

# Makrogazdasági és pénzügyi környezet 2016-ban

## MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK MAGYARORSZÁGON

2016-ban a makrogazdasági folyamatokat a továbbra is törékeny globális növekedés, a kínai gazdaság lassulásával kapcsolatban felerősödő félelmek, a BREXIT népszavazás körüli kétségek és az amerikai elnökválasztás okozta politikai bizonytalanság alakították, illetve a mindezekhez kötődően továbbra is nagyon laza monetáris politika. Fontos szerepe volt továbbá a 2014 óta mélyrepülésben lévő nyersanyagáraknak, amelyek tavasztól emelkedni kezdtek ugyan, de ezzel együtt sem sikerült a nyersolaj árának világpiaci árát 50 dollár fölé emelni, így az OPEC és néhány OPEC-en kívüli olajexportőr ország decemberben megegyezésre jutott a kitermelés rögzített szinten történő befagyasztásáról.

Az USA gazdasági teljesítménye jónak nevezhető a többi fejlett gazdasághoz viszonyítva, noha a GDP, illetve a termelékenység bővülése az elmúlt években ott is rendre elmaradt a várakozásoktól. 2016 első féléve nem indult jól, alacsony volt a növekedés, a FED a 2015. decemberi emelés után a kínai lassulás miatt, illetve a csak lassan emelkedő bérinfláció miatt egy évig nem nyúlt a kamatokhoz. A munkanélküliség azonban tovább csökkent és érdemben emelkedtek a hosszú hozamok is. Erre reagálva a FED decemberben újra 25 bázisponttal 0,5–0,75%-os szintre emelte a kamatot. A várható, évi két–négy emelés ellenére a rövid kamatok nominális szintje még évekig elmaradhat a 2017 elejétől várhatóan 2% fölé emelkedő, majd tovább gyorsuló inflációtól. Az új elnök gazdasági programjában ígért infrastrukturális beruházások és adócsökkentés tovább gyorsíthatja a növekedést, a bérek dinamikáját és az inflációt.

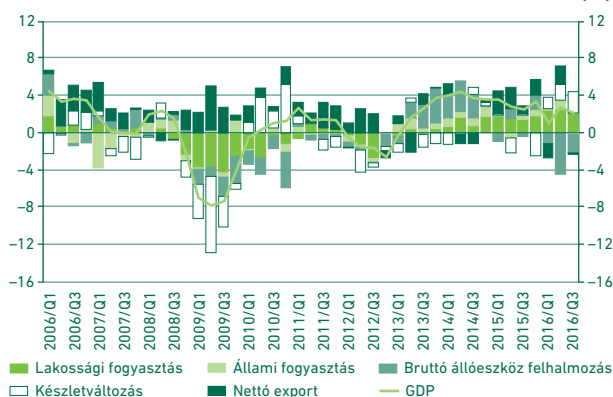
Az Eurózónában a növekedés azzal együtt is alacsony (1,7%, év/év), hogy a magországok közül több a vártnál valamivel jobban teljesített. Számos országban, elsősorban a periférián továbbra is problémát jelent a magas államadósság és a törékeny bankrendszer. A magas munkanélküliség, a kihasználatlan reálgazdasági kapacitások miatt erős árverseny és az alacsony nyersanyag-árak miatt az infláció elmaradt az EKB céljától, ennek köszönhetően az EKB 2016 tavaszán tovább lazított a monetáris kondíciókon, majd tavaly decemberi ülésén meghosszabbította eszközvásárlási programját 2017 végéig, noha annak keretösszege áprilistól 80-ról 60 milliárd euróra csökken.

A magyar gazdaság tavalyi növekedése várakozásainknak megfelelően átmenetileg 2%-ra lassult az EU-s források visszaesése, valamint az ipar gyengébb teljesítménye miatt. 2016-ban az EU-s forrásokkal kapcsolatos költségvetési kifizetések összege a GDP kb. 2%-ával zuhant, 2.800 milliárdról 2.100 milliárd forintra (ennek az átmeneti visszaesésnek az az oka, hogy 2016-tól már nem hívhatóak le az előző 2007–2013-as költségvetési ciklusból források, csak a 2014–2020-asból). Ráadásul utóbbi összeg kb. felét decemberben fizette ki a kormányzat, emiatt gazdaságélénkítő hatása csak 2017-ben lesz. Összességében az alacsonyabb kormányzati kifizetés kb. 2 százalékponttal csökkentette a tavalyi növekedést, aminek csak mintegy a felét tudta ellensúlyozni a mezőgazdaság kiemelkedően jó teljesítménye.

Az egyszeri hatásoktól megtisztított növekedés azonban továbbra is robusztus, a növekedés érett szakaszába lépett magyar gazdaságban ugyanis lendületesen, közel 5%-kal bővült a fogyasztás, átvéve a növekedés motorjának szerepét az exporttól és az EU források-

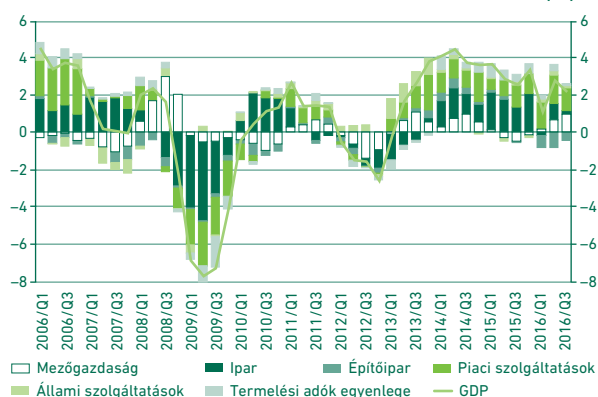
kal finanszírozott beruházásoktól. A fogyasztás fenntartható és tartós bővülését támogatja a reálberek emelkedése, a csökkenő munkanélküliségi ráta és a válságévekben jelentősen bővülő megtakarítás és nagymértékben csökkenő adósságállomány is.

**A hazai GDP-növekedés felhasználás oldali bontásban (%)**



Forrás: KSH, OTP Elemzés

**A hazai GDP-növekedés termelés oldali bontásban (%)**



Forrás: KSH, OTP Elemzés

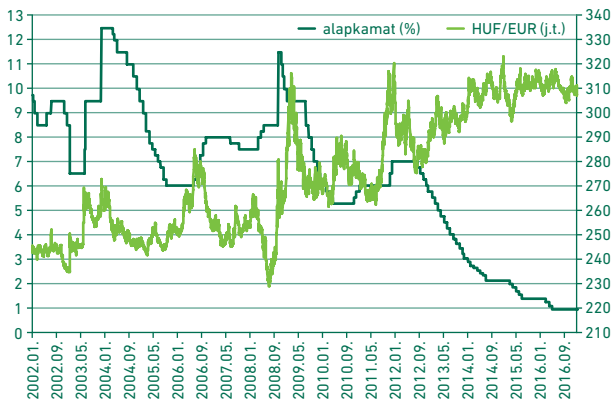
Noha a beruházások mintegy 10%-kal estek, ez az EU-s finanszírozású állami, vagy államhoz kötődő beruházások következménye, ami eltarthatja azt, hogy a belső keresletből élő ágazatoknál – elsősorban a piaci szolgáltatások, ingatlanok – már látszik valamelyes emelkedés. Az ingatlanpiacon megtörtént a várt fordulat, az emelkedő árak és a kormányzat lakáspiacot katalizáló intézkedései – ÁFA csökkentés, CSOK – miatt meredeken nőtt a beadott építési engedélyek száma, ami alapján 2017-ben akár 20 ezer lakás is megépülhet, a korlátot immár a szűkös építőipari kapacitások jelenthetik. Ezzel összefüggésben mind a vállalatok, mind pedig a háztartások a válság óta először több hitelt vettek fel, mint amennyit visszafizettek.

A munkaerő-piacon erős javulás volt megfigyelhető az év folyamán. A munkanélküliség folyamatosan csökkent, amihez a versenyszféra munkakeresletének emelkedése mellett a közfoglalkoztatottak számának növekedése és a kivándorlás is hozzájárult.

A bérdinamika magas, 4% körüli volt, és az év végén kissé tovább gyorsult. Úgy tűnik, a munkaerőpiac egyes szegmensei már kapacitás-korlátokba ütköznek.

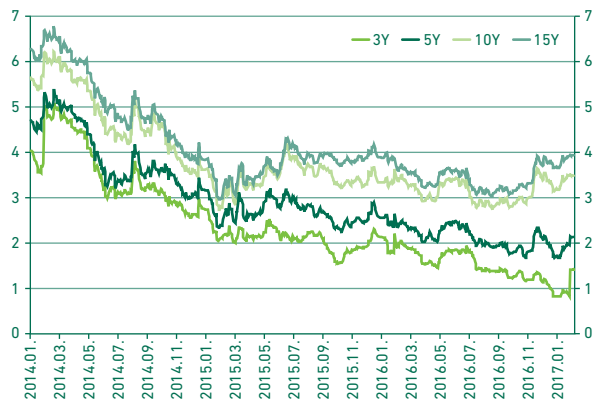
Az árak éves átlagos emelkedése 2016-ban 0,4% volt. 2016 utolsó harmadában a várakozásainktól magasabb inflációt figyelhattunk meg köszönhetően a piaci szolgáltatások gyorsuló inflációjának és az üzemanyagok vártnál nagyobb mértékű áremelkedésének (a negyedik negyedévben emelkedett a jövedéki adó, nőtt a kőolaj világgiazi ára és a forint gyengült a dollárral szemben). Eközben a szeptemberi jövedéki adó emelés 2016 végéig nem jelent meg a dohánytermékek fogyasztói árában, ami jelent némi felfelé mutató kockázatot a CPI-ben a jövőre nézve. 2017 elején az infláció gyorsabban nőhet a vártnál. Az élelmiszerárak dezinflációs hatása is csökkeni fog. A szolgáltatások eddig is gyorsuló inflációját tovább hajthatja a minimálbér és a bérminimum emelés, valamint a munkaerőpiac szűkülése.

## A HUF/EUR árfolyam és az alapkamat



Forrás: Reuters, MNB, OTP Elemzés

## Államkötvény hozamok alakulása (%)



Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

Az MNB az alapkamat 0,9%-os szinten tartása mellett, folyamatosan csökkentette a három hónapos betét befogadására vonatkozó korlátot, aminek köszönhetően nőtt a bankrendszer többlet likviditása, csökkentek a rövid hozamok és a forint valamelyest leértékelődött. Az MNB eddigi intézkedései elérték céljukat, mivel a három

hónapos BUBOR kamat és a három hónapos állampapír-piaci hozam számottevően csökkent, mióta bevezették a korlátozást. A forint december elején 315-ös szintre gyengült az euróval szemben, januárban aztán erősödéssel kezdett. A tízéves állampapír hozama a decemberi rali után kissé emelkedett január elején.

## MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK AZ OTP BANK KÜLFÖLDI LEÁNYBANKJAINAK ORSZÁGAIBAN

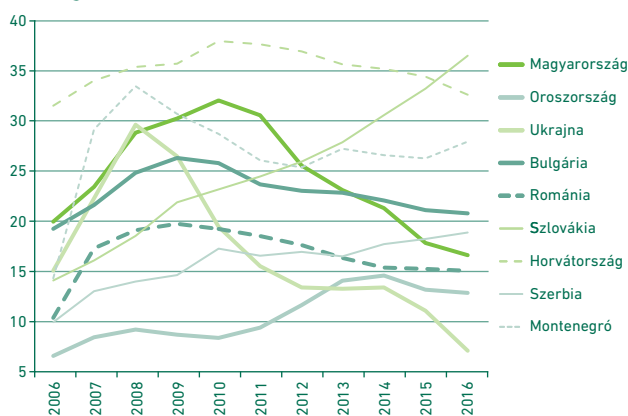
Az OTP leánybanki országainak gazdasági teljesítménye jellemzően javult 2015-tel összevetve. Kelet-Közép Európában fennmaradt az erős növekedés, a Balkánon Montenegró kivételével élénkült a növekedés és stabilizálódott a fiskális pozíció, míg a nyersanyag-exportőr országok kilábalni látszanak a 2014–2015. évi nyersanyagár-esés okozta recesszióból: az orosz gazdaság zsigorodása –0,2%-ra lassult, az Ukrán gazdaság pedig bővült. Banki szempontból kedvező, hogy a lakossági fogyasztás növekedési üteme Bulgária kivételével minden országban gyorsult (Oroszországban –9,8%-ról –5,0%-ra), és a beruházások esetében is a legtöbb helyen bővülő aktivitást láthatunk. Igaz, ez a banki penetrációban egyelőre még csak mérsékelten csapódott le.

A közép-kelet európai régió gazdasági teljesítménye továbbra is kiemelkedő. Romániában 5% körüli, Szlovákiában 3,7%-os, Bulgáriában 3,4%-os lehetett a növekedés, Magyarországon pedig ugyan a GDP növekedés 2%-ra lassult, de ebben alapvetően az EU-s források átmeneti visszaesése játszott kulcsszerepet. A régióban továbbra is a háztartások fogyasztása vezérli a felívelést, ami robotsztus, stabil növekedési forrás lesz a jövőben, hiszen a munkanélküliség csökken, a bérek emelkednek a megtakarítások szintje pedig magas. A fenntarthatósággal továbbra sincs probléma, még a legkevésbé erős egyensúlyi pozícióval bíró Romániában is – ahol a költségvetés hiánya az eddig bejelentett intézkedések alapján a GDP 4%-a felé kúszik, csökken az állami és a külső adósság is. Ez alapján a régió várható növekedése továbbra is eléri majd a 3%-ot a következő években.

A balkáni országok többségének is javult a helyzete. Horvátországban hat év folyamatos recessziót követően a gazdasági növekedés 3% közelébe gyorsult és az előrejelzések szerint az előttünk álló években 2–3% körül alakulhat. Az egyensúlyi mutatók immár kedvezőek, folyó fizetési mérleg többlet mellett a költségvetés hiánya a GDP 2%-a közelébe csökkent, az államadósság enyhén fogyatkozó pályára állt, finanszírozási feltételei sokat javultak. A 2016-os erős növekedésben szerepet játszott a rekord-erős turisztikai szezon, hasonló méretű javulást nehéz lesz ismét elérni, ugyanakkor a 2017-es adócsökkentések és a gyorsuló EU-s forráslehívás lendületet adhatnak a belső keresletnek. Szerbiában szintén az egyensúlyi mutatók javulását és a növekedés gyorsulását láthattuk. Egyedül Montenegró helyzete nem egyértelmű, a növekedés lassult, miközben továbbra is magas a költségvetés és a külső egyensúly hiánya és magasak az adósságmutatók.

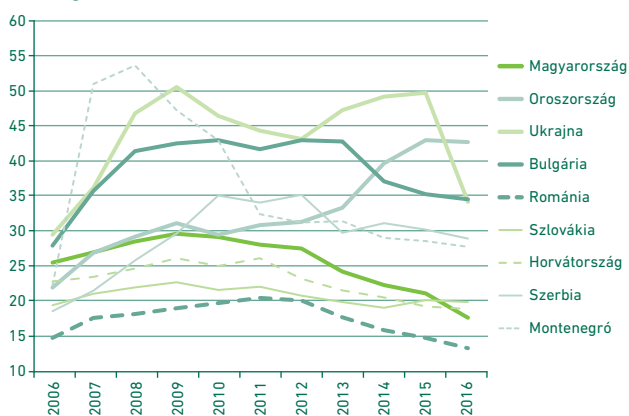
A nyersanyagtermelő országok között Ukrajna a 2015-ös, közel 10%-os recesszió után 1% körüli növekedést produkált az év egészében, de a negyedik negyedévi növekedés már meghaladta a 4%-ot. Bár továbbra is nagy a háborús bizonytalanság és az IMF-program implementációs kockázata, a belső kereslet bővülni tudott, miközben az egyensúlyi mutatók sem romlottak. Oroszország lassan szintén maga mögött hagyja a gazdasági zsugorodást, a rubel-gyengülés hatásának kifutásával az infláció jelentősen, 2017 elejére 5% alá csökkent. A jegybank ennek ellenére óvatosan csökkenti csak a kamatlábát, ami a rubel erősödése irányába és kissé a növekedés ellen hat. Az olajárak emelkedése egyértelműen pozitív a gazdaság egésze szempontjából, a költségvetés két-három éves időtávon újra megközelítheti az egyensúlyi egyenleget.

**A bankrendszer lakossági hitelállománya (év vége, a GDP %-ában)**



Forrás: Nemzeti bankok, OTP Elemzés, 2016 előrejelzés

**A bankrendszer nem-pénzügyi vállalati hitelállománya (év vége, a GDP %-ában)**



Forrás: Nemzeti bankok, OTP Elemzés, 2016 előrejelzés