

A fogyasztás és a beruházás bővülése húzta a GDP-t

A GDP IV. negyedéves a vártnál magasabb, 3,2 százalékos növekedését felhasználási oldalról a fogyasztás és a beruházás húzta, míg termelési oldalon az ipar volt a meghatározó. Ezzel szemben a mezőgazdaság teljesítménye a kedvezőtlen időjárás miatt romlott.

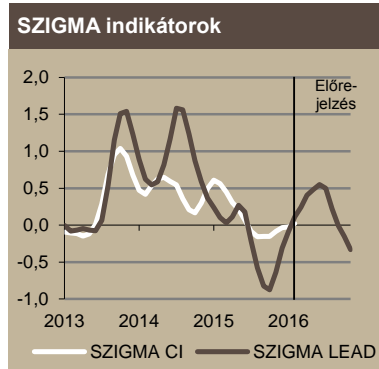
A KSH adatai szerint 2015 október–decemberben a magyar éves bázisú GDP-növekedés 3,2 százalékot tett ki meghaladva az elemzői várakozásokat. A növekedést elsősorban a belső kereslet húzta: a fogyasztás 1,7, míg a beruházás 1,6 százalékkal járult hozzá a gazdasági teljesítményhez. A nettó export hozzájárulása ezzel szemben mindössze 0,2 százalék volt, ami elsősorban a szolgáltatások korábbinál gyengébb egyenlegének köszönhető.

A termelési oldalon az ipar és a szolgáltató szektor egyaránt hozzájárult a gazdaság javuló teljesítményéhez. A mezőgazdaság továbbra is kétszámjegyű zsugorodást mutat, és az építőipar is fékezte a növekedést. Az ipar januárban lelassult, teljesítménye 0,2 százalékkal elmarad az egy évvel korábbitól. Ennél is jelentősebben, több mint 20 százalékkal esett vissza az építőipar teljesítménye.

A kedvező munkaerőpiaci folyamatoknak köszönhetően a munkanélküliségi ráta 6,2 százalékra mérséklődött. Az év/év infláció 0,3 százalékra mérséklődött februárban, főként az üzemanyagárak esése miatt.

Februárban az EKB tovább lazított monetáris politikáján, míg a Fed a kamat tartása mellett foglalt állást. A magyar jegybank csökkentette az alapkamat nagyságát, és szűkítette a kamatfolyosót. A külföldi kézben lévő magyar állampapírok állománya tovább csökkent.

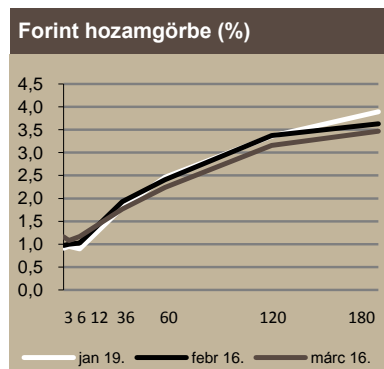
Legfrissebb prognózisunk szerint a GDP növekedése idén 2,4, míg jövőre 3,0 százalék lehet, melynek hajtóereje idén elsősorban a fogyasztás lehet, azonban a beruházások lassulása fékezőleg hathat rá.



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

Monetáris lazításról döntött az Európai Központi Bank.

Márciusban tovább bővült az európai és amerikai monetáris kondíciók közötti különbség: bár a várakozásoknak megfelelően a Fed Nyíltpiaci Bizottsága nem emelte irányadó rátáját, az EKB Kormányzótanácsa jelentős monetáris lazításról döntött. A testület enyhén lejjebb tolta a kamatfolyosó két szélét, valamint a 0 százalékra, új historikus minimumra csökkentette irányadó rátáját. Az EKB mennyiségi lazítási programjának decemberre valószínűsített kiterjesztését márciusban szavazta meg a Kormányzótanács: a program havi felvásárlási kerete az eddig 60-ról 80 milliárd euróra nő, miközben az elfogadható értékpapírok köre bővült az eurózónában kibocsátott, euróban denominált, befektetési minősítésű vállalati értékpapírokkal is. Az ülést követően az EKB európai hitelezés fellendítése érdekében négy új, egyenként négy éves lejáratú célzott hosszú finanszírozási programot (TLTRO) hirdet meg. A hitelezési feltételek teljesítése esetén a kereskedelmi bankok által igényelhető forrás kamatlába $-0,4$ százalékgig csökkenhet, így végső soron a hitelintézeteknek kevesebb forrást fizethetnek vissza a központi banknak, mint amennyit kölcsönöztek.

A vártnál kevesebbszer emelhet kamatot idén a Fed.

A Fed Nyíltpiaci Bizottságának márciusi ülését követő sajtótájékoztató is megerősítette, hogy a decemberben megkezdett kamatemelési ciklus ellenére a közeljövőben is mérsékeltek maradhatnak az amerikai monetáris kondíciók. Habár az USA inflációs mutatói jelentős emelkedést mutattak az elmúlt hónapokban és a munkanélküliségi ráta is mindössze $4,9$ százalékot tett ki februárban, a gyenge amerikai exportteljesítmény miatt a piaci várakozások szerint a korábban várt 4 helyett csak 2 kamatemelésre kerülhet idén sor. A döntés hatására a dollár enyhén gyengült a fontosabb valutákkal szemben, ami főként a japán jen szempontjából lehet kockázatos, amely az utóbbi hónapokban jelentősen felértékelődött. Ugyanis a gyengélkedő szigetországi exportszektor élénkítése céljából a japán jegybank többször élt már a pénzmennyiség növelésével, ezért a jen további erősödése esetén újabb monetáris vagy fiskális stimulust valószínűsítünk.

SZIGMA indikátoraink

SZIGMA indikátorunk szerint trend feletti ütemben bővül a magyar gazdaság.

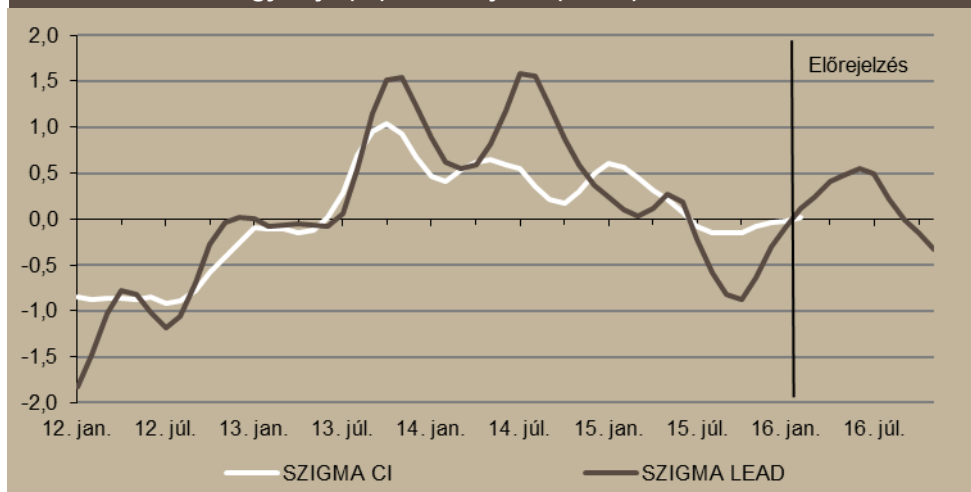
Februárban ismét pozitív tartományban tartózkodott a gazdaság jelenlegi állapotát kifejező SZIGMA CI indikátor, ami alapján trend feletti ütemben bővül a hazai gazdaság. A mutató visszafogott értéke szerint a gazdasági növekedés sebezhető maradhat a következő hónapokban, amelyre legnagyobb veszélyt az építőipar növekedést támogató szerepének csökkenése jelentheti. Januárban éves alapon az építőipari termelés jelentősen, 20 százalékot meghaladó mértékben esett vissza. Ugyanakkor kedvező, hogy megállt az építőipari szerződésállomány több mint egy éve tartó folyamatos zsugorodása. Az ipar értékesítési adatai alapján a szekunder szektor továbbra is meghatározó tényezője maradhat a hazai gazdaság bővülésének. Az új ipari rendelésállomány visszaesése és a tavalyi év magas bázisa miatt viszont az ipar növekedést támogató szerepe mérséklődhet, amelyet viszont a háztartások óvatosságának oldódása miatt dinamikusabbá váló fogyasztásbővülés ellensúlyozhat.

A rövidtávra előretekinthető mutató szerint az első félévben tovább nőhet a magyar gazdaság.

A hazai gazdaság rövidtávú teljesítményével szembeni várakozásainkat kifejező SZIGMA LEAD indikátor alapján a magyar gazdaság az idei első félév egészében trend feletti ütemben bővülhet. Az ipar kedvező várakozásai alapján a szektor kibocsátása növekedhet a következő hónapokban, az építőipari teljesítmény nagyobb

mértékű zsugorodását a kedvező időjárás és a tavalyi első negyedévnél kedvezőbb kereslet fékezheti. Várakozásunk szerint az emelkedő reálbérek hatására a kiskereskedelem hozzáadott értéke is folyamatosan nőhet a következő hónapokban. A szektor rövidtávú várakozásai két éve nem látott kedvező szintre emelkedtek. Összességében az idei első félévben a tavalyitól elmaradó, 2,6–2,7 százalékos GDP növekedést valószínűsítünk.

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



Forrás: Századvég

Reálgazdaság

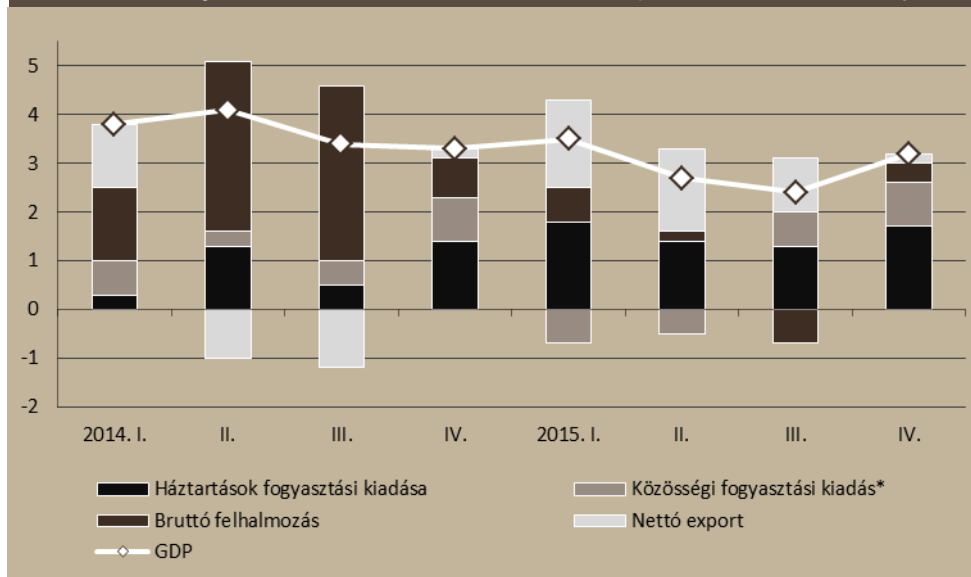
**3,2 százalékkal
meglódult a növekedés
az utolsó negyedévben**

A KSH számítása szerint a magyar GDP 2015 IV. negyedévében 3,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakának bázisán. Ez az időszak a gyorsuló növekedés jeleit mutatta a megelőző két negyedévhez képest. Ennek oka, hogy a háztartások fogyasztásának bővülése felzárkózott a 2015-ös év eleji mértékhez, továbbá a beruházásokban az uniós pénzek felhasználásának csúszása pozitív átmeneti változást generált. Komoly kockázat mutatkozik a külkereskedelmi egyenleg alakulásában és a beruházások szerkezeti összetételében. Amíg az import egyenletesen növekedett tovább, az export növekedési indexe az év eleji szinthez képest romlott és az utolsó negyedévben alulmúlta a behozatal bővülési ütemét. Ennek következtében 2015 utolsó negyedévében a külkereskedelmi többlet csak minimális mértékben járult hozzá a GDP növekedéshez. A 2015. október-decemberi időszak GDP-bővülését 0,2 százalékponttal magyarázza a nettó export, míg 3 százalékponttal a belső felhasználás. Tehát a növekedés súlypontja eltolódott a hazai fogyasztás és beruházás felé. A belföldi felhasználást a háztartások fogyasztási kiadásának 3,5 százalékos növekedése mellett a közösségi fogyasztás 6,7 százalékos és a beruházás 6,5 százalékos bővülése húzta. A beruházások esetében kockázati tényező, hogy a látványos növekedés az államháztartási és uniós beruházásokhoz kapcsolódik, míg a versenyszféra ágazataiban visszaesés figyelhető meg.

A mezőgazdaság az utolsó negyedévben is komoly mértékű, közel 12%-os visszaesést produkált a megelőző év magas kiindulási bázisához képest. Az export lassulása ellenére az ipari termelés újabb lendületet vett az év középső két negyedévének lassulása után. Az építőipar továbbra is csak oldalazott a megelőző év azonos időszakával megegyező kibocsátási szinten, tekintve, hogy az uniós pénzből finanszírozott, illetve a nagyvállalati beruházások kifutóban vannak, a lakáspiaci ösztönzők pedig várhatóan csak 2016 második felében gyakorolnak érezhető hatást a gazdaságra. A szolgáltató szektorban lassult a bővülés üteme, de a GDP-

növekedéshez való hozzájárulása (1,7 százalékpont) még így is meghaladja az ipari bővülés részesedését (1,6 százalékpont). A beruházások esetében kockázati tényező, hogy a látványos növekedés az államháztartási és uniós beruházásokhoz kapcsolódik, míg a versenyszféra ágazataiban visszaesés figyelhető meg.

2. ábra Hozzájárulás a GDP éves növekedéséhez (felhasználási oldal, %)

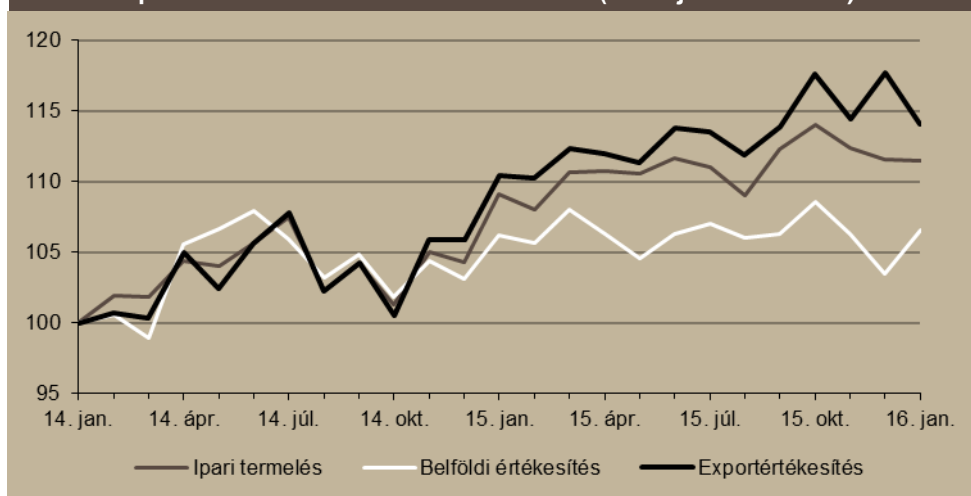


Forrás: KSH. *: A természetbeni társadalmi juttatásokkal együtt.

Megállt az ipar bővülése.

Az ipar a tavalyi év végi erős teljesítmény után gyengén kezdte a 2016-os évet: teljesítménye 0,2 százalékkal elmarad a korábitól, illetve a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint is mindössze 2,2 százalékkal haladja meg azt. Ez a dinamika jelentős lassulását jelzi 2015-höz képest, hiszen akkor a nyers adatok szerint éves szinten 7,5 százalékkal nőtt a termelés volumene. A termelés az előző hónaphoz képest is csökkent minimális mértékben, a kiigazított adatok szerint 0,1 százalékkal. A fékeződéshez egyaránt hozzájárult a belföldi és a külföldi értékesítés dinamikájának lanyhulása: a belföldi értékesítés volumene 1,3 százalékkal csökkent (kiigazított adatok szerint 3,0 százalékkal nőtt), míg az export értékesítés 1,0 százalékkal bővült (kiigazított adatok szerint 3,1 százalékkal mérséklődött).

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

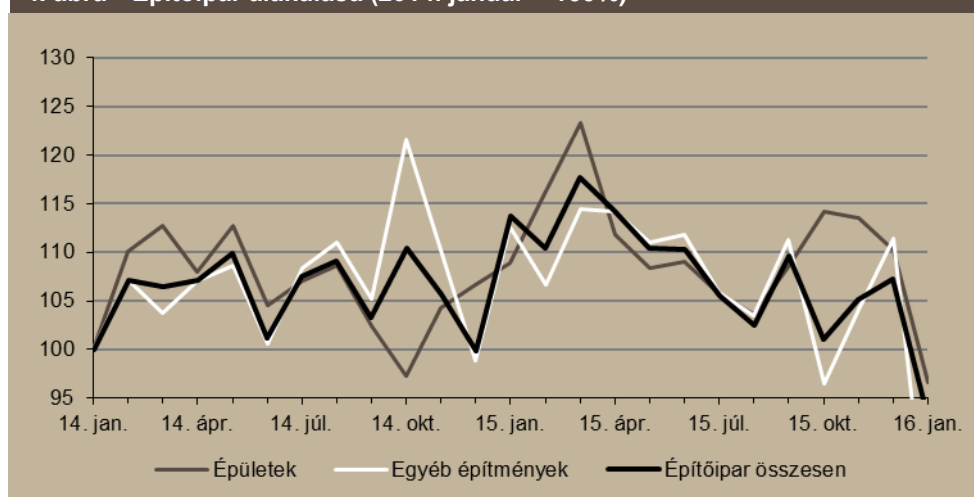
Forrás: KSH, Századvég

A feldolgozóipar termelésének volumene 0,3 százalékkal bővült az egy évvel korábbihoz képest. Ehhez a fontosabb alágazatok közül pozitívan járult hozzá a fémalapanyagok és fémfeldolgozási termékek gyártása valamint a számítógépek, elektronikai és optikai termékek előállítás (11,4, illetve 16,6 százalék). Visszahúzta azonban a feldolgozóipar teljesítményét a gépek, gépi berendezések gyártása és a járműgyártás (16,3, illetve 3,5 százalék). A rendelésállomány tekintetében is meglehetősen vegyes kép rajzolódik ki a KSH adatai alapján: az összes rendelésállomány januárban 11,2 százalékkal haladta meg a tavaly januárét, azonban az új rendelések nagysága majdnem 20 százalékkal csökkent. Igaz, ez utóbbihoz jelentősen hozzájárul az erős bázis is, hiszen az egy évvel korábbi érték 27,8 százalékkal haladta meg a 2014. januárét. A bázisnál magasabb rendelésállomány miatt bízhatsz abban, hogy az ipar teljesítménye a következő hónapokban ismét dinamikusabban bővül majd, ám az új rendelések alacsony állománya kockázatot jelent, de lehet, hogy ezt csak a tavalyi év végének felfokozott tempóját követő korrekció okozza.

Az építőipar teljesítménye jelentősen romlott.

Az építőipar az erős december után jelentősen visszaesett januárban 20,1 százalékkal csökkent a termelés volumene az előző év azonos időszakához képest. Ezt részben magyarázza az erős bázis, hiszen egy évvel korábban az építőipar termelésének volumene több mint 10 százalékkal bővült. Szintén hozzájárult a csökkenéshez a 2007 és 2013 közötti uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó források kifutása. Ezt jelzi a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adat decemberhez képest 13 százalékos mérséklődése is. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy az építőiparban a január az év leggyengébb hónapja, ekkor a legkisebb az építőipar teljesítménye az éven belül. A termelés volumene mindkét építményfőcsoportban csökkent: az épületek esetében 12,6, míg az egyéb építményeknél 28,5 százalékkal – utóbbi csoporthoz tartoznak az infrastrukturális beruházások, amelyeknél az uniós támogatásoknak különösen nagy szerepe van. A jövőre nézve kedvezőtlen előjel, hogy a megkötött szerződések volumene is 21,8 százalékkal csökkent és a teljes szerződés-állomány is 44,1 százalékkal elmarad a tavalyitól az elmúlt hónapokhoz hasonlóan.

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

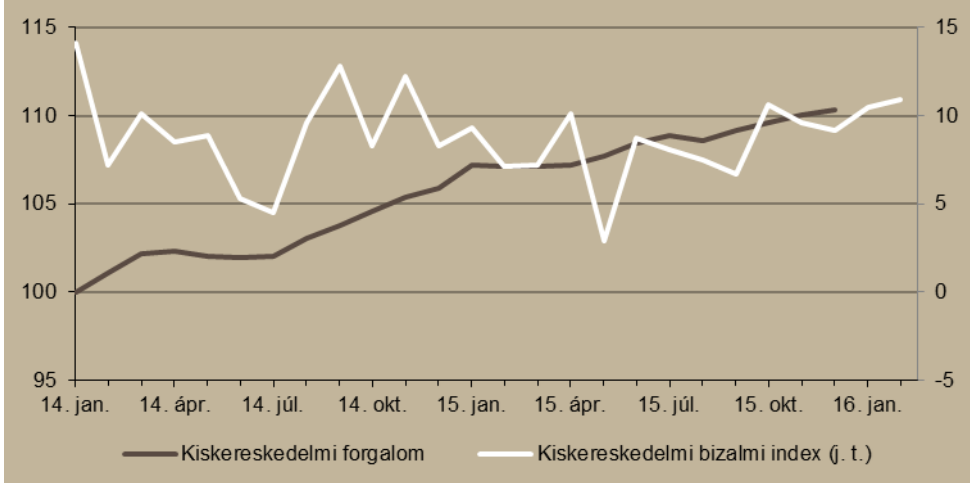
Forrás: KSH, Századvég

Lassul, de növekszik a kiskereskedelmi forgalom.

A kiskereskedelmi forgalom éves alapon decemberben 5,0 százalékkal bővült, azonban a KSH előzetes adatai szerint a januári növekedés ennél szerényebb, mindössze 1,6 százalék volt, amely elmarad a 2015-ös év átlagos, 5,7 százalékos növekedésétől is. A kisebb bővülést egyrészt az erős bázis magyarázza: 2015

januárjában a ráta 8,6 százalék volt. Ezen belül is kiemelkedő élénkülés történt egy éve az élelmiszer kereskedelemben (7,2 százalék), amelyet idén kis mértékű korrekció (–1,5 százalék) követett. A kedvezőtlenebb, de még mindig növekedést jelző januári adat másik oka az online pénztárgépek gazdaságfehérítő hatásának bázisba kerülése. Ez egyben azt is jelenti, hogy az így mért volumennövekedés már nem tartalmaz fehéredési hatást. Az üzemanyagok kiskereskedelmi forgalma januárban az egy évvel korábbihoz képest 4,4 százalékkal bővült. A növekedéshez jelentősen hozzájárult az üzemanyagok árának bázishoz képesti 5,4 százalékos csökkenése, ami az olajárak alacsony világpiaci szintjével magyarázható. A kiskereskedelem növekedéséhez legnagyobb mértékben – az elmúlt néhány hónaphoz hasonlóan – januárban is a nem élelmiszertermékek kereskedelmének bővülése járult hozzá (4,8 százalék). A jövő tekintetében a kiskereskedelmi forgalom további növekedésére számítunk, amelyet az is alátámaszt, hogy a kiskereskedelmi ágazat bizalmi index februárban még a januári magas értékét is meghaladta.

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



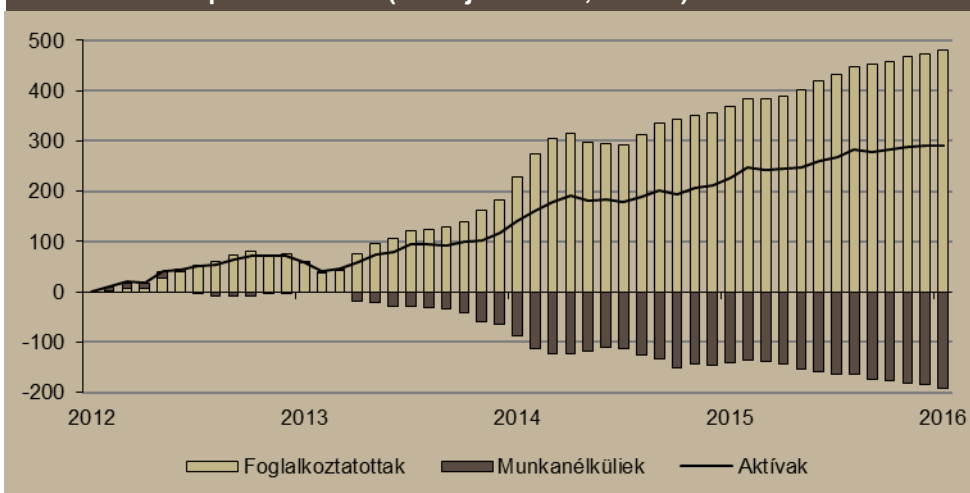
Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

Forrás: KSH, Eurostat, Századvég

**A munkanélküliségi ráta
6,2 százalékra csökkent.**

A magyar munkaerőpiac 2016 első hónapja folyamán is folytatta bővülését, a foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma összesen 8 ezer fővel nőtt. Ezt azonban nem követte az aktivitás emelkedése, amely ezer fővel mérséklődött. Ezt csak részben magyarázzák a demográfiai folyamatok, ugyanis a munkaképes korú népesség csökkenése az előző hónapokhoz hasonlóan alakult. Mivel az aktivitás visszaesése mögött nem látunk strukturális okot, így vélekedéseink szerint az nem jelent trendfordulót, ehelyett inkább a korábbi gyors növekedés korrekciójának tekinthető. Összességében az aktivitási ráta változatlanul 60,3 százalékon állt januárban.

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek

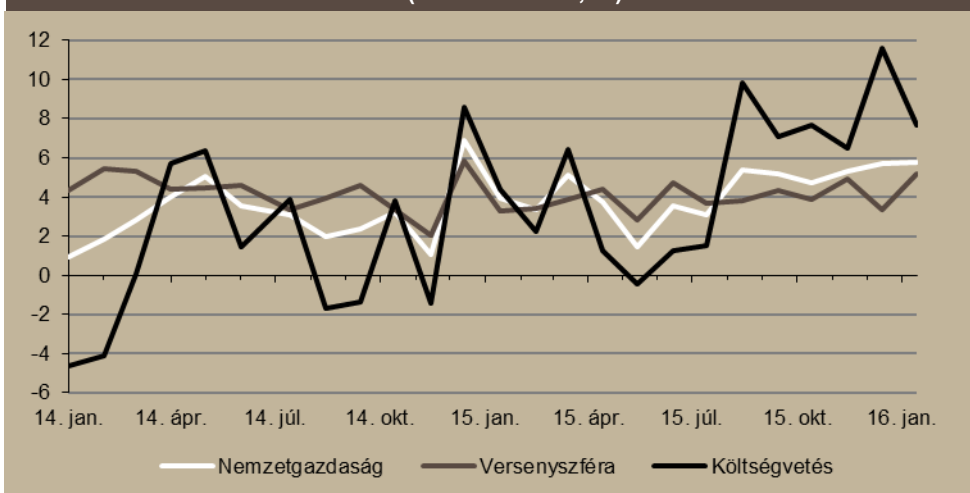
Forrás: KSH, Századvég

Az intézményi statisztikák alapján az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 17 ezer fővel emelkedett, amit ezúttal a költségvetési szféra 9 ezer fős, valamint a nonprofit szervezetek 11 ezer fős bővülése eredményezett, ellensúlyozva ezzel a versenyszféra 3 ezer fős visszaesését. A nonprofit szervezetekben dolgozók létszámának jelentős emelkedése figyelemre méltó annak tekintetében, hogy a korábbi hónapok folyamán ez a szektor lényegében stagnált. A közfoglalkoztatottak száma 197 ezer főre csökkent, így a költségvetési szféra bővülése nem a Start-munkaprogramhoz köthető. A szezonálisan kiigazított munkanélküliségi ráta a növekvő foglalkoztatás és a csökkenő aktivitás következményeként 6,2 százalékra csökkent.

**A bruttó átlagkereset
5,8 százalékkal bővült
januárban.**

A bruttó átlagkereset éves viszonylatban 5,8 százalékkal emelkedett, amiben a versenyszférabeli keresetek 5,2 százalékos, valamint a költségvetési dolgozók 7,7 százalékos béremelkedése is közre játszott. A bérből élők helyzetét javította tovább a személyi jövedelem adó 1 százalékpontos csökkenése is, amelynek köszönhetően a nettó átlagkereset 7,4 százalékkal nőtt. Az inflációs környezet ezt a többletet némileg ellensúlyozza, ugyanis a bruttó reálkereset 4,9 százalékkal volt magasabb a tavalyinál.

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



Forrás: KSH, Századvég

Külső egyensúly

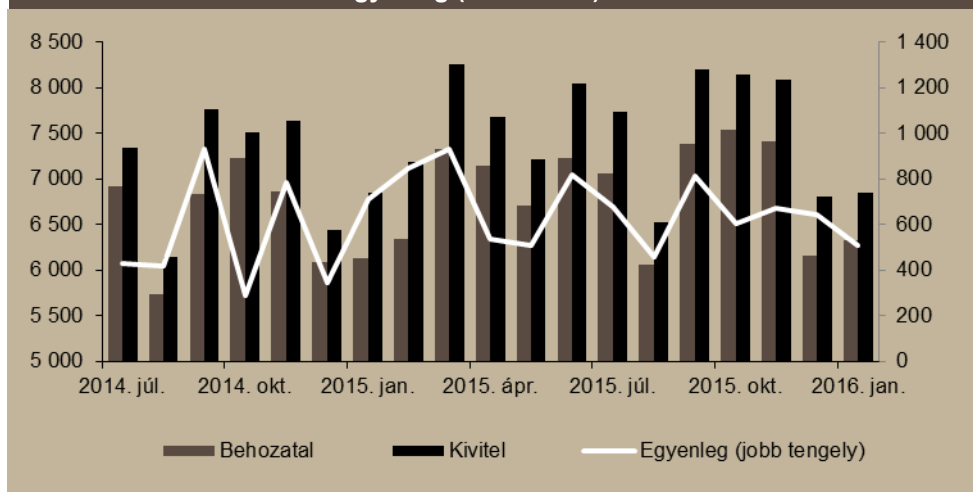
Decemberben nőtt, januárban csökkent a külkereskedelmi többlet.

A KSH 2015 decemberére vonatkozó adatai alapján a külkereskedelmi termékforgalom export- és importvolumene 7,2 illetve 3,4 százalékkal nőtt éves bázison. A külkereskedelmi mérleg többlete (604 millió euró), így az előző év azonos időszakához képest 359 millió euróval nőtt. Decemberben átlag feletti bővülést mutatott a gépek, szállítóeszközök behozatala. Kivétel 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. januárjára vonatkozó első becslés alapján a külkereskedelmi mérleg aktívuma 609 millió eurót tett ki. Ez 195 millió euróval kisebb, mint az egy évvel korábbi érték. Az export euróban számított értéke 1,0 százalékkal, míg az import 4,3 százalékkal emelkedett éves összevetésben.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2016. januárjában 258 millió eurót tett ki, amely jelentősen alacsonyabb, mint a 2015. év hasonló időszakában mért 546 millió eurós érték.

8. ábra Külkereskedelmi egyenleg (millió euró)



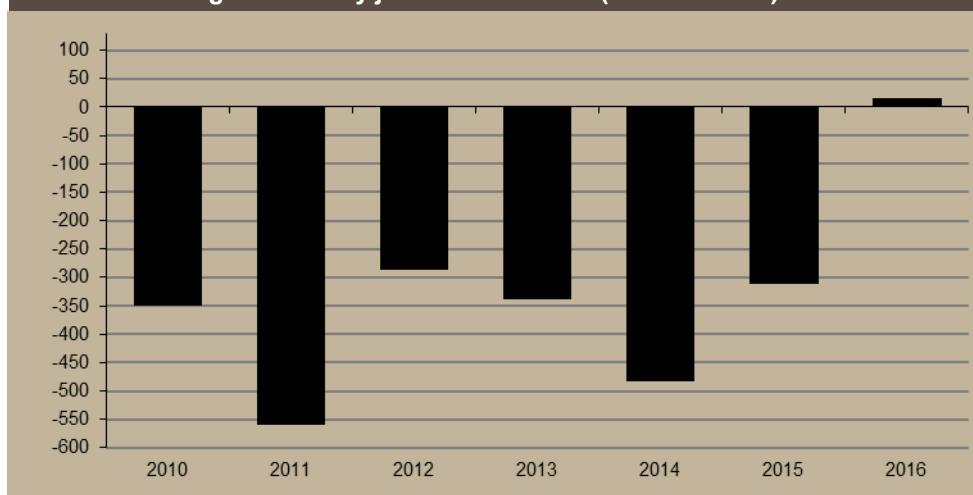
Megjegyzés: A 2015. októberi adatok az első becslésből származnak.
Forrás: KSH

Költségvetési helyzet

Többlettel zárta az év első két hónapját a költségvetés.

Februárban az államháztartás központi alrendszere 14,8 milliárd forint szufficittal zárt, szemben a tavalyi 310,7 milliárd forintos deficittel. A központi alrendszer kiemelkedő eredménye – 1998 óta nem volt erre példa – a központi költségvetés 63,7 milliárd forintos hiányából, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjainak 36,3 milliárd forintos és az elkülönített állami pénzalapok 42,2 milliárd forintos többletéből ered. Az első kéthavi teljesüléshez a februári egyenleg 77,4 milliárd forint hiánnyal járult hozzá, ami lényegesen alacsonyabb az elmúlt év azonos időszakának 256,9 milliárd forintos deficitjénél. A magasabb bevétel beáramlása a gazdasági növekedés és a kormányzat gazdaságfehérítő intézkedésének együttes eredménye. Az uniós módszertan szerinti hiánycél 2016-ra a GDP 2 százaléka, amely mellett a bruttó GDP-arányos államadósság csökkentését tűzi ki a költségvetési törvény.

9. ábra Költségvetési hiány január-februárban (milliárd forint)



Forrás: NGM

Várhatóan tavasszal kerül benyújtásra a jövő évi költségvetés.

A kormány az idei évben is tavasszal kívánja a következő évi költségvetési törvénytervezetet az Országgyűlés elé terjeszteni. Az idén bevezetett új és a már tervben lévő intézkedésekről tudhattunk meg többet az elmúlt hónapban. Ismét előkerült a nullás költségvetés, ami kapcsán a Nemzetgazdasági Minisztérium szerint a kitűzött cél jelenleg az abszolút egyenleg egyensúlya, amelyet elsődlegesen gazdasági növekedéssel és gazdaságfehérítéssel kívánnak elérni. Kormányzati várakozás alapján a Családok Otthonteremtési Kedvezménye idei igénybevételét főképp az építőipari kapacitások korlátossága fogja befolyásolni, az idei évi kiadás előirányzatuk a soron 150 milliárd forint. A bankadó további változtatása folyamatban van, az adó alapját képező év tekintetében várhatók még változtatások. A kormányzat jelenleg nem tervez a bankadón túl más különadó csökkentést.

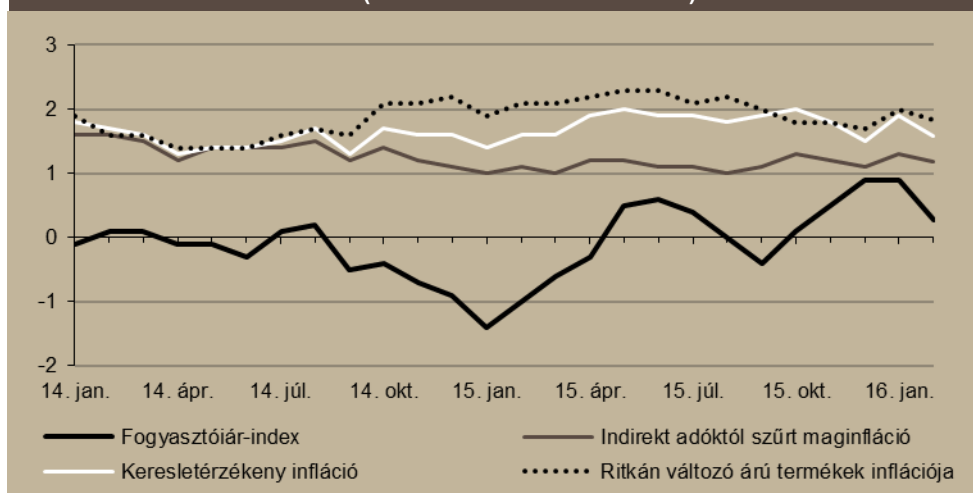
Monetáris folyamatok

A mérsékelt inflációs környezet legfőbb oka az üzemanyagárak esése.

Az éves bázisú infláció a januári 0,9 százalékos szint után jelentősen, 0,3 százalékra csökkent, azaz a tavalyi év második felét jellemző növekvő trend nem csak megtört, de csökkenésbe is fordult. Az áremelkedés szintjének csökkenését elsősorban az adó- és járulékváltozások valamint a továbbra is alacsony olajár és mérsékelt külső infláció okozzák. Az olaj árcsökkenésének köszönhetően az üzemanyagok ára 11,2 százalékkal volt alacsonyabb februárban mint egy évvel korábban – ez 0,9 százalékponttal mérsékli a pénzromlás ütemét. Szintén csökkentőleg hat az infláció mértékére, hogy a jövedéki adó 2015-ös változása fokozatosan bekerül a bázisba, így a szeszes italok és dohányárak árváltozása a januári 3,5-ről 2,6 százalékra esett vissza. Az élelmiszerek inflációja 1,3 százalékra gyengült, melyet továbbra is a zöldségek és gyümölcsök drágulása hajt. A tartós fogyasztási cikkek inflációja 1,8 százalékra csökkent, melyet még mindig a járművek jelentős, 4,2 százalékos áremelkedése húz. A szolgáltatásoknál stabilizálódott az árnövekedés, hiszen már négy hónapja 1,3 és 1,5 százalék között mozog. Az átlagosnál jelentősebben nőtt a lakbér valamint a külföldi utazások, a színház- és mozijegyek ára.

A januári emelkedés után csökkenés látszik az MNB inflációs trendmutatóiban is. Egyik mutató sem éri el továbbra sem a 2 százalékos értéket. A maginfláció februárban 1,3 százalék volt, amely a januárinál 0,1 százalékponttal alacsonyabb. Meglátásunk szerint az inflációs adatok továbbra sem indokolnak irányváltást a monetáris politikában.

10. ábra Infláció alakulása (éves változás százalékban)



Forrás MNB, Századvég

2016. március 22-ei ülésén a jegybank 1,20 százalékra csökkentette az alapkamatot, és a jegybanki kamatfolyosót is szűkítette meglepetést okozva ezzel a piacon. A jegybank kommunikációja szerint a jövőben további lazítás várható, azaz a kamat csökkentése várhatóan nem egyszeri lépés, hanem egy ciklus kezdete.

A Fed nem változtatott a kamaton, míg az EKB lazítás mellett döntött.

Az elmúlt hónapban a globális pénzügyi környezetben az EKB döntése (lásd keretes írásunkat) és a Fed kamattartásának körülményei érdemelnek említést. A Nyíltpiaci Bizottság 9:1 arányban a kamat tartása mellett foglalt állást a Fed 2016. március 15-16-i ülésén. Az ellenszavazó szerint a kamat 25 bázispontos emelésére lenne szükség, azaz 0,5-0,75 százalékra. A kínai gazdaság lassulása nem lepte meg az amerikai jegybankot, azonban a várakozásokat alulmúló japán és európai uniós gazdasági növekedés a Fed döntéshozóit is elgondolkodtatta monetáris pálya tekintetében. A Fed elnöke szerint azonban mindez nem jelenti azt, hogy felül kellene vizsgálni az amerikai gazdaságról alkotott véleményüket. Eszerint csökkenő inflációs környezetben a vártnál is gyengébb teljesítményre figyelmeztet a Fed. A monetáris szigorítás elmaradása egyértelműen stabilabb részvényárfolyamokhoz vezetett az év eleje óta. A piac egyre kevesbé számol amerikai kamatemeléssel és a szereplők 67 százaléka véli úgy, hogy erre még ebben az évben sor kerül.

Jelentősen lazított a monetáris kondíciókon az EKB

Az EKB Kormányzótanácsa 2016. március 10-én nagy horderejű monetáris lazítást hajtott végre, melynek elemei a következők voltak:

- A 2016. március 16-án elszámolandó művelettől kezdődően 5 bázisponttal 0,00%-ra csökkentette az eurórendszer irányadó refinanszírozási műveleteinek kamatlábát;
- 2016. március 16-i hatállyal 5 bázisponttal 0,25%-ra csökkentette az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlábát;
- 2016. március 16-i hatállyal 10 bázisponttal -0,40%-ra csökkentette a betéti rendelkezésre állás kamatlábát;
- Az eszközvásárlási program keretében végzett havi vásárlások értékét (60 milliárd euróról) áprilisi kezdettel 80 milliárd euróra bővítette;

- Az euróövezetben létrehozott nem banki vállalatok befektetésre ajánlott, euróban denominált kötvényeit felveszik a rendszeres vásárlásra elfogadott eszközök jegyzékébe;
- 2016 júniusától négy hosszabb lejáratú, célzott refinanszírozási műveletből álló új sorozatot indítanak el, mindegyiket négyéves lejáratúval. Az ezekre a műveletekre vonatkozó hitelkamatok olyan alacsonyok lehetnek, mint az egynapos, jegybanki betéti kamat.

Az alapvető és a magyar gazdasági élet szereplőit leginkább érdeklő kérdéseket járjuk most körbe a meghozott a fogyasztás bővülését (azaz a megtakarítások csökkenését) és a beruházások élénkülését célzó döntésekkel kapcsolatban.

A forintra önmagában az EKB drasztikus lazító lépései kedvezőek lehetnek. Persze kérdés, hogy mit nevezünk kedvező hatásnak és kinek a szemszögéből vizsgáljuk ezt a kérdést. Egy hazai nettó exportőr mindig gyengébb forintárfolyamban érdekelt alapvetően, míg egy nettó importőr számára az erősebb forint előnyös. Ha az EKB monetárisan lazít, az erősíti a forintot az euróval szemben minden más tényező változatlansága mellett. Elképzelhető, hogy a magyar jegybank is a csökkenő hazai inflációs környezetben a monetáris lazítás akár konvencionális (további kamatvágás), akár nem konvencionális eszközét alkalmazza. A jegybank gyengébb forintban lehet érdekelt, és ezt egyre nyíltabban kommunikálja is, de nem jelöl meg árfolyamcél – és ez így helyes. Gondoljunk a 2003-ban a Kormány és a jegybank által alkalmazott sávvelőlésre, amely gyengébb forintárfolyamot jelölt ki a sáv középeül. Ezt a piac egyértelmű leértékelésként vette figyelembe és megindult a forint gyengülésére irányuló spekuláció. Ezt később a jegybank csak kamatemelésekkel tudta megállítani. Szerintünk továbbra sem ajánlott a jegybank számára a forint árfolyamcéljának kommunikálása. Nyilván az akkori és a jelenlegi helyzet csak korlátozottan hasonlítható össze, hiszen a jegybanki tartalékok kellő mértékben állnak rendelkezésre és a folyó fizetési mérleg is 7 éve szufficites.

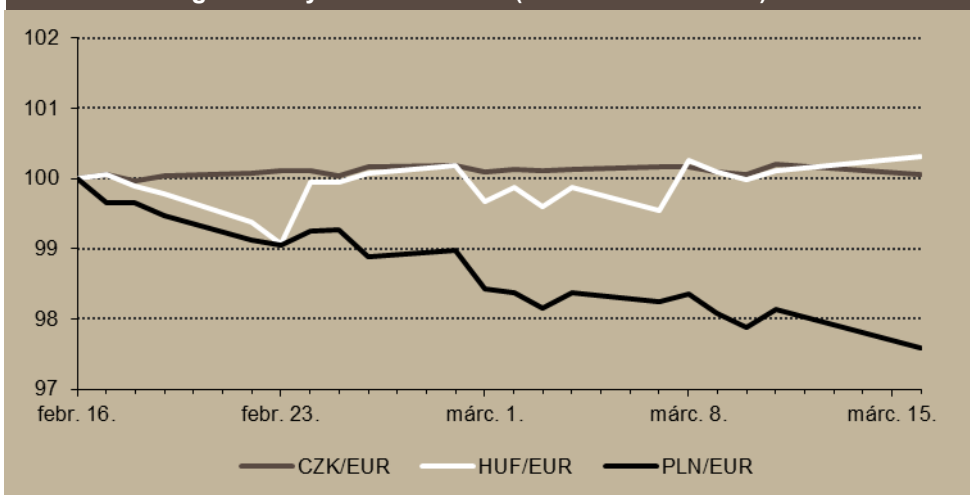
A 10 bázispontos betéti kamat -40 bázispontra csökkentése jelzésértékű lehet, hiszen a piacon a jelenbeli és a jövőbeni kamatok valamint az árfolyam alakulások között a kamatparitáson alapuló árfolyamelmélet teremti meg az összhangot. Ezt figyelembe véve a kamatcsökkentés rontja a hozzá tartozó deviza vonzerejét, de egy 10 bázispontos vágás csak jelentéktelen, néhány euró centes árfolyamgyengülést indukálhat elméletileg. Ennek következtében tehát valószínűleg másról lehet szó. A jegybanki lépések jelzésértékűek is egyben, ami azt jelenti, hogy további lehetőségeket is tartalmaznak, és verbális kiegészítések is kísérhetik a bejelentéseket.

A gyakorlatilag ingyenes, pontosabban akár negatív kamat (a betéti kamat: -0,4 százalék) mellett is felvehető hitelek kérdése azonban elgondolkodtató. Az EKB tulajdonképpen fizet azért (ha a bankok hitelállománya megfelelő mértékben növekszik), hogy a kereskedelmi bankok ilyen hiteleket felvegyenek, és ingyen hiteleiket a gazdaságba pumpálják. Ez mindenképpen markáns új elem. Kérdés, hogy tudják-e ösztönözni a vállalati hitelfelvételeket, hiszen a hitelkereslet elsősorban jövőbeni növekedési kilátásoktól és produktív beruházási lehetőségektől függ.

A Fed és az EKB ellentétes irányú döntést hozott. Ezt jól kiegészítik és árnyalják verbális eszközökkel, amelyekkel a döntéseiket megerősítik vagy élet tompítják. A magyar jegybank látva a Fed nem szigorító és az EKB lazító monetáris politikáját a

saját inflációs cél figyelembe vételével lehet, hogy további monetáris lazítás mellett foglal állást. Egy esetleges kamatvágási döntés meghozatalakor, illetve egy ilyen ciklus megindításakor a Monetáris Tanácsnak mérlegelnie kell a regionális és az euróval/ dollárral fennálló kamatkülönbözetet, hiszen pénz- és devizapiaci turbulenciakor a kamatemelés szükségessége pótlólagos veszteségekkel és pénzügyi stabilitási kockázatokkal járhat.

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



Forrás: Datastream

A régiós pénzügyi folyamatok kedvezőbben alakultak az elmúlt hónapban. A cseh korona árfolyama gyakorlatilag stagnált, míg a lengyel zloty 2,4 százalékos erősödött az euróval szemben. Az országhozzáértékelés felár (az 5 éves CDS) Csehországban 46 bázisponton stagnált, míg Lengyelországban 3 egységgel, 91 bázispontra csökkent.

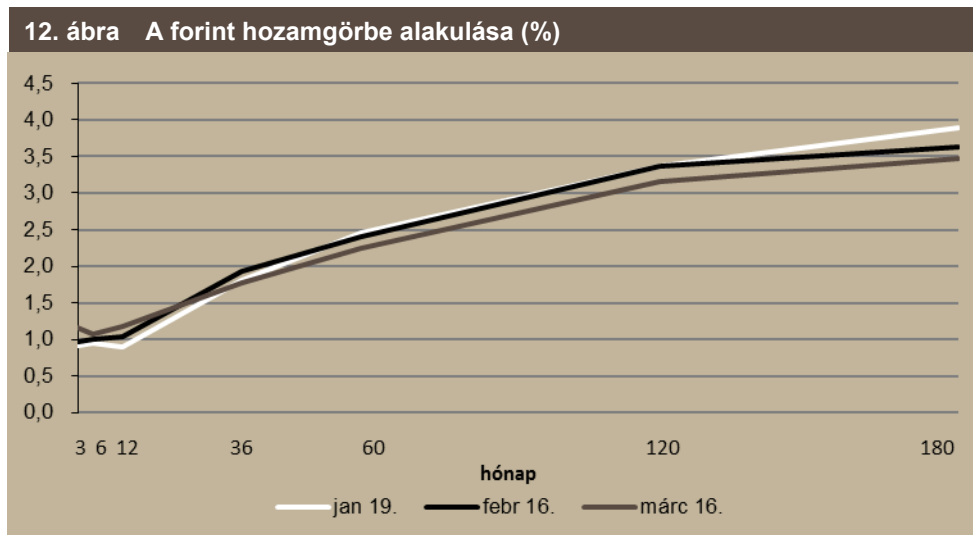
Alig változtak a hazai pénzügyi mutatók.

A hazai pénzügyi mutatók összességében vegyesen alakultak. Az országhozzáértékelés kifejező mutató, az 5 éves CDS értéke 9 egységgel 156 bázispontra csökkent. Az elmúlt hónapban a forint árfolyama a svájci frankkal, az euróval és az amerikai dollárral szemben is gyengült, rendre 0,9, 0,3 és 0,1 százalékkal. Az időszak végén így egy svájci frank 284, egy euró 311, míg egy amerikai dollár 281 forintba került. Az elmúlt hónapban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány tovább csökkent – közel 85 milliárd forint értékben –, és jelenleg 3620 milliárd forintot tesz ki. Ez a csökkenés ugyanakkor nem befolyásolta érdemben a forint árfolyamát.

A hozamgörbe laposabb lett.

A magyar jegybank februárban 1,35 százalékon tartotta az irányadó rátát. A Monetáris Tanács jegyzőkönyve alapján a 9 fős grémium egyhangúan a kamat tartása mellett voksolt. Márciusban az alapkamat 1,2 százalékra történő csökkentése mellett döntöttek, és a kommunikáció szerint további csökkentésekre lehet számítani. Jelenleg a 3 hónapos hozam alacsony (1,16 százalék), amely ugyan 19 bázisponttal nőtt az előző havi értékhez képest, de még így is némileg kisebb az irányadó kamatnál (3 hónapos jegybanki betét). A további DKJ-k hozamai (6 hónapos és az egy éves) 8 ill. 14 bázisponttal emelkedtek. Az 3-5-10 és 15 éves állampapírok hozamai (16-21 bázisponttal) emelkedtek, azaz laposabb lett a hozamgörbe. A tartósan alacsony rövid hozamok oka, hogy az önfinanszírozási program keretében a bankoknak szeptember 23-tól folyamatosan csökkenteniük kellett a kéthetes betétállományukat, és az év végére a kéthetes betétállomány 1000 milliárd forintra csökkent. A jegybank 2016. január 12-i döntése értelmében teljesen megszüntette a kéthetes betétet (amelynek állománya 2016. február végén 994 milliárd forint volt), és ezzel ápriliséig vélhetően további 400–800 milliárd forintnyi banki állampapírpiazi vásárlást generálhat. A

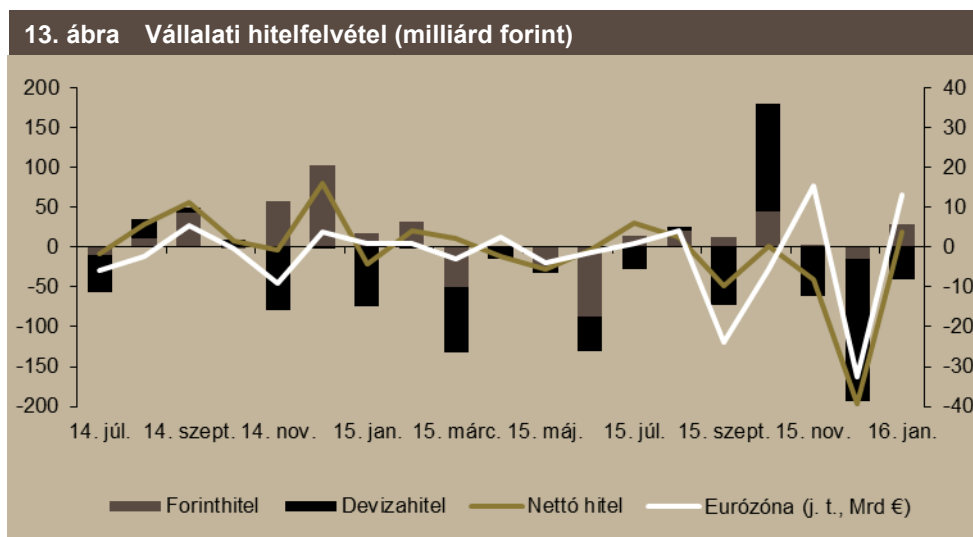
kamatcsere eszközt is kibővíti a jegybank, amelynek révén a hosszabb hozamok is csökkenhetnek. Változást hozhat az állampapírpiacra, ha a magyar szuverén adósságot a nemzetközi hitelminősítők 2016-ban felminősítik, amelynek hatására várakozásaink szerint (minden egyéb az állampapírpiacra ható tényező változatlansága mellett) csökkenhet a hosszabb futamidejű papírok hozama.



Forrás: ÁKK, Századvég

A vállalatok devizahitel-állománya csökkent.

A vállalatoknál 2016. januárjában a szezonálisan kiigazított számok alapján a banki nettó forinthitel felvétel 28,2 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke –41,2 milliárd forintot tett ki, azaz a nem pénzügyi vállalatok decemberben is nettó hiteltörlesztők devizában. A kettő eredőjeként adódó januári teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan igazítva) így 18,8 milliárd forintnak felelt meg.



Forrás: MNB, EKB, Századvég

A folyószámlahiteleken felüli bruttó forinthitel-kihelyezés 74,31 milliárd forintot tett ki, ami jelentős mértékű csökkenést mutat az előző hónaphoz képest. Az újonnan nyújtott euróhitelek összege 38,4 milliárd forint volt, ami kismértékű növekedést jelent az előző havi értékhez képest.

A Századvég Gazdaságkutató makrogazdasági előrejelzése

**A Századvég
Gazdaságkutató Zrt.
legfrissebb előrejelzése
szerint az idei GDP-
növekedés 2,4 százalék
lehet.**

A Századvég Gazdaságkutató Zrt. prognózisa szerint a magyar gazdaság növekedése 2016-ban az előző évinél némileg lassabb, 2,4 százalékos lesz. A lassabb növekedést elsősorban a beruházások alacsonyabb szintje okozza. Itt a visszesés a magas bázisnak köszönhető, amelyet a 2007 és 2013 közötti uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó támogatások 2015-ben történt jelentős lehívása okozott. Ugyanakkor a Családi Otthontermelési Kedvezmény az év második felében serkentheti a beruházásokat. A gazdasági növekedést felhasználási oldalon várakozásaink szerint a fogyasztás vezérli majd, de a nettó export is pozitívan járulhat hozzá. A fogyasztás növekedését támogatja az alacsonyabb jövedelemadó-kulcs bevezetése, a családi adókedvezmények növekedése a kétgyermekes családok esetén valamint a bérek emelkedése (várakozásaink szerint 4,5 százalék). A növekedés szempontjából 2016-ban kockázatot jelent a fejlődő régió (Kína) gazdasági teljesítményének lassulása, amely a magyar gazdaságra is negatív hatással lehet. Várakozásaink szerint 2016-ban az infláció továbbra is alacsony, éves szinten átlagosan 0,8 százalékos lesz messze elmaradva a jegybank inflációs céljától. Az alacsony infláció továbbra is az adóváltozásoknak (sertéshús áfájának csökkentése), a csökkenő olajárnak, az alacsony inflációs várakozásoknak és a mérsékelt külső inflációnak köszönhető. A munkanélküliség 2016-ban is csökkenni fog, éves átlagban 6 százalékos lehet. Tovább csökkenhet a költségvetés hiánya is: az ESA-egyenleg értéke várakozásunk szerint a GDP -1,6 százaléka lehet. A monetáris politika tekintetében további lazításra számítunk.

2017-ben a gazdasági növekedés várhatóan meghaladja a 2016-os szintet a beruházások megindulásának köszönhetően. A GDP bővülésének mértéke várakozásaink szerint 3 százalék lehet. 2017-ben a növekedés sokkal kiegyensúlyozottabb lehet, a fogyasztás, a beruházás és a nettó export egyaránt hozzájárulhat. A külső kereslet alakulása továbbra is kockázatot jelent. A bruttó bérek továbbra is emelkedni fognak, várakozásaink szerint átlagosan 4,7 százalékkal. Növekvő pályára állhat az infláció is, éves átlagos szintje 1,8 százalék lehet, és év végére a Magyar Nemzeti Bank inflációs célszámba kerülhet, tehát értéke meghaladhatja a 2 százalékot. A forint euróhoz viszonyított árfolyama várakozásaink szerint az év során stabil marad. Tovább csökkenhet a munkanélküliségi ráta, éves átlagos értékét 5,8 százalékra várjuk. Szintén mérséklődhet a költségvetés ESA szerinti hiánya. Ennek nagysága becslésünk szerint 1 százalék lehet, ám itt pontosabb becslés csak a Költségvetési Törvény ismeretében adható majd.

Századvég előrejelzés¹

14. ábra 2016. I. negyedévi előrejelzésünk

	2015		2016			2016		2017			2017
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
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

15. 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.