

2016-ban 0,4 százalékos volt az infláció mértéke

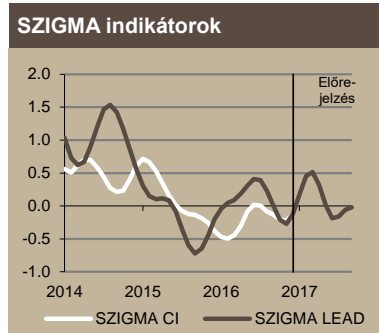
A KSH januárban közzétett statisztikái szerint 2016-ban 0,4 százalékos volt az infláció mértéke Magyarországon. Az infláció mértéke ugyanakkor az alacsony olajárak bázisba kerülésének következtében az év végén növekedésnek indult, és decemberben 1,8 százalékos volt.

Novemberben az ipari termelés 0,6 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, míg az év első tizenegy hónapjában 1 százalékos bővülés figyelhető meg. Továbbra is csökkent azonban éves összevetésben az építőipar teljesítménye: novemberben 14,4 százalékos visszaesést regisztráltak, ami az uniós források felhasználásának tavalyi csúcsra járatásával magyarázható. Az előző hónaphoz képest kismértékű, 1,7 százalékos növekedést regisztrált a KSH az ágazatban.

A kedvező munkaerőpiaci folyamatok folytatódtak: novemberben is: a bruttó átlagkeresetek 8,2 míg a nettó átlagkeresetek 9,8 százalékkal növekedtek, a munkanélküliségi ráta pedig 4,6 százalékra mérséklődött. Így bővült a háztartások rendelkezésre álló jövedelme, aminek eredményeként a kiskereskedelmi forgalom is növekedni tudott. Ennek mértéke az év tizenegyedik hónapjában 4,7 százalékos volt.

Novemberben a termékek exportja 2,7, míg importja 1 százalékkal növekedett, így a külkereskedelmi többlet 130 millió forinttal lett magasabb, mint egy évvel korábban.

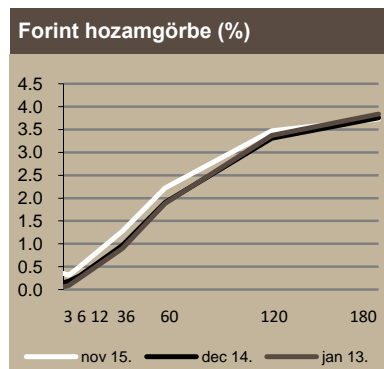
A Magyar Nemzeti Bank monetáris tanácsa nem változtatott az alapkamat mértékén, míg a 3 hónapos jegybanki betét korlátját az első negyedévre vonatkozóan 750 milliárd forintban határozta meg.



Forrás: Századvég

Előrejelzésünk (2016.12.09.)

	2017
GDP változása (%)	3,6
Infláció (éves átlag, %)	2,0
Bruttó keresetek (éves változás, %)	10,7
EUR/HUF (éves átlag)	315



Forrás: Datastream

Gazdasági áttekintés

Külső környezet

Decemberben 3 éves csúcsra emelkedett az eurózóna inflációja.

A háztartási energiaár-csökkenés bázisba épülésének következtében decemberben 3 éves csúcsra, 1,1 százalékgig emelkedett az eurózóna inflációs rátája. Az energiaár-index várhatóan a következő hónapokban is gyorsíthatja a pénzümlési ütem bővülését, ugyanis a tavalyi első negyedévben mért 40 dollár körüli átlagos olajárral szemben jelenleg 50 dollár fölött mozog a brent kőolaj hordónkénti világpiaci ára. Az Egyesült Államokban a Fed inflációs céljának tekintett 2 százalék fölé emelkedett decemberben az inflációs ráta, amelynek további dinamikus emelkedése esetén akár már márciusi ülésén is tovább szigoríthatja monetáris kondícióit a Fed Nyíltpiaci Bizottsága. Az inflációs ráta dinamikus bővülése fordulatot hozhat az EKB monetáris politikájában is. Januári ülésén az EKB változatlanul 2017 decemberét jelölte meg mennyiségi lazítási programjának végpontjaként, ám egyúttal figyelmeztetett, hogy az inflációs folyamatok gyorsulása, azaz a program céljának teljesülése esetén a Kormányzótanács ennél korábban is a program lezárása mellett dönthet.

Az IMF legfrissebb előrejelzése alapján – 2016-tal szemben – idén ismét emelkedhet, összességében 3,4 százalékra gyorsulhat a világgazdaság növekedési üteme. A Valutaalap számításai szerint rövidtávon az Egyesült Államok és Kína várható kormányzati növekedést ösztönző intézkedéseinek tovagyűrűző hatása a teljes világgazdaság bővülését gyorsíthatja, ami idén még az esetleges protekcionista gazdaságpolitikai lépések hatását is kompenzálja. Az előrejelzés szerint 2017 egészében az Egyesült Államok gazdasága 2,3, míg az eurózóna kibocsátása 1,6 százalékkal emelkedhet, miközben a kínai növekedési ütem 6,5 százalékra mérséklődhet.

SZIGMA indikátoraink

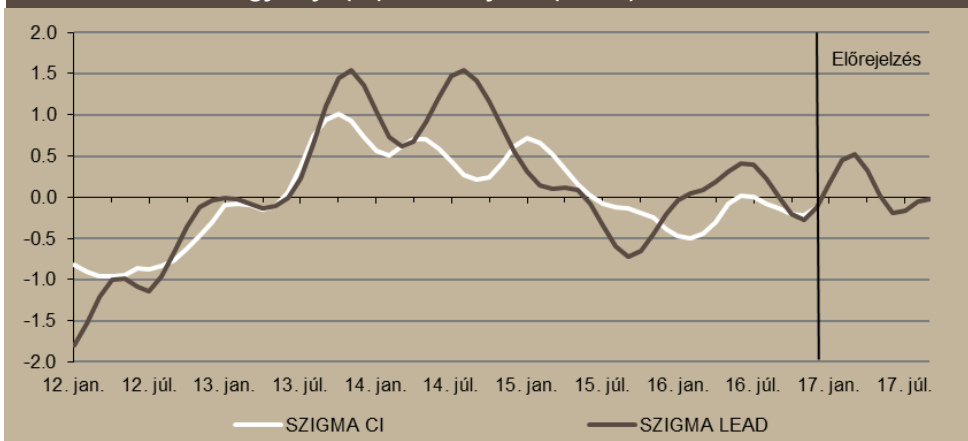
SZIGMA indikátorunk alapján decemberben trend alatt nőtt a gazdaság.

Az előző hónapokhoz hasonlóan, a magyar gazdaság jelenlegi állapotát kifejező SZIGMA CI indikátor értéke decemberben is negatív tartományban tartózkodott, ami alapján továbbra is trend alatti ütemben bővül a hazai gazdaság. Az index alapján decemberben mérséklődött a gazdaság potenciális kibocsátástól való elmaradása, amit főként a javuló novemberi ipari termelési és értékesítési adatok magyaráznak. Novemberben az elmúlt években megszokottnál is nagyobb mértékben bővült az ipari rendelésállomány, ami a szekunder szektor kibocsátásának rövidtávú élénkülése irányába hathat. Bár novemberben havi alapon enyhén nőtt, éves összevetésben továbbra is 10 százalékot meghaladó mértékben csökken az építőipar kibocsátása, ami a tovább mérséklődő szerződésállomány alapján a következő hónapokban is folytatódhat.

A hazai gazdaság rövidtávú teljesítményével szembeni várakozásainkat kifejező SZIGMA LEAD indikátor alapján a tavalyi utolsó negyedévben trend alatti ütemben bővíthetett a hazai gazdaság, amit főként a 2015-ös kiugróan magas bázis indukál. Januártól viszont két negyedéven keresztül ismét meghaladhatja a kibocsátás potenciális szintjét, ellenben indikátorunk a növekedési ütem visszaesését valószínűsíti az idei második és harmadik negyedév között. A magyar kivitel szempontjából kulcsfontosságú német piac hangulatindexe bár decemberben enyhén csökkent, továbbra is az októberi 2,5 éves csúcs közelében tartózkodik, ami alapján a következő hónapokban tovább emelkedhet az ipari exportrendelések állománya.

Novemberben az kiskereskedelmi forgalom is tovább emelkedett, ám többek között az enyhén romló fogyasztói bizalmi indikátorok miatt is a fogyasztás növekedési ütemének lassulását valószínűsítjük. Összességében 2016 egészére 2 százalékos enyhén meghaladó gazdasági bővülést valószínűsítünk, míg a javuló beruházási aktivitás, valamint a dinamikus emelkedő reálberek miatti fogyasztásbővülés hatására idén 3,6 százalékkal nőhet a magyar kibocsátás.

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



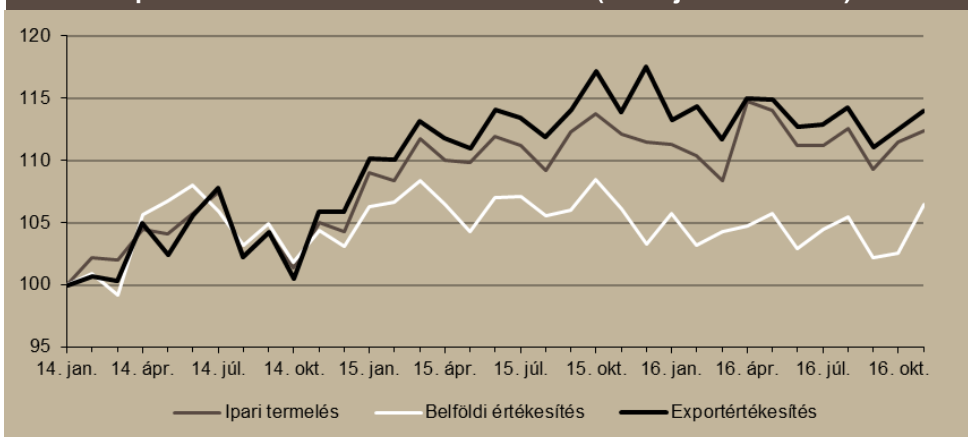
Forrás: Századvég

Reálgazdaság

**Az ipar novemberben
0,6 százalékkal
növekedett éves
összevetésben.**

Novemberben az ipar teljesítménye a nyers és a munkanaphatástól megtisztított adatok szerint is 0,6 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, míg a szezonálisan és munkanaphatással kiigazított adatok szerint októberhez képest 0,9 százalékos növekedés történt. Novemberben mind a belföldi, mind a külföldi értékesítés növekedni tudott az előző év azonos időszakához képest: az előbbi 1,7, míg az utóbbi 0,4 százalékkal haladja meg az egy évvel korábbit.

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

Forrás: KSH, Századvég

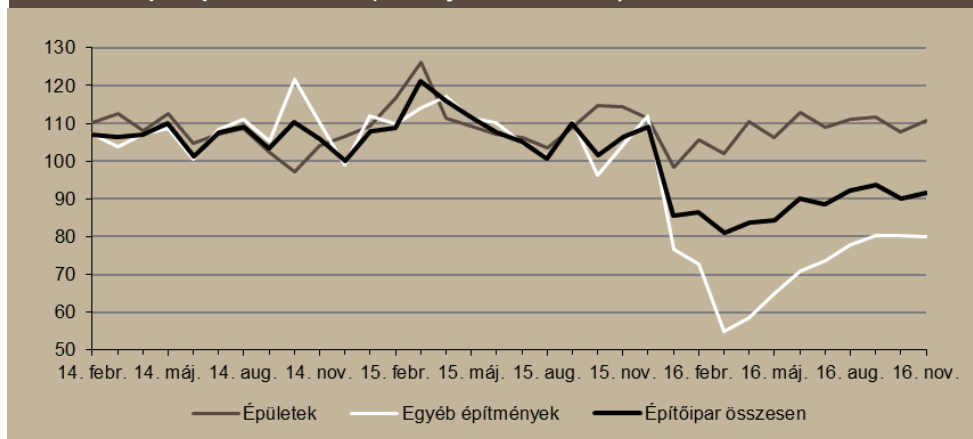
Az iparon belül a bányászat teljesítménye 24,1 százalékkal, míg a villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás nemzetgazdasági ág teljesítménye 8,1 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest. Ezzel szemben a legnagyobb súlyú ág, a feldolgozóipar termelése 1,6 százalékkal bővült. Ezen belül a legnagyobb súlyú alágak közül a számítógép, elektronikai, optikai termék gyártása alág termelése 10,6 százalékkal, az élelmiszeripar termelése pedig 4,7 százalékkal nőtt, míg a

feldolgozóiparon belül legnagyobb súllyal bíró járműgyártás teljesítménye 2,5 százalékkal, a gépek, gépi berendezések gyártása 3,9 százalékkal esett vissza. A legnagyobb, 6 százalékos csökkenés a textil, ruházat, bőr, és bőrtermék gyártása alágban történt. Kedvezően alakult ugyanakkor novemberben a KSH által megfigyelt ágazatok szerződésének volumene novemberben: az új szerződések volumene 9,2 százalékkal, míg a teljes szerződésállomány 8,7 százalékkal haladta meg az egy évvel korábit. A megfigyelt ágazatok közül kiemelkedően alakult a gépek, gépi berendezések gyártása ágazat rendelésállománya (44,5 százalékos növekedés), míg a gyógyszeripar rendelésállománya jelentősen, 22,8 százalékkal elmaradt az egy évvel korábitól.

Novemberben az építőipar teljesítménye 14,4 százalékkal maradt el az egy évvel korábitól.

Novemberben az építőipar termelése 14,4 százalékkal volt alacsonyabb, mint az előző év azonos időszakában. Októberhez képest azonban 1,7 százalékos növekedés tapasztalható a szezonálisan és munkanaphatással kiigazított adatok alapján. Éves összehasonlításban mindkét építményfőcsoportban mérséklődés történt: az épületeknél 2,5, míg az egyéb építményeknél 25,7 százalékos mértékű. Ez utóbbi az uniós kifizetések tavaly évvégi csúcsra járatásával magyarázható. Az építőipar szerződésállománya továbbra is ellentmondásosan alakul: míg az új szerződések állománya novemberben 28,2 százalékkal elmaradt az egy évvel korábitól, addig a teljes szerződésállomány 24 százalékkal meghaladta azt. Az új szerződések állományának alacsonyabb szintje mindkét főcsoport esetében fennáll, azonban míg az épületekre vonatkozó teljes szerződésállomány 8,7 százalékkal alacsonyabb az egy évvel korábinál, addig az egyéb építményekre vonatkozó teljes szerződésállomány 58,8 százalékkal meghaladja azt.

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

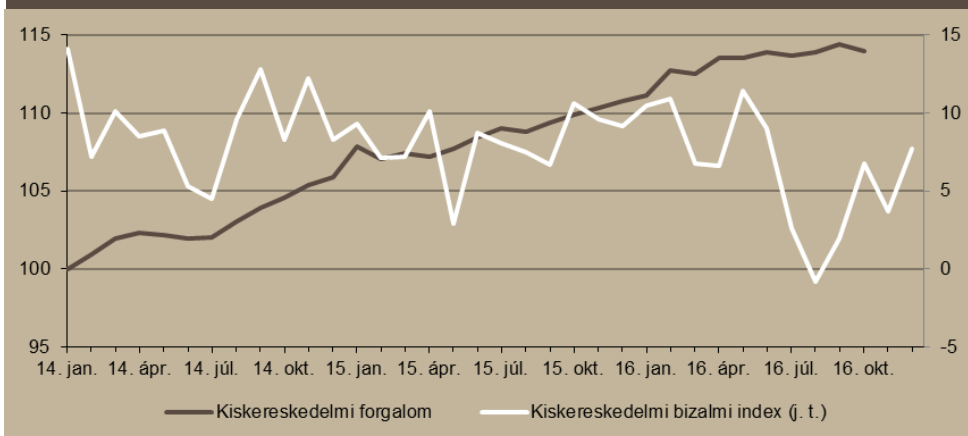


Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

Forrás: KSH, Századvég

A kiskereskedelmi forgalom novemberben 4,7 százalékkal növekedett.

2016 októberében a kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumene a nyers és a naptárhatástól megtisztított adatok alapján is 2,6 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, ami megegyezik a korábbi becslésekkel. A novemberi első becslés szerint a nyers és a naptárhatástól megtisztított adatok alapján a kiskereskedelem forgalma 4,7 százalékkal növekedett. Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes kiskereskedelmi üzletekben 2,1, a nem élelmiszer-kiskereskedelmi üzletekben 8,1, míg az üzemanyag-kiskereskedelemben 3,9 százalékos forgalomnövekedést figyeltek meg.

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

Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

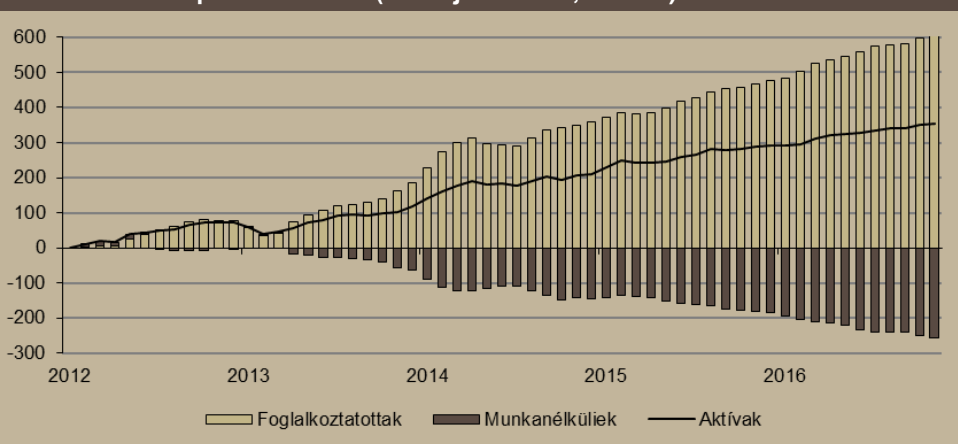
Forrás: KSH, Eurostat, Századvég

Októberben tovább folytatódott a csomagküldő és internetes üzletek eladási volumenének évek óta tartó bővülése: Az előző év azonos időszakához képest 16,5 százalékkal emelkedett a forgalom a naptárhatástól megtisztított adatok alapján. Jelentős növekedést figyeltek meg a textil, ruházati és lábbeli szaküzletekben (7,9), valamint az illatszer üzletekben (6,4) is. 4,6 százalékkal emelkedett a számítástechnika és egyéb ipari cikkek, valamint 3,6 százalékkal az iparcikk jellegű vegyes üzletek eladási forgalma. Az élelmiszer jellegű vegyes üzletek 2,6 százalékos, a könyv, újság és papírárut értékesítő üzletek 2,8 százalékos, míg a használatcikkeket áruló üzletek 2,5 százalékos forgalomnövekedést tapasztaltak. A gépjármű-üzemanyag forgalom októberben kis mértékben, 1,2 százalékkal növekedett, ami jelentős mérséklődés a korábban tapasztaltakhoz képest. Az élelmiszer, ital és dohányáru szaküzletekben 2,0 százalékos csökkenést tapasztaltak a forgalomban, ami a szeptemberi jövedéki adó emelés hatása is lehet.

**A munkanélküliségi ráta
4,6 százalékra csökkent.**

A magyar munkaerőpiac helyzete 2016 novemberében tovább javult. A foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma a korábbi hónapokhoz hasonló mértékben, több mint 12 ezer fővel emelkedett egy hónap alatt. Ugyanezen időszak alatt az aktívak szezonálisan kiigazított száma 3 ezer fővel emelkedett. Az aktivitási ráta ennek köszönhetően a 15-74 éves korosztályban 61,4 százalékra emelkedett. A két hatás eredőjeként a munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma tovább csökkent: 9 ezer fővel, 213 ezerre. Az intézményi statisztikák alapján novemberben az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 11 ezer fővel emelkedett a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások, a költségvetési intézmények és a non-profit szervezetek esetében. Az intézményi statisztikákon belül a növekedés a korábbi hónapokkal szemben nem csak a versenyszférához köthető, ahol az előző hónaphoz képest 4 ezer fővel bővült a foglalkoztatás, mivel a költségvetési szektorban 6 ezer, a non-profit szervezetek esetében pedig ezer fővel foglalkoztattak többet novemberben. A Start munkaprogramban dolgozó közfoglalkoztatottak száma az előző hónapokhoz hasonlóan tovább csökkent éppen 200 ezer fő alá. A szezonálisan kiigazított munkanélküliségi ráta tovább csökkent 4,6 százalékra, amely a rendszerváltás óta eltelt időszak új mélypontja.

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



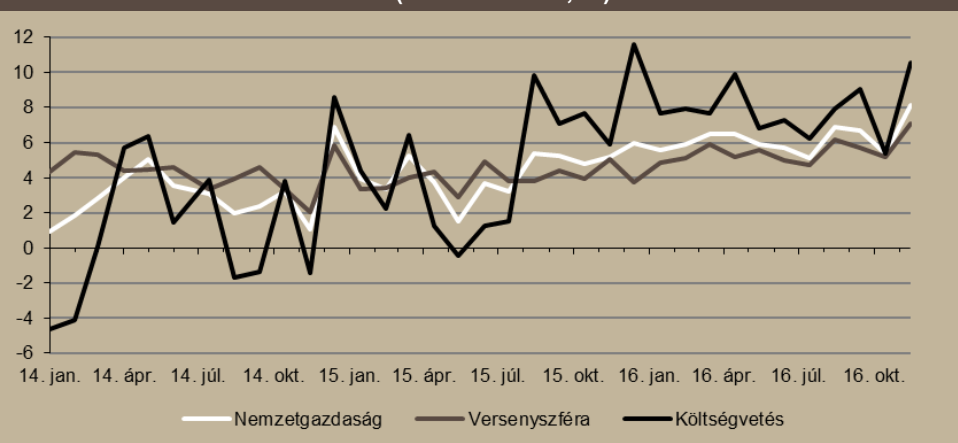
Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek

Forrás: KSH, Századvég

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

A bruttó átlagkereset a korábbi hónapok gyors ütemét is meghaladva kiemelkedő mértékben 8,2 százalékkal, 285 772 forintra emelkedett novemberben az előző év azonos időszakához viszonyítva. A keresetek dinamikus növekedésére a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, a közszféra bérrendezései, valamint a versenyszektorban az egyes szegmensekben kialakuló munkaerőhiány gyakorol hatást. Novemberben tovább folytatódott a bérből élők helyzetének a javulása, nettó bérek részben az év eleji személyi jövedelemadó csökkentésnek köszönhetően, kiemelkedő mértékben 9,8 százalékkal emelkedtek egy év alatt. Az árszínvonal hatását is figyelembe véve a novemberi adatok alapján a nettó reálkeresetek 8,7 százalékkal emelkedtek novemberben az előző év azonos időszakához viszonyítva.

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



Forrás: KSH, Századvég

Külső egyensúly

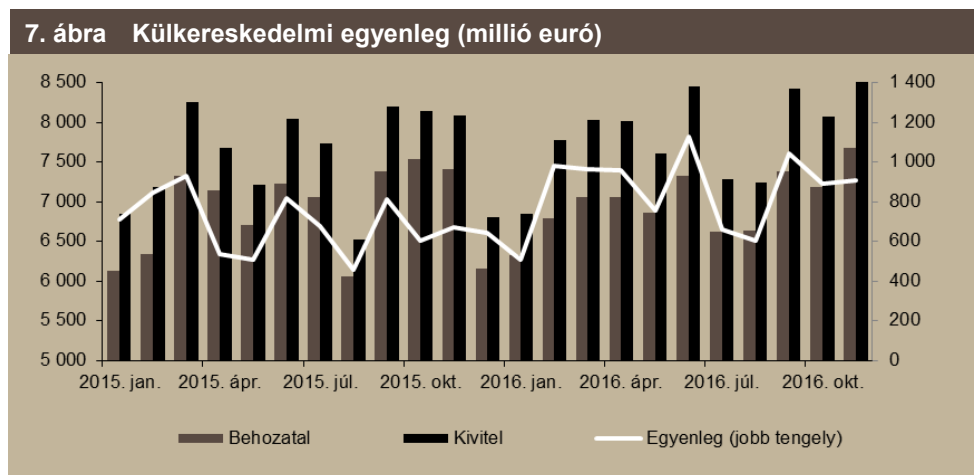
**Októberben és
novemberben is nőtt a
külkereskedelmi többlet.**

A KSH 2016 októberére vonatkozó adatai alapján a külkereskedelmi termékforgalom euróban számított exportvolumene 1 százalékkal, míg a behozatalé 2,5 százalékkal csökkent éves bázison. A külkereskedelmi mérleg többlete 903 millió eurót tett ki, így az előző év azonos időszakához képest 179 millió euróval nőtt.

Októberben az egy évvel korábbihoz képest a gépek és szállítóeszközök volumene a kivitelben 2,1, a behozatalban 3,8 százalékkal csökkent. A feldolgozott termékek exportvolumene 0,6 százalékkal, importvolumene 0,9 százalékkal zsugorodott. Az energiahordozók importvolumene 2,2 százalékkal csökkent. A kőolaj és

kőolajtermékek behozatala tizedével emelkedett. A villamosenergia-behozatal közel 20 százalékkal visszaesett.

A 2016 novemberére vonatkozó első becslés alapján a külkereskedelmi mérleg aktívuma 908 millió eurót tett ki. Ez 130 millió euróval több, mint az egy évvel korábbi érték. Az export euróban számított értéke 2,7 százalékkal nőtt, míg az importé 1 százalékkal bővült éves összevetésben.



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

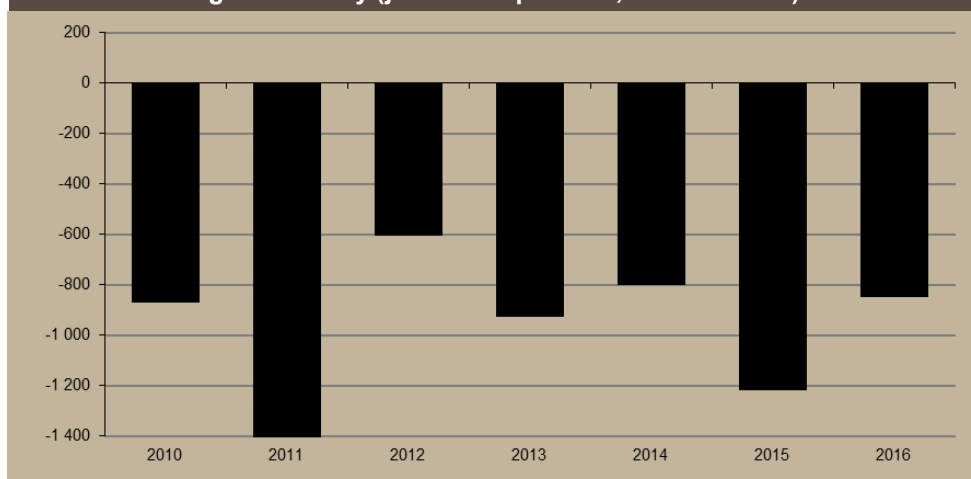
A folyó fizetési mérleg egyenlege 2016 novemberében 344 millió eurót tett ki, amely az első tíz hónapban mért értékekkel együtt (4951,6 millió euró) jelentős mértékben felülmúlja az előző év azonos időszakában mértet (4488 millió euró).

Költségvetési helyzet

A költségvetés éves hiánya 848,3 milliárd forint volt.

Az államháztartás központi alrendszerének 2016. évi előzetes pénzforgalmi hiánya 848,3 milliárd forint volt, ami 389 milliárd forinttal alacsonyabb a 2015. évi adatnál. A központi költségvetés 771,6 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 75,2 milliárd forintos deficitet, az elkülönített állami pénzalapok 1,5 milliárd forintos deficitet halmoztak fel. Az év utolsó hónapját a központi alrendszer 907,6 milliárd forintos hiánnyal zárta. A decemberi, kiugró hiány mögött olyan többletforrások kiutalása áll, amire a költségvetési mozgástér adott lehetőséget. A gazdasági tárca közlése szerint 2016-ban 490 milliárd forinttal több adó és járulék folyt be a költségvetésbe, mint egy évvel korábban. A többletbevételek jelentős része köthető a személyi jövedelemadóhoz és más a foglalkoztatáshoz kapcsolódó költségvetési bevételekhez, továbbá a vállalkozások oldalán is magasabban alakultak a befizetések. Mindez a kedvező makrogazdasági folyamatok, a növekvő foglalkoztatás és az adóbefizetést élénkítő gazdaságpolitika együttes eredménye.

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



Forrás: NGM

2017 első hónapjában több új adóváltozás is életbe lépett. Január 1-jétől 27-ről 5 százalékra csökkent a baromfihús és baromfi belseg, a friss tej és a friss tojás áfakulcsa. Az internet-előfizetés és az éttermi szolgáltatások áfakulcsa pedig 27-ről 18 százalékra süllyedt. A minimálbér 15 százalékkal, a garantált bérminimum 25 százalékkal emelkedett, ismét nőtt a két eltartott után járó családi adókedvezmény összege.

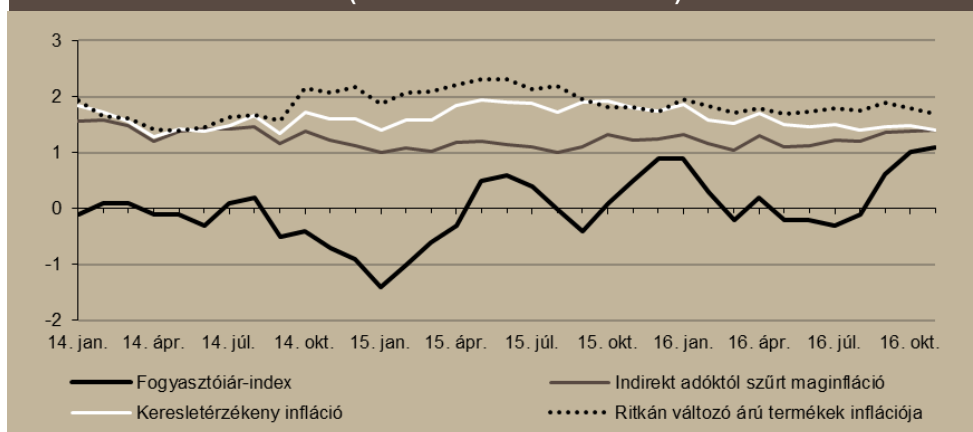
Monetáris folyamatok

Decemberben éves szinten 1,8 százalék volt az infláció.

Decemberben az árak növekedése 1,8 százalékos volt az előző év azonos időszakához képest, míg 2016 egészét tekintve 0,4 százalékot tett ki. Az élelmiszerek 1,3 százalékkal drágultak, amelyhez jelentősen hozzájárult a cukor árának 16,3, az idényáras élelmiszerek árának (burgonya, friss zöldség, gyümölcs) 3,6, a sajt és péksütemények árának 2,7, valamint a tej árának 2,6 százalékos emelkedése, illetve a sertéshús árának 8,5 és a baromfihús árának 3,6 százalékos csökkenése. Átlagon felüli növekedést figyeltek meg az egyéb cikkek esetében: 3,5 százalékkal kellett többet fizetni értük. Ezen csoporton belül a járműüzemanyagok ára 6,8 százalékkal, az újságok, folyóiratok ára 5,8 százalékkal nőtt, míg a tankönyvek 8,8 százalékkal lettek olcsóbbak. A szeszes italok és dohányárak átlagosan 2,5, a szolgáltatások 1,9, míg a ruházkodási cikkek 0,5 százalékkal drágultak. A háztartási energia ára továbbra sem változott, míg a tartós fogyasztási cikkek esetében 0,5 százalékos árcsökkenést figyeltek meg. A tartós fogyasztási cikkek közül a motorkerékpárok (2,2), a kerékpárok (3,1) ára emelkedett, míg a televízió (4,5), a számítógépek, fényképezők, telefonok (3,3) és a tartós kulturális cikkek (3,2) ára csökkent.

Az MNB által közölt inflációs alapmutatók alapján az indirekt adóktól szűrt maginfláció és a keresletérzékeny infláció 0,2-0,2 százalékponttal 1,6 százalékpontra emelkedett. A ritkán változó árú termékek inflációja 0,1 százalékponttal növekedett és 1,8 százalékpontos szinten áll. A historikusan alacsony inflációs várakozások, valamint a tartósan alacsony globális infláció miatt továbbra is alacsony, de a növekvő olajárak és belső kereslet miatt fokozatosan növekvő pénzromlás várható, amely így csupán 2018 első felében érheti el a jegybank által kitűzött 3 százalékos inflációs célt. A Monetáris Tanács nem változtatott az alapkamaton január 24-ei ülésén.

9. ábra Infláció alakulása (éves változás százalékban)

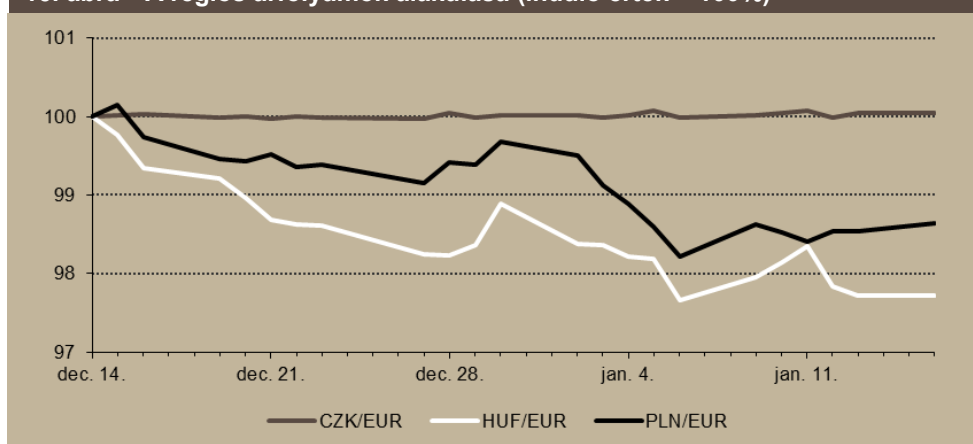


Forrás MNB, Századvég

Az EKB és a Fed sem változtatott a monetáris kondíciókon.

Januárban nem ülésezett az EKB Kormányzótanácsa, így az eurózónára vonatkozó monetáris politikai döntés sem született ebben az időszakban, vagyis az irányadó kamat mértéke is változatlan maradt. A Fed kamatokról határozó Nyíltpiaci Bizottsága (FOMC - Federal Open Market Committee) a decemberi 25 bázispontos kamatemelést meghozó döntése után legközelebb 2017. január 31.- február 1. között ülésezik.

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



Forrás: Datastream

A hazai pénzügyi mutatók kismértékben kedvezőbbé váltak.

A régiós folyamatok kismértékű változást indukáltak a vizsgált pénzügyi mutatókban. A cseh korona árfolyama stagnált, míg a lengyel zloty 1,4 százalékkal erősödött az euróval szemben. Az országkockázati felár (az 5 éves CDS) Csehországban 2 bázisponttal 41 bázispontra, míg Lengyelországban 4 egységgel 76 bázispontra csökkent. A hazai pénzügyi mutatók kismértékben kedvezőbbé váltak. Az 5 éves CDS értéke 8 egységgel 128 bázispontról 120 bázispontra csökkent, addig az elmúlt hónapban a forint árfolyama a svájci frankkal szemben 2 százalékkal, az amerikai dollárral szemben 1,9 százalékkal, míg az euróval szemben 2,3 százalékkal gyengült. Az időszak végén így egy svájci frank 287, egy euró 307, míg egy amerikai dollár 290 forintba került. Az elmúlt hónapban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány kis mértékben csökkent (-68 milliárd forint) és az időszak végén 3461 milliárd forintot tett ki.

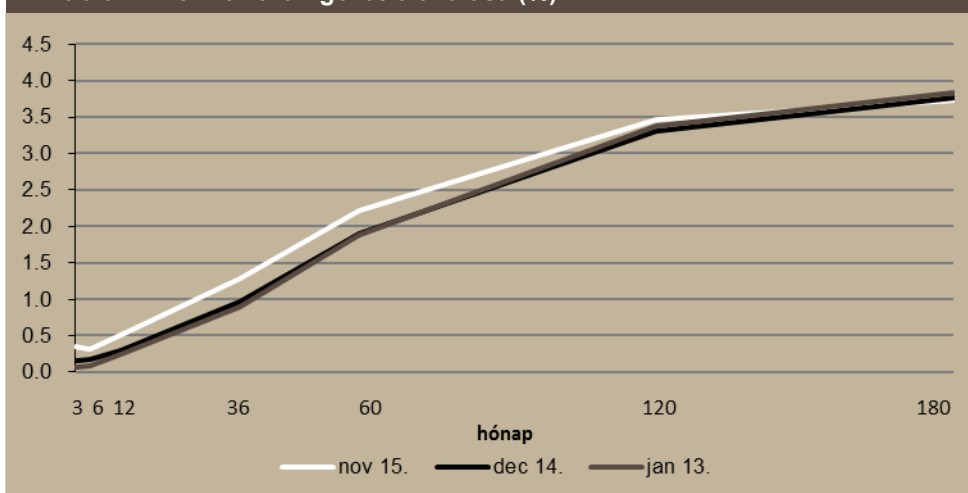
A Monetáris Tanács nem változtatott az irányadó rátán.

A magyar jegybank Monetáris Tanácsa decemberben sem változtatott irányadó rátáján, ami így 0,9 százalékon maradt. Szintén nem változott az egynapos jegybanki betét kamata, az egynapos hitelkamat, valamint az egyhetes hitelkamat. A Monetáris Tanács jegyzőkönyve alapján a 9 fős grémium minden tagja a kamatkondíciók

változatlansága mellett voksolt. A tanács tagjai továbbá egyetértettek abban, hogy a három hónapos jegybanki betét korlátja 2017 első negyedévének végén 750 milliárd forint legyen, a jelenlegi 900 milliárd helyett, hiszen az további monetáris lazítást jelent. A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban is, hogy az előző kamatdöntés óta nem történt olyan fejlemény, amely a jelenlegi kamatszint megváltoztatását indokolná. A tanács tagjai kiemelték, hogy a következő időszakban is további nem konvencionális eszközök alkalmazását tartják lehetségesnek. Érdekes azonban az a tény, hogy a jövőbeni 3 hónapos kamatok piacán (FRA (forward rate agreement) – határidős kamatmegállapodás) jóval alacsonyabban (0,46 százalékos kamatlábon) kötnék üzletet a bankok, azaz azt prognosztizálják, hogy a 9 hónap múlva induló 3 hónapos eszköz kamata 44 bázisponttal alacsonyabb lesz a jelenlegi jegybanki alapkamatnál.

Az elmúlt hónapban az állampapírok piacán a hozamgörbe rövid vége lejjebb, míg a hosszú vége feljebb toldott. Azaz a hozamgörbe meredekebbé vált. A 3 hónapos hozam 9 bázisponttal csökkent (0,06 százalékra), és 84 bázisponttal kisebb az irányadó kamatnál (3 hónapos jegybanki betét). A további DKJ-k hozamai a következőképpen változtak: a 6 hónaposé szintén 9 bázisponttal esett, míg az 1 évesé 5 bázisponttal csökkent. A hosszabb hozamok közül a 3 éves állampapír hozamánál szintén esés figyelhető meg, ami jelenleg 0,90 százalékos és 7 bázisponttal alacsonyabb az előző időszakhoz képest. Az 5 éves állampapírok hozama 2 bázisponttal esett. A 10 éves állampapíroknál 6 bázispontos, míg a 15 éves állampapírok másodlagos piacán 8 bázispontos hozamemelkedés figyelhető meg. Összességében a hozamok további csökkenése a rövidebb futamidőn a magas likviditással és kamatcsökkentési várakozással magyarázható, míg a hosszabb futamidőn az előző időszak hozamemelkedésének korrekciójaként értékelhető.

11. ábra A forint hozamgörbe alakulása (%)

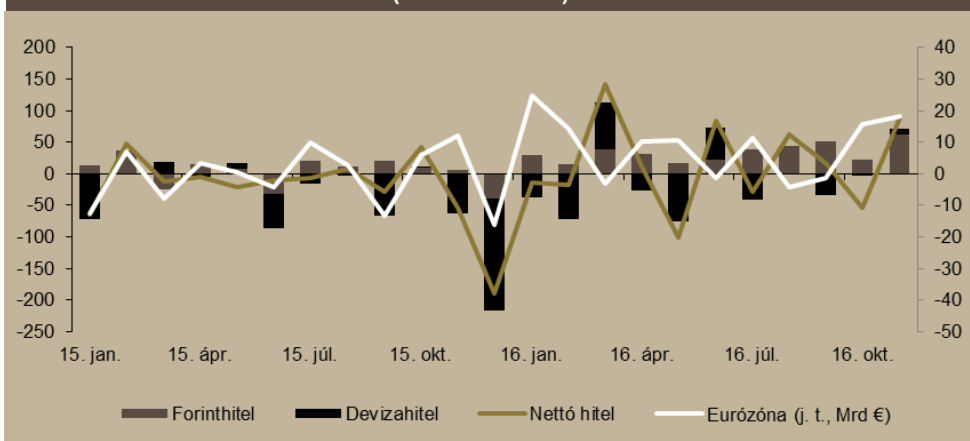


Forrás: ÁKK, Századvég

A hitelfelvétel volt jellemző a vállalatoknál.

A vállalatoknál 2016 novemberében a szezonálisan kiigazított számok alapján a banki nettó forinthitel felvétel 62,2 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke 8,8 milliárd forintot tett ki, azaz a nem pénzügyi vállalatok novemberben az előző hónapi hiteltörlesztés után kis mértékben növelték a devizahitelek állományát is. A kettő eredőjeként adódó októberi teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan igazítva) így 88,7 milliárd forintnak felelt meg.

12. ábra Vállalati hitelfelvétel (milliárd forint)



Forrás: MNB, EKB, Századvég

A folyószámlahiteleken felüli bruttó forint hitel-kihelyezés 149,4 milliárd forintot tett ki, ami kismértékű emelkedést mutat az előző hónaphoz képest. Az újonnan nyújtott euróhitelek összege 74,9 milliárd forint volt, ami jelentősen nagyobb az előző havi értékhez képest. A novemberi magasabb összeg sem jelenti azt, hogy a vállalati szektor jelentősen növelte volna árfolyamkockázati kitétségét.

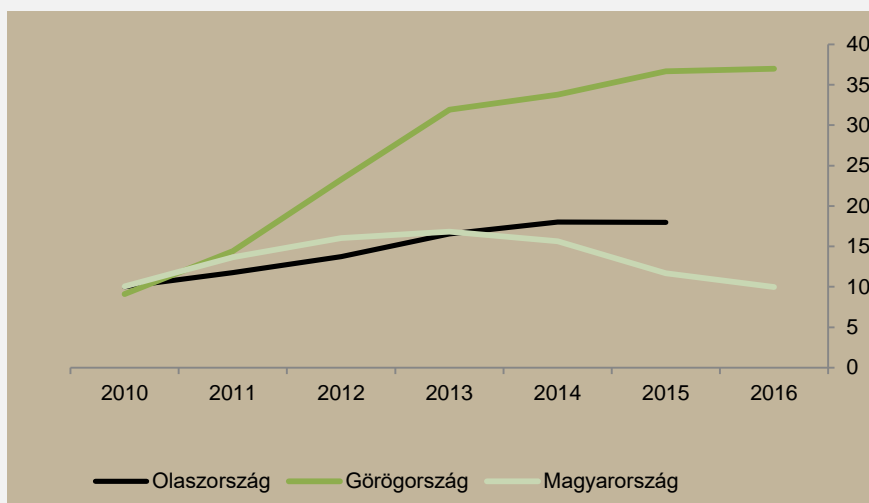
Az olasz bankrendszer problémái

Az olasz bankrendszerrel kapcsolatban számos cikk látott napvilágot a közelmúltban, amelyek azt taglalták, hogy miképpen kerülhetné el a teljes bankrendszer a csődöt illetve mekkora feltőkésítés után kerülhetné el a bankrendszer az esetleg az eurózónára vagy az európai uniós bankrendszerekre is tovagyűrűző válságot.

Az alábbiakban azt elemezzük, hogy miképpen alakulhatott ki az alapvető probléma, a magas nem fizető hitelek (NPL) rátája a bankrendszerben, és milyen módszerekkel lehet ellene küzdeni. Az alábbi ábra Görögország, Olaszország és Magyarország bankrendszeinek nem teljesítő hiteleinek arányát mutatja be a teljes hitelállományhoz viszonyítva.

Látható, hogy Görögországban a bankrendszer az olaszénál sokkal magasabb nem teljesítő hitelállománnyal rendelkezik, azonban a nem teljesítő hitelekre jóval nagyobb mértékben képeztek céltartalékot. Ezt is figyelembe véve tehát számításaink szerint az olasz bankrendszer 144,8 milliárd euró, miközben a görög bankrendszer 23 milliárd eurós nem fedezett 90 napnál régebben lejárt hitelállománnyal rendelkezik. A magyar bankrendszer NPL rátája 2016 után jelentős mértékben csökkent. A 90 napos késedelmet meghaladó hitelek aránya 2015-ben 10 százalék körülire zsugorodott, miközben az olasz bankrendszer NPL rátája a hazainak közel duplájává vált. A hazai ráta csökkenésében jelentős szerepet játszott az elszámolási törvény, amely a bankoktól visszajuttatott összegeket a lakosság számára az árfolyamrés és az egyoldalú kamatemelések miatt. A további rossz hitelállomány növekedést pedig megakadályozza a devizahitelek forintosítása és a fair bank törvény, előbbi az árfolyamkockázatot szüntette meg, míg utóbbi a túlzott eladósodást kerüli el. Nem szabad azonban elfelejteni, hogy a kamatkockázat fennmaradt, azaz a forintkamatok megemelésékor a nem fizető hitelek állománya a magasabb törlesztő részletek miatt vélhetően emelkedni fog.

13. Ábra: A 90 napnál régebben nem fizető hitelek (NPL) arányának alakulása Olaszországban, Görögországban és Magyarországon (a teljes hitelállomány százalékában)



Forrás: Világbank Global Financial Development Database, Századvég-szerkesztés, megjegyzés: 2016 olasz adata hiányzik az adatbázisból

Az Európai Bankhatóság (European Banking Authority) 2016 júliusában stressz tesztet hajtott végre, amely azt jelenti, hogy a legnagyobb elsősorban eurózónás bankok (Magyarországról az OTP vett részt, mint a hazai bankrendszer szintjén nagybank) részvételével azt vizsgálta, hogy miképpen alakul a negatív forgatókönyvek esetében a bankok tőkehelyzete. A cél az alultőkésített bankok kiszűrése volt, azaz annak megállapítása, hogy mely bankok tartanak az vállalt kockázataikhoz képest alacsony tőkét, és melyek esetében van reális kockázata annak, hogy negatív események bekövetkeztek az ún. tőkefelelési mutatójuk a minimálisan előírt szint alá süllyed. Arra jutottak, hogy habár az utólagos vélemények szerint a gyengébb negatív scenáriók alkalmazása mellett több olasz bank is sikertelenül szerepelt, habár nem lehetett megbukni a teszten. Elsősorban a Bank Monte dei Paschi, mint legöregebb bank került reflektorfénybe. A magyar bankrendszer feltőkésítettségét a 20 százalék körüli tőkefelelési mutató jellemzi, eközben az olaszé összességében 14,5 százalékos.

A Bank Monte dei Paschi jelentős feltőkésítése nem kerülhető el, és itt jogosan merül fel a kérdés, hogy ki állja annak költségeit, az állam vagy a magánbefektetők –részvényesek, kötvényesek. Hiszen a Bank Monte dei Paschi stressz tőkefelelési mutatója nem éri el a 8 százalékot (ahogy az UniCredit-é sem – további olasz bank), ugyanakkor figyelni kell arra is, hogy az olasz bankrendszerben egy alapvetően túlzott tőkeemelés további nehézségei is jelentős károkat okozhatnak. Arról van szó ugyanis, hogy az olasz jegybank állítása alapján az EKB szerint az alapvető tőkeelemeknek kellene 8 százalékat kitenni a Bank Monte dei Paschi esetében a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszegnek. Ez a követelmény azonban 3,5 százalékponttal több alapvető tőkét (a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeghez viszonyítva) rendelne el, mint egyéb bankoknál. Nyilván ez nem lehet a megoldás, de a tőkeemelés elmaradása és elhúzódása is bizonytalanságot eredményez rendszerszinten is. Éppen ezért konszenzus és kellő higgadság kell a

ténylegesen szükséges többlettőke meghatározásához, továbbá a bankrendszer szintű kockázatok kivédéséhez.

Századvég előrejelzés¹

14. ábra 2016. IV. negyedévi előrejelzésünk

	2015					2016					2017				
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.
Bruttó hazai termék (volumenindex)	3,1	1,1	2,8	2,2	2,3	2,1	3,9	3,6	3,8	3,0	3,6				
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	3,4	4,8	5,2	4,5	4,6	4,8	5,3	5,8	4,6	6,6	5,6				
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	1,9	-7,8	-19,7	-8,8	-4,8	-10,3	1,7	8,2	3,9	5,2	4,8				
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	7,7	6,2	9,5	4,6	6,5	6,7	6,4	4,1	7,6	5,0	5,8				
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	6,1	8,8	8,0	5,3	7,4	7,4	6,2	5,9	8,7	7,3	7,0				
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	8,6	2,6	2,8	2,3	1,9	9,5	2,3	2,3	2,8	1,9	9,2				
Fogyasztóiár-index (%)	-0,1	0,4	-0,1	0,0	1,0	0,3	1,8	1,9	2,3	1,9	2,0				
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	1,05	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9				
Munkanélküliségi ráta (%)	6,8	6,0	5,1	4,9	4,9	5,2	4,9	5,0	4,8	4,7	4,8				
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	4,3	6,0	6,0	6,2	6,4	6,2	8,9	11,3	11,3	11,1	10,7				
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	3,4	-	-	-	-	5,2	-	-	-	-	4,3				
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	7,9	-	-	-	-	7,5	-	-	-	-	7,3				
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	1,6	-	-	-	-	1,2	-	-	-	-	2,1				
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	2,1	1,9	1,9	1,9	1,7	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6				

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

15. ábra Az előrejelzésünk változása az előző negyedévhez képest

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

Forrás: Századvég-számítás

¹ Készítés dátuma: 2016. december 9.

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.