

Makrogazdasági és pénzügyi környezet 2015-ben

MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK MAGYARORSZÁGON

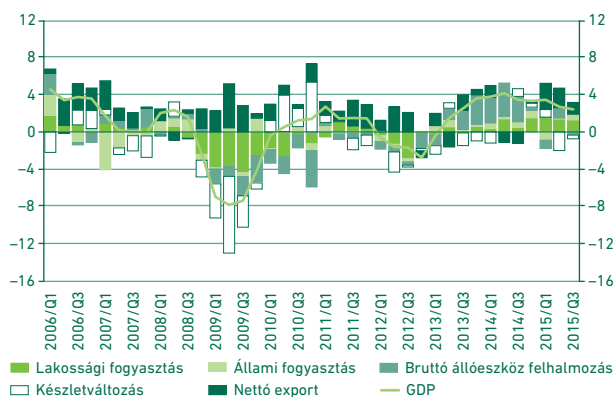
2015-ben a makrogazdasági folyamatokat leginkább a Fedtől és az EKB-tól várt eltérő monetáris politika és a nyersanyagárak 2014-ben kezdődő esésének folytatódása határozta meg. Míg az Egyesült Államokban a gyorsuló növekedésnek és a kedvező munkapiaci folyamatoknak köszönhetően a Fed decemberben, 7 év után először kamatot emelt (0,25–0,5%), addig az EKB decemberben döntött eszközvásárlási programjának meghosszabbításáról és tovább csökkentette az overnight betétek kamatát (-0,3%). Az eurózónában a válság kezdete óta először érdemi növekedést figyelhettünk meg (1,5%), de az Európai Unió különböző régiói között e tekintetben jelentős eltérés mutatkozott. A negyedik negyedévre vonatkozó, előzetes GDP adatok alapján Európában továbbra is a közép- és délkelet-európai régió teljesített a legjobban. A kedvező világpiaci hangulatra a Görögországgal folytatott, hónapokig húzódo tárgyalássorozatnak sem sikerült árnyékot vetnie, melynek eredményeként a görög adósságválságra ideiglenesen sikerült megoldást találni.

A kínai gazdaság szerkezetének átalakulásával összefüggésben visszaeső kereslet okán tovább zuhant a nyersanyagok ára. Az nyersolaj esetében a süllyedő olajár ellenére az OPEC országok a kitermelés növeléséről döntöttek decemberi ülésükön, melynek következtében az árak a 2008-as válság idején tapasztalt mélységekbe estek.

A tartósan alacsony olajáraknak köszönhetően lefelé tolódó inflációs előrejelzések miatt volt mozgáster a monetáris politikában és van lehetőség a monetáris kondíciók további lazítására.

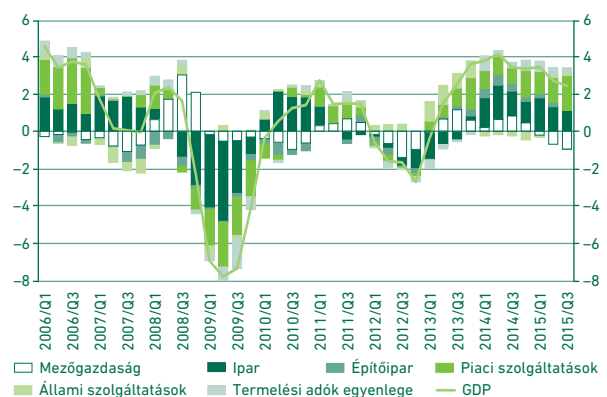
2015-ben a magyar gazdaság, előrejelzéseinkkel összhangban 2,9%-kal bővült a 3,6%-os 2014-es bővülést követően. A választási évet követően csökkent a beruházások volumene, de a nettó export hozzájárulása a megelőző évi visszaesést követően ismét pozitív tartományba került. A növekedés motorjának azonban egyértelműen a tovább gyorsuló lakossági fogyasztás tekinthető.

A hazai GDP-növekedés felhasználás oldali bontásban (%)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

A hazai GDP-növekedés termelés oldali bontásban (%)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

A piaci szolgáltatások hozzáadott értékének bővülése jelentősen hozzájárult a növekedéshez. Annak ellenére, hogy a magyar termékek export-keresletére kockázatot jelenthet a német feldolgozóipar lassulása, egyelőre úgy tűnik, hogy a félelmek nem okoztak jelentősebb zavart a termelésben. Sőt, főként a cserearányjavulásnak köszönhetően a külkereskedelmi többlet történelmi csúcsra, 8,1 milliárd euróra (a GDP 8%-a) emelkedett 2015-ben.

A mezőgazdaság gyengébb évet tudhat maga mögött a 2014-esnél, GDP-hez való hozzájárulása ezzel negatív tartományba került. A nem-mezőgazdasági magán GDP a régióéhoz hasonló erősnek tekinthető, 4% feletti ütemben nőhetett.

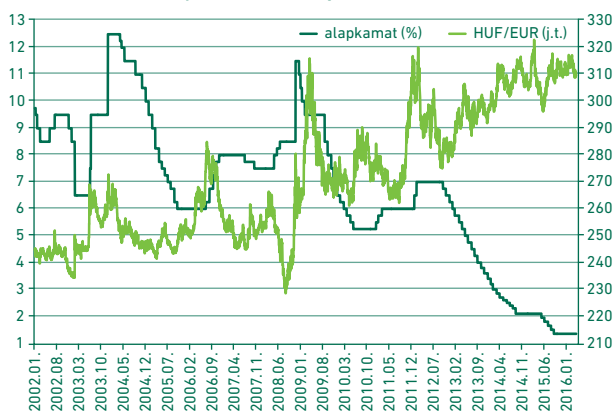
2015-ben átlagosan 0,1%-kal mérséklődtek a fogyasztói árak, főként a nyersanyagárak esésének köszönhetően. A kereslet-érzékeny infláció az év kétharmadáig gyorsult, az végén azonban némi megtorpanást láthattunk.

A várakozásoknál alacsonyabb infláció a kamatcsökkentési ciklus folytatását indokolta, így az

alapkamat az utolsó, júliusi kamatcsökkentéssel 1,35% lett. Az Önfelújítási Program keretében egy két részből álló, KKV-k hitelezését élénkítő programot vezettek be, majd az MNB a kéthetes jegybanki betét teljes kivételéről döntött, melynek célja a bankok állampapírpiazi keresletének növelése. Az MNB az év végén bejelentette, hogy mivel az infláció az előrejelzési horizont végéig a cél alatt marad, további, elsősorban nem konvencionális monetáris politikai eszközök bevezetését is tervezik.

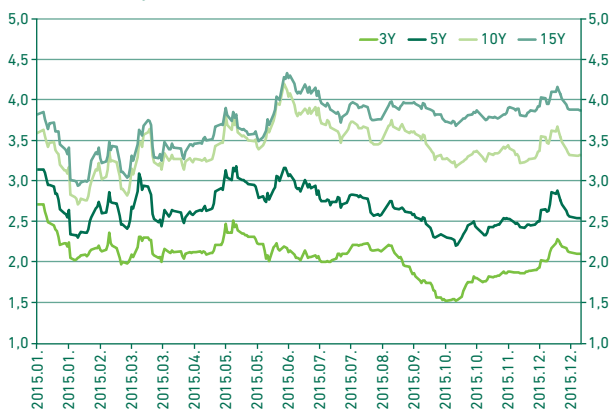
Az infláció további esése a kamatcsökkentési ciklus folytatását indokolta, ami az utolsó, júliusi kamatcsökkentéssel 1,35% lett. Az Önfelújítási Program keretében egy két részből álló, KKV-k hitelezését élénkítő programot vezettek be, majd az MNB a kéthetes jegybanki betét teljes kivételéről döntött, melynek célja a bankok állampapírpiazi keresletének növelése. Az MNB az év végén bejelentette továbbá, hogy mivel az infláció az előrejelzési horizont végéig a cél alatt marad, újabb, elsősorban nem konvencionális monetáris politikai eszközök bevezetését tervezik.

A HUF/EUR árfolyam és az alapkamat



Forrás: Reuters, MNB, OTP Elemzés

Államkötvény hozamok alakulása (%)



Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

A rövid lejáratú állampapír-hozamok ezek az év végéhez közeledve, míg a hosszú lejáratok esetében nem volt jelentős mozgás.

Az HUF/EUR kereszta a 296,6–318,5-ös sávban mozgott. Az év elején tapasztalható forint-erősödést követően, főként a jegybanki lépések hatására, az év második felében 310 forint körül alakult az árfolyam.

MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK AZ OTP BANK KÜLFÖLDI LEÁNYBANKJAINAK ORSZÁGAIBAN

Az OTP leánybanki országainak gazdasági teljesítménye vegyes képet festett 2015-ben. A nyolc ország e tekintetben alapvetően három csoportra osztható, a kifejezetten ígéretes Kelet-közép Európára, a javuló Balkánra és a nyomás alatt lévő, de a recesszióban mélypontján túljutott nyersanyagtermelőkre.

Az első csoportot alkotó kelet-közép európai országok gazdasági teljesítménye a kedvező 2014-hez viszonyítva is javult. Az alacsony költségvetési hiánynak és a csökkenő államadóságnak köszönhetően van tér a költségvetési lazításra, aminek lehetőségével ezek az országok már több ízben éltek is. A költségvetés jó teljesítménye alapvetően az alacsony nyersanyagáraknak és az európai uniós társfinanszírozás felfutásának köszönhető. A külső adósság csökkent, a külső egyensúlyi pozíció javult. Az előzetes adatok alapján Szlovákiát (+4%)

és Romániát (+3.8%) az Európai Unió legdinamikusabban bővülő gazdaságai között tarthatjuk számon. A magas megtakarítási ráta mellett bővült a fogyasztás, így arra számítunk, hogy e komponens GDP-hez való hozzájárulása továbbra is számottevő marad. A belső kereslet szerepe egyre hangsúlyosabb a gazdasági növekedésben, ezért a külső feszültségeket jól viselik ezek a gazdaságok. Magyarországon és Romániában (ill. Bulgáriában) elindult az ingatlanpiac felfutása, ami egy-két éves távlatban hozzájárul majd a hitelezés erősödéséhez.

A szlovák gazdaság teljesítménye kiegyensúlyozott, ami lehetővé tette, hogy jobban ellenálljon a külső sokkoknak. Ezzel együtt a legnagyobb kockázatot a jövőben is a külső kereslet, elsősorban Németország keresletének csökkenése jelentheti. A gazdasági teljesítmény legfőbb mozgatórugója az export mellett a belföldi



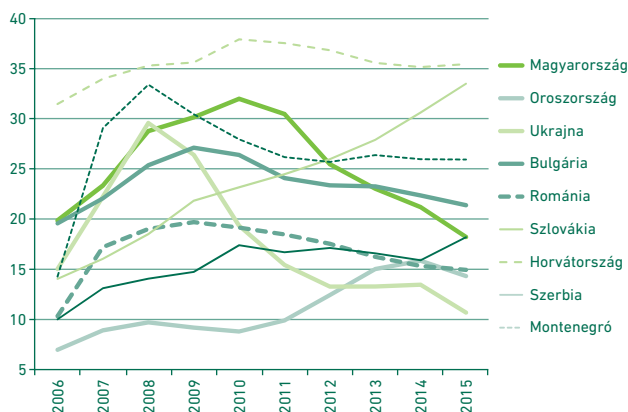
kereslet. A román gazdaság diverzifikált, a köz- és a magánszféra eladósodottsága alacsony, és jelentős mozgástér van a költségvetésben, ami további lendületet adhat a növekedésnek. Ennek ellenére, a kétszámjegyű bérnövekedés és az agresszív fiskális lazítás lefelé mutató kockázatot jelenthet a középtávú növekedési kilátásokra. Bulgária esetében is robusztusabb növekedési ütemet (2,8%, év/év, 2015 egésze) láthatunk a 2014. évinél. A jövőbeni kilátásokat árnyalja a bolgár gazdaság alacsony szintű diverzifikációja és a magas hozzáadott értékű iparágak hiánya.

A balkáni régió országaiban a legfontosabb jó hír, hogy mindenhová visszatért a gazdasági növekedés. Montenegró nő a leggyorsabban, a harmadik negyedévben 4,2%-os éves ütemben bővült a GDP, amihez nagymértékben járul hozzá a kormányzat infrastrukturális beruházásainak növekvő száma és a turizmus bevételeinek erőteljes emelkedése, amit sajnos adósságból finanszíroz a kormányzat. Szerbia továbbra is jelentős kihívásokkal szembesül, többek között a gazdaság gyenge teljesítményének és a nagy költségvetési, illetve külső egyensúlytalanságnak köszönhetően. A bankrendszer stabil, de a nem teljesítő hitelek arányának csökkentésére továbbra is szükség van. A horvát gazdaság várakozásaink szerint 2015-ben kilépett a hat éve tartó recessziós időszakból, amihez nagyban járult hozzá a nyersanyagárak csökkenésének és az adminisztratív változásoknak köszönhető lakossági fogyasztás-bővülés, illetve a dinamikus bővülő export. Sajnos

mindhárom országban továbbra is fennállnak jelentős költségvetési és külső egyensúlyi problémák, ami miatt a növekedés kevésbé tűnik fenntarthatónak középtávon, mint a kelet-közép-európai országoké. Ha a külső környezet romlik, akkor főként Horvátországban nőhet a piaci nyomás.

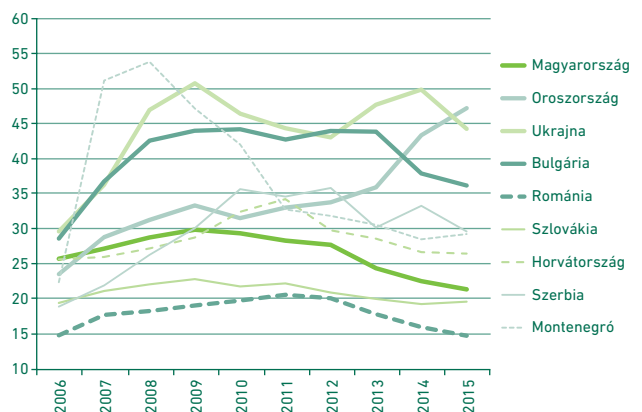
A fenn említett két országcsoporttól élesen eltér Ukrajna és Oroszország helyzete. Az alacsony nyersanyagárak (acél, olaj) mellett a két ország között feszülő geopolitikai konfliktus tovább mélyíti a recessziót. Ukrajnában 10%-os, Oroszországban 3,7%-os volt a visszaesés, ami mindkét ország esetében meghaladja az év eleji várakozásainkat. Ukrajna esetében azonban érdemes megjegyezni, hogy a negyedik negyedévben a várakozásoktól jobb teljesítményt mutatott a GDP éves bázison (-1,2%). Az USD/UAH kereszt az év eleji 15,62-es szintről év végére egészen a 24-es szintig emelkedett. Az infláció decemberben több mint 43% volt. A jövőbeni kilátásokra kockázatot jelent az IMF megállapodással, illetve a politikai helyzettel kapcsolatban kialakult bizonytalanság. Oroszország esetében a történelmi mélypontra zuhanó olajárak róttak jelentős terhet a költségvetésre és a folyamatosan leértékelődő rubel dollárral szembeni árfolyama a januári 54-ről december végére 70 fölé gyengült. A gyenge rubel megemelte az inflációt, így csökkentek a reálbérek és a fogyasztás csakúgy, mint a hitelezés. A várakozásaink szerint továbbra is tartósan alacsony olajárak további költségvetési szigorítást indokolnak majd.

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



Forrás: Nemzeti bankok, OTP Elemzés, 2015 előrejelzés

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



Forrás: Nemzeti bankok, OTP Elemzés, 2015 előrejelzés