

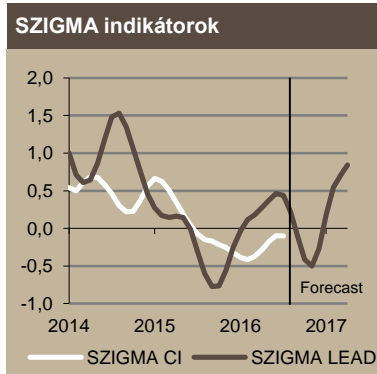
## 2,6 százalékkal nőtt a gazdaság a II. negyedévben

**A GDP növekedése a II. negyedévben a KSH előzetes adatai szerint a vártnál némileg nagyobb, 2,6 százalékos volt. A bővüléshez egyaránt hozzájárult az ipar, a mezőgazdaság valamint a szolgáltató szektor, az építőipar azonban fékezte azt.**

A magyar gazdaság aktuális teljesítményét felmérő SZIGMA indikátorunk alapján a magyar gazdaság jelenleg a trend alatti mértékben növekszik, de ez a harmadik negyedévben összességében trend feletti növekedés várható. Az első negyedévben a várakozásokat kis mértékben meghaladva, 2,6 százalékkal nőtt a magyar gazdaság teljesítménye. Az első negyedéves mérsékelt növekedés tehát átmeneti megtorpanásnak tekinthető. Ehhez termelési oldalon a mezőgazdaság, az ipar és a szolgáltató szektor járult hozzá, míg felhasználási oldalról a fogyasztás és a külkereskedelem húzták a növekedést. A beruházások az előző negyedévhez hasonlóan most is visszafogták a növekedést az uniós források átmeneti elapadása miatt.

A kedvező munkaerőpiaci folyamatok júniusban is folytatódtak: a munkanélküliségi ráta már csak 5,2 százalékon áll, 612 ezerrel több ember dolgozik Magyarországon, mint 2010-ben. Folytatódott a bérek emelkedése is: a bruttó bérek júniusban 5,8 százalékkal nőttek, míg a nettó reálbérek növekedési üteme 7,6 százalékos volt. Az éves infláció júliusban is negatív, -0,3 százalékos volt, tehát a fogyasztói árak átlagosan csökkentek az egy évvel korábbihoz képest. Az alacsony inflációhoz elsősorban az alacsony olajárak járultak hozzá, de elősegítette néhány élelmiszer árának csökkenése, az energia árak változatlansága és a mérsékelt külső inflációs környezet.

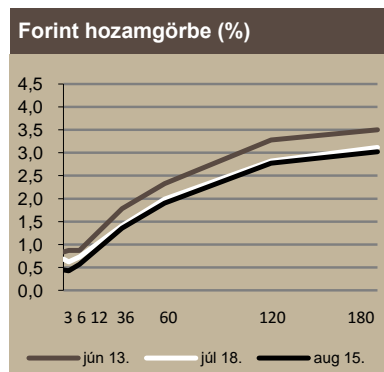
Az elmúlt hónapban sem a Fed sem az EKB, sem az MNB nem változtatott a monetáris kondíciókon, azonban a Bank of England a Brexitről szóló népszavazás eredményének hatására csökkentette az irányadó rátát.



Forrás: Századvég

### Előrejelzésünk (2016.06.10.)

	2016
GDP változása (%)	2,1
Infláció (éves átlag, %)	0,4
Bruttó keresetek (éves változás, %)	5,5
EUR/HUF (éves átlag)	312



Forrás: ÁKK

# Gazdasági áttekintés

## Külső környezet

*Az Európai Unió gazdasága 1,8, az Egyesült Államoké 1,2 százalékkal bővült a II. negyedévben.*

Közel 20 negyedévet követően az Európai Unió éves bővülési üteme ismét meghaladta az Egyesült Államok gazdaságáét, a növekedési ráták rendre 1,8 és 1,2 százalékot tettek ki az idei második negyedévben. Az amerikai gazdaság negyedévek között mért növekedési üteme így már harmadik negyedéve marad el az unió gazdaságáétól, összességében pedig az USA idei gazdasági teljesítménye jelentősen elmarad a korábban előre jelzett, 3 százalékot alulról közelítő éves növekedéstől. A növekedési ütem váratlan visszaesése főként 2015 és 2016 második negyedéve között 3,4 százalékkal zsugorodó beruházási volumen következménye, ám az export visszaesése és a kormányzati költségek lassuló bővülése is szerepet játszott az amerikai ráta csökkenésében. A kínai gazdasági növekedés lassulása, a brit kilépés uniós növekedése gyakorolt hatása és a novemberi amerikai elnökválasztás körüli bizonytalanság beruházásaik elhalasztására készteti az amerikai vállalatokat, ami miatt megítélésünk szerint a beruházási volumen csökkenése a harmadik negyedévben is folytatódhat.

*Tovább késhet a Fed kamatemelése a gyenge amerikai gazdasági adatok miatt.*

A beruházásokon belül a lakáscélú beruházók 6,2 százalékkal bővültek, ami bár elmarad az utóbbi negyedévekben regisztrált kétszámjegyű bővüléstől, ám a júniusban válság előtti magasságba emelkedő lakáseladások száma a lakáscélú beruházások további bővülését vonhatja maga után. A középtávú amerikai gazdasági teljesítmény szempontjából aggályos lehet, hogy az üzleti célú beruházások volumene második negyedéve csökken, a bővülő globális gazdasági kockázatok hatása viszont nem érződik a 2,7 százalékkal bővülő lakossági fogyasztáson, ami a következő negyedévekben is az amerikai gazdaság motorja maradhat. A gyenge amerikai növekedési adat várhatóan későbbre tolja a Fed következő kamatemelését, amire a piaci várakozások szerint leginkább decemberben kerülhet sor. Megítélésünk szerint a következő negyedéveket is laza globális monetáris politika jellemezheti, az EKB monetáris lazítása miatt nyomott hozamkörnyezet és bővülő likviditás támogatón hathat a hazai beruházási aktivitásra is.

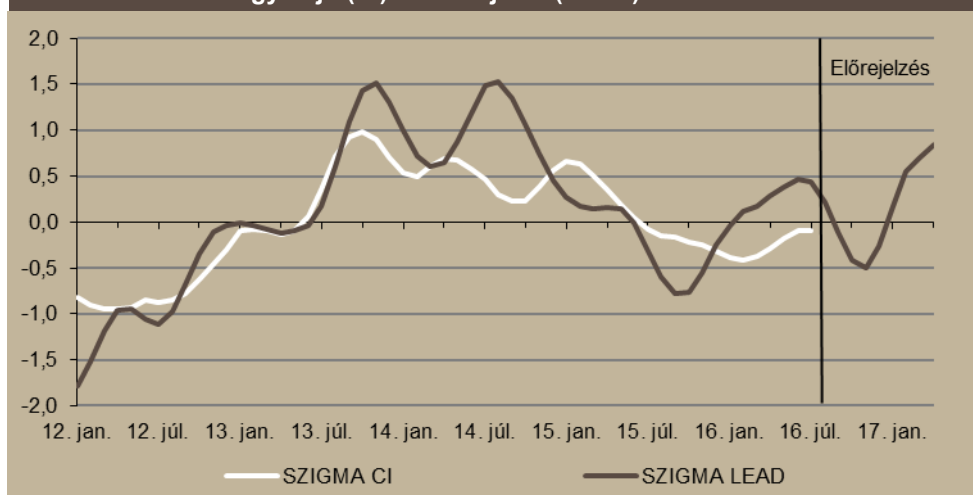
## SZIGMA indikátoraink

*SZIGMA indikátorunk alapján enyhén trend alatti mértékben bővült a gazdaság.*

A gazdaság jelenlegi állapotát kifejező SZIGMA CI indikátor értéke júliusban negatív tartományban tartózkodott, ami alapján a magyar gazdaság enyhén trend alatti ütemben bővült az év hetedik hónapjában. Bár áprilisi historikus csúcspontjához képest júniusban enyhén csökkent az ipari termelés volumene, a következő hónapokban az ipari kibocsátás ismételt bővülését támogathatja a júniusban fél éve nem látott magasságba emelkedett rendelésállomány. Az építőipari kibocsátás jelentős visszaesése a következő hónapokban is folytatódhat, az uniós forrásból finanszírozott fejlesztések keresletélénkítő hatásának kiesését továbbra sem képes ellensúlyozni a belső kereslet. Az épületépítés iránti bővülő kereslet következtében a szektor rendelésállománya viszont folyamatosan nő, ami a nem lakóingatlanokra kiadott építési engedélyek magas számával együtt a lassan beinduló építőipari konjunktúrára utal. Az épületépítések felfutása ugyanakkor megítélésünk szerint megállítani nem, ám mérsékelni tudja a nem lakóépületek építésének zsugorodó volumene által indukált építőipari kibocsátáscsökkenést.

A hazai gazdaság rövidtávú teljesítményével szembeni várakozásainkat kifejező SZIGMA LEAD indikátor alapján az idei harmadik negyedévben a magyar gazdaság enyhén trend feletti ütemben bővíthet. Júniusban a kiskereskedelmi forgalom újfent historikus csúcstól döntött, a júliusban 10 éve nem látott magasságba emelkedő fogyasztói bizalmi index alapján a kiskereskedelmi hozzáadott érték a következő hónapokban tovább bővíthet. Legfőbb felvevőpiacunk, a német gazdaság javuló bizalmi indikátorai alapján az ipari kibocsátás a harmadik negyedévben is támogatón hat a hazai gazdaság növekedésére, amit a kiskereskedelem mellett a gyenge bázis és a kedvező időjárás miatt a mezőgazdasági hozzáadott érték bővülése támogathat. Előrejelző indikátorunk alapján viszont az idei utolsó negyedévben ismét visszaeshet a hazai gazdaság éves növekedési üteme, amit a kiugróan kedvező tavalyi negyedik negyedév miatti magas bázis magyaráz. Összességében az idei év egészére a tavalyitól elmaradó, 2 százalékos enyhén meghaladó gazdasági növekedést valószínűsítünk.

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



Forrás: Századvég

## Reálgazdaság

***A vártnál gyorsabban bővült a GDP a második negyedévben.***

A KSH előzetes becslése szerint az éves GDP-növekedés üteme 2016. II. negyedévében a várakozásokat kissé meghaladó mértékben, 2,6 százalékra (a szezonálisan kiigazított adatok szerint 1,7 százalékra) gyorsult, így az első negyedéves lassabb növekedés átmenetinek bizonyult.

Bár a KSH az első becslésben még nem publikálja részletesen a növekedés összetevőit, valószínűsíthető, hogy termelési oldalról a növekedéshez – az első negyedévvel szemben – egyaránt hozzá tudott járulni a mezőgazdaság, az ipar és a szolgáltató szektor, míg fékezte azt az építőipar gyengébb teljesítménye, amely az uniós források átmenetileg lassabb lehívásához köthető.

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. A nettó export valószínűsíthető bővülése az ipar kedvezőbb teljesítményével magyarázható.

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

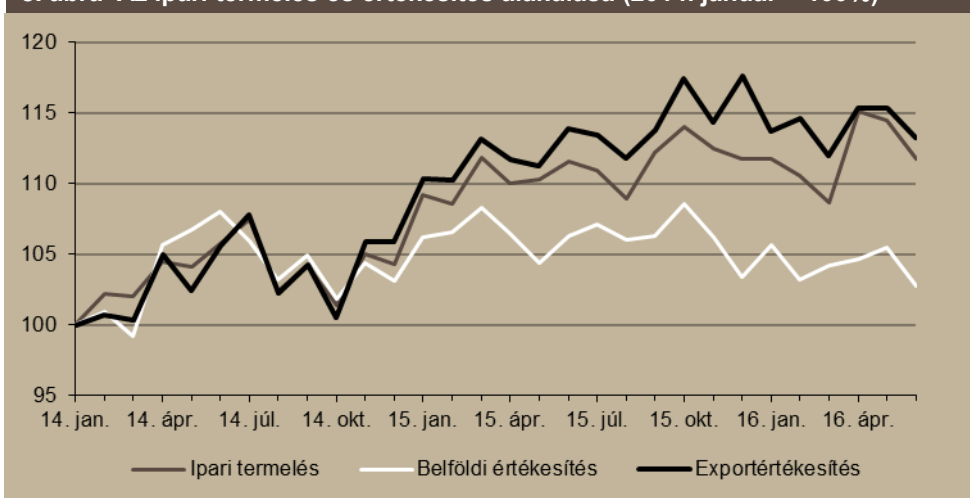


Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek. Előzetes becslés.  
Forrás: Eurostat

**Júniusban némileg csökkent az ipar teljesítménye.**

Az ipar teljesítménye az áprilisi és a májusi növekedés után júniusban némileg csökkent. A mérséklődés a kiigazítatlan és a munkanaphatástól megtisztított index szerint is 0,3 százalékos volt az előző év azonos időszakához képest. Júniusban az ipar értékesítését mind a belföldi, mind a külföldi értékesítések volumene lassította: az előbbi 4,1, míg az utóbbi 0,9 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest.

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.  
Forrás: KSH, Századvég

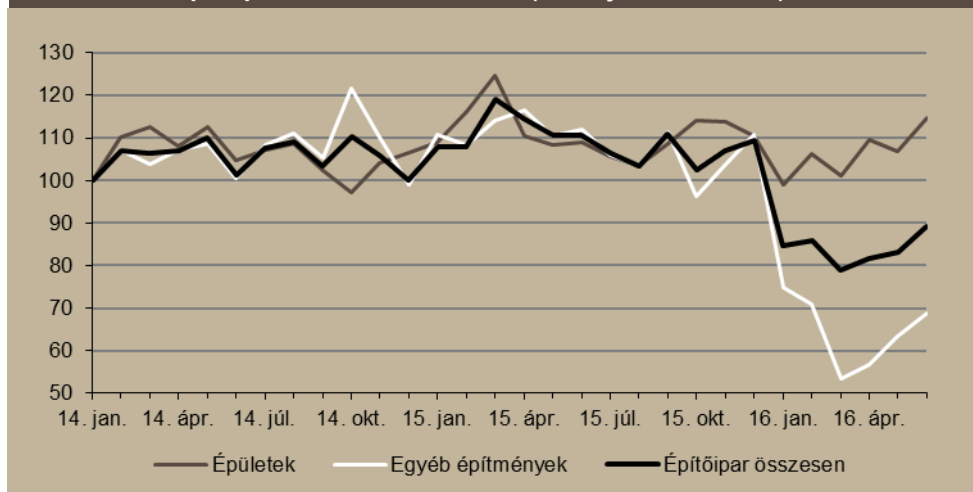
Az iparon belül legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipar termelésének volumene 0,2 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Ezen belül a legjelentősebb alágazat, a járműgyártás növekedése 3,2 százalékos volt. Ezt jelentősen meghaladta a kocszgyártás, kőolaj-feldolgozás alágazat és a számítógép, elektronikai és optikai termékek gyártása alágazatok bővülése, amelyeknél a növekedés meghaladta a 10 százalékot. A feldolgozóipar alágazatai közül jelentős, majdnem 30 százalékos csökkenés következett be a gépek, gépi berendezések gyártása alágazatban, de az egy évvel korábbitól néhány százalékkal elmaradt a teljesítmény a vegyi anyag, termék gyártása valamint a fémalapanyag és fémfeldolgozási termék gyártása esetében. Az előző hónapokban mértnél kevésbé, 5,3 százalékkal maradt el a termelés volumene a csekély súlyú bányászat ágazatban. A KSH által megfigyelt,

kiemelt ágazatok új rendeléseinek állománya 2,6 százalékkal csökkent, ám a teljes rendelésállomány a hó végén ennek ellenére is 5 százalékkal haladta meg az egy évvel korábit.

**Az építőipari termelés  
volumene júniusban  
16,2 százalékkal  
csökkent.**

Júniusban az építőipar termelésének volumene ismét elmaradt az egy évvel korábitól. A csökkenés mértéke 16,2 százalékot tett ki, amely az előző hónapok visszaeséséhez képest már mérsékeltebb csökkenést jelent. Májushoz képest júniusban az építőipar teljesítménye a szezonálisan kiigazított adatok szerint 7,5 százalékkal emelkedett. Különbözőképpen alakult ugyanakkor a két építményfőcsoport építésének volumene: míg az épületek esetében 7,4 százalékos növekedést regisztrált a KSH, addig az egyéb építményeknél jelentős, 36,8 százalékos visszaesés történt. Az ellentétes irányú változásokat a Családi Otthontermelési Kedvezmény valamint az uniós források lehívása magyarázza. Míg az előbbi növelte az új lakások iránti keresletet, és így serkentette az építőipar teljesítményét, addig az előző uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó források lehívása már véget ért, az új ciklushoz kapcsolódó pályázatok pedig csak fokozatosan indulnak be, így a tavalyinál alacsonyabb az építőipar teljesítménye. A jövőben az épületek építésénél a Családi Otthontermelési Kedvezmény eredményeként további növekedés várható, de az új költségvetési ciklushoz kapcsolódó források lehívása nyomán az egyéb építmények építésének volumene is előbb-utóbb kedvezőbben alakulhat. Az építőipar új szerződéseinek volumene júniusban 13,3 százalékkal növekedett. Ezen belül a bővülés az épületek esetében 22,6, míg az egyéb építmények esetében 8,1 százalékos. A teljes szerződésállomány növekedése összességében 15 százalékos, amelyen belül az épületek esetében mért bővülés 60 százalékos, az egyéb építményekre vonatkozó szerződések állománya azonban még 1,3 százalékkal elmarad a tavalyitól, amely azonban már sokkal kisebb az év első hónapjaiban mért majdnem 70 százalékos vagy a májusi 22,5 százalékos elmaradáshoz képest.

**4. ábra Az építőipari termelés alakulása (2014. január = 100%)**



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

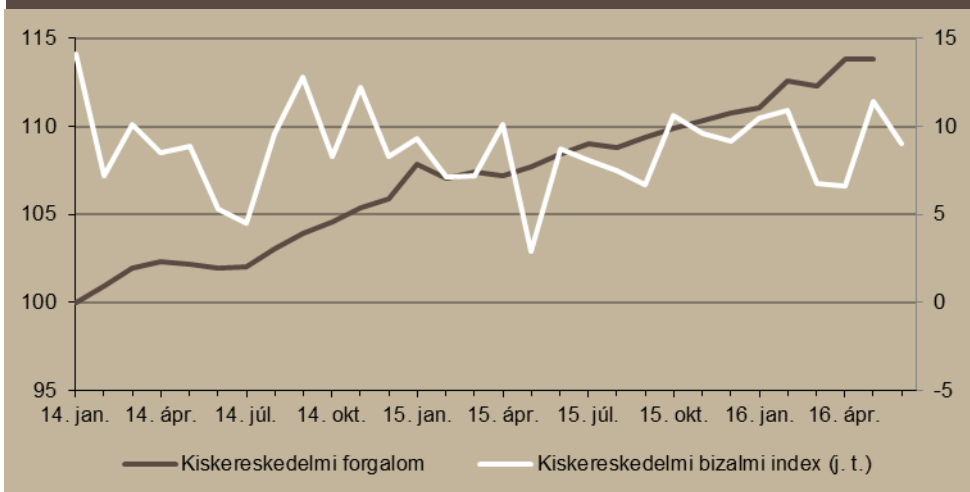
Forrás: KSH, Századvég

**A kiskereskedelmi  
forgalom 5,7 százalékkal  
bővült júniusban.**

A kiskereskedelem májusban a nyers adatok szerint 6,8 százalékkal (naptárhatástól megtisztítva 5,7 százalékkal) növekedett az előző év azonos időszakához képest, vagyis tovább folytatódott a növekvő trend. Júniusban az első becslések szerint a kiskereskedelmi forgalom volumene a nyers és naptárhatástól megtisztított adatok alapján egyaránt 5,7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Jelentős, 9,7 százalékos bővülés volt megfigyelhető a nem élelmiszer-kiskereskedelmi üzletekben. Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes kiskereskedelmi üzletekben

3,4, míg az üzemanyag-kiskereskedelemben 3,6 százalékos emelkedés mutatkozott. A korábbi hónapok lendületes növekedése után, amit a piaci hangulat javulása váltott ki, ezt a visszafogottabb növekedést magyarázhatja az is, hogy az olajárak mérsékelt növekedésnek indultak.

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

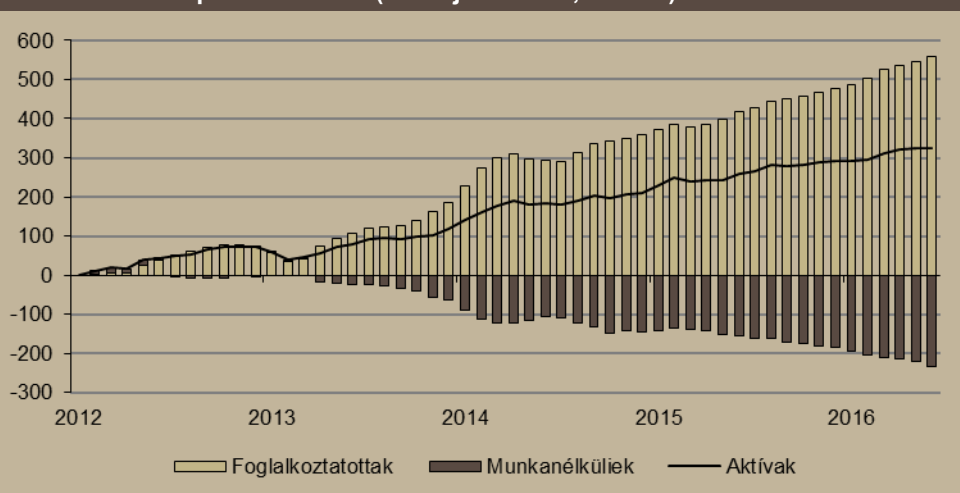
Forrás: KSH, Eurostat, Századvég

Májusban ismét jelentősen növekedett a csomagküldő és internetes kereskedelem forgalma: 18,4%-kal haladta meg az egy évvel korábbi forgalmat. A textil, ruházati és lábbeli kereskedelemben is folytatódott a növekvő tendencia, az előző év azonos időszakához képest 13,8 százalékkal emelkedett meg a forgalom volumene. 11,9 százalékos növekedés történt az illatszer szegmens forgalmában az előző év azonos időszakához képest, míg a gyógyszer és gyógyászati termékek esetében 4,4 százalék a bővülés. Ez összesen 6,6 százalékos növekedést indukált a gyógyszer, gyógyászati termék és illatszer szegmensben. A többi szegmensben is maradt a bővülő tendencia. Egyedül a hasznáلتcikk forgalmának volumene csökkent 5,8 százalékkal az előző év azonos időszakához képest.

### **A munkanélküliségi ráta 5,2 százalékra csökkent.**

A magyar munkaerőpiac helyzete 2016 júniusában tovább javult. A foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma egy hónap alatt 12 ezer fővel növekedett, így 2010 azonos időszakához képest 612 ezer fővel nőtt a foglalkoztatás. Az aktívak szezonálisan kiigazított száma május és június között kis mértékben, ezer fővel bővült. Az aktivitási ráta ennek köszönhetően 61 százalékra emelkedett a 15-74 éves korosztályban. A foglalkoztatás bővülése szinte teljes egészében a munkanélküliek körében csapódott le, a munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma júniusban 11 ezer fővel, 237 ezerre csökkent. Az intézményi statisztikák alapján az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 2 ezer fővel emelkedett, vagyis a foglalkoztatottak számának növekedése a mikro vállalkozásoknak és az önfoglalkoztatásnak köszönhető. Az alkalmazotti létszám növekedése teljes mértékben a versenyszektorhoz köthető, ahol a 6 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak száma, míg a költségvetési szektorban 4 ezer fővel csökkent. A nonprofit szférában a szezonálisan kiigazított adatok alapján stagnált az alkalmazottak száma. A költségvetési szférán belül a közfoglalkoztatottak száma a nyers adatok alapján nem változott, továbbra is 218 ezren dolgoznak a START munkaprogramokban. A szezonálisan kiigazított munkanélküliségi ráta 5,2 százalékra csökkent.

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



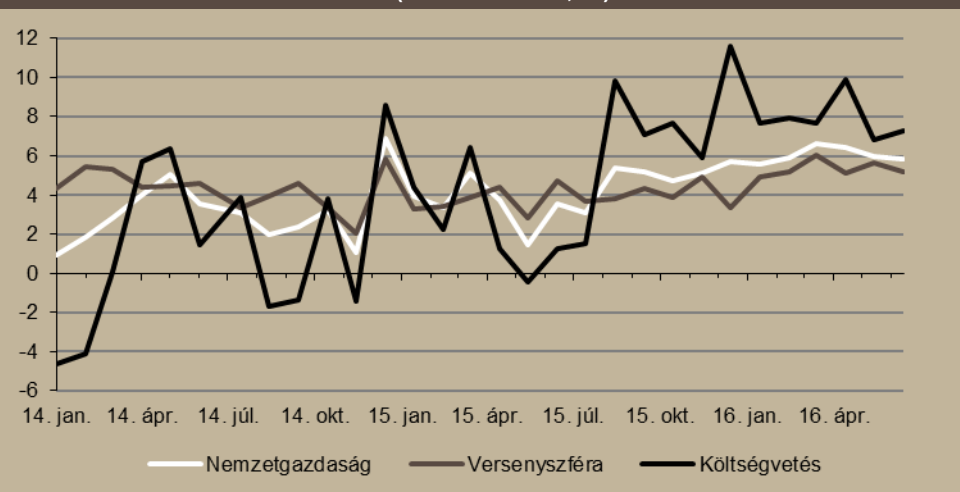
Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek

Forrás: KSH, Századvég

**A nettó reálbérek 7,6  
százalékkal nőttek  
júniusban.**

A bruttó átlagkeresetek éves szinten 5,8 százalékkal növekedtek júniusban, amelynek köszönhetően 2016 júniusában a bruttó átlagkereset közel 260 ezer forint volt. Éves szinten a versenyszektorban 5,2 százalékkal, míg a költségvetési szektorban 7,3 százalékkal növekedtek a bruttó keresetek. A keresetek növekedése mögött a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, a fegyveres testületek illetményemelése és a szociális területen dolgozók számára kifizetett kiegészítő pótlék áll. A bérek növekedése a versenyszférában elsősorban az egyes szegmensekben kialakuló munkaerőhiány következménye. Az árszínvonal alakulását is figyelembe véve, a bruttó reálkeresetek 6 , míg a nettó reálkeresetek 7,6 százalékkal növekedtek éves szinten júniusban.

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



Forrás: KSH, Századvég

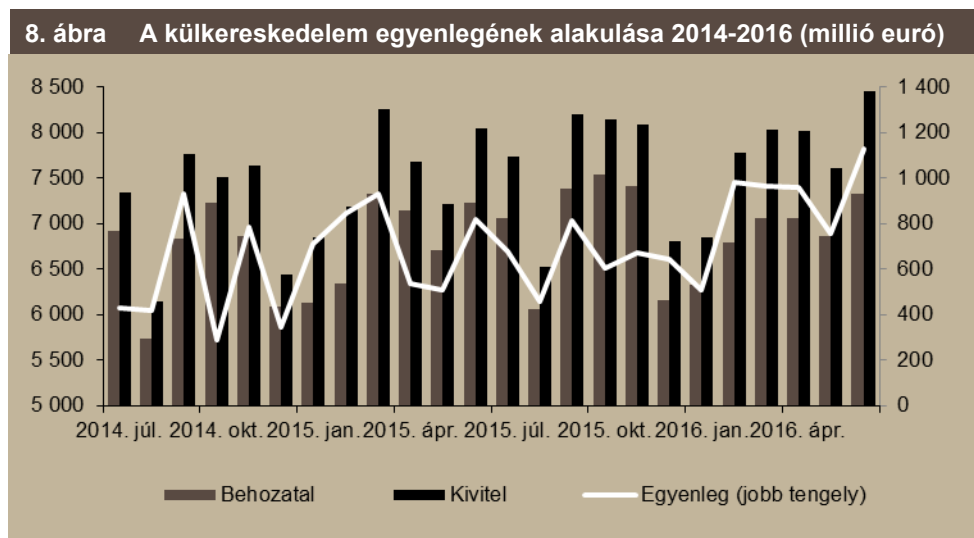
## Külső egyensúly

**Májusban és júniusban  
is nőtt a  
külkereskedelmi többlet.**

A KSH 2016 májusára vonatkozó adatai alapján a külkereskedelmi termékforgalom exportvolumene 6,3 százalékkal, míg a behozatalé 2,9 százalékkal nőtt éves bázison. A külkereskedelmi mérleg többlete 730 millió eurót tett ki, így az előző év azonos időszakához képest 259 millió euróval nőtt.

Májusban az egy évvel korábbihoz képest a gépek és szállítóeszközök volumene a kivitelen 10,3, a behozatalban 6,6 százalékkal bővült. Az importoldalon a legnagyobb forgalmú villamos gépek behozatalának és kivitelének volumene egyaránt 10 százaléknál feletti mértékben nőtt. A közúti járművek mindkét irányú kereskedelme 10 százaléknál alatti mértékben bővült. A feldolgozott termékek exportvolumene 11 százalékkal, importvolumene 14 százalékkal nőtt.

A 2016 júniusára vonatkozó első becslés alapján a külkereskedelmi mérleg aktívuma 1129 millió eurót tett ki. Ez 302 millió euróval több, mint az egy évvel korábbi érték. Az export euróban számított értéke 5,0 százalékkal, míg az import 1,3 százalékkal nőtt éves összevetésben.



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

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2016 júniusában 729,3 millió eurót tett ki, amely az első öt hónapban mért értékekkel együtt (3718,3 millió euró) jelentős mértékben felülmúlja az előző év azonos időszakában mértet (2263 millió euró). A folyó fizetési mérleg szaldójának közel 70 százalékos emelkedése döntően az árak kereskedelmének egyenlegnövekményéből származik.

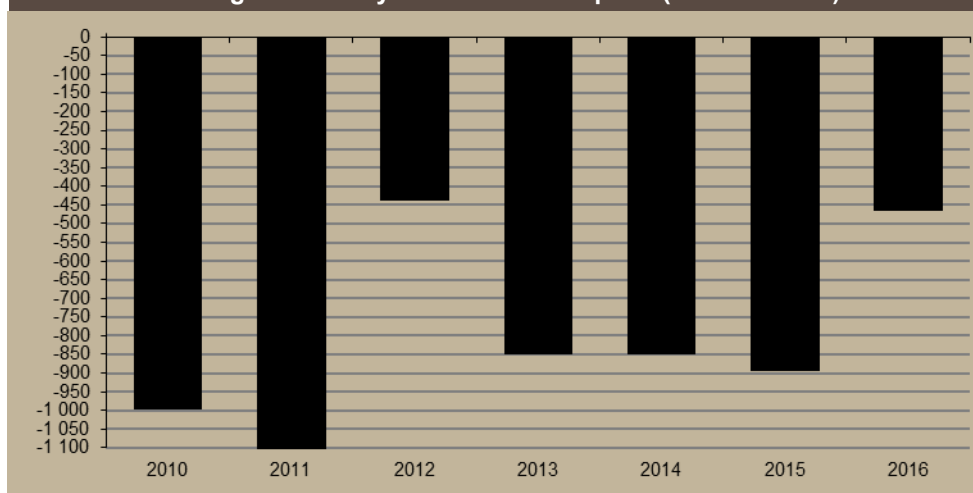
## Költségvetési helyzet

***Az első hét havi deficit alacsonyabb, mint tavaly.***

Július végén az államháztartás központi alrendszerének halmozott hiánya 464,8 milliárd forint volt, ami az elmúlt négy év legkedvezőbb hetedik havi adata. Júliusban a központi költségvetés 585,8 milliárd forintos deficittel, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 52,5, az elkülönített állami pénzalapok pedig 68,5 milliárd forintos többlettel zártak. A halmozott hiányhoz a hetedik hónap 62,7 milliárd forintos deficittel járult hozzá, szemben a tavalyi 70,8 milliárd forintos hiánnyal. Az első hét hónap – tavalyi évhez viszonyított – kedvezőbb teljesülése mögött a kedvező gazdasági folyamatok adóbevétel generáló hatása és kiadási oldal eltérő szerkezete áll. A bevételi oldalon a legfőbb adónemek esetében (szja, áfa, jövedéki adó) a tavalyi év azonos időszakához képest növekedni tudtak a bevételek. A kiadási oldalon főképp a 2014-2020-as, új európai uniós költségvetési ciklus forrásainak lehívási dinamikája mutatkozik meg. Az új ciklushoz tartozó forráskiutalások még nem érték el tervezett ütemüket, ami a tavalyi évhez viszonyítva alacsonyabb forráskiáramlást is jelent.



9. ábra A költségvetési hiány az első hét hónapban (milliárd forint)



Forrás: NGM

A Nemzetgazdasági Minisztérium által közzétett hírek szerint a kormányzat már dolgozik azon, hogy részben az uniós források késését, részben az egyre élesedő munkaerőhiányt kezelje. A fellépő helyzet kezelésére akciótervet ígérnek, ami az ősszel kerülne kidolgozásra. Varga Mihály költségvetésért felelős miniszter szerint egy esetleges járulékcsökkentés lehetne a munkaerő-piaci feszültség megoldása, azonban a kormány mozgástere szűk, ami korlátozza a járulékcsökkentés lehetőségét.

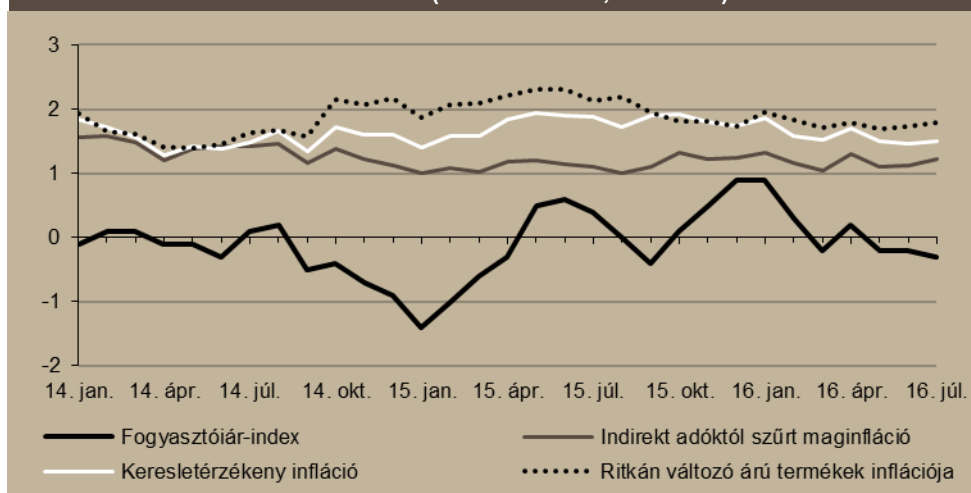
## Monetáris folyamatok

*Továbbra is negatív az infláció Magyarországon.*

A defláció júliusban is megmaradt a gazdaságban: a fogyasztói árak az előző év azonos időszakához viszonyítva 0,3 százalékkal csökkentek. Az élelmiszerek 0,2 százalékkal drágultak, amely több jelentős árnövekedés (cukor 25,1 százalék, étolaj 7,1 százalék, idényáras élelmiszerek 5,7 százalék) és több jelentős árcsökkenés (sertéshús 14,2 százalék, sajt és tej 6,2 százalék) együttes hatásának eredménye. A szeszesitalok és dohányárak tovább drágultak, áruk 1,8 százalékkal növekedett. Folytatódott az árak emelkedése a szolgáltatások (1,3 százalék) esetében is, amelyhez ezúttal a lakbér 6 és a kulturális cikkek javításának 5 százalékos drágulása járult hozzá. A ruházatkodási cikkek árai 0,9, a tartós fogyasztási cikkek árai pedig 0,2 százalékos növekedést mutattak. Az egyéb cikkekért 4,9 százalékkal kellett kevesebbet fizetni, amihez a járműüzemanyag árának 13 százalékos csökkenése jelentősen hozzájárult. A háztartási energia ára e hónapban is 0,1 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. A defláció tehát alapvetően a nemzetgazdasági energiainput-költségek csökkenésének eredménye, míg a kibocsátási oldalon növekedtek az árak, amely összeségében ösztönzi a kínálat bővülését.

Az MNB által közzétett inflációs alapmutatók e hónapban változatosan alakultak. A fogyasztóiár-index  $-0,3$  százalékra csökkent, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,2 százalékpontonra, a ritkán változó árú termékek inflációja 1,8 százalékpontonra emelkedett. A keresletérzékeny infláció júliusban is maradt az 1,5 százalékpontos szinten. Az infláció továbbra is eltér a 3 százalékos céltől, ám a jegybank kommunikációja alapján nem várhatunk további csökkenést a történelmileg is alacsony kamatszintről. Ezt az állítást az is alátámasztja, hogy a maginfláció, amelyet a jegybank leginkább képes befolyásolni, 1,3 százalékos szinten állt.

10. ábra Inflációs trendmutatók (éves változás; százalék)



Forrás MNB

A jegybank augusztus 23-ai ülésén nem változtatott az alapkamat nagyságán.

### ***Kamatot csökkentett a Bank of England.***

Sem az EKB Kormányzótanácsa sem pedig a Fed kamatokról határozó Nyíltpiaci Bizottsága nem ülésezett az elmúlt időszakban, így nem alakultak ki e két monetáris politikai szereplő által indukált hatások a pénz- és tőkepiacokon. 7 év után azonban újra kamatot csökkentett a Bank of England (0,5 százalékról 0,25 százalékra). A 25 bázispontos kamatvágás a piaci várakozásokkal megegyező volt. A Brexit kedvezőtlen hatásainak tompítására hivatott monetáris lazítás további (nem várt) elemének tekinthető az, hogy a brit jegybank kibővítette az állampapír vásárlási keretét 60 milliárd fonttal 435 milliárd fontra és egy 100 milliárd fontos hitelezést támogató programról is döntés született. A lépések az esetleges likviditáshiányos állapotok elkerülését és a hitelezés ösztönzését jelentik. A döntés hatására az angol font tovább gyengült a devizapiacra. Az Európai Bankhatóság (EBA) 2016. június 28-án 51 eurózónás illetve az uniós, az egyes országokban 25 százalékosnál nagyobb piaci részesedéssel rendelkező bankokra kiterjedő banki stressz tesztet végzett, ahol mindössze három bank - az olasz Monte dei Paschi di Siena, az ír Allied Irish Banks és a brit Barclays - nem felelt meg. Azaz negatív forgatókönyv esetén nekik nem lenne elegendő az előírt szintet meghaladó szavatoló tőkékük. Ez kisebbfajta megnyugvást okozott a banki tőzsdei részvények árfolyamánál.

### **Jelentős monetáris lazítást vezetett be a brit jegybank**

Bár a kilépést pártolók győzelmével záruló június 23-ai brit népszavazás rövidtávú reálgazdasági hatásai nehezen megítélhetőek, augusztusi 4-ei ülésén a brit jegybanki feladatokat betöltő Bank of England Monetáris Tanácsa komoly, 4 pillérből álló monetáris stimulust jelentett be a beruházások élénkítése érdekében. A brit jegybank újonnan bevezetett, illetve részben újraindított gazdaságösztönző eszköztára jelentős hasonlatosságot mutat az Európai Központi Bank márciusban kiszélesített, sokat kritizált monetáris ösztönző rendszerével.

Elsőként, a BoE Monetáris Tanácsa hét év után csökkentette ismét irányadó rátáját, sőt, a 0,5-ről 0,25 százalékra mérséklődő kamatláb a legalacsonyabb a bank 322 éves története alatt. Mark Carney, a BoE kormányzójának iránymutatása alapján viszont az Európai Központi Bankkal szemben a brit jegybank nem tervezi a kamatfolyosójának negatív tartományba tolását, ami miatt az irányadó eszköz kamatlába várakozásunk szerint változatlan maradhat a következő hónapokban. A

kamatláb csökkentése mellett a tanács 375-ről 435 milliárd fontra emelte a bank brit állampapír vásárlására fordítható keretösszegét, aminek pénzügyi hatása megegyezett az EKB mennyiségi lazítási programjának márciusi bővítése után tapasztalttal. A döntést követően a brit 10 éves állampapír-piaci referenciahozam 0,16 százalékpontot esett, majd augusztus 12-én historikus mélypontra, 0,519 százalékra csökkent, miközben a brit FTSE 100 részvényindex a népszavazás előtti értékéhez képest közel 9 százalékkal nőtt augusztus közepéig.

A harmadik pillér keretében – az EKB júniusban bevezetett CSPP programjához hasonlóan – a brit központi bank 10 milliárd fontnyi vállalati kötvényt kíván felvásárolni a következő másfél évben, amivel a jegybank közvetlenül csökkentheti a nagyobb szigetországban működő vállalatok forrásköltségét. A monetáris ösztönző csomag utolsó eszközeként a brit jegybank 100 milliárd font értékben kínál hitelezési aktivitástól függő kedvező kamatozású hitelkeretet a brit kereskedelmi bankok számára. A program leginkább az EKB márciusban meghirdetett TLTRO II programjával rokonítható, ám több szempontból is hasonlít a korábbi brit Funding for Lending Scheme eszközhöz, illetve a hazai Növekedési Hitelprogramhoz.

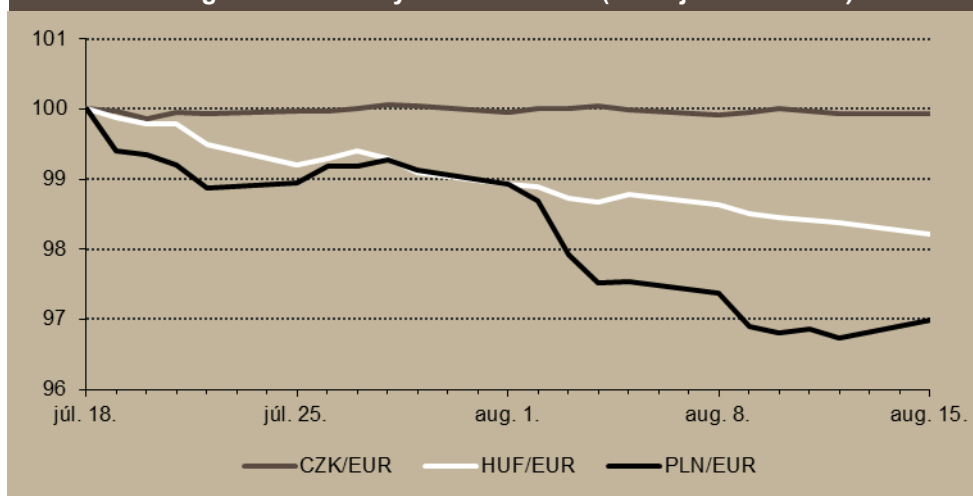
A brit monetáris eszköztár kiszélesítését a népszavazás eredményének miatt romló gazdasági kilátások indokolták. A brit jegybank legfrissebb előrejelzése szerint 2017-ben a korábban vártnál jóval alacsonyabb, 2,3 helyett 0,8 százalékos lehet a GDP növekedési üteme, míg 2018-ban a ráta a korábban vártnál 0,5 százalékponttal alacsonyabb, 1,8 százalékos lehet. A Bank of England előrejelzése egybevág a népszavazás előtti hatástanulmányok többségének eredményével: 14-ből 12 számítás szerint a kilépéspártiak győzelmét hozó választás után rövidtávon lassulhat a szigetország gazdasági növekedése, egyedül az Economists for Brexit szimulációi valószínűsítettek gazdasági fellendülést. A jegybank várakozásai szerint a gazdasági növekedés lassulását főként az üzleti célú beruházások visszaesése indukálhatja. Míg a Bank of England májusi előrejelzése a vállalati beruházások idén 2,5, jövőre 7,25 százalékos bővüléssel számolt, addig a legfrissebb, augusztusi Inflációs Jelentés 2016-ban 3,75, 2017-ben 2 százalékos visszaesést valószínűsít.

Megítélésünk szerint kétséges, hogy a monetáris lazítási csomag hatására csökkenő forrásköltség a Brexit miatt is megnövekedett globális kockázatok ellenére valóban beruházásra ösztönözné a brit vállalati szférát. A brit kilépési tárgyalások egyik legfontosabb pontja, a szigetországi vállalatok közös európai piacokhoz való jövőbeni hozzáférése a mai napig nem tisztázott, ennek eldöntéséig jelentős ipari beruházások meglátásunk szerint nem várhatóak. Várhatóan – Norvégiához és Svájcra hasonlóan – az Egyesült Királyság is csatlakozik az Európai Gazdasági Térséghez, amivel bár megszorítások nélkül részt vehet az áruk szabad európai kereskedelmében, a szigetország bankrendszere ennek ellenére várhatóan kiszorul az unió pénzügyi piacairól. A jelenleg a londoni City-ben kezelt európai megtakarítások jelentős része a következő negyedévekben visszazivároghat a kontinentális Európába, amivel párhuzamosan a londoni tőzsde elveszítheti globális vezető szerepét a valutakereskedelemben. A brit pénzügyi szektor jövedelemzösségét ráadásul tovább rontja a kockázatmentes jegybanki eszköz és állampapír-piaci hozamok csökkenése, így bár a jegybank monetáris lazítása csökkentheti a vállalati szféra forrásköltségét, a bankok várhatóan növekvő kockázatkerülése a hitelezési feltételek szigorításán keresztül szűkítheti az ezekhez a forrásokhoz hozzáférő vállalatok körét. Így bár a brit vállalati szektor beruházási kedvét növelheti a csökkenő hitelezési kamatlábakon keresztül az expansionista monetáris politika, ez megítélésünk szerint nem mérsékli érdemben a vállalatok

óvatossági motívumát, ami az unióból való kilépés részleteinek tisztázódásáig gátját jelentheti az üzleti célú beruházások, és ezen keresztül a gazdasági növekedés dinamizálódásának.

A régiós folyamatok közepes mértékű változást indukáltak a vizsgált pénzügyi mutatókban. A cseh korona árfolyama 0,1 százalékkal, míg a lengyel zloty 3 százalékat erősödött az euróval szemben. Az országkockázati felár (az 5 éves CDS) Csehországban egy egységgel 40 bázispontra, míg Lengyelországban 18 egységgel 79 bázispontra csökkent. Ez utóbbi országkockázat csökkenés nagy mértékben köszönhető annak is, hogy a banki elszámolás Lengyelországban sokkal kisebb mértékű lett, mint az a korábban nyilvánosságra került verziókban szerepelt.

11. ábra A régiós devizaárfolyamok alakulása (2016. július 18.=100)



Forrás: MNB, CNB, NBP

### **A hazai pénzügyi mutatók javultak.**

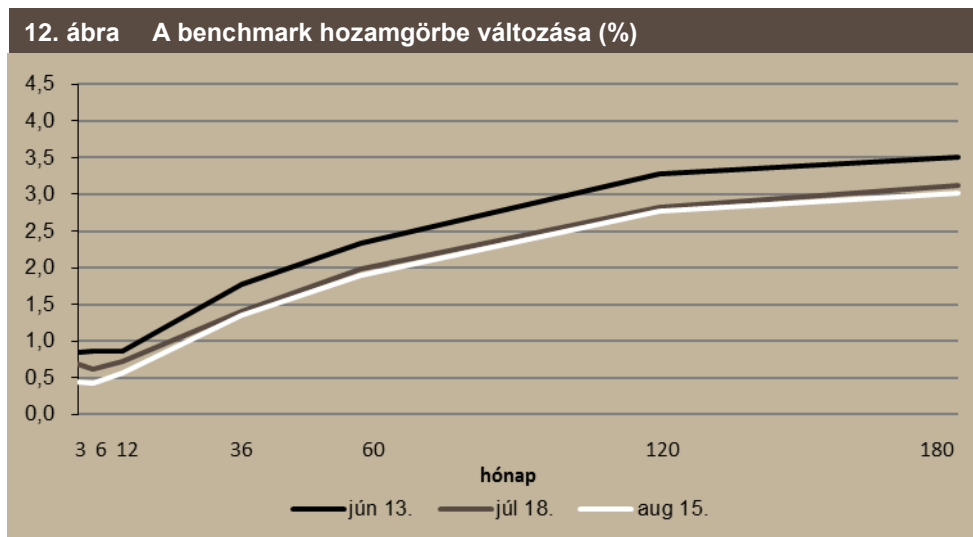
A hazai pénzügyi mutatók összességében kedvezőbbé váltak. Miközben az országkockázatot kifejező mutató, az 5 éves CDS értéke 12 egységgel 152 bázispontról 140 bázispontra csökkent, addig az elmúlt hónapban a forint árfolyama a svájci frankkal, az euróval és az amerikai dollárral szemben is erősödött, rendre 1,8, 1,7 és 2,8 százalékkal. Az időszak végén így egy svájci frank 284, egy euró 310, míg egy amerikai dollár 277 forintba került. Az elmúlt hónapban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány 8 milliárddal csökkenve jelenleg 3580 milliárd forintot tett ki.

### **Az MNB nem változtatott az alapkamaton.**

A magyar jegybank júliusban nem változtatott irányadó rátáján és 0,9 százalékon hagyta azt. A Monetáris Tanács jegyzőkönyve alapján a 8 fős grémiumból a megjelent 7 fő mindegyike a kamat tartására és a kamatfolyosó változatlanul hagyására voksolt. Az előző kamatdöntés óta nem történt olyan fejlemény, amely a jelenlegi kamatszint megváltoztatását indokolná. A Brexit következtében kialakult turbulens piaci környezetben a hazai pénzügyi piacok stabilnak mutatkoztak. A tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a magas külső finanszírozási képesség és az emiatt csökkenő külső adósságállomány tartósan mérsékli a magyar gazdaság sérülékenységét.

A kamat tartását követően és az önfinanszírozási program folytatása nyomán az állampapírok rövid futamidejű piacán tovább csökkentek a hozamok. A 3 hónapos hozam 23 bázisponttal csökkent, így továbbra is alacsony (0,45 százalék), és 45 bázisponttal kisebb az irányadó kamatnál (3 hónapos jegybanki betét). A további diszkont kincstárjegyek hozamai (6 hónapos és az egy éves) 16-19 bázisponttal estek.

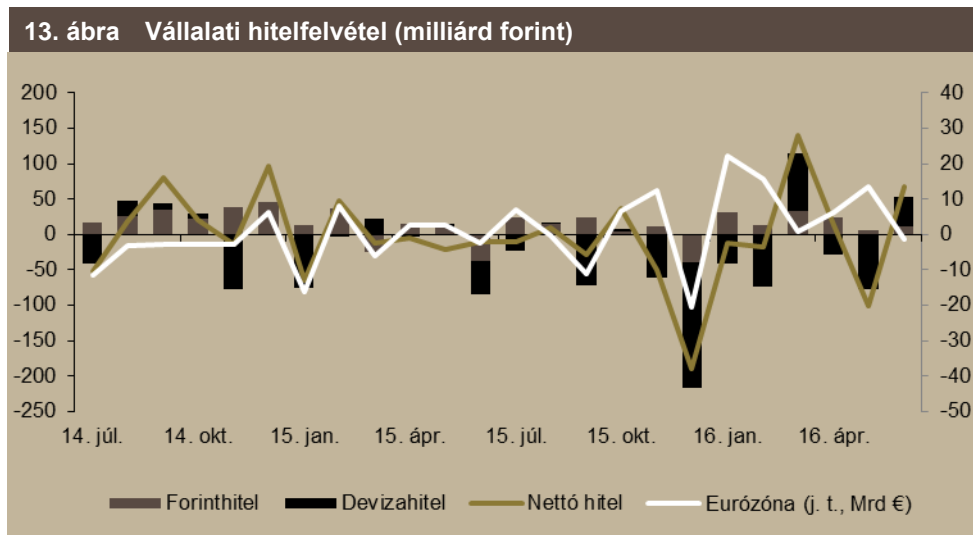
Az 3-5-10 és 15 éves állampapírok hozamai is estek, de kisebb mértékben (5-10 bázisponttal), azaz a hozamgörbe lejjebb tolódott. Ez azt mutatja, hogy a piaci szereplők jelentős része inkább rövidebb papírokat vásárol, és nem a hosszabb állampapírok mellett kötelezi el magát. Ez nagyrészt annak köszönhető, hogy a monetáris politikai döntések miatt a jegybanki 3 hónapos betétből kiszorul egy jelentős kereslet.



Forrás: ÁKK, Századvég

**A vállalatok nettó hitelfelvévők voltak júniusban.**

A vállalatoknál 2016 júniusában a szezonálisan kiigazított számok alapján a banki nettó forinthitel felvétel 11,6 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke 41,7 milliárd forintot tett ki, azaz a nem pénzügyi vállalatok júniusban nettó hitelfelvévők devizában. A kettő eredőjeként adódó júniusi teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan igazítva) így 68 milliárd forintnak felelt meg.



Forrás: MNB, EKB, Századvég

A folyószámlahiteleken felüli bruttó forinthitel-kihelyezés 150,4 milliárd forintot tett ki, ami nagymértékű növekedést mutat az előző hónaphoz képest. Az újonnan nyújtott euróhitelek összege 81,3 milliárd forint volt, ami jelentős mértékű növekedést jelent az előző havi értékhez képest.

# Századvég előrejelzés<sup>1</sup>

**14. ábra 2016. II. negyedévi előrejelzésünk**

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

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

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

	2016			2017		
	2016. március	2016. június	változás	2016. március	2016. június	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,4	2,1	-0,3	3,0	3,2	0,2
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,3	4,1	0,8	3,1	3,4	0,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	-2,2	-5,8	-3,5	2,5	3,3	0,8
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,7	7,4	-0,3	6,1	6,2	0,1
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,9	7,2	0,3	5,5	6,4	0,9
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	9,4	9,0	-0,3	10,5	9,3	-1,1
Fogyasztóiár-index (%)*	0,8	0,4	-0,4	1,8	1,6	-0,2
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	0,9	-0,45	1,35	0,9	-0,45
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,0	5,6	-0,4	5,8	5,4	-0,4
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,5	5,5	1,0	4,7	5,4	0,7
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	5,3	4,9	-0,4	5,2	4,7	-0,5
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	7,6	7,2	-0,4	8,4	7,9	-0,5
Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában	-1,6	-1,8	-0,2	-1,0	-2,1	-1,1
GDP-alapon számított külső kereslet*	2,4	2,2	-0,1	2,4	2,3	-0,1

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

Forrás: Századvég-számítás

<sup>1</sup> Készítés dátuma: 2016. június 10.

# 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.