

Makrogazdasági és pénzügyi környezet 2018-ban

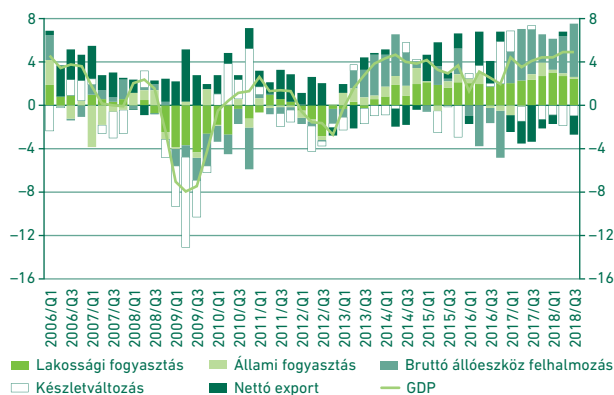
A globális konjunktúra 2017-es alakulását látva bizakodóan indult a tavalyi év, ám az idő előrehaladtával egyre nyilvánvalóbbá vált, hogy nem folytatódik az előző évi sikertörténet. Az euróövezet nagyot fékezett az év elején és 2018 második felében már egyértelmű volt, hogy nem csupán átmeneti hatásoknak köszönhető a visszafogott teljesítmény. A Brexit megállapodás körül heves viták bontakoztak ki és az érdekeltek egyre nagyobb éket vertek az EU és a brit parlament döntéshozói közé. Új olasz kormány alakult, ami megpróbálta betartani populista választási ígéreteit, veszélyeztetve ezzel a költségvetés fenntarthatóságát. Törökország árfolyamválságba majd recesszióba süllyedt. Az Egyesült Államok és Kína között kirobbanó kereskedelmi háború hatására a kínai gazdaság bővülésének üteme egyértelműen lassult, különösen a negyedik negyedévben (6,4% év/év) ami a kereskedelmi partnerek többségét is érzékenyen érintette. Ráadásul az USA-ban kormányzati leállással zárult az év a mexikói határra tervezett fal finanszírozása körül kialakult vita miatt. A világ vezető jegybankjai szigorítottak ugyan a monetáris kondíciókon, ám az év végéhez közeledve egyre óvatosabbá vált a kommunikáció a jövőt illetően. 2018-ban 3% körül lehetett a növekedés üteme az Egyesült Államokban, ám lassulásra számíthatunk a közeljövőben, aminek előszele lehet a negyedik negyedéves, az előzetes várakozások szerint 3% alatti GDP-adatok. Ez részben annak köszönhetően, hogy a növekedésnek korábban nagy lendületet adó adócsökkentési program hatása kezd kifutni és a gazdaság teljesítményén nyomot hagyott a kereskedelmi háború, amelynek rendezésében a folyamatos tárgyalások ellenére egyelőre nem történt érdemi előrelépés. Így a Kína és az Egyesült Államok részéről egyaránt több százmilliárd dollár értékű termékekre kivetett importvámok továbbra is érvényben vannak. Az őszi választásokat követően a szenátusban megtartották többségüket a republikánusok, ám a képviselőházban a

demokraták kezébe került az irányítás. Viszonylag hamar eljött az első komolyabb összetűzés ideje a két párt között, a mexikói határra tervezett fal finanszírozása miatt, ami egy több mint egy hónapig tartó kormányzati leállásba torkolt. Eközben a Fed 2018-ban újabb négy alkalommal emelte az irányadó kamatot (2,25–2,5), ám az üléseket követően kiadott közlemények egyre óvatosabban fogalmaztak a szigorítás jövőbeli ütemezésével kapcsolatban. Idén januárban egészen nagyot fordult a kommunikáció, amikor hangsúlyozták, hogy a globális gazdasági és pénzügyi események tükrében rugalmasak lesznek a Fed mérlegének leépítése kapcsán és óvatosak a kamatemelési ciklus folytatásával, így jó esély van arra, hogy 2019-ben nem lesz kamatemelés és a mérleg leépítésének üteme lassabb lesz a korábban tervezettnél. A 2017-es kirobbanó (2,5% év/év) teljesítményt követően 2018-ban az előzetes adatok alapján 1,8%-ra lassult a növekedés éves üteme az euróövezetben, ami fölött egyre csak gyűltek a viharfelhők a kereskedelmi háború élesedése, az új olasz kormány politikája, a Brexit-tárgyalások döcögőssége, az új autópálya emissziós szabályok és Törökország problémái miatt. A helyzetet jól tükrözi, hogy a 2017. évi 2,5% körüli évesített negyedéves növekedési ütemek 2018 első felében 1,5%-ig, az utolsó kettő negyedévben pedig 1% alá süllyedtek. Az év elején ugyan még több, egyszeri, országspecifikus tényezőre is vissza lehetett vezetni a visszafogott növekedési adatokat – mint a Franciaországban hetekig elhúzódó vasutas sztrájk – az év második felében azonban egyértelművé vált, hogy a 2018-as teljesítmény meg sem közelíti majd a megelőző évet. Az eddig beérkezett adatok alapján a visszafogott teljesítményért leginkább a magországok felelősek, azon belül is kiváltképp Németország és Olaszország. A vékony jégen táncoló Olaszország miatti aggodalom valamelyest enyhült ugyan az év végére, de az új olasz kormány továbbra is számos hiánynövelő intézkedést tervez és az ezzel egyidejűleg növekvő állam-

adósság nincs összhangban az EU elvárásaival, továbbá a befektetők bizalma igencsak ingatag az ország adósságának finanszírozását illetően. A novemberben született Brexit megállapodási tervezetet az EU döntéshozói elfogadták ugyan, de a brit parlament alsóháza a sokadik nekifutásra sem adta áldását a tervezetre, annak ellenére sem, hogy az EU döntéshozói többször is jelezték, hogy annak módosítására nincs lehetőség. Az EKB tavaly év végével kivezette eszközvásárlási programját, amivel elindult ugyan a monetáris szigorítás, ám a korábban 2019 második felére várt kamatemelésre az euró-zóna növekedési adatait látva jó eséllyel nem kerül sor és az EKB óvatos lesz a monetáris kondíciók további szigorítását illetően. Törökországban a hitelességét veszített monetáris politika nem tudott megálljt parancsolni a török líra gyengülésének, az árfolyamválság pedig a jelentős devizaadóssággal rendelkező országban végül 20% fölé ugró inflációhoz, a hitelezés leállásához, a fogyasztások és a beruházások zuhanásához vezetett, recessziót okozva. A török-amerikai konfliktus fokozódása eközben még inkább megnehezítette az egyébként is ingoványos talajra tévedt török gazdaság talpon maradását. A líra hullámozása egy ideig rángatta magával a feltörekvő devizákat, ám az együttmozgás fokozatosan gyengült. A nyersanyagok ára emelkedésnek indult 2018-ban. A Brent típusú olaj hordónkénti ára 85 dollár fölé kúszott, ám október elején lejtőre került, ahogy fokozódtak a növekvő készletek és a globális növekedés lassulásával kapcsolatos aggodalmak. Az arany határidős jegyzése januári csúcshoz augusztusra 15% körüli esést mutatott majd az év végi kapaszkodást

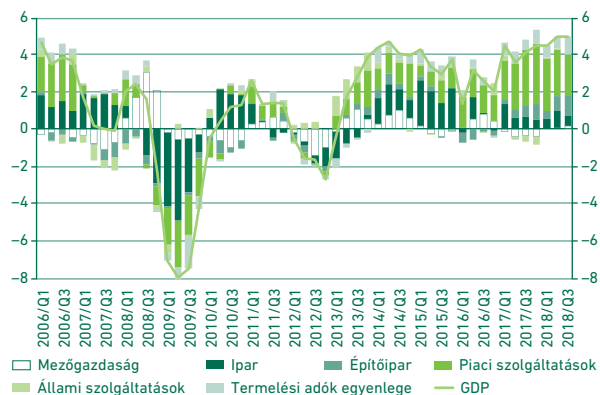
követően az év elejéhez képest minimálisan emelkedett. A réz jegyzése a kínai gazdaság növekedési ütemének egyértelmű lassulásával összhangban több mint 20%-ot esett az év elejéhez képest, majd augusztustól kevéssel emelkedni tudott ugyan, ám ezzel együtt is 15% körüli mínusszal zárta az évet. A gyorsan romló nemzetközi környezet ellenére a várakozásoknál és saját előrejelzésünkénél is magasabban alakult végül a 2018-as hazai GDP-növekedés is. Az előzetes adatok alapján 4,8%-os érték történelmi (2004 kivételével nem volt magasabb a növekedés Magyarországon) és régiós összevetésben (Lengyelország után) a második legmagasabb érték. A robusztus bővülés fő hajtóereje továbbra is a belső kereslet, 2017-hez hasonlóan mintegy 5%-kal bővült a fogyasztás, közel 17%-kal a beruházás, amihez az EU-s forrásokból finanszírozott állami és a kapacitásbővítő magánberuházások közel egyforma mértékben járultak hozzá. 2019-ben várhatóan 4% alá lassul majd a növekedés a belső kereslet dinamikája mérséklődése miatt. A fogyasztás bővülésének üteme mintegy 1%-ponttal lassulhat. A beruházások növekedési üteme várhatóan a még mindig kirívóan magasnak számító 10% alá süllyed, elsősorban azért, mert az EU-s forrásból megvalósított állami beruházások a 2017–2018-as gyors feljutást követően 2019-ben már csak kisebb mértékben emelkedve érik el az erre az Európai Unió költségvetési időszakokra vonatkozó csúcst. A legnagyobb kockázatot a gyorsan romló külső környezet jelenti. Ha az euró-zóna növekedése jelentősen elmarad a várttól, akkor a magasabb exportkapacitások ellenére is lassulhat a kivitel bővülésének üteme.

A hazai GDP-növekedés felhasználás oldali bontásban (%)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

A hazai GDP-növekedés termelés oldali bontásban (%)

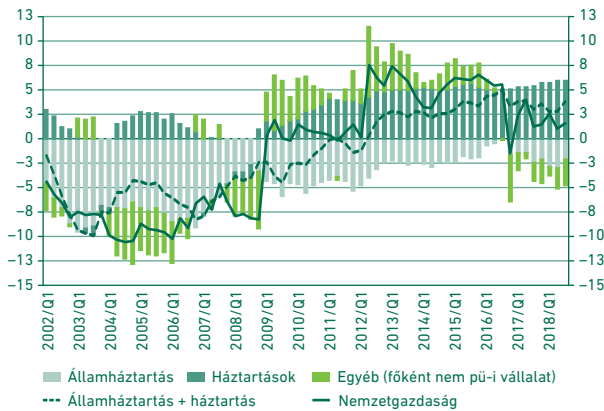


Forrás: KSH, OTP Elemzés

A 2016. évi csúcstól folytatódott a folyó fizetési mérleg egyenlegének csökkenése, a rendelkezésre álló adatok alapján GDP arányos többlet a 2016. évi 6,3% és a 2017. évi 3,2% után 1,3%-ra süllyedhetett. Ebben a magasabb olajárak mellett egyaránt szerepet játszott a romló európai konjunktúra és az új autópári mérési standardok miatt gyengébb kivitel, az erős belső

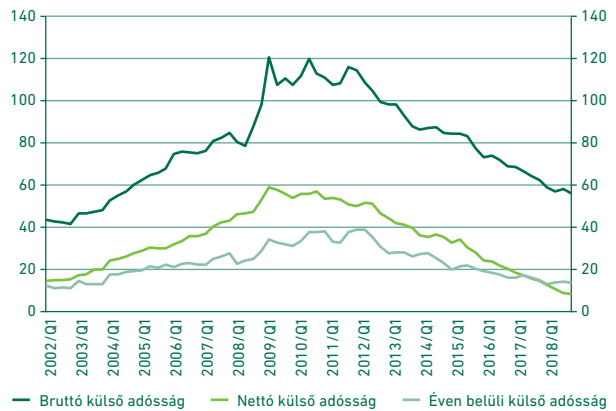
kereslet növekvő importigénye és a külföldi tulajdonú vállalatok magasabb profitjának jövedelem-egyenleget rontó hatása. Ugyanakkor a nettó finanszírozási képesség továbbra is többletet mutat, a nettó FDI beáramlás pozitív, a nettó éves adósság-visszafizetése eléri a GDP 3–4%-át. A külső adósság még mindig csökken, régiós összevetésben átlagosnak tekinthető.

Az egyes szektorok nettó finanszírozási képességének alakulása (a GDP %-ában, négy negyedéves gördülő)



Forrás: MNB, OTP Elemzés

A külső adósság alakulása (a GDP %-ában)

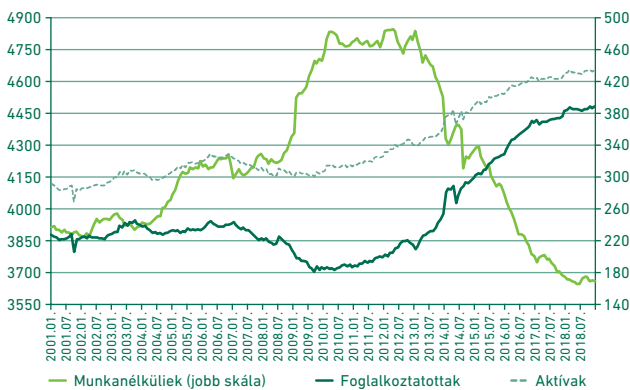


Forrás: MNB, OTP Elemzés

A munkaerő-piacon folytatódott a 2017-ben látott tendencia. Tavaly a foglalkoztatottak átlagos létszáma 4 millió 469 ezer fő volt, ami 48 ezer fővel haladta meg az előző évet, mindezt a közfoglalkoztatottak számának az év második felében látott csökkenése mellett. A munkanélküliségi ráta 3,7%-os értéke 0,4 százalékponttal volt alacsonyabb a 2017-esnél.

A munkaerőhiány miatt a munkaerőpiac egyes szegmensei már kapacitás-korlátokba ütköznek. A bruttó átlagkeresetek éves bázisú emelkedése, 10% felett volt az év első 11 hónapjában, ugyanakkor a reálbérek az év második felében a gyorsuló infláció miatt csökkentek, ami nyomot hagyott a kiskereskedelmi forgalom bővülésének ütemén is.

Munkapiaci folyamatok alakulása (ezer fő)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

Munkanélküliségi ráta (%)

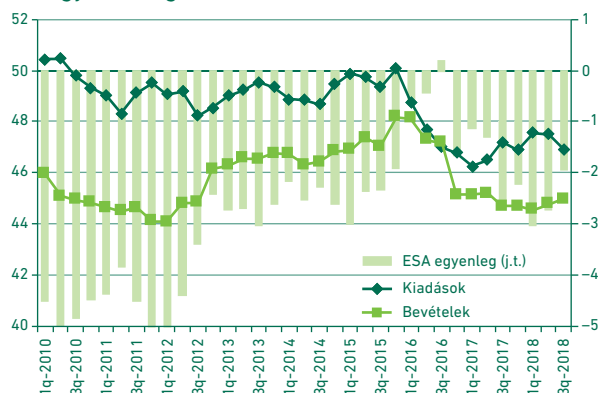


Forrás: KSH, OTP Elemzés

2018 harmadik negyedévére a GDP 1,9%-ára süllyedt az államháztartás eredmény-számvetés, 4 negyedéves hiánya. Figyelembe véve a becsült negyedik negyedévi tendenciákat, a 2018-as egyenleg a GDP 2,2%-a körül alakulhatott, elmaradva a hivatalos 2,4%-os hiánycéltől. Mindemellett javult a költség-

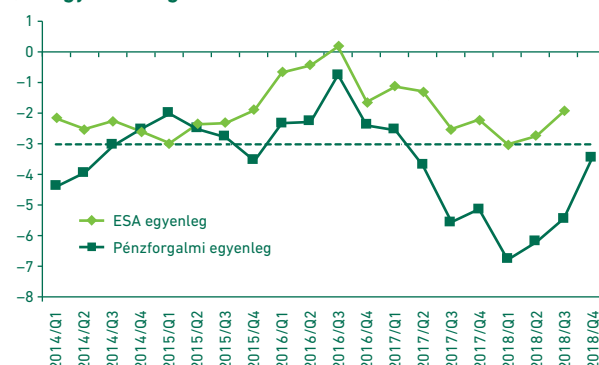
vetés finanszírozási pozíciója is, mivel az központi költségvetés több mint 1.000 milliárd forint értékben kapott EU-s támogatást a negyedik negyedévben. Emiatt az év végére a GDP 71%-ára csökkenhetett az államadósság, jóval elmaradva a 73,2%-os meghirdetett célértéktől.

Költségvetési kiadások, bevételek és az ESA egyenleg (4 negyedéves gördülő adat a GDP%-ában)



Forrás: KSH, NGM, OTP Elemzés

Az államháztartás ESA egyenlege és központi költségvetés pénzforgalmi egyenlege (4 negyedéves gördülő adat a GDP%-ában)

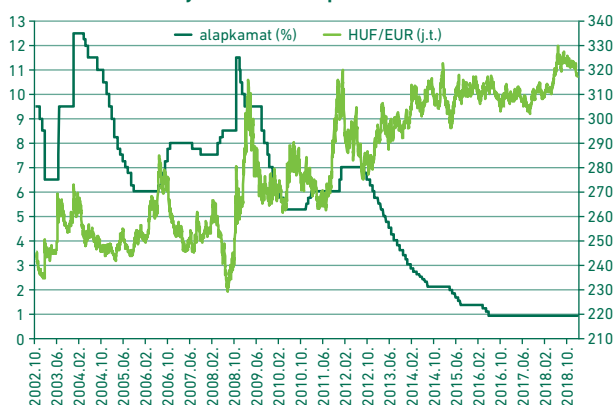


Forrás: KSH, NGM, OTP Elemzés

Éves átlagban 2,8%-ra gyorsult a fogyasztói árak emelkedése 2018-ban az egy évvel korábbi 2,5%-os szintről. Az inflációt egymásnak ellentétes hatások alakították. Egyrészt a robusztus belső kereslet, a szűkülő munkaerőpiac miatti béremelkedés, a szezonális élelmiszerek drágulása és az olaj árának az

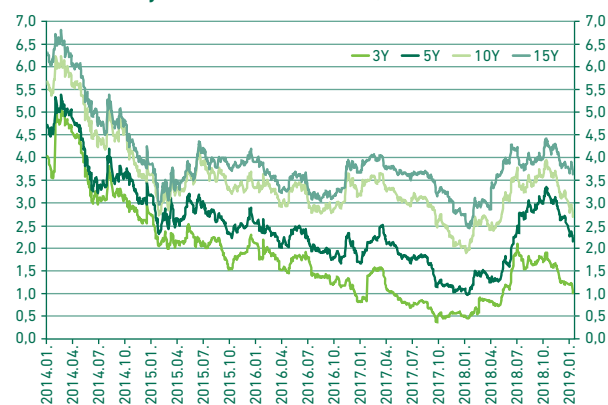
év második felében látott emelkedése ideiglenesen 3% fölé tolta a fogyasztói árindexet, ám az olaj ára csökkenésnek indult és a dízelbotrány miatt eső használtautó árak, valamint a bizonyos élelmiszerek esetében jelentkező bázishatások lefelé húzták az inflációt.

A HUF/EUR árfolyam és az alapkamat



Forrás: Reuters, MNB, OTP Elemzés

Államkötvény hozamok alakulása (%)



Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

A világ vezető jegybankjaival összhangban a kelet-közép-európai régió több országában (Romániában és Csehországban) elkezdődött a kamatemelési ciklus, míg Lengyelországban eddig is, egy régiós összevetésben magasnak számító 1,5%-os kamatszintet tartottak fenn. Magyar vonatkozásban azonban egészen más kép rajzolódott ki, miután az év második felében az MNB kommunikációjában többször volt ugyan olyan változás, ami a rendkívül laza monetáris kondíciók szigorításának irányába mutatott, ezeket nem követte semmilyen intézkedés. Némi változást hozott az MNB szeptemberi ülése, amikor a jegybank bejelentette, hogy az eszköztár átalakításával felkészültek a monetáris politika fokozatos és óvatos normalizációjára: kivezették a három hónapos betétet, ami helyett a kötelező tartalék lett az irányadó eszköz, kivezették

a monetáris politikai célú kamatcsere-eszközt és a jelzáloglevél-vásárlási programot, azonban az FX-swap állomány teljes leépítésére nem kerül sor. Új eszközként bevezették az Növekedési Hitelprogram fix konstrukciót, melynek célja a KKV szektoron belül a fix kamatú hitelek arányának növelése. Mivel a globális környezet továbbra is változékony maradhat, a régió devizáinak esetében további hullámrázásra számíthatunk, de a forintra nehezedő leértékelődési nyomás alacsonyabb lehet mint korábban. Idén januárban újabb erős jelzés érkezett az MNB-től, ami a szigorítás kezdetének irányába mutat, ám a nemzetközi környezet változékonyasága továbbra is indokot szolgáltat a normalizáció elodázására. Az MNB legfrissebb előrejelzésében 3,5%-os növekedéssel és 2,9%-os fogyasztói árindexszel számol 2019-re vonatkozóan.

MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK AZ OTP BANK KÜLFÖLDI LEÁNYBANKJAINAK ORSZÁGAIBAN

A makrogazdasági helyzet

2018-ban az OTP Csoport országait kedvező makrogazdasági környezet jellemezte, az európai gazdaság lassulása ellenére és a globális befektetői hangulat romlása ellenére a régió országaiban a növekedés jellemzően magas maradt. Az OTP Csoport országai közül 4%-ot elérő, vagy azt meghaladó mértékben bővült a gazdaság Szlovákiában, Romániában, Szerbiában és Montenegróban, 3% körüli növekedés jellemezte Bulgáriát, Ukrainát és Horvátországot. Egyedül Oroszországban maradt 2% alatt a GDP bővülése mértéke.

A nyersanyagexportőr Ukrajna és Oroszország kivételével az OTP Csoport országai egyértelműen a konjunktúra érett fázisában vannak, a növekedés fő motorja a belső kereslet.

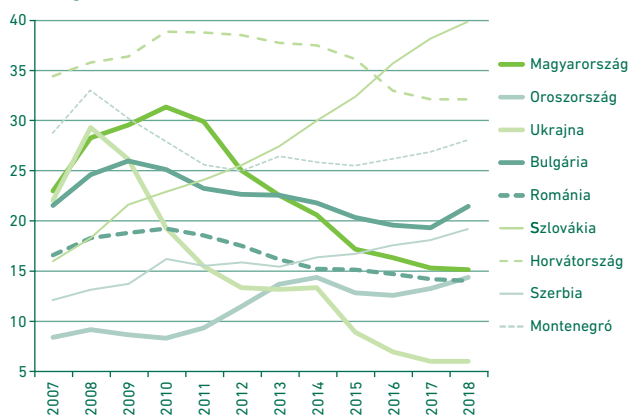
A fogyasztás Romániában 5%, Szlovákiában, Horvátországban, Szerbiában és Montenegróban pedig 3–4%-kal, azaz jellemzően a GDP-vel megegyező, vagy annál gyorsabb ütemben

bővül. A fogyasztás gyors növekedése a legtöbb országban historikus mélypontra süllyedő a munkanélküliségnek, a bérek gyors növekedésének és az élénkülő hitelezésnek köszönhető. A beruházások Románia kivételével mindenhol szintén gyorsan, 4–15% közötti ütemben nőnek. Ebben az állami mellett jellemzően a magánberuházások is egyre nagyobb szerepet játszanak, támogatnak, köszönhetően a számos ágazatban az erős kereslet miatt kialakult kapacitáshiánynak, ami a munkaerő szűkös elérhetősége miatt a tőkeintenzívebb termelés irányába hajtja a cégeket, illetve az élénkülő ingatlan-beruházásoknak. A régió lakás- és ingatlanpiacai vagy az érett fázisban – erős kereslet, gyors áremelkedés – vagy az azt megelőző a kilábalási szakaszban vannak, amit erősödő kereslet, emelkedő építési engedély-szám és emelkedésnek induló árak jellemeznek. Az erős belső kereslet és az év nagy részében emelkedő olajárak miatt megindult a külső egyensúly romlása. Egyelőre azonban a közép-európai és dél-európai

országok túlnyomó többségénél vagy többletes a folyó fizetési mérleg egyenlege, vagy fedezi a hiányt a tőkemérleg többlete és a nettó működőke-beáramlás, így nincs fenntarthatósági probléma a külső adósságpálya tekintetében. A költségvetési helyzetet jellemzően 3% alatti deficit és csökkenő adósságráta jellemzi, ez alól Románia és Montenegró jelent kivételt, ahol a deficit eléri a GDP 3%-át ami miatt a kormányok kiigazításra kényszerülnek. A fenti tényezők miatt mind a vállalati, mind pedig a lakossági hitelkereslet gyorsan bővül. 2019-től várhatóan 3% környékére lassul a GDP bővülése, miközben a hitelállomány a háztartások esetében átlagosan 10, a vállalati pedig 6% körüli ütemben bővülhet. Sebezhetőségi szempontból ezen országok közül jól áll Szlovákia, és Bulgária, ahol a kedvező egyensúlyi mutatók és a csökkenő adósságráták mellett alacsony a devizahitelek aránya is, így egy esetleges negatív külső sokk ellensúlyozásához megvan a gazdaságpolitikai mozgástér. Horvátország és Szerbia esetében a kedvező költségvetési pozíció részben mérsékeli az államadósság és a devizahitelek magas szintjéből adódó kockázatokat, ám az előző csoporthoz képest érzékenyebben reagálhatnak a negatív külső sokkokra. Románia a gazdaság túlfűtöttsége, Montenegró pedig az igen magas adósságműtatók miatt pedig erősen érzékeny lehet a külső környezet kedvezőtlen változásaira. Oroszország és Ukrajna gazdasága továbbra is a 2014–2016-os kríziséveket követő kilábalási szakaszban van. Ukrajna áll némileg előrébb áll a ciklusban, 2018-ban – 2011 óta először –

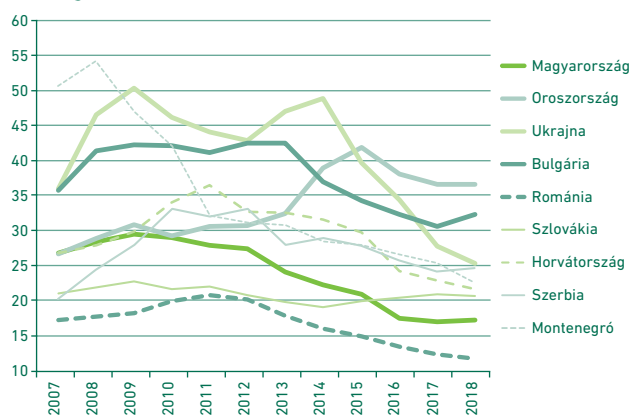
meghaladta a GDP növekedése a 3%-ot és már jelentkeztek az érett növekedés jellemzői, mind a fogyasztás, mind a beruházás élénk ütemben bővült. Ugyanakkor Ukrajnában továbbra is igen magas a lejárt adósság refinanszírozási kockázata, különösen a jelenlegi globális tőkepiaci környezetben, amit a kockázatvállalási hajlandóság csökkenése jellemez, így az IMF program fenntartása továbbra is kulcsfontosságú. A 2017. évihez képest magasabb 2018. évi átlagos olajárszint ellenére orosz gazdaság növekedése 2018-ban is a legalacsonyabb volt az OTP Csoportban. A visszafogott növekedés két tényezőre vezethető vissza. Egyrészt az Oroszországgal szembeni gazdasági szankciók nehezítik a kereskedelmet, drágítják a finanszírozást és csökkentik a beruházási hajlandóságot, másrészt a gazdaságot érdemben lassítja a továbbra is nagyon szigorú gazdaságpolitika is. A magasabb olajárakból származó többletbevételt a költségvetés nem költötte el, így a költségvetés egyenlege többletbe fordult. Eközben a jegybank továbbra is magas reálkamat-szint fenntartásával igyekszik elérni inflációs célját. Az infláció 2018 év elején 2,2%-on érte el a historikus mélypontját, majd emelkedni kezdett. Később az inflációs kilátások tovább romlottak, köszönhetően a bejelentett ÁFA-emelésnek és a szankciók árfolyamot gyengítő hatásának. Ezzel párhuzamosan 2018 első felében véget ért a korábbi óvatos kamatcsökkentési ciklus, sőt az év végére két lépésben 7,75%-ig emelkedett az alapkamat szintje. A szigorú gazdaságpolitika a gazdasági növekedés mellett azonban az ország sebezhetőségét is mérsékeli.

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



Forrás: Nemzeti bankok, OTP Elemzés, 2018 előrejelzés

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



Forrás: Nemzeti bankok, OTP Elemzés, 2018 előrejelzés