

Makrogazdasági és pénzügyi környezet 2019-ben

2019-ben számos kockázat volt jelen a világgazdaságban, amelyekről azonban az év végén úgy tűnt, hogy több esetben is – Brexit, kereskedelmi háború – sikerül a megoldás felé elmozdulni. Ezért 2019 végén, a koronavírus járvány kitöréséig, úgy tűnt, hogy 2020 kedvezőbben alakulhat – legalább is az európai gazdaságok számára mindenképpen – mint a 2019-es esztendő. A koronavírus járvány kitörésének köszönhetően azonban úgy tűnik, hogy a működési környezet szempontjából egy időre a 2019-es volt az utolsó békeév.

Ami az Egyesült Államokat illeti, 2019-ben elkezdődött a gazdaság bővülési ütemének várt lassulása, a 2017-es adócsökkentések pozitív hatásának kifutása, valamint a kereske-

delmi háború miatt gyengülő export és beruházási dinamika következtében. A lassulás mértéke azonban elmaradt a várttól, köszönhetően a fogyasztás robusztus növekedésének. A GDP-bővülésének üteme, az előzetes adatok alapján 2,3% volt 2019-ben.

A munkapiac továbbra is feszes, a munkanélküliségi ráta 3,5%, míg a foglalkoztatottság bővülése lassult ugyan 2018-hoz képest, de továbbra is az egyensúlyinak tekinthető szint felett van, 3% körüli bérdinamika mellett. Így egyelőre munkapiaci oldalról nem kell tartani a gazdaság érdemi lassulásától.

Az inflációs folyamatok a Fed várakozásaival összhangban alakultak. Az üzemenyagárak



emelkedése miatt az infláció kismértékben 2% fölé került (2019 decemberében 2,3%), a maginfláció pedig az év utolsó hónapjaiban stabilan 2,3%-on ragadt. Mivel a bérdinamika gyorsulása 2019-ben megállt, a Fednek előre tekintve nem kell tartania az infláció emelkedésétől. Az elmúlt időszakban a dollár az euróval szemben stabil maradt, aminek köszönhetően 2020-ban az árfolyamnak nem lesz érdemi hatása az inflációra.

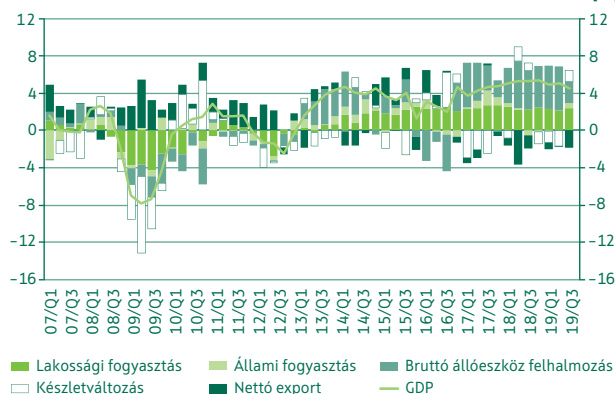
A lassulás és az év során emelkedő recessziós félelmek miatt a Fed novemberben harmadszor is kamatot csökkentett (2019-ben összesen 75 bázisponttal).

A 2018-ban elindult lassulás 2019-ben is folytatódott Európában. A 2018-as 1,9% után 2019-ben már csak 1,2%-kal nőtt az eurózónás gazdaságok teljesítménye, sőt az utolsó negyedévre mindössze 0,4%-ra lassult az évesített negyedéves növekedési ütem. A Brexit körüli bizonytalanság, illetve a kereskedelmi háborús aggályok különösen kedvezőtlenül érintettek az öreg kontinenset és erős nyomot hagytak a térség export mutatóin, amely a legfőbb oka volt a gazdasági növekedés lassulásának. A fogyasztás köszönhetően a kedvező munkaerő-piaci folyamatoknak – a munka-

nélküliségi ráta 7,5%-ra csökkent, a bérdinamika 2,5% felett van – a GDP-nél kisebb mértékben lassult és a beruházások is gyorsabban nőttek, mint a GDP. Mivel 2019 vége felé előre lépés történt mind a Brexit tárgyalások, mind a kereskedelmi háború terén, ezért 2019 végén joggal lehetett bizakodni, hogy 2020-ban némi élénkülés jöhet az Európai gazdaságokban. A romló gazdasági kilátások és a továbbra is nyomott infláció következtében az EKB újra-indította az eszközvásárlási programját, havi 20 milliárd euró értékben.

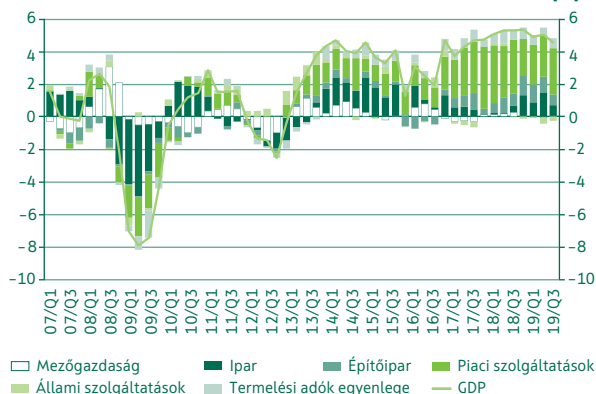
A romló nemzetközi környezet ellenére a várakozásoknál és saját előrejelzésünkénél is magasabban alakult a 2019-es hazai GDP-növekedés, elérve a 4,9%-ot. A robusztus bővülés fő hajtóereje továbbra is a belső kereslet; a lakossági fogyasztás 5%-kal, a beruházások pedig 15,3%-kal bővültek. Utóbbihoz az EU-s forrásokból finanszírozott állami beruházások mellett egyre inkább a kapacitásbővítő magánberuházások is hozzájárultak. A gyors gazdasági növekedéshez a támogató gazdaságpolitika is jelentősen hozzájárult. A monetáris kondíciók – reálkamat, reálárfolyam – lazák maradtak, míg a kormányzat a demográfiai akcióterv keretében több gazdaságösztönző intézkedést is bevezetett.

A hazai GDP-növekedés felhasználás oldali bontásban (%)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

A hazai GDP-növekedés termelés oldali bontásban (%)



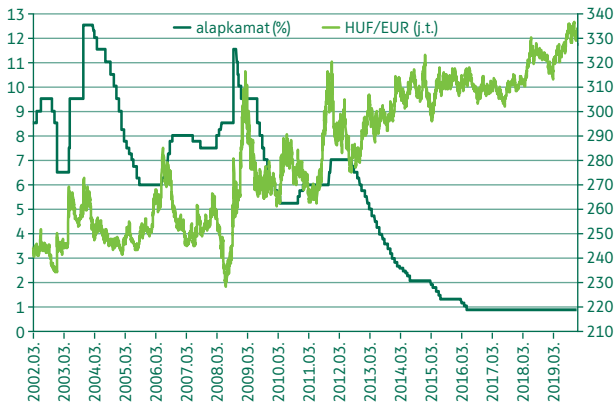
Forrás: KSH, OTP Elemzés

Az erős belső kereslet tovább élénkülő lakossági és vállalati hitelfelvételt eredményezett. A lakossági hitelpiac (árfolyamszűrten) – az év közepén bevezetett babaváró hitelnek köszönhetően – 2019-ben 16,5%-kal, a vállalati hitelfelvétel, az erős beruházási aktivitásnak köszönhetően pedig 14%-kal tudott emelkedni. A háztartások esetében az év végéig összesen 560 milliárd forintnyi babaváró hitel került folyósításra, azonban e mellett mind a lakáshitelek 910 milliárdnyi, mind a személyi hitelek 556 milliárdnyi új szerződéses összege új csúcst jelentett.

A lakáspiacon a MÁP Plusz konstrukció bevezetése jelentősebb mennyiségű befektetési célú keresletet szoríthatott ki, melynek következtében, ha csak kis mértékben is, de csökkent a lakáspiaci tranzakciók száma 2019-ben. Az év első felében még, az erős keresletnek és az újabb kereslet élénkítő intézkedések bejelentésének köszönhetően a lakásárak még gyors ütemben nőttek, azonban egyre több jel mutat arra, hogy a lakásárak növekedése túljutott a csúcson.

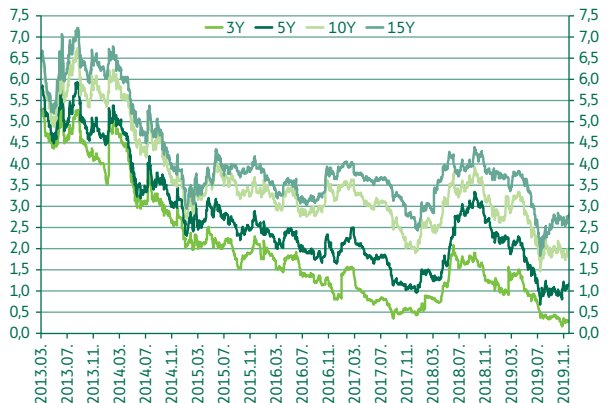
Makrogazdasági szempontból az egyetlen kényes kérdés az infláció alakulása. A 2018. évi 2,8%-ról 2019-ben 3,4%-ra emelkedett az éves átlagos infláció, 2020 elején pedig egészen 4,7%-ig gyorsult a fogyasztói árak éves növekedésének üteme, amivel az infláció meghaladta a jegybank inflációs célsávjának felső szélét. Bár az infláció 2019 folyamán meglehetősen hektikusan ingadozott, a fő problémát az jelenti, hogy a jegybank által kiemelten figyelt inflációs alapmutatók szintje is tartósan 3% felett ragadt, az egyre gyengülő külső inflációs környezet ellenére. Emiatt pedig bármilyen kedvezőtlen inflációs sokk könnyen a jegybanki célsáv közelébe vagy a fölé emelheti az inflációt. 2019-ben több ilyen kedvezőtlen sokk is érte a fogyasztói árakat, melyek közül a legfontosabbak az afrikai sertéspestis és a zöldség/gyümölcs árak gyors emelkedése, azonban az is látható volt, hogy a mezőgazdasági árakban bekövetkező kisebb mértékű áremelkedések is korábbiaknál gyorsabban és nagyobb mértékben gyűrűztek be a fogyasztói árakba.

A HUF/EUR árfolyam és az alapkamat



Forrás: Reuters, MNB, OTP Elemzés

Államkötvény hozamok alakulása (%)



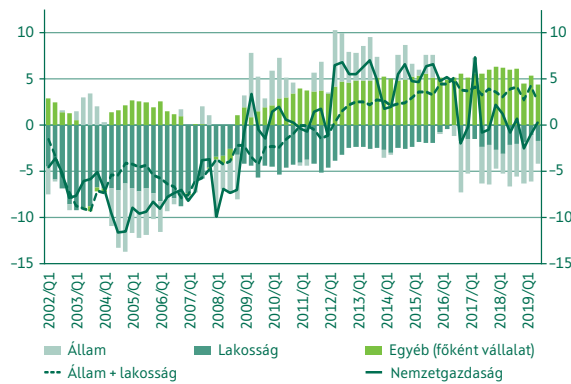
Forrás: ÁKK, OTP Elemzés

Ahogy egyre nyilvánvalóbbá vált, hogy a kereskedelmi háború következtében erősen lassul a fejlett gazdaságok növekedése, a világ vezető jegybankjai a 2018-as szigorítások után 2019 második felére már a monetáris kondíciók lazítása felé fordultak. A Fed 3 alkalommal 25-25 bázisponttal csökkentette irányadó kamatszintjét (225/250-ről 150/175 bázispontra), az EKB pedig egy alkalommal, -40-ről -50 bázispontra és bővítette eszközvásárlási programját is. A régiós jegybankok többsége nem nyúlt az irányadó kamatokhoz, kivételként kiemelhető az egy alkalommal szigorító cseh, valamint a gyorsan csökkenő inflációs nyomás miatt több lépésben kamatot csökkentő ukrán és orosz jegybank. Ebben a kör-

nyezetben az emelkedő inflációs alapmutatók ellenére az MNB nem szigorított érdemben a kamatkondíciókon, a pénzügyi hozamok lényegében minimális volatilitás mellett, enyhén zérus felett ingadoztak. Az év során a forint euróval szembeni árfolyama lényegében végig gyengült, az év eleji 315-320-as szintekről fokozatosan leértékelődve az év végig elérte a 330-335-os sávot.

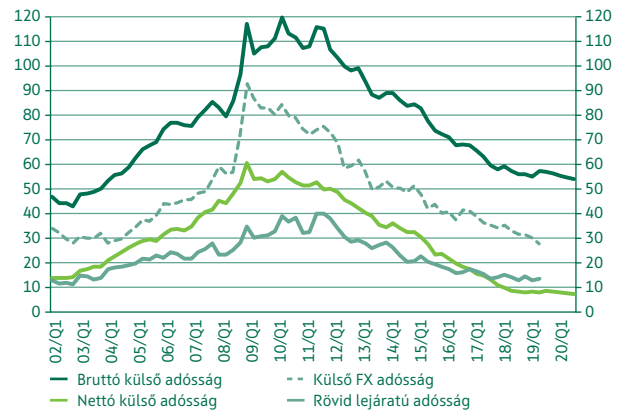
Az erős belső keresletnek köszönhetően a folyó fizetési mérleg hiánya kismértékben - a GDP 0,5%-ról a GDP 0,6%-ra - romlott, és a korábbi gyors külső adósságsökkenés is megtorpant, miután elértük a régiós országok átlagát.

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

MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK AZ OTP BANK KÜLFÖLDI LEÁNYBANKJAINAK ORSZÁGAIBAN

A makrogazdasági helyzet

2019-ben 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 általában kismértékben lassult, de történelmi összehasonlításban jellemzően magas maradt. Azon országok közül, ahol az OTP Csoport jelen van, 4% körüli, vagy azt meghaladó mértékben bővült a gazdaság Magyarországon, Romániában és Szerbiában, míg 3–4% körüli növekedés jellemezte Bulgáriát, Ukrajnát, Horvátországot, Montenegrót, Albániát és Moldovát. Egyedül Oroszországban volt gyenge a növekedés, ahol az ÁFA emelés és a szigorú gazdaságpolitika miatt 1,3% volt a GDP bővülése mértéke.

Oroszország kivételével az OTP Csoport országai egyértelműen a konjunktúra érett fázisában jártak 2019-ben, a növekedés fő motorja a belső kereslet volt, ami jellemzően a GDP-nél gyorsabb ütemben bővült. A fogyasztás Magyarországon, Romániában, Bulgáriában és Ukrajnában 5% körüli, vagy azt meghaladó ütemben bővült, és Oroszország kivételével (2,4%) a többi országban is 3–4% körül volt a növekedés üteme. A fogyasztás gyors növekedése a legtöbb országban historikus mélypontra süllyedő a munkanélküliségnek, a bérek gyors növekedésének és az élénkítő hitelezésnek köszönhető. Bár számos országban – Magyarországon, Romániában, Ukrajnában, Szerbiában, Horvátországban – erőteljes maradt a beruházás dinamika, köszönhetően a továbbra is élénk magán és az EU pénzek által támogatott állami beruházásoknak, a többi országban érdemi lassulásra került sor, ami jelzi a romló külső környezet kedvezőtlen hatásait. Az erős fogyasztás miatt jellemzően lassulva, de folytatódott a külső egyensúly romlása, azonban

az egyensúlytalanság mértéke – Montenegró, Albánia, Moldova és Románia kivételével – továbbra is alacsony, és a deficitet a többség esetében fedezi a tökéletesen többlet és a nettó működődőke-beáramlás, így nincs fenntarthatósági probléma a külső adósságpálya tekintetében. Hasonlóan alacsony sebezhetőségről árulkodik az, hogy a költségvetési hiány mérsékelt, egyedül Moldovában (4%) és Romániában (4,5%) haladta meg a deficit a GDP 3%-át. Az államadósság/GDP pályák pedig a legtöbb ország esetében továbbra is csökkenő trendet mutatott, ami alól Albánia, Moldova és Románia jelent kivételt, ahol inkább stagnálásáról beszélhetünk. A fenti tényezők miatt mind a vállalati, mind pedig a lakossági hitelkereslet továbbra is lendületesen bővült, a háztartási dinamika átlagosan 10, a vállalati 6% körüli ütemű növekedést mutatott 2019-ben, ami nem jelent érdemi elmozdulást 2018-hoz képest. Összességében sebezhetőségi szempontból az érintett országok többsége jól állt, a kedvező egyensúlyi mutatók és a csökkenő adósságráták mellett historikus összehasonlításban általában mérsékelt a devizahitelek aránya is, így a 2020. évi koronavírus-járvány okozta negatív külső sokk ellen-súlyozásához talán nagyobb gazdaságpolitikai mozgástér áll rendelkezésre, mint a 2008-as válságot megelőzően. Bár a sebezhetőség csökkenő, de Horvátország és Montenegró esetében a turizmus magas súlya, valamint a magas adósságműtatók növelik a kockázatokat. Ukrajna, Moldova és talán Albánia esetében pedig a magasabb adósságműtatók mellett az átlagos szintet meghaladó külső egyensúlytalanság. Szintén kockázatot jelent Románia, ahol a korábbi időszak felelőtlen költségvetési politikája miatt kialakult gazdasági túlfűtöttség, ikerdeficit és cél feletti infláció költségvetési kiigazításért kiált, miközben ezt a kialakult politikai patthelyzet nem teszi lehetővé.

A két nyersanyagexportőr ország helyzete elvált egymástól. Ukrajna 2019-ben sikeresen maga mögött hagyta a 2014–2016-os kríziséveket követő kilábalási időszakot, a gazdaság a ciklus érett szakaszába lépett, a fogyasztás és a beruházás bővült. Eközben a kellően fegyelmezett gazdaságpolitikának köszönhetően a sebezhetőség a korábbi magas szintekről fokozatosan csökkent, az adósságmutatók, az infláció és a kamatok mérséklődtek. Bár Ukrajnában továbbra is igen magas a lejáró adósság refinanszírozási kockázata, ezt azonban a megkötött IMF megállapodás csökkenti. Ukrajnával szemben az orosz gazdaság növekedése 2019-ben is alacsony maradt, sőt 2,5%-ról tovább lassult, 1,3%-ra, ami ismét a legalacsonyabb volt az

OTP Csoport országai között. A kedvezőtlen növekedés mögött két tényező húzódik meg. Egyrészt alacsony, 2% körüli a potenciális növekedés üteme, a gazdaság strukturális problémái, a kedvezőtlen demográfia, az állam túlzott szerepvállalása és a nem piacbarát környezet miatt. Emellett tavaly a szankciók mellett a gazdaságpolitika szigora és a meghirdetett állami beruházási programok csúsztatása is lassította a növekedést. Ugyanakkor a gazdaságpolitika jelentős mozgásteret halmozott fel, érdemi költségvetési és magas külső egyensúlyi többlet, alacsony adósságráták, kifejezetten alacsony devizakitettség, magas tartalékok formájában, amit a politika a külső recessziós nyomás enyhítésére használhat fel.

