,8	8,0	7,1	7,9	7,2	7,6	5,5	5,9	5,7	6,2				
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,7	7,8	6,0	5,9	7,3	6,8	6,5	6,2	7,1	6,6	6,6				
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	8,6	2,6	2,8	2,2	2,2	9,8	2,5	2,6	2,7	2,1	10,0				
Fogyasztóiár-index (%)	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	0	0,1	0,7	0,9	1,6	2,1	1,3				
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	1,05	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9				
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,8	6,0	5,1	5,0	5,0	5,3	4,9	4,8	4,7	4,6	4,8				
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,2	6,1	6,1	6,1	5,8	6,0	4,9	5,0	5,4	6,1	5,3				
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,4	-	-	-	-	5,1	-	-	-	-	5,2				
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,8	-	-	-	-	7,2	-	-	-	-	8,2				
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,0	-	-	-	-	-1,7	-	-	-	-	-1,9				
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	2,1	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9				

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

## 15. ábra Az előrejelzésünk változása az előző negyedévhez képest

	2016			2017		
	2016. június	2016. szeptember	változás	2016. június	2016. szeptember	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,1	2,1	0,0	3,2	3,2	0,0
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	4,1	4,6	+0,5	3,4	3,6	+0,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	-5,8	-9,9	-4,1	3,3	4,3	+1,0
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,4	7,2	-0,2	6,2	6,2	+0,0
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,2	6,8	-0,4	6,4	6,6	+0,2
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	9,0	9,8	+0,8	9,3	10,0	+0,7
Fogyasztóiár-index (%)*	0,4	0,1	-0,3	1,6	1,3	-0,3
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	0,9	0,0	0,9	0,9	0,0
Munkanélküliségi ráta (%)*	5,6	5,3	-0,3	5,4	4,8	-0,6
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	5,5	6,0	+0,5	5,4	5,3	-0,1
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,9	5,1	+0,2	4,7	5,2	+0,5
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	7,2	7,2	0,0	7,9	8,2	+0,3
Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában	-1,8	-1,7	0,1	-2,1	-1,9	0,2
GDP-alapon számított külső kereslet*	2,2	1,8	**	2,3	1,9	**

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

\*\* A külső kereslet változása a modellváltás miatt nem értelmezhető.

Forrás: Századvég-számítás

<sup>4</sup> Készítés dátuma: 2016. szeptember 09.



## Jogi nyilatkozat

A jelen kiadvány a Századvég Gazdaságkutató Zrt. szellemi terméke, melyet külső személyek által szolgáltatott adatok alapján tájékoztató jelleggel állított össze partnerei részére. Ennek megfelelően a kiadványban foglalt megállapítások, előrejelzések nem számítanak szakmai vagy egyéb tanácsadásnak, a Századvég Gazdaságkutató Zrt. semmilyen felelősséget nem vállal az azokon alapuló döntések eredményességéért.