

Márciusban ismét negatív volt az infláció

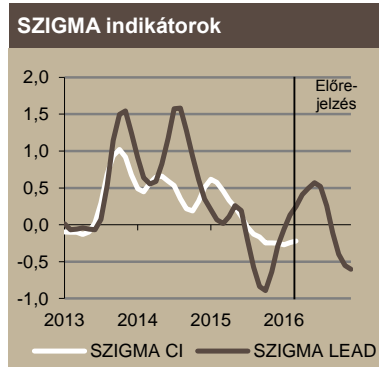
Az áprilisban beérkezett adatok szerint februárban az előző év azonos időszakához képest érdemben tudott növekedni az ipar és a kiskereskedelem is, míg márciusban az inflációs ráta tovább mérséklődött: az árak 0,2 százalékkal csökkentek az egy évvel korábbihoz képest.

A magyar gazdaság aktuális teljesítményét felmérő SZIGMA indikátorunk alapján 2016 első negyedében a növekedés várhatóan elmarad az előző negyedév kiugró értékétől, amelyhez jelentősen hozzájárul az uniós támogatások kifizetése miatti alacsonyabb építőipari teljesítmény is. A növekedés szempontjából ugyanakkor biztató, hogy februárban az ipar és a kiskereskedelem is 6 százalékot meghaladó mértékben volt képes emelkedni. Az építőipar teljesítménye az egy évvel korábbihoz képest mintegy ötödével visszaesett, itt az új uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó források lehívása mellett a Családi Otthonteremtési Kedvezmény hatása okozhat majd a jövőben növekedést.

A kedvező munkaerőpiaci folyamatok februárban is folytatódtak: az aktivitási ráta 60,4 százalékra emelkedett. A foglalkoztatás növekedése nagyrészt a versenyszférának köszönhető. A munkanélküliségi ráta már csak 5,9 százalékon áll. Az éves infláció decemberben ismét negatív volt.

Az elmúlt hónapban sem az EKB sem a Fed nem változtatott a monetáris kondíciókon. A magyar állampapírok hozama a márciusi kamatvágás hatására érdemben mérséklődött. A hazai jegybank áprilisban tovább csökkentette az irányadó rátát.

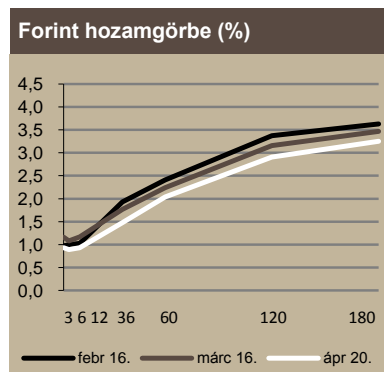
Az államháztartás hiánya az első negyedévben a tavalyinál jóval alacsonyabb volt. A 2017-es költségvetés tervezete szerint több termék- illetve szolgáltatáscsoport általános forgalmi adója mérséklődik jövőre.



Forrás: Századvég

Előrejelzésünk (2016.03.10.)

	2016
GDP változása (%)	2,4
Infláció (éves átlag, %)	0,8
Bruttó keresetek (éves változás, %)	4,5
EUR/HUF (éves átlag)	311



Forrás: Datastream

Gazdasági áttekintés

Külső környezet

A világgazdaságban kedvezőtlenül alakul a növekedési környezet.

Áprilisban nem változtatott a monetáris kondíciókon sem az EKB, sem a Fed Nyíltpiaci Bizottsága, amely megfelel a várakozásoknak. Az EKB tovább folytatja célzott hosszú finanszírozási programját (TLTRO) a mennyiségi lazítás érdekében. A februári defláció után, márciusban változatlanok maradtak az árak, így még mindig nem sikerült inflációt generálni az eurózónában. Az amerikai infláció is csökkenő pályára állt. Az előző év azonos időszakához viszonyítva a januári 1,4 százalékhoz képest márciusban már csak 0,9 százalékos szintet mértek. Márciusban erősödött az euró a dollárhoz képest, míg áprilisban ennek nagyon enyhe korrekciója következett be. A brent olajár 44 dollár fölé emelkedett a hónapban, a februári 26 dolláros mélypontról.

Az eurózóna növekedési kilátásai enyhén romlottak a Markit beszerzési menedzsmentindex alapján. Az ipari termelés 0,8 százalékos csökkenést mutatott januárról februárra, és majdnem ugyanekkora mértékben (0,7 százalékkal) az EU egészében. A munkanélküliség lassú ütemben csökkent és februárban 10,3 százalékon állt az eurózónában, illetve 8,9 százalékon az EU-ban. A német ipar teljesítménye februárban 0,5 százalékos esést mutatott januárhoz képest, de a Markit index javuló kilátásokat jelez. Az amerikai kiskereskedelem volumene márciusban 0,3 százalékos visszaesést mutatott februárhoz képest. Ennél jóval nagyobb mértékben, 2 százalékkal esett az ipari termelés márciusban. Az év első három hónapjában mindkét ágazat csökkenést mutatott hónapról hónapra, amely nem sok jót vetít előre az USA első negyedéves GDP-jét illetően.

Tizenöt évnyi adósságválság után visszatért Argentína a kötvénypiacra

Tizenöt év után először, 2016 áprilisában kezdhette meg Argentína újabb államkötvénycsomagjának piaci értékesítését. 12,5 milliárd amerikai dollárt célzott meg a kibocsátó, de az előrejelzés túljegyzést ígér. Az első napokban a tíz éves államkötvényt 8 és 8,25 százalékos kamattal sikerült értékesíteni. Az ötéves kötvények ehhez képest 100 bázisponttal alacsonyabb, míg a harmincéves papírok ugyanennyivel magasabb hozamígéréssel voltak piacképesek. Mindez a 2016-ban stagnáló argentin gazdaság esetében nem jelent olcsó hozzáférést a nemzetközi tőkepiacokhoz, de fontos lélegzetvételhez jut a gazdaságpolitika.

A bizarr történet 2001-ben kezdődött, amikor Argentína államcsődöt jelentett a 80 milliárd dollár lejáró kötelezettségére. A dél-amerikai ország megegyezett ugyan a hitelezők 93 százalékaival, akik elfogadták, hogy a 2005-ben és 2010-ben lejáró kötvények helyett nem pénzt, hanem újabb kötvényeket kapnak, a korábbi kibocsátáskor azonban elmulasztották azt az ún. „közös fellépésről szóló” záradékot hozzáfűzni a kötvényekhez, hogy ha a hitelezők többsége megegyezik a kötvény kibocsátójával, akkor a többieknek is el kell fogadni az egyezséget. Ezt a hibát kihasználva a hitelezők 7 százaléka 6,2 milliárd dolláros követeléssel az USA bíróságához fordult, hiszen a kibocsátás ennek a bíróságnak a joghatósága alá rendelte a felek közötti vitás ügyeket. (Mivel a dél-amerikai országok elsősorban az USA pénzügyi alapkezelőire számítanak a hitelezésben, ezért ez önmagában nem volt meglepő.)

Az USA polgári bírósága kimondta Argentína fizetési kötelezettségét már évekkal ezelőtt. Azonban a 2015-ig hatalmon lévő Christina Kirschner által vezetett kormány politikai harccá tette a nemfizetést, dögkeselyűknek nevezve a követelésük mellett kitartó hitelezőket. Ezzel azonban tizenöt évre technikailag adósságválságba taszította Argentínát, mert magánbefektetői és kereskedelmi banki finanszírozású tőkepiacokon az ország államkötvényét senki nem forgalmazta. (A kötvénymegújításról szóló megegyezést elutasító hitelezők követeléseinek 85 százalékát két nagy befektetési alap fedte le.) Az új elnök Mauricio Macri azonban a közvélemény többségének támogatásával megegyezésre törekedett, mivel a lakosság ekkorra belefáradt az amerikai hitelezők elleni eredménytelen és az ország finanszírozása és növekedése szempontjából káros küzdelembe. Az idén február végére tető alá hozott egyezség alapján a fenntartott követelések 75 százalékát, 4,65 milliárd dollárt fizet ki Argentína, amit a hitelezők elfogadtak.

A másfél évtizedig húzódó ügy lezárultával Argentína új kötvényeket bocsáthat ki a tőkepiacokra, és így devizához juthat. Ez ugyan nem fogja megoldani a stagnáló gazdaság és a 30 százalék körüli infláció problémáját. Az eddig kényszerűen 50 százalék alatt tartott államadósságszint is meg fog lódulni felfelé a várakozások alapján. A megállapodás ugyanakkor lehetővé teszi, hogy a korábbi devizatartalékhiányt ne olyan durva, piacidegen eszközökkel kezeljék, mint a valutakonvertibilitás felfüggesztése, a bankbetétek befagyasztása, az importőr cégek számára exportkötelezettség előírása, stb. A piaci finanszírozáshoz való visszatérés egyben a piaci mechanizmusok térnyerését is jelenti a restriktív állami aktivizmussal szemben, így Argentína visszakerül a világ kereskedelmi és beruházási térképére is.

Ami a nemzetközi tanulságokat illeti, az IMF felhívja arra a figyelmet, hogy a kisebbségben lévő, de kitartó hitelezők sikeres követelésérvényesítése csak bátorítani fogja a későbbiekben más csődöt jelentő államok kötvényeinek birtokosait is, hogy kikényszerítsék a fizetést, ugyanis még nagyjából 180 milliárd dollár értékben forog olyan államkötvény a globális tőkepiacon, amelynek nincs közös fellépésről szóló záradéka. Ezen kívül Argentína szélsőséges esete felhívja a figyelmet az államadósság magas devizaarányából keletkező kockázatokra is.

SZIGMA indikátoraink

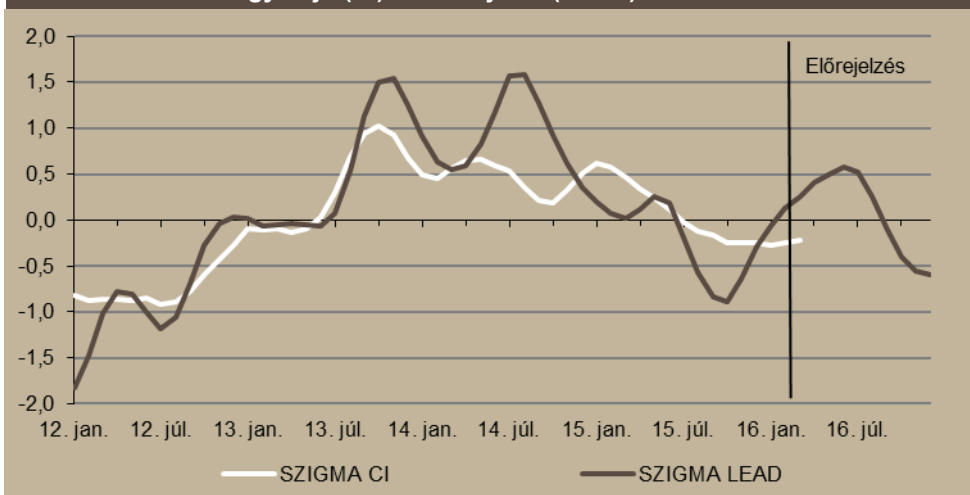
SZIGMA indikátorunk alapján az első negyedévben a tavalyinál kisebb növekedésre számíthatunk.

A gazdaság jelenlegi állapotát kifejező SZIGMA CI indikátor márciusban ismét negatív tartományban tartózkodott, a legfrissebb adatok fényében várhatóan az idei első negyedévben trend alatti ütemben bővült a hazai gazdaság. Az ipar termelési volumene az utóbbi évek teljesítményéhez képest továbbra is magas, ám összességében már negyedik hónapja enyhén csökken a havi ipari teljesítmény. Az új ipari rendelésállomány alakulása januárhoz hasonlóan visszafogott maradt februárban is, miközben a szekunder szektor értékesítése sem változott érdemben az utóbbi hónapokban. Februárban tovább csökkent az építőipar éves termelési volumene, a kibocsátás közel 20 százalékos mérséklődése alapján az idei első negyedévben az építőipari teljesítmény várhatóan a gazdasági növekedés csökkenése irányába hat. Február és március között enyhén romlottak mind a háztartások, mind a kiskereskedelmi szektor bizalmi indikátorai, ami az óvatossági motívum oldódásának elhúzódására utal.

**A rövidtávra
előretekintő mutató
szerint a gazdaság
teljesítménye az idén is
növekedhet.**

A hazai gazdaság rövidtávú teljesítményével szembeni várakozásainkat kifejező SZIGMA LEAD indikátor alapján a magyar gazdaság a korábban vártnál később, a második negyedévben bővíthet ismét trend feletti mértékben. Az építőipari vállalkozások szerződésállománya az elmúlt évekhez képest továbbra is alacsony, ám havi alapon már második hónapja növekszik. A lakásáfa-csökkentés és a CSOK keresletet növelő hatására a második félévben megállhat a szerződésállomány éves csökkenése, az idei év utolsó negyedévében akár ismét pozitív lehet az építőipar növekedési hozzájárulása. Várakozásunk szerint a gazdaság az idei negyedévben ismét potenciálistól elmaradó mértékben nőhet: összességében az idei évben a tavalyinál alacsonyabb, enyhén 2,5 százalék alatti bővülési ütemet valószínűsítünk.

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



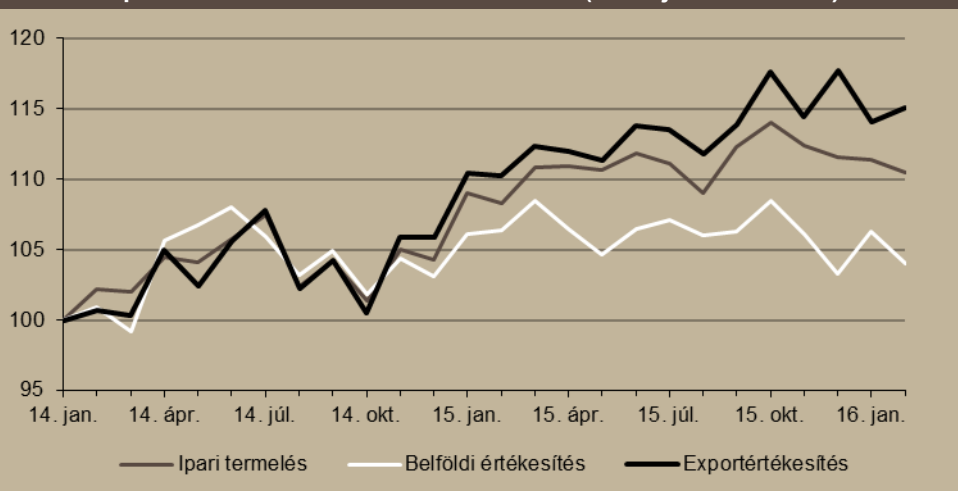
Forrás: Századvég

Reálgazdaság

**Az ipar februárban
6,3 százalékkal
növekedett éves
összevetésben.**

Az ipar a januári fékeződés után februárban ismét növekedni tudott. A szektor termelésének volumene a nyers adatok szerint 6,3 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A bővülés mértéke a munkanaphatással megtisztított mutató szerint ennél kisebb, 1,8 százalékos volt. Az adatok szerint a javuló konjunkturális helyzeten kívül az is hozzájárult a szektor magasabb kibocsátásához, hogy idén szőkőév van, és így több munkanap volt februárban. Az ipar februári növekedése kis mértékben elmarad a 2015-ös kiugróan magas, 7,7 százalékos értéktől. A februári növekedéshez egyaránt hozzájárult a belföldi és a külföldi értékesítések volumenének bővülése, ám míg az előbbi mértéke mindössze 1,9, addig az utóbbi 8,5 százalék volt.

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

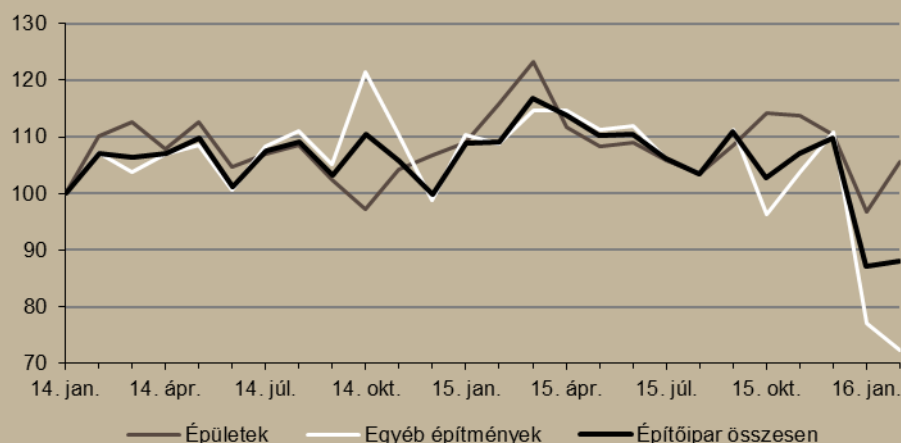
Forrás: KSH, Századvég

Az iparon belül legnagyobb súllyal megjelenő feldolgozóipar termelésének volumene 7,5 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest, ami jelentős javulás az előző havi 0,3 százalékos ütemhez képest. A feldolgozóiparon belül több alágazat is 20 százalék körüli növekedést ért el februárban (a nagy súllyal bíró számítógépek elektronikai, optikai termékek gyártása mellett a villamos berendezések gyártása és az egyéb feldolgozóipar; ipari gép, berendezés üzembe helyezése, javítása alágazatok). A méretéből adódóan fontos járműgyártás kibocsátása 4,8 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. Csökkenés mindössze néhány alágazatban történt februárban: a gépek, gépi berendezések gyártása 5,8, a textil- és ruházat, bőr- és bőrtermékek gyártása 1,7, míg a vegyi anyagok gyártása 2,2 százalékkal mérséklődött. Februárban a januári csökkenés után az új rendelések állománya ismét növekedni tudott: ennek mértéke 5,6 százalék volt, és így a rendelésállomány 6,3 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. Ez azt jelenti, hogy az ipar az idén is pozitívan járulhat hozzá a magyar gazdaság növekedéséhez.

Az építőipar teljesítménye februárban elmaradt az egy évvel korábbitól.

Az építőipar az alacsony januári teljesítmény után tovább gyengékedik: teljesítménye 19,6 százalékkal elmarad az egy évvel korábbitól. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított értékek szerint a szektor kibocsátása februárban 1,1 százalékkal haladta meg a januárét. A bázishoz képesti visszaesés mind a két főcsoportban megfigyelhető: az épületeknél a csökkenés 8,6, míg az egyéb építményeknél 35,4 százalékos volt. Az utóbbi kategóriába tartoznak az infrastrukturális beruházások, amelyeknél az uniós támogatásoknak különösen nagy szerepe van, így a 2007 és 2013 közötti uniós ciklushoz kötődő támogatások kifutása magyarázza nagyrészt a csökkenést. Az épületek építésénél a mérséklődés alacsonyabb, és a jövőben itt várhatóan javuló teljesítmény jelentkezhethet a Családi Otthonteremtési Kedvezmény piacélénkítő hatásának köszönhetően. Az építőipar jövőjére vonatkozóan az is kedvező előjel lehet, hogy az új szerződések volumene 8,7 százalékkal növekedett a tavaly februárhoz képest, azonban a szerződésállomány hó végi volumene így is több mint 40 százalékkal elmarad az egy évvel korábbitól.

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



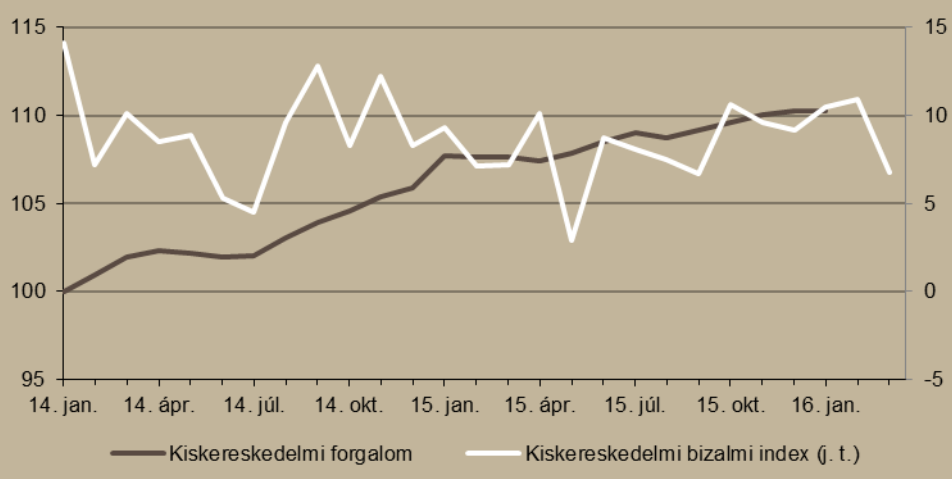
Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

Forrás: KSH, Századvég

A kiskereskedelmi forgalom februárban 6,5 százalékkal növekedett.

A kiskereskedelmi forgalom éves alapon januárban 1,7 százalékkal (naptárhatástól megtisztítva 2,2 százalékkal) bővült az előző év azonos időszakához képest. A februári növekedés a KSH előzetes adatai szerint ennél magasabb, 6,5 (naptárhatástól megtisztítva 6,4) százalékos volt. Az első két havi növekedés így 4,1 százalékot tett ki, amely bár kis mértékben elmarad a tavalyi értéktől, a februári kedvező adat és a várható makrogazdasági folyamatok következtében bizakodásra ad okot. A februári jelentős növekedéssel kapcsolatban érdemes kiemelni, hogy a bővülés a kedvező bázisérték valamint az online-pénztárgépek gazdaságfehérítő hatásának bázisba kerülése mellett történt.

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

Forrás: KSH, Eurostat, Századvég

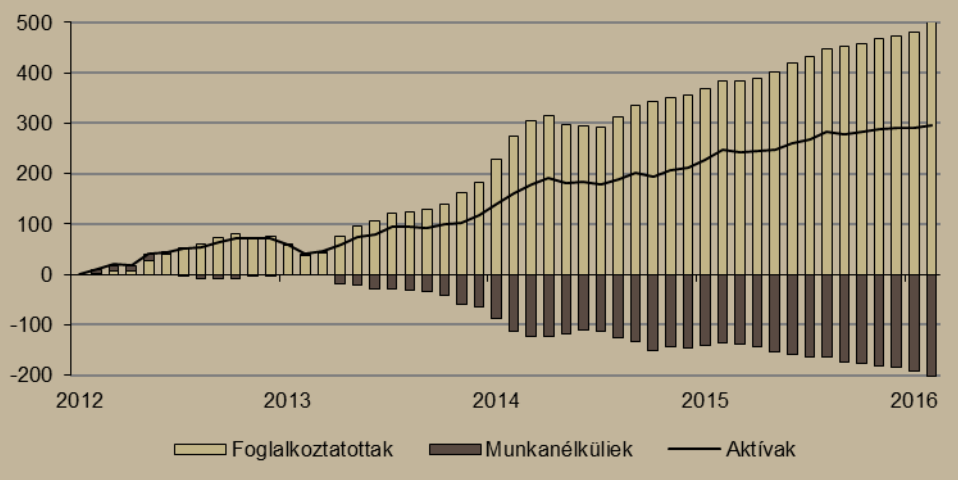
A növekedés struktúrája februárban kiegyensúlyozott volt. Legnagyobb mértékben az üzemanyag-kiskereskedelem volumene nőtt (naptárhatástól megtisztítva 9,1 százalékkal), amely az alacsony benzinárnak köszönhető. Növekedett ugyanakkor a nem élelmiszer-kiskereskedelem (7,5 százalék) és az élelmiszer-kiskereskedelem volumene (4,9 százalék) is. Az előbbi kategória magasabb növekedése azt jelzi, hogy a lakosságnak egyre több pénze van arra, hogy az alapvető élelmiszerek beszerzésén kívül más termékekre (például műszaki cikkekre) is többet költsön, amelyet a csökkenő

munkanélküliség és a növekvő bérszínvonal mellett a mérséklődő adóteher is magyarázhat. A jövő tekintetében a kiskereskedelmi forgalom további növekedésére számítunk, azonban az ágazat bizalmi indexének továbbra is pozitív, de kis mértékben csökkenő értéke kockázatokat jelez a további bővüléshez kapcsolódóan.

Az emelkedő foglalkoztatás hatására a munkanélküliségi ráta 5,9 százalékra süllyedt.

A magyar munkaerőpiac állapota 2016 februárjában jelentősen javult. A foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma 16 ezer fővel nőtt, ami az aktivitás 5 ezer fős növekedésével párosult. Ez azt jelenti, hogy ebben a hónapban a munkakereset növekedése aránylag kevesebb embert ösztönzött a munkaerőpiacra való belépésre, mint a korábbi hónapokban. De ez elsősorban nem annak eredménye, hogy az inaktívak között már kevesebben vannak, akik munkát szeretnének, hanem inkább a piac merevségeire vezethető vissza: a munkakereslet átlagon felüli emelkedéshez a kínálati oldal nem tudott egy hónapon belül alkalmazkodni. Ennek ellenére az aktivitási ráta számottevő mértékben, 60,4 százalékra emelkedett. Mindezek a folyamatok erősítik azt a 2010 óta tartó munkaerőpiaci trendet, amely során Magyarország fokozatosan közelít a EU aktivitási és foglalkoztatási átlagához, a korábbi 50 százalékos szintről. Ez jelentősen mérsékli a gazdaság strukturális hátrányát. Az intézményi statisztikák szezonálisan kiigazított adatai alapján az alkalmazottak száma 8 ezer fővel nőtt. Ez többségében a versenyszféra bővülésére vezethető vissza, amely az előző havi csökkenést korrigálva februárban 7 ezer fővel növelte alkalmazottainak létszámát. Ezt a növekedést egészítette ki a költségvetési szférában dolgozók ezer fős emelkedése. A közfoglalkoztatottak száma 194 ezer főre csökkent, ami a tavaly indított közmunkaprogramok fokozatos kifizetéséhez köthető. A szezonálisan kiigazított munkanélküliségi ráta 5,9 százalékra csökkent.

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

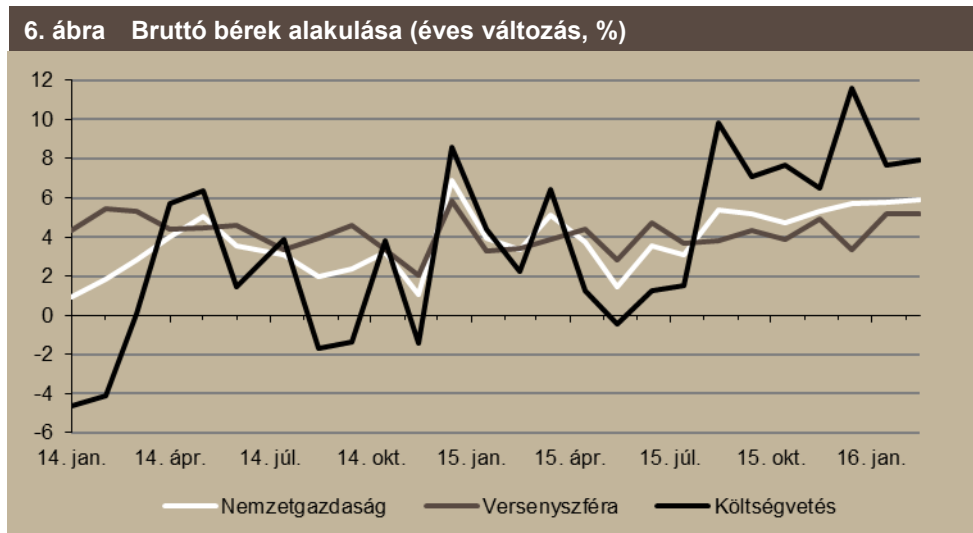


Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek

Forrás: KSH, Századvég

A nettó reálbérek februárban 7,2 százalékkal nőttek éves összevetésben.

A bruttó átlagkereset februárban 5,9 százalékkal volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában. Ebben fontos szerepet játszott a költségvetésben dolgozók béreinek 7,9 százalékos növekedése, ami a tavaly évközben végrehajtott bérkorrekcióknak köszönhető. A versenyszférában dolgozók átlagkeresete is átlag fölötti mértékben, 5,2 százalékkal nőtt, amiben a munkaerőpiac feszessége mellett az év eleji minimálbéremelés is szerepet játszik. A nettó átlagkereset 7,5 százalékos növekedése jelentős mértékben meghaladta a bruttó bér növekedési ütemét, amelyet a személyi jövedelemadó csökkentése okozott. Az árszínvonal alakulását is figyelembe véve, a bruttó reálkeresetek növekedési üteme 5,6 százalék, míg a nettó reálkereseteké 7,2 százalék volt.



Forrás: KSH, Századvég

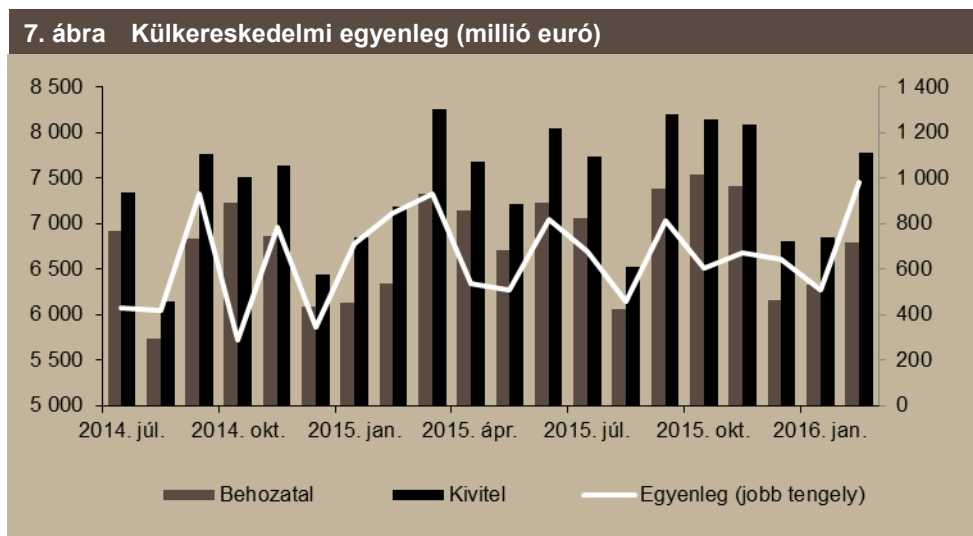
Külső egyensúly

Januárban csökkent, míg februárban nőtt a külkereskedelmi többlet.

A KSH 2016 januárjára vonatkozó adatai alapján a külkereskedelmi termékforgalom export- és importvolumene 1,6 illetve 6,2 százalékkal nőtt éves bázison. A külkereskedelmi mérleg többlete (530 millió euró) így az előző év azonos időszakához képest 174 millió euróval csökkent. Januárban átlag feletti bővülést mutatott a feldolgozott termékek behozatala. Kivitel tekintetében a feldolgozott termékek valamint a gépek és szállítóeszközök volumene bővült, főként a járműipari kereslet és a gyógyszer és gyógyszerészeti termékek forgalmának élénkülése miatt.

A 2016 februárjára vonatkozó első becslés alapján a külkereskedelmi mérleg aktívuma 979 millió eurót tett ki. Ez 112 millió euróval több, mint az egy évvel korábbi érték. Az export euróban számított értéke 8,0 százalékkal, míg az importé 7,4 százalékkal emelkedett éves összevetésben.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2016 februárjában 596 millió eurót tett ki, amely a januári értékkel együtt (854 millió euró) kis mértékben elmarad az előző évi azonos időszakban mért értéktől (908 millió euró).



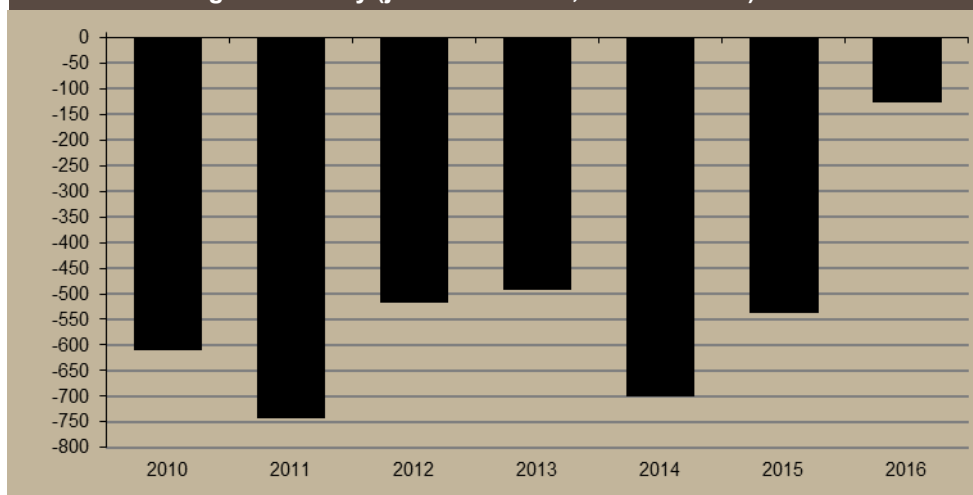
Megjegyzés: A 2015. novemberi adatok az első becslésből származnak.
Forrás: KSH

Költségvetési helyzet

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

Az államháztartás központi alrendszerének első háromhavi hiánya 125,8 milliárd forintra teljesült. A központi költségvetés 158,2 milliárd forintnyi deficitet, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 29,9, az elkülönített állami pénzalapok 2,5 milliárd forintos többletet mutattak. Márciusban a központi alrendszer 140,8 milliárd forintos hiánnyal zárt, szemben az elmúlt év márciusának 226,0 milliárd forintos deficitjével. Az első negyedév – tavalyi évhez viszonyított – kedvezőbb teljesülése mögött a kedvező gazdasági folyamatok adóbevétel generáló hatása és az uniós programok alacsonyabb kiadásai állnak. Az elmúlt hónapban történt bejelentés szerint a gazdaságfehérítést folytatva szeptembertől kiterjesztik az online pénztárgépek használatát további ágazatokra, amiktől az idei évben 20-30 milliárd forint többletbevételt vár a kormány. A jelenlegi geopolitikai helyzethez kapcsolódó új fejlemény, hogy országunk 14,3 millió euróval járul hozzá a Törökország-támogató Menekültügyi eszközhöz, melyből 10 millió euró már az idei költségvetést terheli.

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



Forrás: NGM

Megkezdődött a 2017. évi költségvetési törvényjavaslat összeállítása, ami elsődlegesen a foglalkoztatás növelésére, a stabilitásra, az államadósság csökkenő pályán tartására épül. Az érintettekkel történő egyeztetések után tárgyalta a kormány a törvényjavaslatot, amelyet április 26-án benyújtott az Országgyűlésnek, a fejezeti kötetet pedig május 6-án terjeszti be. A minisztérium új adócsökkentő intézkedéseket helyezett kilátásba, 2017-ben a tej, tojás és baromfiús áfáját 5 százalékra, az éttermi- és internetszolgáltatás áfáját 18 százalékra szállítják le.

Monetáris folyamatok

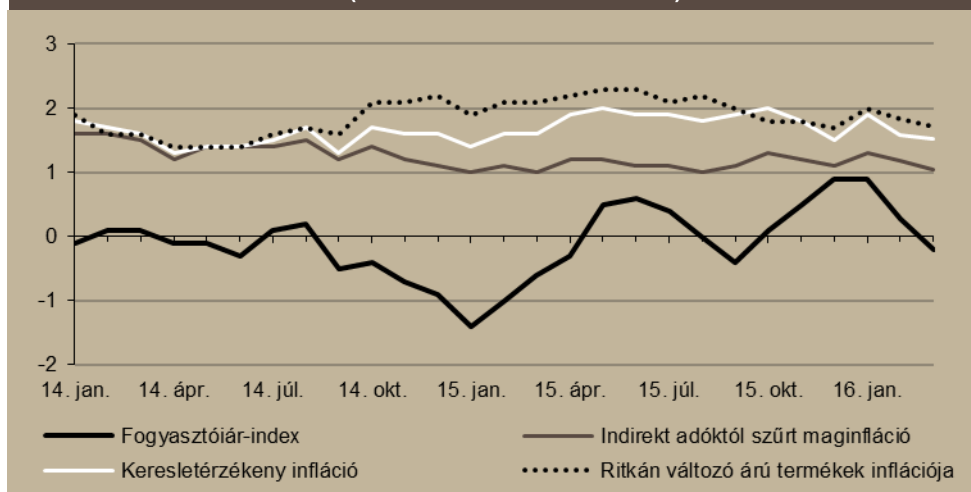
Márciusban csökkentek a fogyasztói árak az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Márciusban az infláció $-0,2$ százalékra csökkent, azaz a mutató mérséklődése az elmúlt hónapoknak megfelelően tovább folytatódott és tavaly szeptember után ismét csökkentek a fogyasztói árak Magyarországon az előző év azonos időszakához viszonyítva. A deflációhoz egyaránt hozzájárult az olajárak alacsony világgpiaci szintje, és az emiatt csökkenő üzemanyagár ($-14,8$ százalék), a túlkínálat miatt mérséklődő tejár ($-10,5$ százalék) valamint az áfacsökkentésből eredő alacsonyabb sertéshúsár ($-19,3$ százalék). Szintén fékezte a pénzromlást az alacsony külső infláció és a háztartási energia hatósági árszabályozás miatti változatlanúsága. A főbb termékcsoportok tekintetében a szolgáltatások ára $1,4$ százalékkal nőtt az egy évvel korábbihoz képest, amely nem jelent érdemi változást az elmúlt hónapokhoz viszonyítva. A termékcsoporton belül továbbra is kiemelkedik a külföldi utazások

árának több mint 10 százalékos emelkedése. Az előző havinál kisebb mértékben, éves szinten 0,7, illetve 2.4 százalékkal nőtt az élelmiszerek illetve a szeszes italok és dohányárak ára. Kis mértékben, 1,7 százalékra mérséklődött ugyanakkor a tartós fogyasztási cikkek árának növekedési üteme.

A fogyasztói árindexhez hasonlóan mérséklődés mutatkozik az MNB inflációs alapmutatóiban is, bár itt a csökkenés mértéke jóval kisebb. Ez egyben azt is jelenti, hogy mind a három mutató távolodott a célsáv alját jelentős 2 százalékos szinttől: az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1, a keresletérzékeny infláció 1,5, míg a ritkán változó árú termékek inflációja 1,7 százalék volt márciusban.

9. ábra Infláció alakulása (éves változás százalékban)



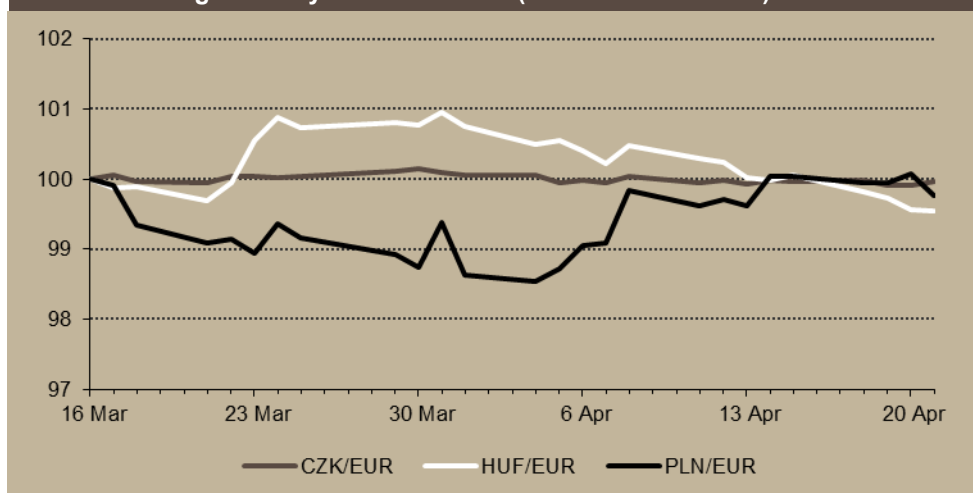
Forrás MNB, Századvég

2016. április 26-ai ülésén a jegybank tovább csökkentette az alapkamatot, melynek mértéke így 1,05 százalék lett. A jövőben az alacsony inflációnak köszönhetően nem lehet kizárni további kamatsökkentéssel járó lazítást sem, ám az olajárak esetleges jelentős emelkedése hosszabb távon emelkedő inflációhoz és alapkamathoz vezethet.

Az EKB és a Fed nem változtattott a monetáris kondíciókon.

Az elmúlt hónapban a globális pénzügyi környezetben az EKB ülései érdemelnek említést (az amerikai FOMC ugyanis nem ülésezett). Az EKB Kormányzótanácsa változatlanul hagyta az irányadó rátájának 0 százalékos mértékét, továbbá a -0,40 és 0,25 százalékos kamatfolyosót, továbbá bejelentette, hogy megkezdtek az eszközvásárlási program keretében a havi vásárlás mértékének 80 milliárd euróra bővítését. A júniustól kezdődő vállalati kötvényvásárlási programról is bejelentettek részleteket. Ennek értelmében befektetésre ajánlott vállalati kötvényeket fog vásárolni az EKB nevében és irányítása alatt 6 ország nemzeti bankja: a belga, a német, a spanyol, a francia, az olasz és a finn jegybank. A tájékoztatás szerint pénzügyi intézmények, alapkezelők kötvényei nem képezik a program alapját. A tranzakciók az elsődleges és a másodlagos piacon is folynak majd. Az intézkedés euróban denominált 6 hónap és 30 év közötti lejáratú kötvényeket érint. 70 százalékos kibocsátási limit vonatkozik majd a kötvényekre, vagyis egy adott értékpapír-szériából maximum ekkora arány lehet az EKB tulajdonában.

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



Forrás: Datastream

A régiós pénzügyi folyamatok kissé kedvezőbben alakultak az elmúlt hónapban a korábbiakhoz képest. A cseh korona árfolyama gyakorlatilag stagnált, míg a lengyel zloty 0,2 százalékos erősödött az euróval szemben. Az országhoz tartozó felár (az 5 éves CDS) Csehországban 4 bázisponttal 42 bázispontra csökkent, míg Lengyelországban 4 egységgel 87 bázispontra mérséklődött.

A hazai pénzügyi mutatók összességében javultak.

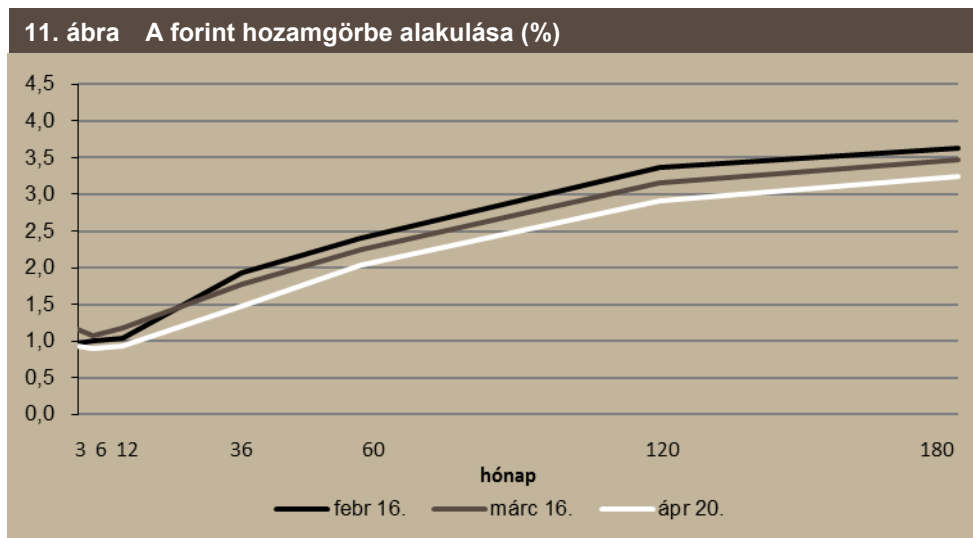
A hazai pénzügyi mutatók összességében javultak. Az országhoz tartozó kifejező mutató, az 5 éves CDS értéke 7 egységgel 149 bázispontra csökkent. Az elmúlt hónapban a forint árfolyama a svájci frankkal, az euróval és az amerikai dollárral szemben is erősödött, rendre 0,5, 0,5 és 2,2 százalékkal. Az időszak végén így egy svájci frank 282, egy euró 310, míg egy amerikai dollár 274 forintba került. Az elmúlt hónapban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány jóformán stagnált és -12 milliárddal csökkenve – 3608 milliárd forintot tesz ki.

A Monetáris Tanács márciusi és áprilisi ülésein 15-15 bázisponttal csökkentette az alapkamatot.

A magyar jegybank márciusban 1,2 százalékosra csökkentette az irányadó rátát. A Monetáris Tanács jegyzőkönyve alapján a 9 fős grémium mindegyike a kamat csökkentésére voksolt, de egy tag a kamat 10 bázispontos csökkentését javasolta. Indoklása szerint érdemes lenne megvárni azt, hogy miképpen inspirálja az alacsonyabb kamatszint a vállalati hitelezést. A 15 bázispontos kamatvágásra voksolók hangsúlyozták, hogy ismét egy kamatciklus megindításáról van szó, tehát a jegybanknak mindaddig kell csökkentenie az alapkamatot, amíg a monetáris kondíciók ismét összhangba nem kerülnek az inflációs cél fenntartható elérésével. Érdemes megjegyezni, hogy habár a jegybanknak a 2 százaléktól 4 százalékgig terjedő intervallumos inflációs célja van, újra azt kommunikálja, hogy a célja a 3 százalékos inflációs cél elérése. A piacon egyrészt a rendkívül nagy likviditásbőség miatt alacsonyak a rövid hozamok, másrészt a piac egy jelentős része a bejelentéseknek megfelelően és a 3 hónapos határidős kamat megállapodásokat is tekintve további jegybanki kamatcsökkentéssel is számol. Az áprilisi ülésen az alapkamat további 15 bázispontos csökkentésére került sor.

A kamatvágást követően minden vizsgált állampapír lejáraton csökkentek a hozamok. Jelenleg a 3 hónapos hozam alacsony (0,93 százalék), amely 23 bázisponttal csökkent és 27 bázisponttal alacsonyabb az irányadó kamathoz (3 hónapos jegybanki betét). A további DKJ-k hozamai (6 hónapos és az egy éves) 19 illetve 24 bázisponttal estek. Az 3-5-10 és 15 éves állampapírok hozamai is közel azonosan (20-29 bázisponttal) mérséklődtek, azaz a hozamgörbe lejjebb tolódott. Változást hozhat az

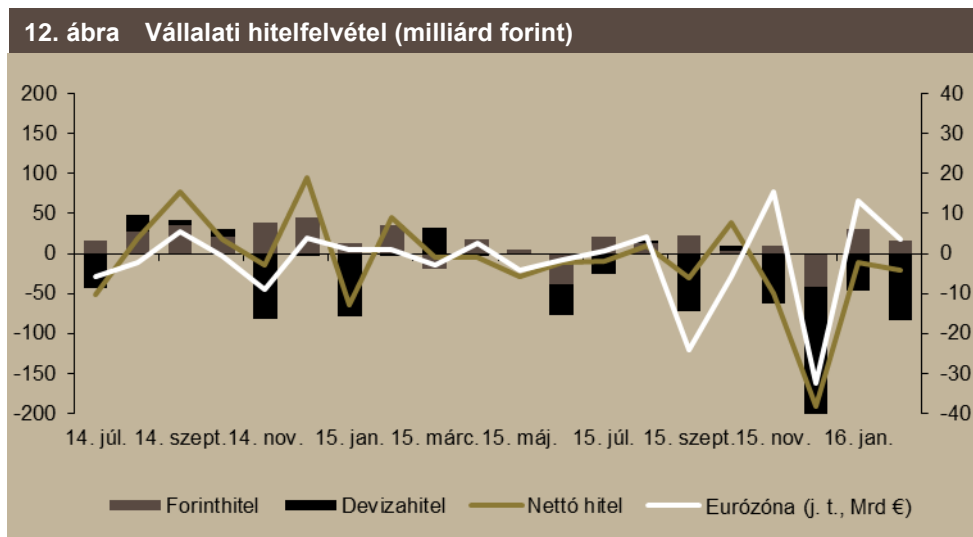
állampapírpiacra, ha a magyar szuverén adósságot a nemzetközi hitelminősítők 2016-ban felminősítik, amelynek hatására várakozásaink szerint (minden egyéb az állampapírpiacra ható tényező változatlansága mellett) csökkenhet a hosszabb futamidejű papírok hozama.



Forrás: ÁKK, Századvég

Ismét a hiteltörlesztés volt a jellemző folyamat a vállalatoknál.

A vállalatoknál 2016. februárjában a szezonálisan kiigazított számok alapján a banki nettó forin hitel felvétel 16,6 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke –83,9 milliárd forintot tett ki, azaz a nem pénzügyi vállalatok decemberben is nettó hiteltörlesztők devizában. A kettő eredőjeként adódó februári teljes nettó hiteltörlesztés (szezonálisan igazítva) így 20,5 milliárd forintnak felelt meg.



Forrás: MNB, EKB, Századvég

A folyószámlahiteleken felüli bruttó forin hitel-kihelyezés 76,8 milliárd forintot tett ki, ami csekély mértékű növekedést mutat az előző hónaphoz képest. Az újonnan nyújtott euróhitelek összege 21,4 milliárd forint volt, ami jelentős csökkenést jelent az előző havi értékhez képest.

Századvég előrejelzés¹

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

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

14. ábra Az előrejelzésünk változása az előző negyedévhez képest

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

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

Forrás: Századvég-számítás

¹ Készítés dátuma: 2016. március 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.