

Átalakította irányadó eszközét a jegybank

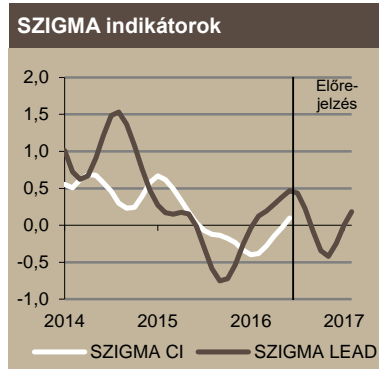
A júliusban beérkezett adatok alapján a magyar gazdaságot továbbra is nulla körüli inflációs szint jellemzi, miközben a bérek jelentősen emelkednek, a külkereskedelem pedig magas többletet ér el. Az előző évhez képest mindössze az építőipar teljesít gyengébben.

A világ júliusi makrostatisztikái közül leginkább az Egyesült Államok munkaerőpiaci adatait érdemes kiemelni. Míg a júniusban napvilágra került kedvezőtlenebb adat aggodalomra adott okot, addig a júliusi kedvező adatot pozitívan értékelték a piacok, és ez teret engedhet a Fed számára a kamatemelési ciklus folytatásához.

A magyar gazdaságban a friss adatok szerint az ipari teljesítmény májusban 9,2 százalékkal, a kiskereskedelmi forgalom pedig 6,8 százalékkal növekedett. Az ipar magas kibocsátásával összhangban növekedett a külkereskedelem aktívuma is: míg áprilisban 558 millió euróval volt magasabb a többlet a tavalyinál, addig májusban az első becslés szerint a mutató 284 millió euró növekedést mutat az előző évihez képest. Az építőipar teljesítménye ezzel szemben 26,6 százalékkal elmarad az egy évvel korábitól, amelyet elsősorban az uniós támogatások átmeneti kiesése okoz. Az inflációs környezet Magyarországon továbbra is mérsékelt, júniusban az árak 0,2 százalékkal alacsonyabbak voltak, mint egy évvel korábban.

A munkaerőpiacon a kedvező folyamatok tovább folytatódtak: a munkanélküliség 5,5 százalékra csökkent, míg a nettó reálbérek 7,8 százalékkal emelkedtek májusban.

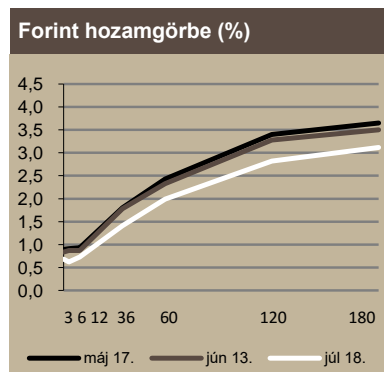
A Magyar Nemzeti Bank Monetáris tanácsa az irányadó eszköz átalakítása mellett döntött, miközben a Brexitről szóló népszavazás hatására forint kis mértékben gyengült az euróval szemben.



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: Datastream

Gazdasági áttekintés

Külső környezet

Júniusban ismét magára talált az amerikai munkaerőpiac.

Május és június között ismét dinamikusan, 287 ezer fővel bővült a foglalkoztatottak száma az Egyesült Államokban, így a kiemelkedően gyenge májusi foglalkoztatási adatok átmenetinek tekinthetők. Az emelkedés főként a pénzügyi szektorban, valamint a szociális ellátórendszerben foglalkoztatottak állománybővülésének eredménye, ám júniusban a havi bővülés mértéke az amerikai Verizon közel hat hétig tartó sztrájkjának május végi beszüntetése miatt is 35 ezer fővel emelkedett. A havi állománybővülés több mint fél éves csúcsra emelkedésének gazdasági hatását jól szemlélteti, hogy az adatok publikálását követően a 10 éves amerikai államkötvények referenciahozama historikus mélypontra, 1,367 százalékra esett. Janet Yellen, a Fed elnökének korábbi tájékoztatása alapján a kedvező amerikai munkaerő-piaci adatok teret engedhetnek a Nyíltpiaci Bizottság további kamatemelése előtt, melyre várakozásunk szerint júliusban vagy szeptemberben mindenképpen sor kerül.

A legfrissebb adatok alapján a gazdasági növekedéssel párhuzamban az eurózónában mind a vállalati szektor, mind a háztartások hitelkereslete tovább bővült az idei második negyedévben, az ügyfelekért folytatott banki verseny éleződésével tovább oldódtak a nem kamatjellegű hitelezési korlátok a valutaövezetben. Az EKB jelentése szerint jelentős kereslet mutatkozott a júniusban bejelentett kedvezményes kamatozású TLTRO II. program forrásai iránt, amit az eurózóna bankjai hitelállományuk bővítésére fordíthatnak. A program hatására a következő negyedévekben javulhat az eurózóna bankjainak jövedelmezősége, ami az Egyesült Királyság unióból való kilépése miatt bővülő bizonytalanság ellenére növelheti a szektor gyenge tőkevonzó képességét. A kedvező hitelezési folyamatok ellenére főként az eurózóna déli tagállamainak bankszektora továbbra is komoly szolvenciális problémákkal küzdenek, a nemteljesítő hitelek aránya az olasz és portugál bankrendszerben is messze meghaladja az eurózóna átlagát. Bár megítélésünk szerint a déli tagállamok bankrendszerének fertőző hatása visszafogott maradhat, a bővülő kockázatok miatt a korábban vártnál alacsonyabb ütemben bővílhet az eurózóna hitelállománya és gazdasági növekedése is.

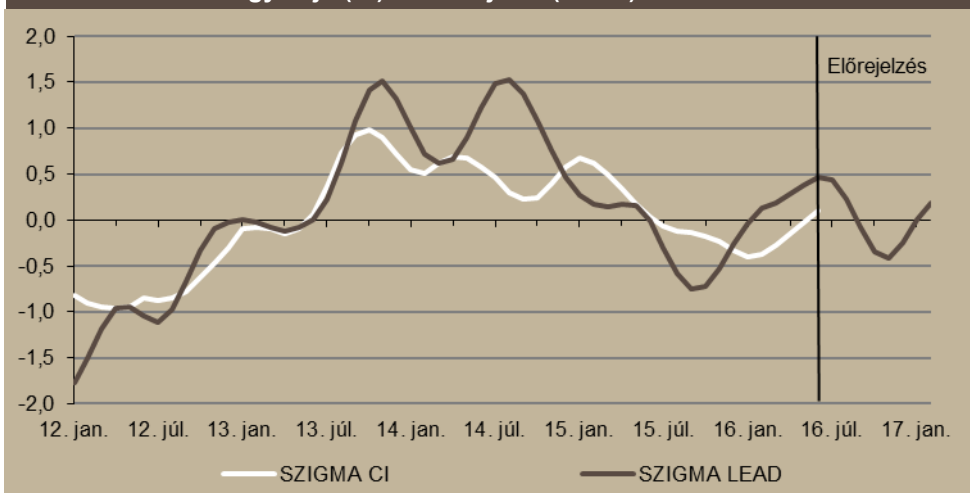
SZIGMA indikátoraink

SZIGMA indikátorunk alapján júniusban ismét trend felett nőtt a gazdaság.

A gazdaság jelenlegi állapotát kifejező SZIGMA CI indikátor értéke júniusban pozitív tartományba emelkedett, a mutató alapján így az év hatodik hónapjában enyhén trend feletti mértékben bővílhetett a hazai gazdaság. Bár az ipari termelés volumenindexe enyhén csökkent a historikus csúcsot jelentő áprilisi kibocsátáshoz képest, a májusi volumenindex értéke így is az elmúlt 15 év második legmagasabb értéke. Az ipari rendelésállomány további bővülése, illetve a szektor kedvező értékesítési folyamatainak következtében a szekunder szektor hozzáadott értékének emelkedése a következő hónapokban is folytatódhat. Az ipar növekedést dinamizáló szerepét továbbra is az építőipari kibocsátás jelentős visszaesése mérsékli: a kifutó uniós források keresletlénkítő hatásának kiesését nem tudja ellensúlyozni a belső kereslet. Bár a nem lakóépületekre kiadott építési engedélyek száma továbbra is magas, megítélésünk szerint az építőipari kibocsátás éves alapon mért jelentős visszaesése a következő hónapokban is folytatódhat.

A hazai gazdaság rövidtávú teljesítményével szembeni várakozásainkat kifejező SZIGMA LEAD indikátor alapján az idei harmadik negyedévben trend fölötti mértékben bővíthet a hazai gazdaság, ám 2016 utolsó negyedévében a gazdasági növekedés ismét elmaradhat potenciális szintjétől. Az utóbbi hónapoknál enyhén kedvezőtlenebb háztartási bizalmi indikátorok ellenére a következő hónapokban folytatódhat a májusban ismét historikus csúcsra emelkedő kiskereskedelmi forgalom további bővülése. A kedvező időjárásnak köszönhetően, az ipar és kiskereskedelem mellett megítélésünk szerint a következő negyedévekben a tavaly visszafogott teljesítményt felmutató mezőgazdaság is bővítheti a hazai kibocsátást. A legfrissebb gazdasági adatok alapján az idei év egészében továbbra is a tavalyitól elmaradó, 2 százalékos enyhén meghaladó gazdasági növekedést valószínűsítünk.

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



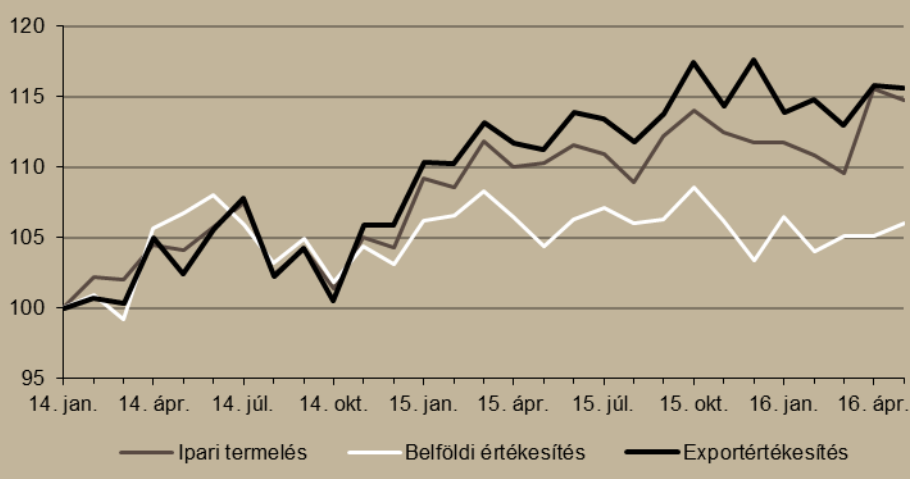
Forrás: Századvég

Reálgazdaság

***Az ipar májusban
9,2 százalékkal
növekedett éves
összevetésben.***

Az ipar április után májusban is jelentősen tudott növekedni, kibocsátása a nyers adatok szerint 9,2, míg a munkanaphatástól megtisztított adatok szerint 4,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A két érték közötti eltérést az indokolja, hogy idén májusban kettővel több munkanap volt, mint egy évvel korábban. A kedvező áprilisi és májusi adatokból azt a következtetést vonhatjuk le, hogy az ipar első negyedévben tapasztalt megtorpanása átmeneti, és az év többi részében az ágazat hozzá tud járulni a gazdaság növekedéséhez. Májusban az ipar növekedéséhez mind a belföldi, mind az export értékesítések volumenének növekedése hozzájárult: az előbbi 5,2, míg az utóbbi 8,7 százalékot tett ki.

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

Forrás: KSH, Századvég

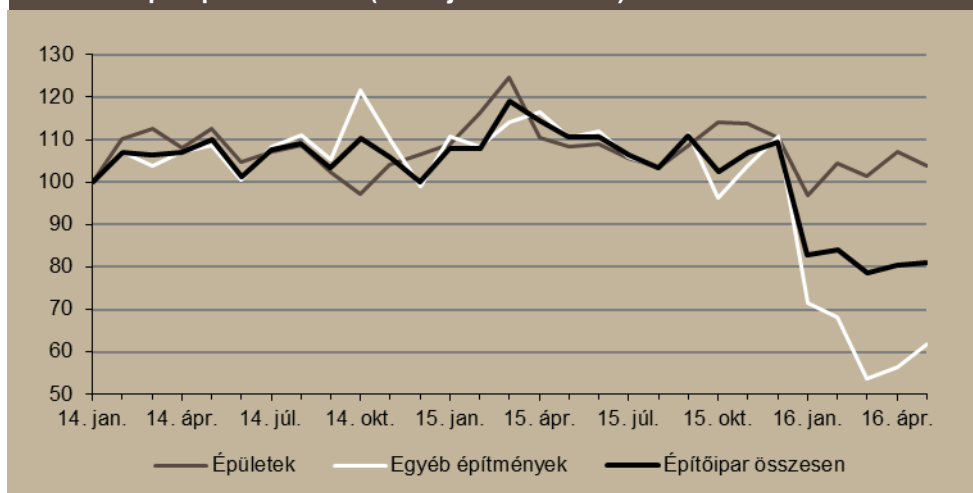
Az iparon belül legnagyobb súllyal bíró feldolgozóipar kibocsátása májusban 9,7 százalékkal nőtt. A feldolgozóiparban a textil-, ruházat-, bőr-, és bőrtermék gyártása alágazat kivételével minden alágazatban nőtt a teljesítmény az egy évvel korábbihoz képest. Legnagyobb mértékben, 17 százalékkal a számítógép-, elektronikai, optikai termékek gyártása alágazat teljesítménye növekedett, de több mint tizedével bővült a feldolgozás, papírtermék gyártása, nyomdai tevékenység, a gumi-, műanyag és nemfém ásványi termék gyártása, a fémalapanyag és fémfeldolgozási termék gyártása, a gép-, gépi berendezés gyártása valamint az egyéb feldolgozóipar, ipari gép, berendezés üzembe helyezése, javítása ágazatokban. A feldolgozóiparon belül nagy súllyal bíró járműgyártás ennél kisebb mértékben, 6,9 százalékkal bővült. Jelentősen, majdnem negyedével esett vissza ugyanakkor a kis súlyú bányászat termelése. Májusban a KSH által megfigyelt kiemelt feldolgozóipari ágazatokban a rendelésállomány 5,7 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, azonban az új szerződések volumenének tekintetében csak 1,2 százalékos növekedés figyelhető meg.

Az építőipar teljesítménye májusban jelentősen elmaradt az egy évvel korábbitól.

Májusban az építőipar teljesítménye továbbra is jelentősen elmaradt az egy évvel korábbitól, a termelés volumene 26,6 százalékkal volt alacsonyabb, mint tavaly májusban. Ugyanakkor a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint a termelés volumene májusban az áprilisinál kismértékben, 0,8 százalékkal magasabb volt. A bázishoz képesti visszaesést továbbra is a magas bázis és az Unió támogatások átmeneti kiesése okozza: a 2007 és 2013 közötti támogatási ciklus pályázatai már kifutottak, az új ciklushoz kapcsolódó támogatások pedig csak fokozatosan indulnak be. Ezt támasztja alá az is, hogy az uniós támogatásokhoz kapcsolódó beruházások által jobban érintett szegmensben, az egyéb építmények esetében a visszaesés nagyobb, 43,8 százalékos volt, míg az épületek esetében a csökkenés mindössze 4,4 százalékot tett ki. Az új szerződések állományát vizsgálva már láthatóak az ágazat jövőjét illetően pozitív jelek is: bár az összes szerződés volumene májusban még 10,5 százalékkal elmarad az egy évvel korábbitól, addig az új szerződések értéke 15 százalékkal haladja meg az egy évvel korábbit. Az épületek építése mindkét esetben jobban teljesít, mint az egyéb épületeké, ami elsősorban a Családi Otthonteremtési Kedvezménynek köszönhető. Míg az épületek esetén a szerződésállomány 58 százalékkal meghaladja az egy évvel korábbit, az új szerződések értéke pedig 21,6 százalékkal nőtt, addig az egyéb építményeknél bár az

új szerződések értéke 11,1 százalékkal magasabb, mint egy éve, de a teljes szerződésállomány még jelentősen, 32,2 százalékkal elmarad az egy évvel korábbitól.

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



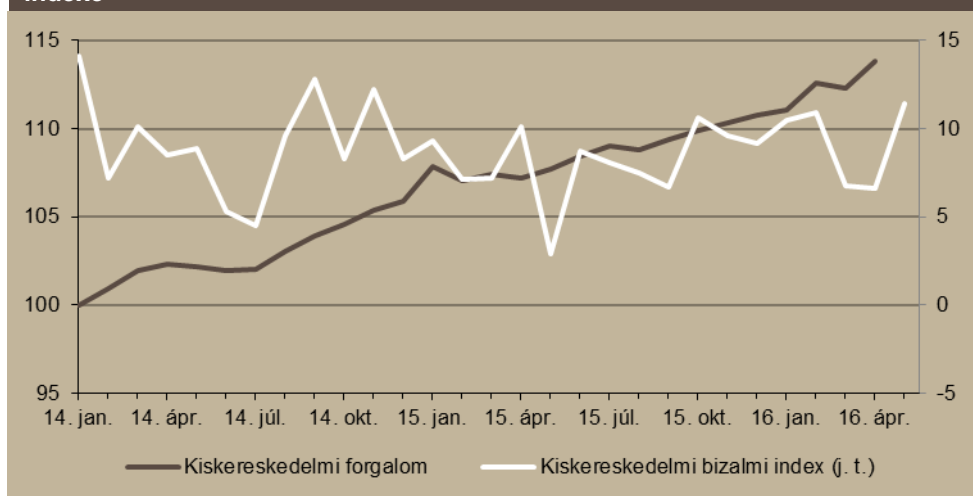
Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

Forrás: KSH, Századvég

A kiskereskedelmi forgalom májusban 6,8 százalékkal növekedett.

A kiskereskedelemben továbbra is maradt a növekvő trend. Ez év áprilisában a nyers adatok szerint 5%-kal növekedett a forgalom volumene (naptári hatástól tisztított adatok szerint a növekedés nagysága 6,7% volt). A két index eltérésének legfőbb magyarázata a húsvéthatás. Az első becslések szerint májusban sem tört meg a kiskereskedelem bővülése: nyers adatok szerint 6,8%-kal, míg a naptári hatástól megtisztított adatok szerint 5,7%-kal bővült a forgalom az előző év azonos időszakához képest. Májusban a naptárhatastól megtisztított adatok szerint kiemelkedő bővülés volt megfigyelhető az üzemanyag-kiskereskedelemben az előző év azonos időszakához képest (9%). Ennek fő magyarázata az olajárak további mérséklődése. Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes kereskedelmi üzletekben 4,4%, a nem élelmiszer-kiskereskedelmi üzletekben pedig 6,8% a bővülés mértéke.

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

Forrás: KSH, Eurostat, Századvég

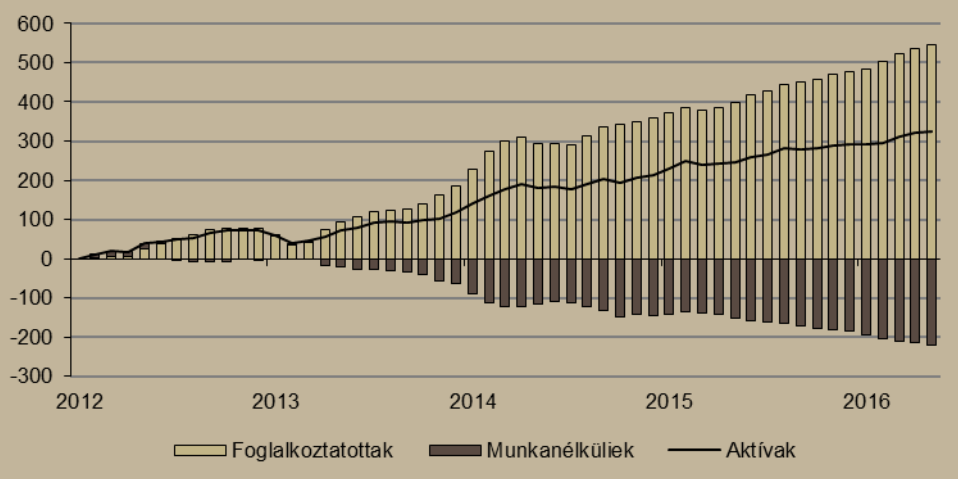
Az egyes üzlettípusokra vonatkozó forgalmi adatok még nem állnak rendelkezésre májusra vonatkozóan, így az áprilisi második becslés alapján ismertetjük azokat. Továbbra is lendületesen bővül a csomagküldő és internetes kiskereskedelmi

szegmens: áprilisban 31,4%-kal növekedett a naptári hatástól megtisztított volumen. Szintén jelentős, 21,2%-os növekedés volt tapasztalható a textil, ruházati és lábbeli kereskedelemben. Noha a dohányárak drágultak, az élelmiszer, ital, dohányárak forgalma tovább növekedett (4,1%-kal). A többi üzlettípus esetében is folytatódott a forgalom bővülése, egyedül a hasznáلتcikkek iránti kereslet mértékében mutatkozott jelentős visszaesés – a naptári hatástól tisztított volumenindex 9,4%-kal csökkent az év előző időszakához képest.

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

A magyar munkaerőpiac 2016 májusában kis mértékben tovább javult. A foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma egy hónap alatt 9 ezer fővel emelkedett. A foglalkoztatás lassuló növekedése az aktivitásban is megjelenik. Az aktívak szezonálisan kiigazított száma április és május között 2 ezer fővel bővült. Az aktivitási ráta ennek köszönhetően 60,9 százalék a 15-74 éves korosztály körében. A foglalkoztatás bővülése a munkanélküliek körében csapódott le, a munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma májusban 7 ezer fővel csökkent, 250 ezerre. Az intézményi statisztikák alapján az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 8 ezer fővel emelkedett. A növekedés mértéke elsősorban a versenyszférához kapcsolódik, ahol 6 ezer fővel emelkedett a dolgozók száma májusban, míg a költségvetési szektorban mindössze 1,5 ezer fővel. A nonprofit szférában a szezonálisan kiigazított adatok alapján stagnált az alkalmazottak száma. Így tehát a főbb strukturális dimenziókban folytatódott a hazai foglalkoztatási szerkezet évek óta tartó, egyenletes javulása. A költségvetési szférán belül a START munkaprogram, - amihez a közfoglalkoztatás is tartozik- keretében foglalkoztatottak száma a nyers adatok szerint 218 ezer főre emelkedett, ami kis mértékben, 8 ezer fővel magasabb, mint az előző hónapban. A szezonálisan kiigazított munkanélküliségi ráta májusban 5,5 százalékra csökkent.

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek

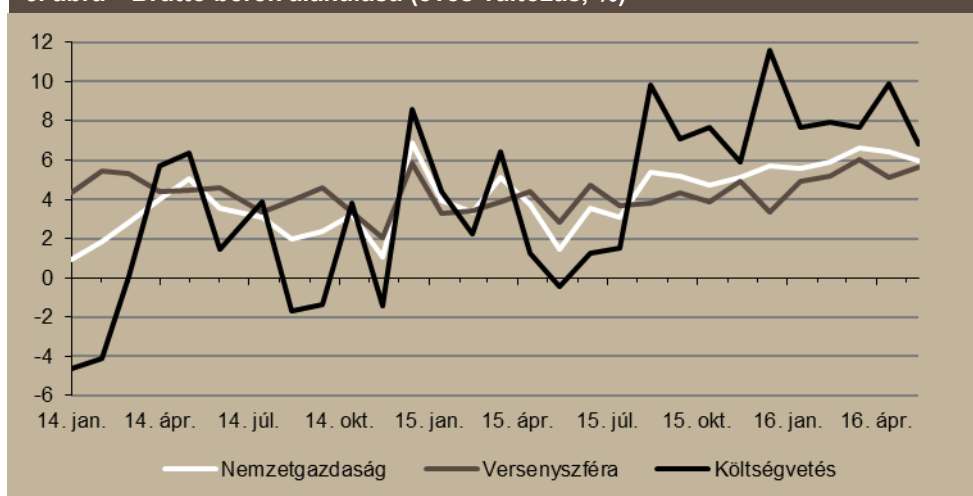
Forrás: KSH, Századvég

**A nettó reálbérek 7,8
százalékkal nőttek
májusban.**

A bruttó átlagkeresetek éves szinten 6 százalékkal növekedtek májusban, amelynek köszönhetően 2016 májusában a bruttó átlagkereset 262 ezer forint fölé emelkedett. Éves szinten a versenyszektorban 5,7 százalékkal, míg a költségvetési szektorban 6,8 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 6,2, míg a nettó reálkeresetek 7,8 százalékkal növekedtek éves szinten májusban.

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



Forrás: KSH, Századvég

Külső egyensúly

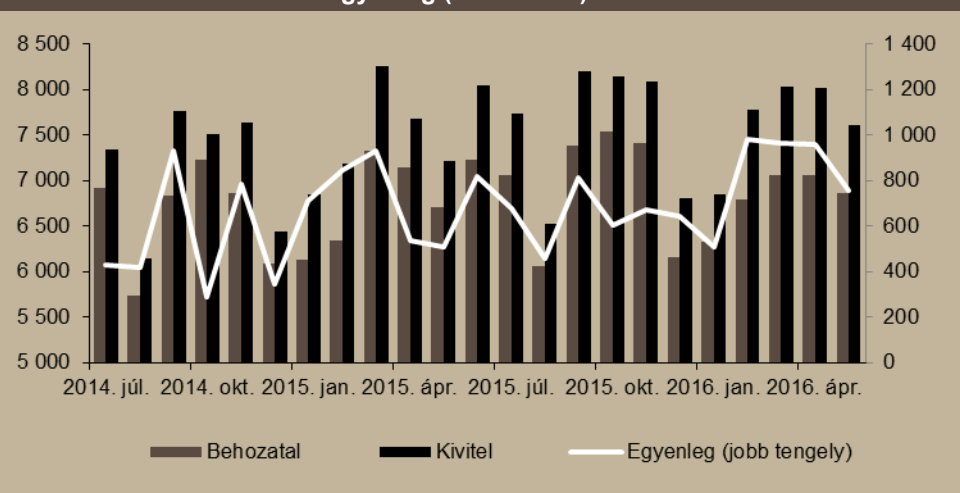
Áprilisban és májusban is nőtt a külkereskedelmi többlet.

A KSH 2016 áprilisára vonatkozó adatai alapján a külkereskedelmi termékforgalom exportvolumene 8,8 százalékkal, míg a behozatalé 3,9 százalékkal nőtt éves bázison. A külkereskedelmi mérleg többlete elérte a 989 millió eurót, így az előző év azonos időszakához képest 558 millió euróval nőtt. Áprilisban az egy évvel korábbihoz képest a gépek és szállítóeszközök volumene a kivitelben 10,5, a behozatalban 1,2 százalékkal bővült. Amíg a legjelentősebb árucsoport, a közúti járművek importvolumene majdnem 20 százalékkal nőtt – az újabb beruházások, az állami flottavásárlásoknak illetve az új modellek gyártásának köszönhetően, addig az exportvolumenük 10 százalékkal bővült. A feldolgozott termékek export- és importvolumene egyaránt 9,1 százalékkal nőtt. A feldolgozott termékeknek a legnagyobb részarányú gyógyszerek és gyógyszerészeti termékek mindkét irányú kereskedelmének volumene csökkent, leginkább a magas bázis miatt.

A 2016 májusára vonatkozó első becslés alapján a külkereskedelmi mérleg aktívuma 757 millió eurót tett ki. Ez 284 millió euróval több, mint az egy évvel korábbi érték. Az export euróban számított értéke 6,3 százalékkal, míg az import 2,4 százalékkal nőtt éves összevetésben.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2016 májusában 511,1 millió eurót tett ki, amely az első négy hónapban mért értékekkel együtt (3136 millió euró) jelentős mértékben felülmúlja az előző év azonos időszakában mértet (2124 millió euró).

7. ábra Külkereskedelmi egyenleg (millió euró)



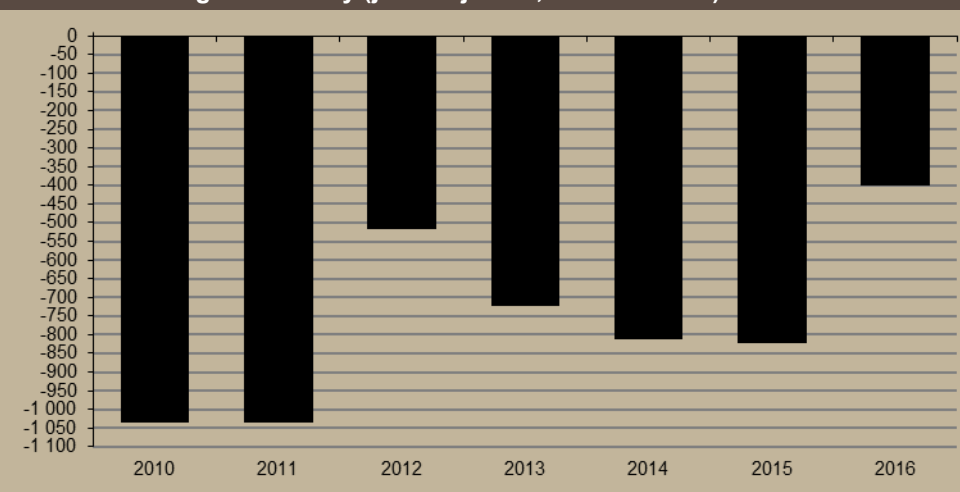
Megjegyzés: A 2016. májusi adatok az első becslésből származnak.
Forrás: KSH

Költségvetési helyzet

Az első félévben a költségvetés hiánya a tavalyinál jóval alacsonyabb volt.

Az államháztartás központi alrendszere az év első felében 402,1 milliárd forintos hiányt halmozott fel. Az első hat hónapban a központi költségvetés 514,9 milliárd forintos deficittel, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 47,2, az elkülönített állami pénzalapok pedig 65,6 milliárdos szuficittal zártak. A legfrissebb, júniusi hiány önmagában 388,9 milliárd forintot tett ki, ami jelentős változást jelent mind az elmúlt hónapok, mind a megelőző év azonos időszakához viszonyítva. A központi alrendszer hatodik havi egyenlegét – így a kiadásnövekedést- az adósságszolgálattal kapcsolatos kamatfizetések éven belüli eltérő lefutasával és a 2014-2020-as uniós programok kifizetéseinek megindulásával magyarázhatjuk. A Nemzetgazdasági Minisztérium tájékoztatása szerint maastrichti módszertannal kalkulált, 2 százalékos GDP-arányos hiánycél továbbra is reális és tartható.

8. ábra Költségvetési hiány (január–június, milliárd forint)



Forrás: NGM

Az Európai Bizottság előterjesztette a 2017. évi uniós költségvetés tervezetét. A testület a lisszaboni szerződés szellemében több forrást biztosítana a gazdasági növekedés elősegítésére, a munkahelyteremtésre és a versenyképesség fokozására. Európa új kihívásainak megoldása érdekében többletforrások jutnak az unió külső határainak védelmére, az EU-n belüli és kívüli biztonsági intézkedésekre, a

menekültek befogadására és integrációjára, valamint a migráció kiváltó okainak kezelésére is.

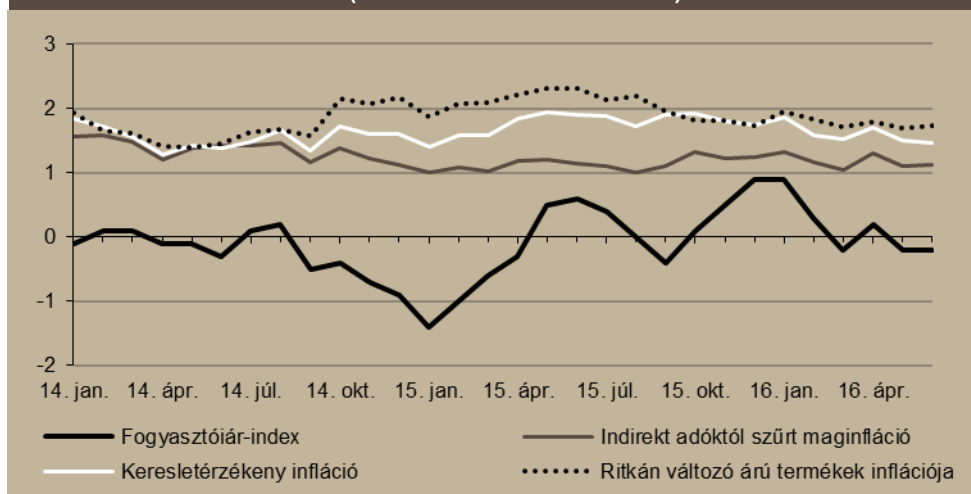
Monetáris folyamatok

Júniusban csökkentek a fogyasztói árak az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Júniusban tovább folytatódott a defláció – az árak az előző év azonos időszakához képest ismét 0,2 százalékkal voltak alacsonyabbak. Az élelmiszerek 0,4 százalékkal lettek olcsóbbak: a sertéshús (17,2), a sajt (8,1) és a tej ára (6,5%) mérséklődött, míg a cukor (24,1), az étolaj (7,1) és az idényáras élelmiszerek ára (5,0%) emelkedett. A szeszes italok és dohányárak ára 1,9 százalékkal tovább növekedett. 1,6 százalékkal drágultak a szolgáltatások, amihez nagymértékben hozzájárul a lakbér 6,4 százalékos és a külföldi üdülés árának 8,4 százalékos emelkedése. A tartós fogyasztási cikkek ára 0,7 százalékkal növekedett. E termékcsoporton belül kiemelendő a használt személygépkocsik árának alakulása, amely 7,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A ruházkodási termékek árai is kisebb növekedést mutattak (0,5%). 3,9 százalékkal csökkent az egyéb cikkek (gyógyszer, üzemanyag, kulturális, lakással, háztartással és testápolással kapcsolatos cikkek) ára, amihez jelentősen hozzájárult a járműüzemanyag árának 10,4 százalékos mérséklődése. A háztartási energia ára kis mértékben, 0,1 százalékkal mérséklődött: a korábbi rezsicsökkentés hatása már a bázisba került, a hatósági áras energia az elmúlt évben sem olcsóbb, sem drágább nem lett.

Az MNB inflációs alapmutatói nem változtak az előző hónaphoz képest. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció továbbra is 1,1 százalékponton, a keresletérzékeny termékek inflációja 1,5 százalékponton, míg a ritkán változó árú termékek inflációja 1,7 százalékponton áll. Az infláció továbbra is elmarad a 3 százalékos céltól, és az MNB előrejelzései szerint 2018 első félévében ér csak annak közelébe.

9. ábra Infláció alakulása (éves változás százalékban)



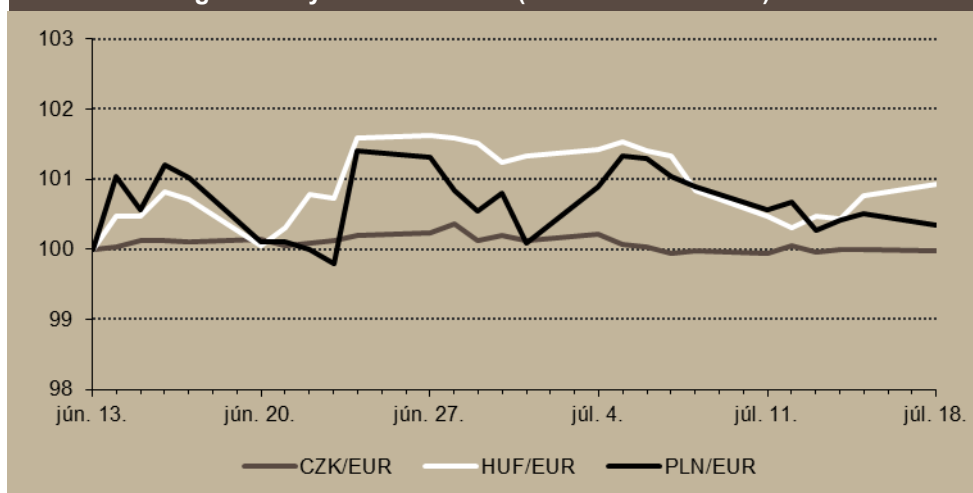
Forrás MNB, Századvég

A jegybank július 26-ai ülésén a jegybanki alapkamat nem változott. A jegybanki kommunikáció értelmében az alapkamat további tartására számítunk.

Az EKB nem változtatott a monetáris kondíciókon.

Az EKB Kormányzótanácsa július 21-i ülésén változatlanul hagyta a monetáris kondíciókat. A régiós folyamatok kismértékű változást indukáltak a vizsgált pénzügyi mutatókban. A cseh korona árfolyama gyakorlatilag stagnált, míg a lengyel zloty 0,3 százalékos gyengült az euróval szemben. Az országkockázati felár (az 5 éves CDS) Csehországban 41 bázisponton stagnált, míg Lengyelországban 11 egységgel 97 bázispontra emelkedett.

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



Forrás: Datastream

A hazai pénzügyi mutatók a brit népszavazás után kis-mértékben romlottak.

A hazai pénzügyi mutatók összességében kis mértékben kedvezőtlenebbé váltak. Miközben az országhoz tartozó kockázatot kifejező mutató, az 5 éves CDS értéke 10 egységgel 142 bázisponttól 152 bázispontra emelkedett, addig az elmúlt hónapban a forint árfolyama a svájci frankkal, az euróval és az amerikai dollárral szemben gyengült, rendre 1,0, 0,9 és 2,9 százalékkal. Az országhoz tartozó kockázatot jelentő CDS feláránál és az árfolyamalakulásnál is döntő jelentőségű volt a Brexit, azaz az brit EU-s kilépés győzelme a népszavazáson. Ennek hatására mindössze 2 nap erejéig az előbbi esetben nagyobb mértékű, míg az utóbbinál kisebb mértékű kilengés (CDS felár jelentős növekedése ill. árfolyamgyengülés) volt megfigyelhető a piacon. Az időszak végén így egy svájci frank 290, egy euró 315, míg egy amerikai dollár 285 forintba került. Az elmúlt hónapban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány 9 milliárddal növekedve jelenleg 3588 milliárd forintot tett ki.

A Monetáris Tanács nem változtatott az irányadó rátán, de átalakította irányadó eszközét.

A magyar jegybank júniusban nem változtatott irányadó rátáján és 0,9 százalékon hagyta azt. A Monetáris Tanács jegyzőkönyve alapján az akkor még 9 fős grémiumból a megjelent 8 fő mindegyike a kamat tartására és a kamatfolyosó változatlanul hagyására voksolt. A döntés megvitatása során a legtöbb tanácsstag kifejtette, hogy az alapkamat tartós fenntartása összhangban van a júniusi Inflációs Jelentés előrejelzésével, valamint, hogy az előző kamatdöntés óta nem történt olyan fejlemény, amely a jelenlegi kamatszint megváltoztatását indokolná, ezért lezárták a kamatvágási ciklust. A tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a magas külső finanszírozási képesség és az emiatt csökkenő külső adósságállomány tartósan mérsékli a magyar gazdaság sérülékenységét. Az MT júniusi ülésén kétszer is kiemelte (a július 6-án megjelent jegyzőkönyve alapján), hogy amennyiben szükséges a jegybank további nem konvencionális lépésre szánhatja el magát. A jegybank Monetáris Tanácsa a következő, július 12-i ülésén meg is lépte mindezt, a jegybanknál elhelyezhető 3 hónapos betétek mennyiségét korlátozza a jövőben, azaz az állampapírpiacon tereli a jegybanki háromhónapos betétek egy részét. (Részletesen lásd keretes írásunkat.)

A jegybank átalakította irányadó eszközét

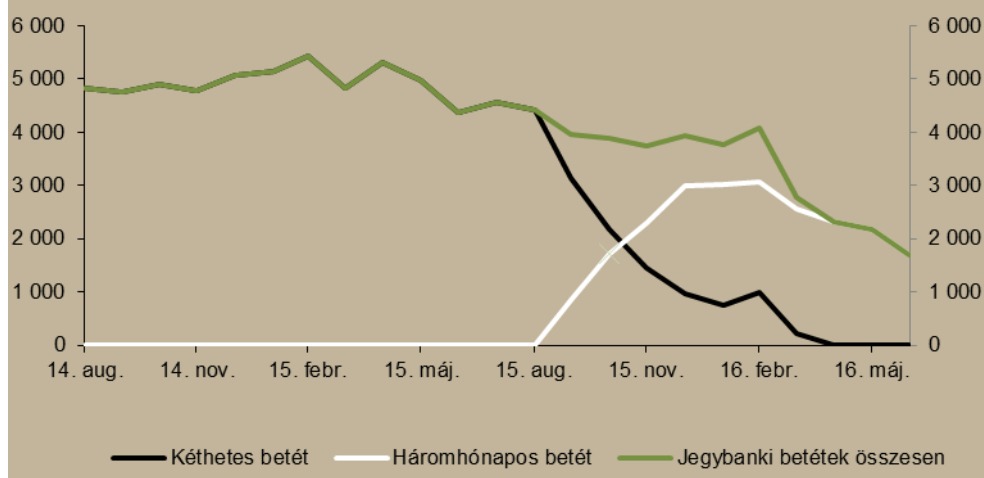
A jegybank július 12-i Monetáris Tanácsai döntése értelmében átalakította az irányadó eszközt. A jelenleg irányadó eszköznek számító háromhónapos jegybanki betét tenderére ugyanis az eddigi heti rendszeresség helyett 2016 augusztusától havi rendszerességgel kerül sor, így a likviditásmenedzselés nehezebbé válik, kevésbé lesz vonzó ez a jegybanki eszköz. Továbbá 2016 októbertől az MNB

korlátozza a tenderen elfogadott banki ajánlatok mennyiségét. A nem konvencionális eszközök alkalmazásától két dolgot remél az MNB: a likviditás terelésével azok megjelennek az állampapírpiacon vagy a banki hitelezésben hozzájárulva az MNB önfinanszírozási programjának folytatásához és a hitelösztönzés fokozásához.

Az önfinanszírozás azt jelenti, hogy a külföldiek helyett a belföldiek - lakosság, bankok - vásároljanak egyre nagyobb mértékben állampapírokat, ami a külföldi devizában fennálló adósságállomány csökkenéséhez is vezethet. Az állampapírpiacon a nagyobb kereslet a hozamok csökkenését idézheti elő, amely az állam államadósság menedzselésében a költségek csökkenését is jelenti az új kibocsátású vagy változó kamatozású állampapírjainak esetében. A hitelösztönzést pedig a nagyobb rendelkezésre álló forrásokkal és a piaci versenyben az alacsonyabb kamatok kialakulásával képzei el az MNB, amelyhez a hitelkereslet élénkülése is szükséges.

A magyar jegybank a 2015 szeptemberétől a korábbi kéthetes betét helyett a háromhónapos betét bevezetése mellett döntött a kéthetes betét folyamatos kivezetése mellett. A háromhónapos betét már kezdettől fogva csak belföldiek számára volt elérhető, külföldiek számára nem. A most bejelentett döntés értelmében a jelenleg a nagyjából 1690 milliárdos jegybanki háromhónapos betét további kiterelése folytatódik.

11. ábra A jegybanknál elhelyezett betétek állományainak alakulása (Mrd Ft)



Forrás: MNB

Július 14-én az első háromhónapos jegybanki betételhelyezési lehetőségnél a bankok már elmozdultak az állampapírpiacon felé, hiszen a lejáró háromhónapos betéteket csak 2/3-os mértékben újították meg, így a további közel 100 milliárdos összeg jelentős része megjelenhetett az állampapírpiacon, jelentősen lefelé tolva a rövid futamidejű hozamokat. Ezzel a lépéssel a bankok már a jegybank későbbi jegybanki háromhónapos betétek limitálására/kiterelésére és az állampapírpiacon kedvezőbb pozíció – magasabb hozamok - elérésére készültek.

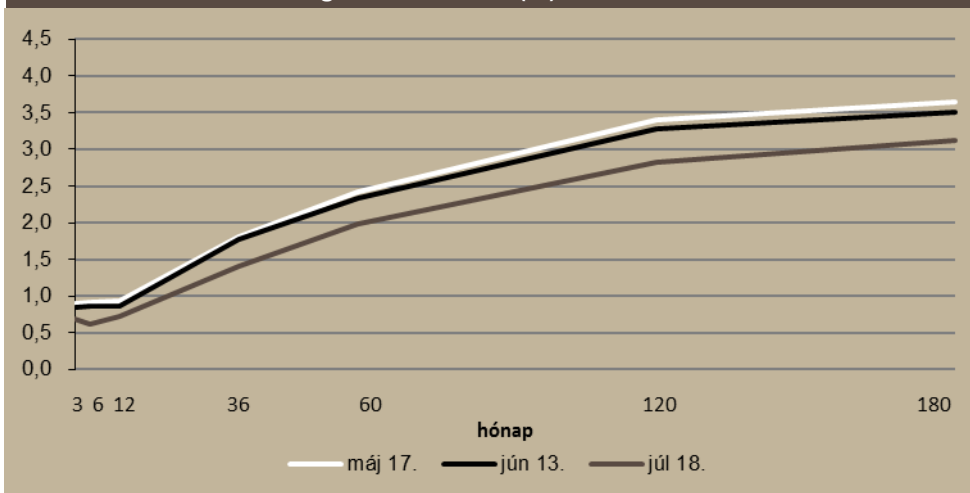
Az elemzők egy része arra hívja fel a figyelmet, hogy a jegybanknál elhelyezhető betétek további csökkentése egyértelműen a forint árfolyamának gyengítését idézi elő. A nagyobb likviditás ugyanis gyengébb forint/euró árfolyamot idéz elő, másképpen fogalmazva a jegybanknál betétet elhelyező bankok egyrészt dönthetnek úgy, hogy az állampapírpiacon vagy a bankközi forintpiacon jelennek

meg, míg egy részük pedig a forintját átváltja devizára (elsősorban euróra) és abban fektet be. Előbbi valóban az állampapírhozamok csökkenését idézi elő, míg utóbbi pedig a forint árfolyamát gyengíti.

Véleményünk szerint e jegybanki lépések helyesek lehetnek, hiszen előidézhetnek egy további hozamcsökkenést a rövidebb lejáratoknál (ezzel elősegítve az államadósság olcsóbb finanszírozását), illetve kisebb részben pedig serkenthetik a banki hitelezést.

A kamat tartását és az önfinanszírozási program folytatását jelentő lépést követően az állampapírok rövid futamidejű piacán csökkentek a hozamok. A 3 hónapos hozam 16 bázisponttal csökkent, így továbbra is alacsony (0,68 százalék), és 22 bázisponttal kisebb az irányadó kamatnál (3 hónapos jegybanki betét). A további DKJ-k hozamai (6 hónapos és az egy éves) 14-25 bázisponttal estek. Az 3-5-10 és 15 éves állampapírok hozamai is estek (34-46 bázisponttal), sőt, a rövidebb futamidejű állampapírokénál is jelentősebben csökkentek, azaz összességében a hozamgörbe lejjebb tolódott. A Moody's nem adott ki közleményt a magyar államadósságról július 8-án, de később üdvözölte a devizában denominált államadósság arányának 30 százalék alá csökkenését a teljes államadósságon belül. További változást okozhat az állampapírpiacra, ha a magyar szuverén adósságot mindegyik (vagy legalább még egy) nagy nemzetközi hitelminősítő, azaz a S&P és a Moody's is 2016-ban felminősíti, amelynek hatására várakozásaink szerint (minden egyéb az állampapírpiacra ható tényező változatlansága mellett) folytatódhat a hosszabb futamidejű papírok hozamának csökkenése.

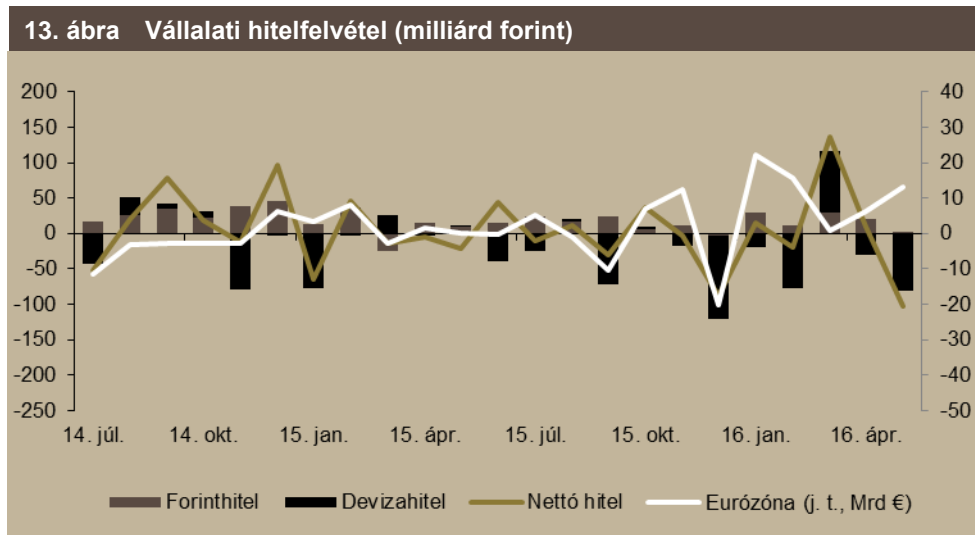
12. ábra A forint hozamgörbe alakulása (%)



Forrás: ÁKK, Századvég

Ismét a hiteltörlesztés volt a jellemző folyamat a vállalatoknál.

A vállalatoknál 2016 májusában a szezonálisan kiigazított számok alapján a banki nettó forinthitel felvétel 2,2 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke –81,5 milliárd forintot tett ki, azaz a nem pénzügyi vállalatok májusban nettó hiteltörlesztők devizában. A kettő eredőjeként adódó májusi teljes nettó hiteltörlesztés (szezonálisan igazítva) így 102 milliárd forintnak felelt meg.



Forrás: MNB, EKB, Századvég

A folyószámlahiteleken felüli bruttó forinthitel-kihelyezés 110,4 milliárd forintot tett ki, ami kismértékű növekedést mutat az előző hónaphoz képest. Az újonnan nyújtott euróhitelek összege 47,1 milliárd forint volt, ami kismértékű csökkenést jelent az előző havi értékhez képest.

Századvég előrejelzés¹

14. ábra 2016. II. negyedévi előrejelzésünk

	2015					2016					2017					
	éves	I.	II.	III.	IV.	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	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	3,4	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	3,4	2,6	3,4	3,3	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	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	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	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	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	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	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	4,4	5,6	5,7	5,8	5,4
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,4	-	-	-	-	4,9	-	-	-	-	4,7	-	-	-	-	4,7
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,8	-	-	-	-	7,2	-	-	-	-	7,9	-	-	-	-	7,9
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,0	-	-	-	-	-1,8	-	-	-	-	-2,1	-	-	-	-	-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	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

¹ 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.