

Makrogazdasági és pénzügyi környezet 2017-ben

MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK MAGYARORSZÁGON

2017-ben a makrogazdasági folyamatok kedvezően alakultak a fejlett világban. Az Egyesült Államokban és az eurózónában az előzetes várakozásokat meghaladó mértékben bővült a gazdaság. A kínai gazdaság lassulásával kapcsolatos félelmek egyelőre nem igazolódtak be és a Brexit tárgyalások eddigi eredményei nem okoztak fennakadásokat. A nyersanyagok ára emelkedni kezdett és a Brent típusú olaj hordónkénti ára 60 dollár fölé kúszott, azzal együtt is, hogy az olajexportőr országok kitermelést korlátozó megállapodása illékony. A kedvező növekedési kilátások a világ vezető jegybankjait a laza monetáris politikai kondíciók fokozatos szigorításának irányába terelik.

Az USA gazdasága rendre jól teljesített az elmúlt negyedévekben annak ellenére, hogy a piaci várakozások korábban abba az irányba mutattak, hogy lassulás jöhet, mára a 2018-as (2,6% év/év) és 2019-es (2,2% év/év) növekedési várakozások is felfelé tolódtak. Az első becslés adatai alapján 2017-ben 2,3%-kal (év/év) bővült a gazdaság. Donald Trump egyik legfontosabb választási ígéretét, az adóreformot egy év után tudta keresztülvinni a törvényhozáson, ami egyértelműen a magasabb jövedelemmel rendelkezőknek kedvez. Eközben a Fed a 2015. decemberi és 2016. decemberi kamatemelés után 2017-ben már háromszor 25 bázisponttal emelte az irányadó rátát (1,25–1,5). A Fed döntéshozói a decemberi ülés jegyzőkönyve alapján 2–4 emeléssel számolnak, míg a piac 2–3 emelést valószínűsít 2018-ban.

Az eurózóna 2017-ben egyértelműen visszakerült a térképre, a korábban végrehajtott refor-

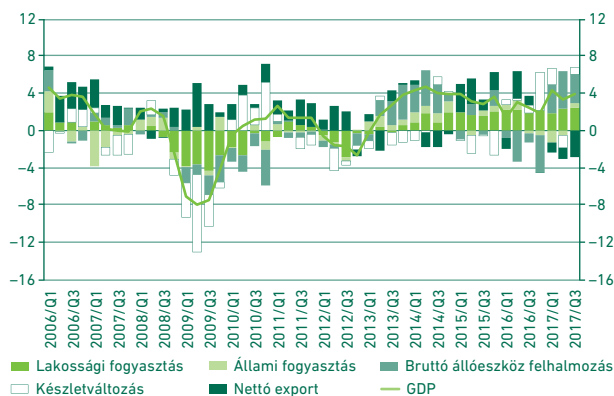
mok, a véget érő költségvetési szigorítás, de főként a javuló munkaerőpiac hatására lendületet nyert a növekedés. A GDP 2017-ben 2,5%-kal bővült az előzetes adatok alapján, érdemben felülteljesítve az elemzői várakozásokat, amelyek egy évvel ezelőtt alig 1,3–1,5%-os növekedést valószínűsítettek. A mindenkori csúcsra emelkedő foglalkoztatottság következtében történelmi, illetve évtizedes csúcsukra emelkedett a fogyasztói és az üzleti bizalom, megindult a belső kereslet, így az európai gazdaság is maga mögött hagyta a kilábalás korai szakaszát és átlépett az érett, széles bázisú fázisba, ami kedvező külső körülmények esetén tartósan magas növekedést tehet lehetővé. A monetáris politika a következő években is támogatja majd a gazdasági növekedést, mert a jó kilátások ellenére az EKB várhatóan igencsak óvatos lesz a monetáris kondíciók normalizálásával illetően, a mennyiségi lazítási programot további kilenc hónappal, 2018 szeptemberéig meghosszabbította, a havi keretösszeget 60 milliárd euróról 30 milliárd euróra csökkentette és kamatemelésre a várakozások szerint csak 2019-ben kerül majd sor.

A várakozásoknál és saját előrejelzésünkénél is magasabban alakult végül a 2017-es hazai GDP-növekedés. A 4%-os érték 2005 óta a második legmagasabb dinamika (2014-ben 4,2% volt), ugyanakkor régiós összevetésben nem számít kiemelkedőnek: Románia 6,9%-kal, Lengyelország 4,6%-kal, Csehország 4,5%-kal nőtt. A robotsztus bővülés fő hajtóereje továbbra is a magánszektor fogyasztása, de emellett 2017-ben már a magánszektor beruházásai is határozott növekedést mutatnak. Utóbbi főleg az ingatlanpiac gyorsan javuló helyzetének és a

kereskedelmi és ipari ingatlanok esetében jelentkező kapacitás-szűkösség miatti fejlesztéseknek tudható be. 2017 második felétől újra indultak az EU-s projektekhez kapcsolódó szerződés-kötések is, ami szintén nagyot lendített a beruházási aktivitáson (az alacsony 2016-os bázis mellett): tavaly 20% feletti mértékben bővíthetett a hozzáadott érték, míg a lakossági végső fogyasztása 4,5% körüli mértékben növekedhetett. Ugyanakkor érdemes megjegyezni, hogy gépberuházások tekintetében visszafogottabbak a gazdasági szereplők, emiatt a korábbi véleményeknél robusztusabb eurózóna konjunktúra (a tavalyi év elején várt 1,5%-ot alig meghaladó GDP-dinamika helyett 2,5% volt a tényadat) miatti erősebb külső kereslet nem vezetett sem az ipari termelés, sem az export-volumen látványos megugráshoz. Összességében a mezőgazdaság nélküli magánszektor nagyon erős évet tudhat maga mögött, 2017 második felében 6% feletti év/év bővülést láthattunk.

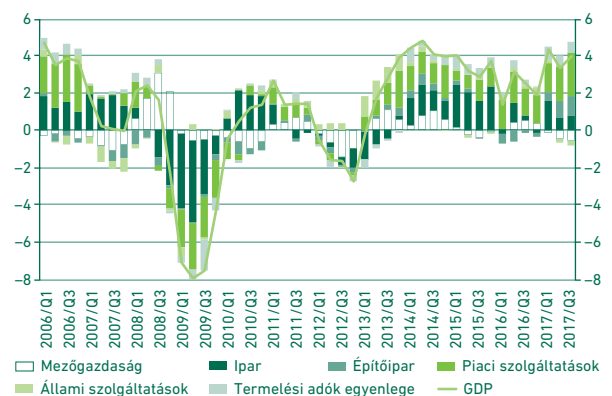
2018-ban a növekedés szerkezete kissé módosul, terjedelme azonban ismét 4% körül alakulhat. A beruházások bővülése 10% körüli mértékre csökkenhet, ugyanakkor ezt a lassulást nagyrészt kompenzálja majd a lassuló import-igény miatti kedvezőbb nettó export növekedési hozzájárulás. Az év eleji ÁFA- és járulékmérséklés miatt idén sem éri majd el az infláció a jegybank 3%-os célját (2%-os éves átlagos értéket jelzünk előre), így, kiegészülve a szűk kapacitások miatti erős bérdinamikával, a lakossági fogyasztás növekedési üteme gyorsulhat. A hitelkihelyezés sorrendben a második évben mutathat érezhető bővülést. A legfontosabb rövidtávú kockázat a szűk kapacitások miatt esetleg elmaradó projektek, illetve hosszabb távon egyre inkább figyelni kell majd az áralakulásra és a belső kereslettel párhuzamosan már elindult külső egyensúlyi pozíció-romlás kockázataira.

A hazai GDP-növekedés felhasználás oldali bontásban (%)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

A hazai GDP-növekedés termelés oldali bontásban (%)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

A folyó fizetési mérleg többlete a harmadik negyedévben 0,8 milliárd euró volt, ami 1,2 milliárd euróval kevesebb az egy évvel korábbinál. Így a többlet továbbra is számottevő, noha a 2016-ban elért csúcst követően a fizetési mérleg többlet csökkenő tendenciát mutat, köszönhetően a meginduló fogyasztás és a magánberuházás miatt növekvő importnak. A következő években a folyó fizetési mérleg többlet további csökkenésére számítunk, de azt fontos kiemelni, hogy a nemzetgazdaság bruttó külső adóssága a korábbi, a régiós átlagot közel kétszeresen meghaladó szintről

– ami a magyar gazdaság sebezhetőségének legfőbb oka volt – mára a régiós átlagig esett.

A munkaerő-piacon erős javulás volt megfigyelhető 2017-ben. A munkanélküliség folyamatosan, 4,4%-ig csökkent a közfoglalkoztatottak számának csökkenése mellett. A növekvő foglalkoztatottság és drasztikusan csökkenő munkaerő-tartalék több mint 12%-os éves bérdinamikát eredményezett. A növekedésre a minimálbér és a garantált bérminimum 15, illetve 25%-os emelése, a költségvetési szféra egyes területeit, továbbá az állami közszolgáltató

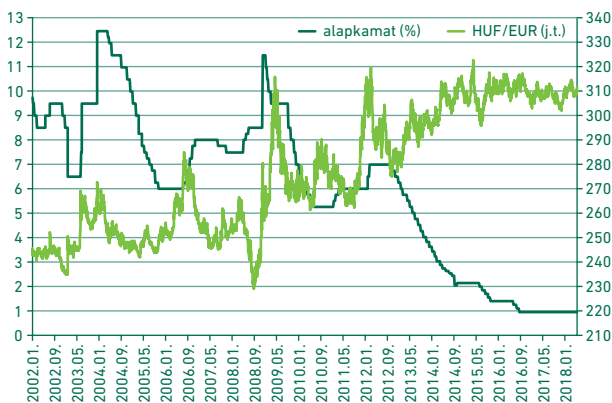
cégek dolgozóit érintő keresetrendezések voltak a legnagyobb hatással. A munkaerőhiány miatt a munkaerőpiac egyes szegmensei már kapacitás-korlátokba ütköznek.

Az ESA módszertan szerint számított GDP-arányos költségvetési hiány 2% körül volt 2017-ben a Nemzetgazdasági Miniszter tájékoztatása szerint; az MNB előzetes pénzügyi számlái 1,9%-os finanszírozási igényt jeleznek. A GDP-arányos államadósság az MNB közlése szerint 74%-ra csökkent (76% 2016-ban) az Eximbankot is figyelembe véve. A fiskális pozíció továbbra is stabil. Az erős gazdasági teljesítmény növelte az adóbevételeket, dacára az adócsökkentéseknek. Az EU-források beáramlása (eredmény szemléletű) megháromszorozódott az első három negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A hiány- és adósságpályára felfelé mutató kockázatot jelent, hogy a közszférában is érezhető a feszes munkaerőpiaci kondíciók miatti bérnyomás, a kapacitás-hiány miatt nőnek az építési költségek, továbbá az EU-val fennálló vitás ügyek miatt sérülékeny a Strukturális és Kohéziós alapból történő finanszírozás. A kockázatokat figyelembe véve a költségvetési politika továbbra is visszafogott maradhat, miközben a laza monetáris kondíciók segítenek a finanszírozási költségek alacsonyan tartásában.

Két év deflációt követően 2016-ban 0,4% volt a fogyasztói árak éves átlagos növekedése, azonban az év utolsó harmadában már látszottak a további gyorsulás jelei elsősorban a piaci szol-

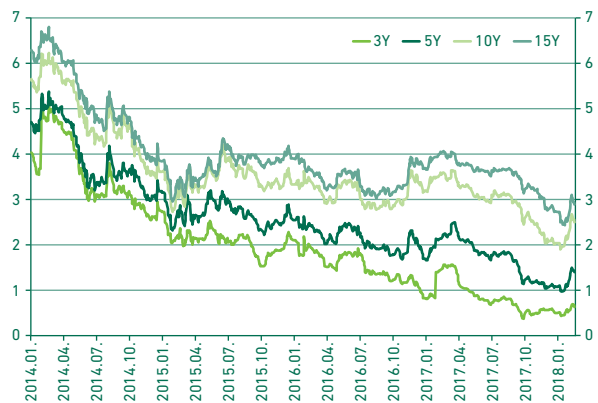
gáltások inflációjának és az üzemanyagok vártnál nagyobb mértékű áremelkedésének köszönhetően. Ez a tendencia folytatódott 2017-ben is, az éves átlagos infláció 2,4%-ra emelkedett, ám az év eleji, 3% körüli értékek és az augusztusi lokális csúcs után (ami elsősorban az üzemanyagárak bázishatásának volt köszönhető) az infláció lefelé fordult. Az áremelkedés gyorsulásának év végi kifulladásához hozzájárult a piaci szolgáltatások (elsősorban a telekommunikációs díjak alakulásához köthető), a feldolgozott élelmiszerek és tartós cikkekben belül a használt autók árának csökkenése is. Az infláció 2018-ban is a jegybank 3%-os célja alatt maradhat, miután a mezőgazdaság idén valószínűleg a tavalyinál kedvezőbb termésátlagot produkál majd, ami mérsékelheti az élelmiszerek árának emelkedését, valamint 2017-ben egyszeri hatások (tej, dohány) emelték a maginflációt, amelyek 2018-ban már nem jelennek meg a fogyasztói árindexben. Azt is feltételezzük továbbá, hogy a munkáltatói társadalombiztosítási járulék érdemi csökkentése 2017-ben és 2018-ban, valamint a hatékonyság-javulás ellensúlyozza majd a jelentős bérdinamika negatív hatását a vállalati jövedelmezőségre. A szolgáltatások inflációját ugyanakkor tovább hajthatja a minimálbér és a bérminimum emelés, valamint a munkaerőpiac szűkülése. Várakozásunk szerint a kormányzati intézkedések hatásától tisztított, piaci szolgáltatásokat és iparcikkeket magába foglaló ún. trendinfláció 2019-re elérheti a 3%-ot, a fogyasztói árindex egyéb komponensei azonban az MNB célja alatt tartják majd a mutatót.

A HUF/EUR árfolyam és az alapkamat



Forrás: Reuters, MNB, OTP Elemzés

Államkötvény hozamok alakulása (%)



Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

A világ vezető jegybankjaival és a régiós központi bankokkal ellentétben szigorítás helyett tovább lazította a monetáris kondíciókat az MNB az év utolsó harmadában, miután a forint augusztusban a 302-es szintig erősödött az euróval szemben és a fogyasztói árak emelkedése a jegybanki cél alatt maradt. Az MNB az alapkamat 0,9%-os szinten tartása mellett fokozatosan 75 milliárd forintra csökkentette a három hónapos betét befogadására vonatkozó korlátot, aminek köszönhetően nőtt a bankrendszer többlet likviditása, csökkentek a rövid hozamok és a forint valamelyest leértékelődött. További a monetáris kondíciókat lazító intézkedésként 5 és 10 éves futamidejű kamatcsere-eszköz (IRS) bevezetéséről döntöttek, amelyek 2018 első negyedévére vonatkozó keretösszege 300 milliárd forint, amit 2018 januárjától rendszeres tendereken értékesítenek a bankok számára. Emellett az MNB egy célzott programot is indít, amelynek keretében 3 éves vagy annál hosszabb futamidejű jelzálogleveleket vásárol. Októberben az MNB Referenciamutató Jegyzési Bizottság arról is döntött, hogy 2018. januártól az 1 és a 3 hónapos futamidő mellett a hat hónapos futamidőre is kiterjeszti a kötelező érvényű BUBOR jegyzést. Az év végi HUF/EUR árfolyam konzisztens volt a 2017. év végi adósság-cél teljesítésével, az éves átlagos infláció 2,4% volt 2017-ben, a rövid hozamok 0% köze-

lébe estek és a hosszú hozamok is érdemben csökkentek az év végére, így az MNB 2017. decemberi ülésén már nem volt lépéskényszerben. A kamatkondíciókon januárban sem változtatnak, ám az ülést követően kiadott közleménnyel okoztak némi meglepetést, miután jelezték, hogy a jövőben a monetáris eszköztár értékelése során a hazai hosszú hozamok nemzetközi hozamokhoz viszonyított relatív pozíciójára fókuszálnak majd. A piac úgy értékelte a közleményt, hogy a jegybank álláspontja felpuhult a hosszú hozamok tekintetében és immár nem fogja mindenáron lenn tartani a görbe hosszú végét. Ennek ellenére a február 1-én tartott aukción (a novemberben meghirdetett eszköztár szerinti második IRS aukció) az előző aukcióéval megegyező kamatlábakkal, de eltérő mennyiségben értékesítettek kamatswapokat annak ellenére, hogy a hosszú hozamok az első IRS aukció óta érdemben emelkedtek, a másodpiacon és az aukciókon is. Várakozásunk szerint a laza monetáris kondíciók és a 0% körüli rövid hozamok még sokáig velünk maradnak, a hozamgörbe hosszú vége ugyanakkor követheti a fontosabb nemzetközi benchmarkokat. Az MNB év végi inflációs riportjában 2017-es és 2018-as növekedési várakozását minimálisan felfelé (3,9%-ra) módosította, miközben 2018-ban továbbra is 2,5%-os fogyasztói árindexet vetít előre.

MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK AZ OTP BANK KÜLFÖLDI LEÁNYBANKJAINAK ORSZÁGAIBAN

Az OTP leánybanki országainak gazdasági teljesítménye alapvetően kedvezően alakult 2017-ben. Kelet-Közép Európában fennmaradt az erős növekedés, a Balkánon csak a kedvezőtlen mezőgazdasági idényt maga mögött hagyó Szerbia teljesített a vártnál gyengébben, míg a nyersanyag-exportőr országokban folytatódott a kilábalási időszak a 2014–2015. évi nyersanyagár-esés okozta recesszióból. Banki szempontból kedvező, hogy Kelet-Közép Európában 2016-ot követően tavaly is folytatódott a magánberuházások és a fogyasztás növekedése, ami elindította a hitelállomány bővülését. A nyersanyag-exportőr országokban is élénkült a hitelezés, de az igazi fellendülésre itt még várni kell. Az élénkülő hitelpiaci aktivi-

tás a banki penetrációkban egyelőre még csak mérsékelten csapódott le.

A közép-kelet európai régió gazdasági teljesítménye továbbra is kiemelkedő, az eddig beérkezett adatok megerősítik azt a nézetet, mely szerint a növekedés érett szakaszában van és szerkezete kiegyensúlyozott a régió egészében. Romániában közel 7,0%-os, Szlovákiában 3,4%-os, Bulgáriában 3,8%-os lehetett a növekedés tavaly az előzetes adatok alapján, Magyarországon pedig 4%-ra gyorsult a GDP növekedése a 2016-os átmeneti, 2%-ra történő lassulást követően. A régióban a növekedés motorjává egyértelműen a belső kereslet – a lakossági fogyasztás, illetve a meginduló beruházások – vált, amelyeknek a jövőben is



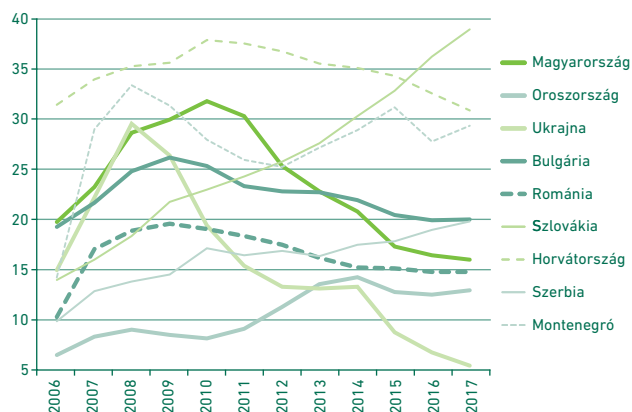
stabil támaszt adhat a foglalkoztatottság emelkedése és a robusztus, bérdinamika, valamint a hitelpiac élénkülése. A fenntarthatósággal kapcsolatban továbbra sem látunk érdemi kockázatot, mivel a költségvetés hiánya jellemzően alacsony, az államadósság csökkenő pályán van és a külső adósság leépülése is folyamatos. Ez alapján a régió növekedése a közeljövőben is eléri majd a 3%-ot. A következő néhány év vonatkozásában nagy növekedési kockázatot nem látunk.

A balkáni országok esetében is javultak a növekedési kilátások, ám a magasabb adósságmutatók miatt nagyobb a sebezhetőség. A horvát gazdaság hatévnyi folyamatos recesszió után 2015-ben tért vissza a növekedés útjára és 2017-ben 3,0% körüli éves növekedéssel számolhatunk. Az államadósság növekedése megállt, a költségvetés egyensúlyban van, a folyó fizetési mérleg 2013 óta folyamatosan többlettel zár, a külső adósság az elmúlt években érezhetően csökkent. A válságból 2015–2016-ban kikeveredő Szerbia a balkáni régióban egyértelműen a jó tanulók közé tartozik. A növekedés megindult, az egyensúlyi pálya fenntartható, a kormány elkötelezett a reformok és az Európai Unióhoz való csatlakozás mellett. 2016-ban már 2,8% volt a GDP bővülés üteme, ami idén a

rossz termés következtében átmenetileg 2% alá lassult, ám 2018-tól kezdődően újra 3% körüli bővülési ütemmel számolhatunk, mivel az alapfolyamatok továbbra is kedvezőek. A fiskális és a külső egyensúly fenntartható, azonban az adósságmutatók továbbra is magasak. Montenegró helyzete továbbra sem egyértelmű, mivel a növekedés érdemben felülmúlta az elemzői várakozásokat – a története legjobb szezonját produkáló turizmusnak köszönhetően –, ám a költségvetés és a külső egyensúly hiánya továbbra is magas és GDP-arányos államadósság emelkedett, köszönhetően jórészt a kínai hiteltől finanszírozott autópálya-építésnek. A 2017-ben bejelentett költségvetési kiigazítás nem realizálódott és amennyiben ígéretekhez híven idén szigorítanak a fiskális kondíciókon, az középtávon növeli az ország sebezhetőségét.

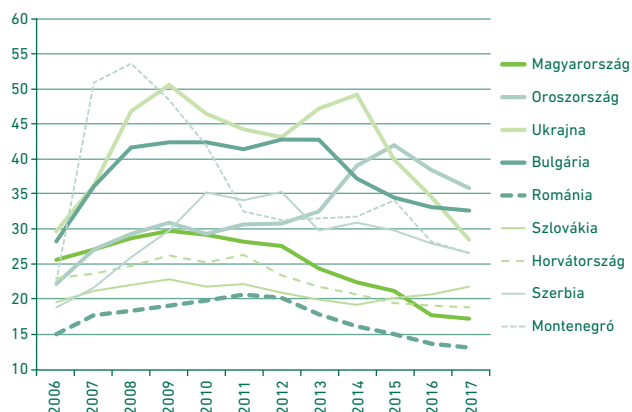
A nyersanyag-exportőr országokban, Oroszországban és Ukrajnában 2 évi recesszió után 2016 második felétől elkezdődött a kilábalás szakasza és már nő a GDP, bővül a fogyasztás és emelkednek a reálbérek is. A hitelezés élénkülése is beindult, de az igazi fellendülésre még egy-két évet várni kell. A növekedésnek korlátot szabhatnak a visszafogott nyersanyagárak, illetve az Oroszország és Ukrajna között feszülő geopolitikai konfliktus gazdasági következményei.

A bankrendszer lakossági hitelállománya (év vége, a GDP %-ában)



Forrás: Nemzeti bankok, OTP Elemzés, 2017 előrejelzés

A bankrendszer nem-pénzügyi vállalati hitelállománya (év vége, a GDP %-ában)



Forrás: Nemzeti bankok, OTP Elemzés, 2017 előrejelzés