

Áttekintés a világgazdaság középtávú folyamatairól a magyar gazdaságra (növekedésre), államháztartásra gyakorolt hatásairól

Tanulmány a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2017. június 30.



András Bence – Cseh András – Reppa Zoltán

Vezetői összefoglaló

Az elmúlt egy évet lassuló növekedés jellemezte Magyarországon, amely szigorú költségvetési politika és rendkívül laza monetáris kondíciók mellett valósult meg. A visszaeső gazdasági aktivitás ellenére tovább folytatódott a magyar adósságráta csökkenése, amely a 2011-es csúcsához képest immár hat százalékponttal került lejjebb. Az ország sérülékenysége jelentősen csökkent a pénzügyi válság óta, a kormányzati törekvések pedig 2012 óta erőteljesen abba az irányba hatnak, hogy minél inkább belföldi, forintalapú forrásokból tudjuk finanszírozni a magyar államháztartást. 2017-re a makrogazdasági és fiskális folyamatok azt eredményezték, hogy Magyarország mind a három meghatározó hitelminősítőnél visszakerüljön a befektetésre ajánlott kategóriába, stabil kilátásokkal. Az ország adósságrátája ugyanakkor régiós összevetésben továbbra is magas, a gazdaság nyitottsága pedig jelentős, ami a külpiaci folyamatoknak való nagy kitettséget jelent.

Elemzésünk fő célja ezért annak a bemutatása, hogy ebben a megváltozott környezetben miként hatnak a magyar gazdaságra, illetve az államháztartás helyzetére a meghatározó nemzetközi folyamatok. Előrejelzésünk tízéves alappályáját négy alternatív forgatókönyv szerint változtattuk meg, amelyek az aktuális gazdasági elemzések középpontjában álló globális folyamatokra vonatkozó feltételezéseket tükröznek. Ilyennek ítéltük meg a kínai növekedés markáns lassulását, az olajárak jelentős megváltozását (kínálati okokból történő emelkedését), az amerikai gazdaságpolitika új irányát, illetve a kétsebességes Európai Unió lehetőségét.

Előrejelzésünk alappályája szerint a 2016-os növekedésünk lassulása pusztán átmeneti volt, és idén a gazdaság már 3,6 százalékkal bővíülhet. 2020-tól viszont az uniós források kifutásával újabb megtorpanásra számítunk, amelyet követően a növekedés két százalék körül alakul. Az alternatív pályák közül az amerikai fiskális stimulusnak enyhe, indirekt növekedésösztönző hatást tulajdonítunk. A legnagyobb lassulást a kínai gazdaság megtorpanása okozhatja, amely közvetett módon, az európai gazdaságon keresztül hatna Magyarországra. Egy átmeneti olajársokk nem okozna számottevő növekedési veszteséget, ugyanakkor az éves inflációt öt százalékgig emelné két éven belül, és szigorúbb kamatkörnyezethez vezetne.

A leginkább súlyos következményeket a kétsebességes Európai Unió esetében látjuk. Ebben a forgatókönyvben a növekedésünk rövidtávú lassulását 2020-ban recesszió követné, ugyanis az uniós források elvesztését feltételezzük. Ennek következtében tartósan romlana a növekedési potenciálunk, továbbá a lassuló reálkonvergencia eredőjeként magasabb egyensúlyi kamatkörnyezet alakulna ki.

A költségvetési folyamatok az alappályánk szerint 2,4 százalékos deficit mellett az elsődleges egyenleg közel fél százalékos többletét mutatják idén és jövőre. Modellünk alappályájában, a 3 százalékos strukturális deficit cél tartása mellett, az adósságráta 62 százalékig süllyed tíz év alatt. Az egyes alternatív forgatókönyvek viszont már az adósságmutató igen különböző mértékű csökkenését vetítik előre. A kínai lassulás szimulációjában hat százalékponttal magasabban marad az adósságráta az alappályánkoz képest, míg az amerikai scenárióban két százalékponttal alacsonyabb ráta alakulna ki, a megnövekedett külpiaci kereslet tovagyrúzó hatásai miatt. A kétsebességes Európa forgatókönyvében adósságrátánk 2020-tól átmenetileg újra emelkedő pályára állna, majd az előrejelzési horizontunk végén 67 százalékot érne el, azaz ez a scenárió az alappályánál öt százalékponttal magasabb adóssághoz vezet.

Mivel egyik forgatókönyvünk sem szimulál válságfolyamatokat, így mindegyik esetben csökken az adósságráta. A modellünk ezen eredménye azt tükrözi, hogy az adósságráta csökkenése robusztus folyamat, a jelenleg valószínűsíthető alternatív forgatókönyvek egyike sem vezet a ráta tartós emelkedéséhez. Ezáltal Magyarország tíz éven belül teljesítheti az adósságrátára vonatkozó maastrichti kritériumot, tovább csökkenhet a külpiacokkal szembeni sérülékenysége, ami az alacsonyabb kockázati prémiumon keresztül támogathatja a potenciális növekedését.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	2
1 Bevezető	5
2 Meghatározó hazai trendek.....	10
2.1 Makrogazdasági helyzetkép.....	10
2.2 Külső sérülékenység	17
2.3 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság, finanszírozási szerkezet	19
3 Meghatározó nemzetközi trendek	25
3.1 A főbb világgazdasági régiók áttekintése.....	25
3.2 Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	30
3.3 Olajár	31
4 Középtávú előrejelzésünk alappályája	33
4.1 Külső feltevések.....	33
4.2 Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás.....	34
4.3 Költségvetési folyamatok	36
5 Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra.....	39
5.1 Kína hirtelen lassulása	40
5.2 Olajár-emelkedés kínálati okokból	46
5.3 Fiskális expanzió az USA-ban.....	53
5.4 Kétsebességes Európa.....	59
6 Következtetések	65
7 Felhasznált irodalom	70
8 Függelék.....	71
8.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói	71

1 Bevezető

Tanulmányunk fókuszában Magyarország makrogazdasági és fiskális jövője áll a számunkra leginkább meghatározó nemzetközi folyamatok tükrében. Azonosítjuk és részletezzük azokat a világgazdasági folyamatokat, mint például a pénz- és olajpiaci fejlemények, amik leginkább befolyásolhatják hazánk makrogazdasági pályáját. Középtávú előrejelzésünk alappályája a külgazdasági folyamatok legvalószínűbb forgatókönyvére épül. Négy alternatív pályát is vázolunk, amelyek a Magyarország számára adottságként jelentkező külső feltevésekben különböznek. A mostani tanulmányunk immár a harmadik, amely a magyar gazdaság folyamatait ilyen szempontból elemzi.¹

Magyarország az elmúlt években erősen törekedett arra, hogy csökkentse sérülékenységet a külpiazi folyamatokkal szemben. A gazdaságunk erős európai integráltsága, nagyarányú nyitottsága ugyanakkor elkerülhetetlenné teszik, hogy a külső reálgazdasági és pénzpiaci folyamatok hatást gyakoroljanak ránk. Ezek hatása nagyban függ attól, hogy miként alakul középtávon a fiskális politikánk, az államadósságunk, illetve annak a tulajdonosi köre, devizaaránya és átlagos lejárata. Elemzésünkben emiatt ezen szempontokat kiemelten kezeljük.

Hazánk makrogazdasági sérülékenysége drasztikusan átalakult a globális pénzügyi válságot követően. A gazdaság visszaesése és a forint leértékelődése a GDP-arányos államadósságunkat 2011-re 80 százalék fölé emelte, ami a magyar hozamok és a csőd kockázati mutatónk jelentős emelkedésével járt együtt. A 2009-es és a 2012-es recesszió erőteljes alkalmazkodást kényszerített ki mind a háztartások, a vállalatok és az államháztartás részéről. Ennek megfelelően a válság előtti éveket jellemző eladósodási folyamat után Magyarország nettó megtakarítói pozícióba került. A növekedés tekintetében a magyar gazdaság a régiós társaihoz képest egészen 2014-ig alulteljesített, majd ezt követően – főként

¹ Lásd (Horváth, et al., 2015) és (Antal, et al., 2016).

az uniós forrásokra épülő beruházási hullám segítségével – 3 százalékot meghaladó ütemben bővült. Tanulmányunkban kiemelten foglalkozunk az uniós források szerepével.

A kormányzat 2012-től egy új adósságkezelési stratégia keretében próbálja ellensúlyozni a globális válság során felszínre került külső sérülékenységenket. Hasonló célokat szolgál a 2014-ben beindított jegybanki önfinanszírozási program is. Ezen lépésekre különösen nagy szükség volt a régiós összevetésben magas adósságmutatónk, illetve annak sérülékeny szerkezete (elsősorban a külföldiek nagyarányú jelenléte és a magas devizaarány) miatt. A kormányzat fegyelmezett költségvetési politikája, a lakossági devizahitelek forintosítása, a magyar államadósság belföldi, forintalapú forrásokkal való újrafinanszírozása és a rövid lejáratú külső adósság csökkentését célzó intézkedések mind a piaci sérülékenységük fokozatos csökkentéséhez vezettek. Így a hazai kockázati prémium érdemben mérséklődött, és a támogató monetáris politika nyomán a hazai hozamok is jelentősen csökkentek.

A sérülékenység kiküszöbölését célzó intézkedések fokozatosan fejtették ki hatásukat, és 2017-re már a nagy hitelminősítők mind újra befektetésre ajánlott kategóriába sorolták Magyarországot. A külpiaci folyamatoktól ugyanakkor továbbra is erőteljesen függ a magyar gazdaság, egy esetleges európai gazdasági fordulat vagy olajpiaci sokk máig jelentősen befolyásolná a reálgazdasági és pénzügyi mutatóinkat, így végső soron akár az adósságunk fenntarthatóságát is. Emiatt amikor a magyar kilátásokat, a költségvetés és az államadósság várható pályáját vizsgáljuk, mindenképpen nagy hangsúlyt kell adnunk a világgazdasági folyamatoknak, illetve a legvalószínűbb külső alappályát övező kockázatoknak.

A magyar gazdasági teljesítmény erőteljesen követi az európai folyamatokat, a szuverén kockázati mutatóink, a hozamkörnyezetünk és az árfolyamunk pedig a feltörekvő piacokon végbement fejleményeknek van kitéve. Magyarország nettó energiaimportőr pozíciója miatt az olajárak alakulása is jelentős hatással bír a makrogazdasági és a költségvetési folyamatokra. Így kijelenthető, hogy a ma felismerhető legtöbb globális kockázat számottevő hatással van a magyar gazdaságra. A legfontosabb külgazdasági kockázatok számszerű

vizsgálata elengedhetetlen az ország középtávú kilátásainak elemzésekor. A tanulmányunkban ezeket a kockázati forgatókönyveket vizsgáljuk egy szimultán, a makrogazdasági és fiskális változók közötti visszacsatolásokat is megragadó modellben.

Elemzésünk alappályájában konzervatív feltevésekkel élünk a külső környezetünk várható alakulásáról, amelyek nagyjából megfelelnek az aktuális piaci konszenzusnak. Az előrejelzési alappálya mellett négy alternatív forgatókönyvet mutatunk be, amelyek a világgazdaság alakulásának reális, de kisebb valószínűségű kimeneteit jelenítik meg.

1. Kína hirtelen lassulása

A globális kockázatok közül kiemelt helyet érdemel a kínai gazdaság megtorpanása és ennek a világgazdaságra gyakorolt hatása. Közel négy évtizednyi kimagasló növekedést követően az ország gazdasága lassul, és nem kizárt a hirtelen megtorpanása sem. Az ország hitelállományának kiugróan magas szintje, az ingatlanpiac túlfűtöttsége mind aggodalomra adnak okot, és nem zárható ki akár az ingatlanpiac gyors összeomlása sem. Egy ilyen scenárió elhúzódó gazdasági pangáshoz vezethet a világ második legnagyobb gazdaságában. Magyarország és Kína közvetlen kereskedelmi kapcsolatai nem számottevőek, ugyanakkor a közvetett – például Németországon keresztül – kapcsolataink már jelentősek, különösen az autóiparunk miatt, így egy jelentős kínai gazdasági lassulás már érdemi hatással bírhat Magyarország gazdasági folyamataira is.

2. Az olajárak átmeneti emelkedése

A nyersanyagárak 2014-es jelentős zuhanása globális felfordulást okozott egyes országok kereskedelmi mérlegeiben és a pénzügyi piacokon. 2016 folyamán lassú korrekció indult meg, amely 2017 második negyedében újfent megtorpanni látszik. A nyersanyagárak közül hazánk szempontjából főként az olaj- és az energiaárak alakulásának van jelentősége, ezért elemzésünket elsősorban az olajárak változására fókuszáljuk. 2016 második felére az olajkereslet 2013-2014 óta először ismételtén meghaladta a kínálatot, ami arra utal, hogy a jövőben a fundamentumok alapján is az olajárak emelkedésére számíthatunk. Ma egyszerre látunk olyan tényezőket, amik erősítik az olajár emelkedését (OPEC megállapodás a kínálat visszafogásáról) és olyanokat is, amelyek

gátolják (fokozott amerikai kitermelés). A globális makrogazdasági hatásokon túlmenően (globális gazdasági növekedés és infláció) Magyarország, mint nettó energiainportőr számára az olajárak ingadozása a cserearány változásán keresztül erőteljesen befolyásolhatja a rendelkezésre álló jövedelmet. Ezen túlmenően az olajárak hatással lehetnek a feltörekvő piacok kockázati prémiumára, így a hazai kockázati felárra is. Mindezen tényezők érdemben befolyásolhatják a hazai gazdasági növekedést, az inflációt és végső soron a költségvetés helyzetét.

3. Az USA új elnökének expanzív gazdaságpolitikája

Az új amerikai elnök számos nagy volumenű intézkedést tervez, amelyek az USA gazdasági és politikai méretéből fakadóan érdemi hatással lehetnek az egész világgazdaságra, így Magyarországra is. A tervezett intézkedések alapvetően két területre oszthatóak: az amerikai gazdaságra szabott reformokra és a nemzetközi gazdasági rendszerrel is érintő intézkedésekre. Az előbbieknél az új elnök az adózás, a szabályozói környezet és az infrastrukturális beruházások területén tervez jelentős változtatásokat. Ezek az intézkedések összességében egy jóval expanzívabb költségvetési politika irányába mutatnak, így gyorsuló gazdasági növekedéshez, magasabb inflációhoz és a vártnál gyorsabban emelkedő alapkamathoz vezethetnek az USA-ban. A magasabb globális gazdasági növekedés kedvezően hathat a hazai makrogazdasági környezetre, ugyanakkor az emelkedő Fed alapkamat és a globális infláció nehezítheti az államháztartásunk helyzetét. Az intézkedések sikerességétől függően azonban a hazánk számára kedvező (magasabb gazdasági növekedés) és kedvezőtlen (magasabb infláció és Fed alapkamat) hatások is dominálhatnak, tehát ezen a csatornán kétirányú kockázatokat látunk. Jóval nagyobb bizonytalanság övezi az új amerikai elnök nemzetközi gazdasági és politikai ténykedését. Tekintve, hogy az elnök számos esetben a jelenlegi nemzetközi kereskedelmi rendszert erőteljesen kritizáló protekcionista hangot ütött meg, egy ilyen politikai irányvonal kiteljesedése érdemben visszavetheti a világkereskedelmet és a globális gazdasági növekedést. Ezzel egyidejűleg a protekcionizmus erő-

södése a feltörekvő piacokat a pénzügyi csatornákon keresztül is kedvezőtlenül érintheti. Mivel azonban ezekből az intézkedésekből az első 100 nap során igen kevés válsult meg, ezért ebben a scenárióban csak a fiskális expanzió hatásait mutatjuk be.

4. Kétébességés Európai Unió

Az Európai Unió jövője számára komoly kihívást jelentett a brit népszavazás (Brexit), ugyanakkor az elmúlt fél év eseményei újra bizakodásra adnak okot az integrációs folyamat kapcsán. Az EU több országában (Hollandia, Franciaország) választásokat tartottak, ahol az integrációt szorgalmazó és az Európai Uniót támogató jelöltek nyertek. Németországban szintén választások lesznek, amiből a közvélemény-kutatások szerint a jelenlegi politikai irányvonal kerülhet ki győztesen. Ezen fejlemények, és a nyugati tagországok vezető politikusainak nyilatkozatai alapján akár egy erősebb, integráltabb szövetség is létrejöhet. Azonban a viseigrádi országok, köztük Magyarország számára egy olyan forgatókönyv is elképzelhető, hogy ebből az integrációból kimaradunk, és a mélyebb integráció pozitív hatásait nem élvezhetjük. A dezintegrációs folyamatok jelentős felerősödése az EU források és a kereskedelmi kapcsolatok beszűkülésén keresztül lehet hatással Magyarország gazdasági fejlődésére.

Tanulmányunk a következő szerkezetet követi. A második fejezetben áttekintjük a meghatározó hazai gazdasági folyamatokat, különös tekintettel a külső sérülékenységi mutatókra, a költségvetési hiányra és az államadósság alakulására. A harmadik fejezetben bemutatjuk a Magyarország számára meghatározó világgazdasági folyamatokat, külön ki térvé a növekedési trendekre, a pénz- és tőkepiaci folyamatokra és az olajár alakulását meghatározó tényezőkre. A negyedik fejezet tárgyalja a középtávú előrejelzésünk alappályáját, az ötödik fejezet pedig a fentebb bemutatott négy kiemelt világgazdasági témát dolgozza fel egy-egy alternatív forgatókönyv formájában. Végül a hatodik fejezetben röviden összefoglaljuk a legfontosabb következtetéseinket.

2 Meghatározó hazai trendek

2.1 Makrogazdasági helyzetkép

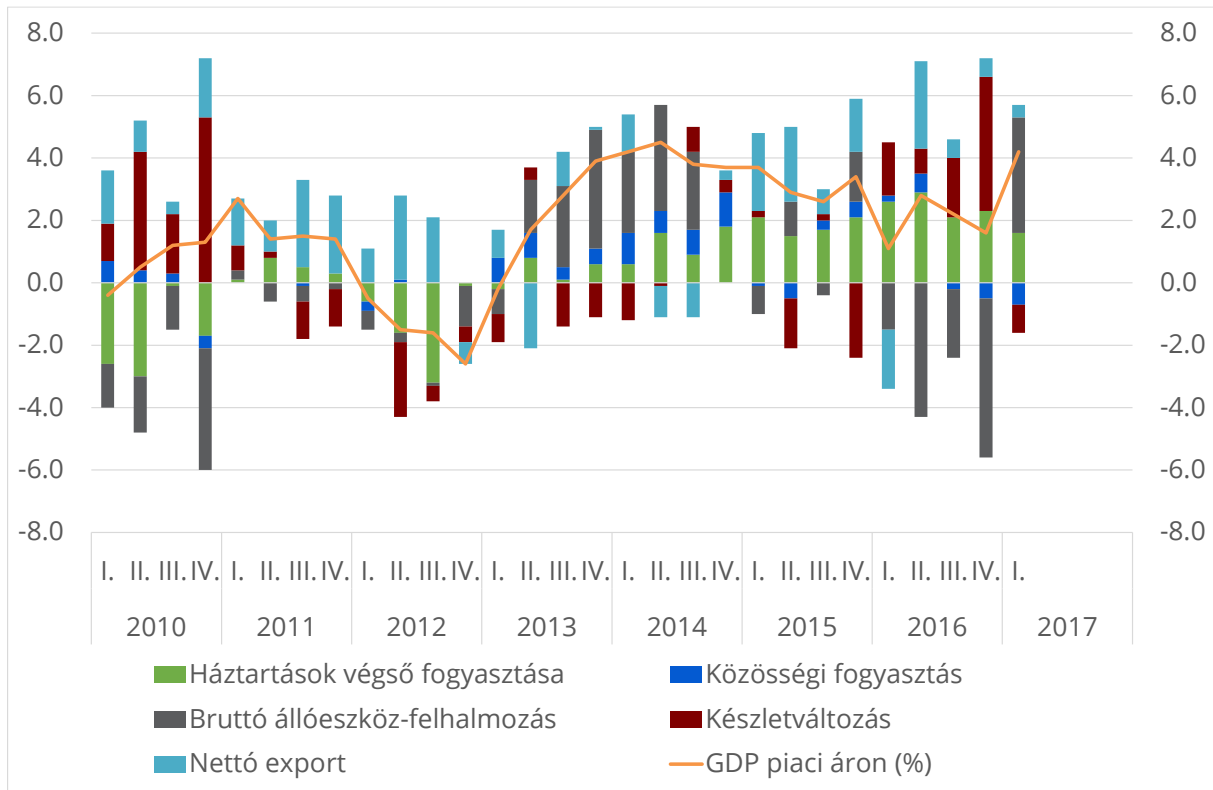
Az előző két év három százalékot meghaladó értékeit követően 2016-ban a magyar GDP növekedése érdemben lassult; a szezonálisan és naptári hatással igazított 1,9 százalékos növekedés jelentősen elmarad a 2015-ös 3,1 százalékos értéktől. A lassulás hátterében elsősorban az uniós forrásokból finanszírozott beruházások megtorpanása és a gyengébb fiskális impulzus állt, amely termelési oldalon az ipar, azon belül is az építőipar visszafogottabb teljesítményben csapódott le. Az uniós források visszaesése az új uniós költségvetési időszakra való átállás procedurális nehézségei miatt következett be. Ezt a sajátoságot mind a piaci, mind az intézményi szereplők ismerték, így a 2016-os lassulás nem okozott meglepetést a piacon, noha annak mértéke bizonytalan volt. Az OGR Research (OGR) 2016-os előrejelzése² 1,9 százalékos reálnövekedést mutatott, amely pontosnak bizonyult a lassulás mértékét illetően.

A kibocsátást keresleti oldali tényezőkre bontva azt látjuk, hogy a növekedést leginkább beruházások alakulása fogta vissza (2.1. ábra). A visszaesés főként az állami és az államhoz szorosan kötődő szektorokban volt jelentős, hiszen az uniós források kiesése leginkább ezt a területet érintette. Eközben a háztartások fogyasztása tovább erősödött, és részben ellensúlyozta a beruházások visszaesését.

A fogyasztás növekedését több tényezőre vezethetjük vissza: a lakosság erősödő reáljövedelmi helyzete, valamint a javuló fogyasztói bizalommal együtt járó magasabb fogyasztási hajlandóság is segítette a bővülést. Jól tükrözi ezt a folyamatot a kiskereskedelmi forgalom, azon belül is különösen a tartós fogyasztási cikkek forgalmának jelentős élénkülése (2.2. ábra). A nettó export pozitívan járult hozzá a növekedéshez, bár hozzájárulása a járműipari gyártás gyengébb teljesítményének köszönhetően 2015-höz képest mérséklődött.

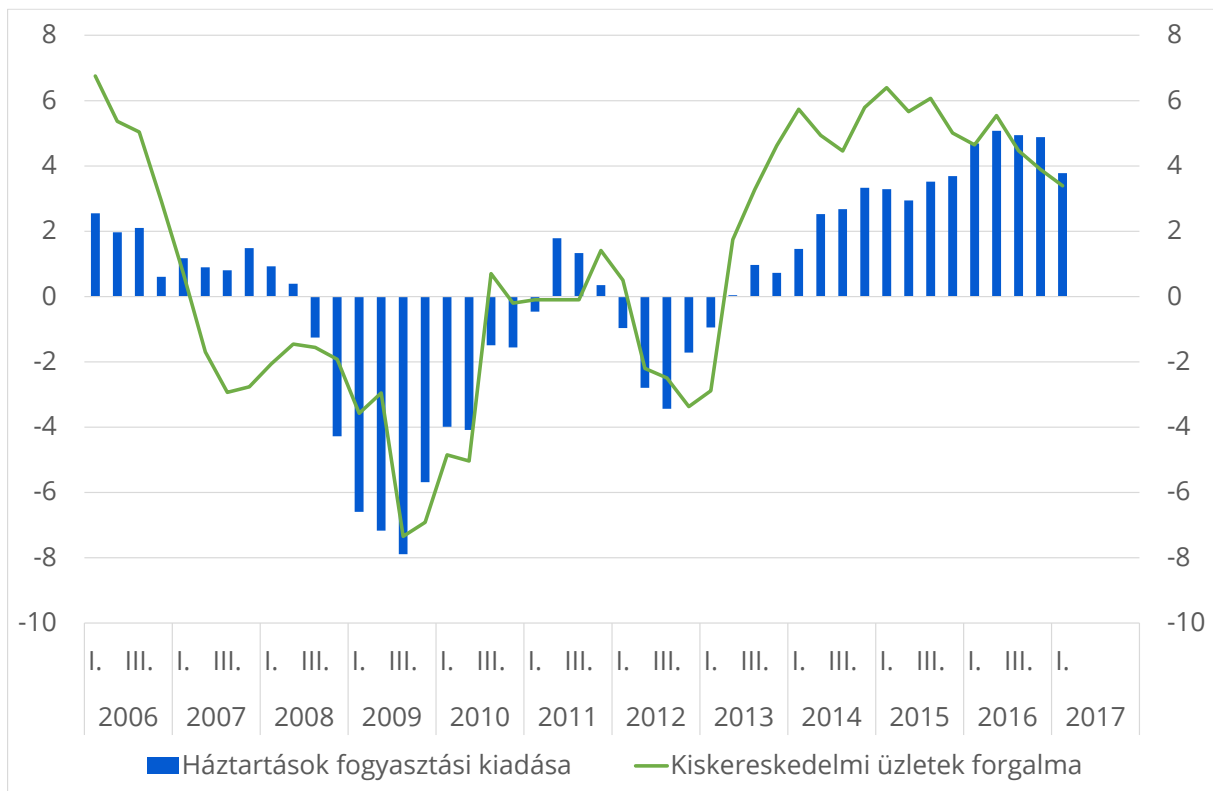
² Lásd (Antal, et al., 2016).

2.1. ábra: a reálnövekedés alakulása és annak dekompozíciója (év/év, százalék)



Forrás: KSH

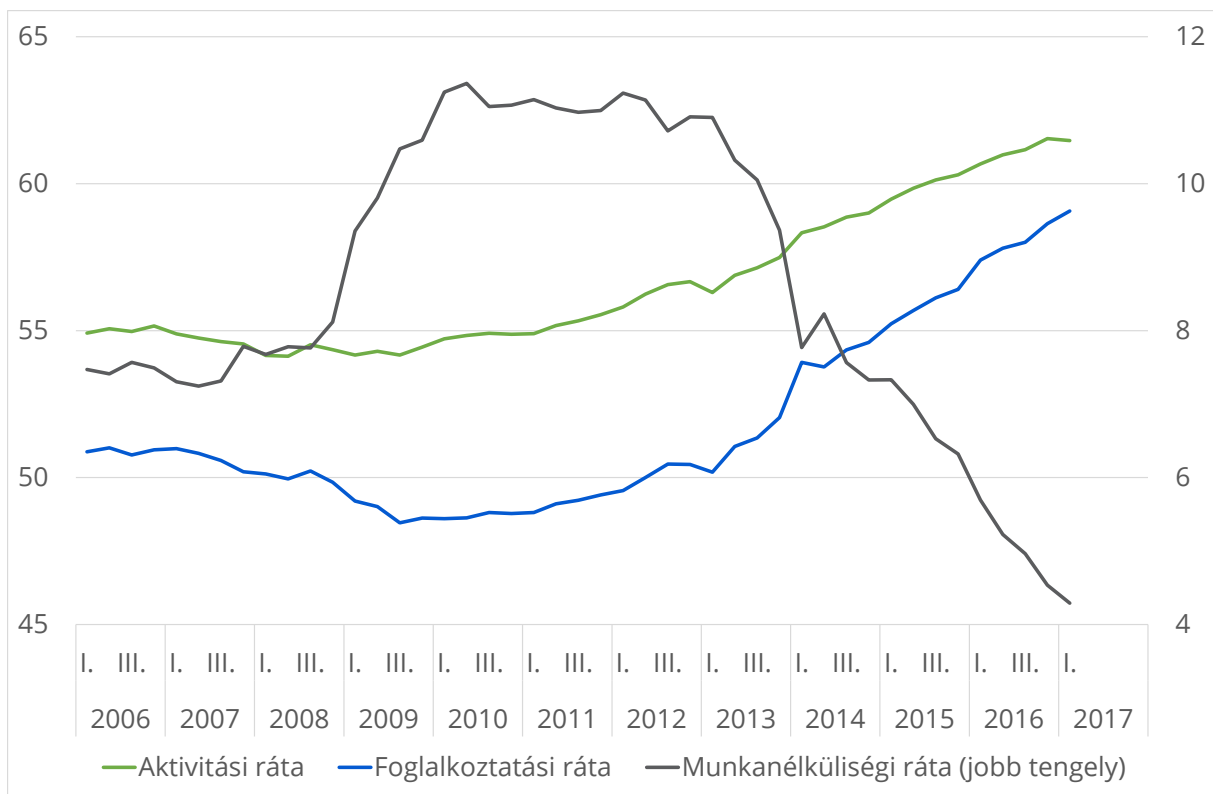
2.2. ábra: a kiskereskedelmi forgalom és a fogyasztás alakulása (év/év, százalék)



Forrás: KSH

Az alacsony növekedés ellenére 2016 során a munkaerőpiaci mutatók további javulását figyelhettük meg (2.3. ábra). A foglalkoztatás a korábbi évek tendenciáját követve továbbra is erősen, az egész évet tekintve 3,4 százalékkal bővült. Ehhez főként a feldolgozóipar és a szolgáltató szektor járult hozzá; az állami szférában ezúttal a közfoglalkoztatáson kívüli foglalkoztatottság bővült. Megjegyzendő továbbá, hogy a külföldi telephelyen dolgozók száma nem változott az év folyamán, így a foglalkoztatási statisztikák által mutatott javulást valóban főként a hazai versenyszférához köthetjük.

2.3. ábra: főbb munkapiaci mutatók (százalék)

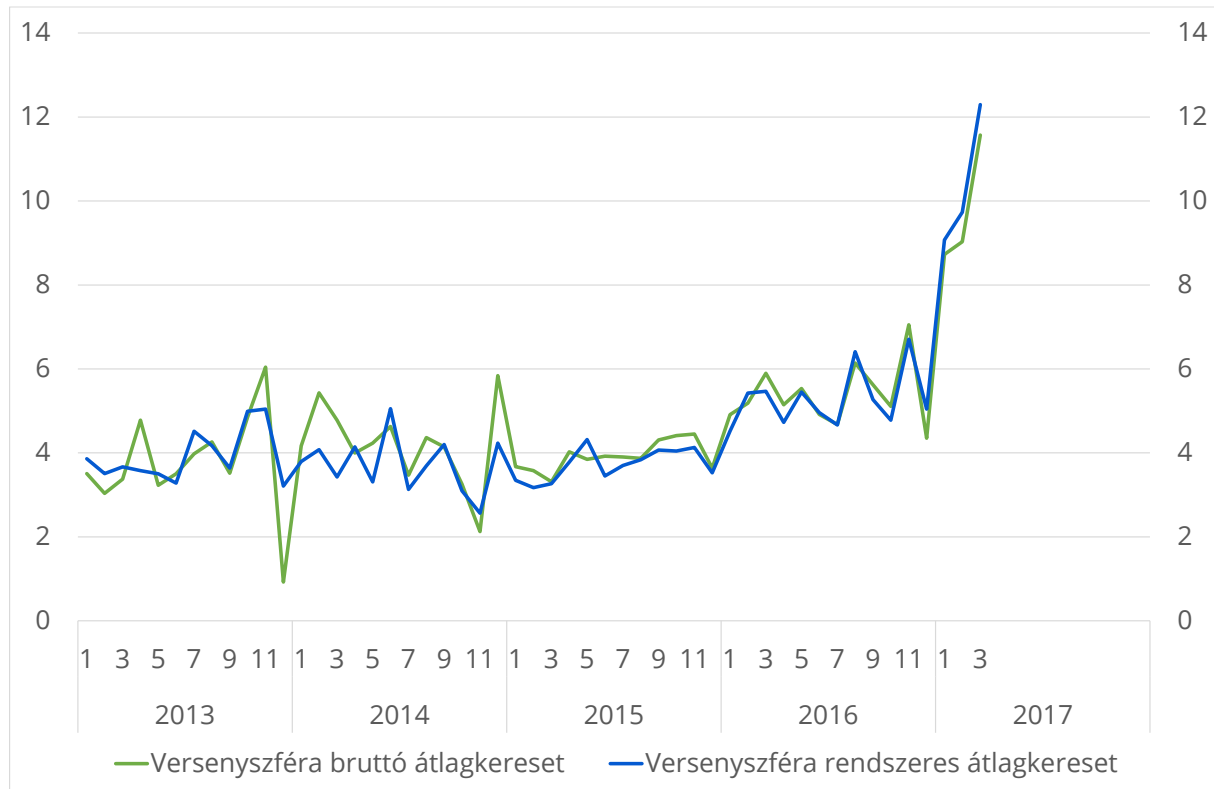


Forrás: KSH

A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta a tavalyi év végére 4,5 százalékgig süllyedt, amely már közel jár az egyensúlyi munkanélküliségi rátára vonatkozó becslésekhez. Bár a munkanélküliségi ráta megítélését megnehezíti a közfoglalkoztatási program, amely jelentős számú munkanélkülit szívott fel az elmúlt években, elmondható, hogy a munkaerőpiac egyre feszebbé vált a tavalyi év végére, ami érdemben hozzájárulhatott a dinamikus bérnövekedéshez: 2017 márciusában 12 százalékkal volt magasabb a versenyszféra átlagbére, mint egy évvel korábban (2.4. ábra). Ezt az erőteljes növekedést ugyanakkor

nem pusztán a feszebb munkaerőpiac okozta, hanem ahhoz hozzájárult a 2017 elején megemelt minimálbér és a garantált bérminimum is.

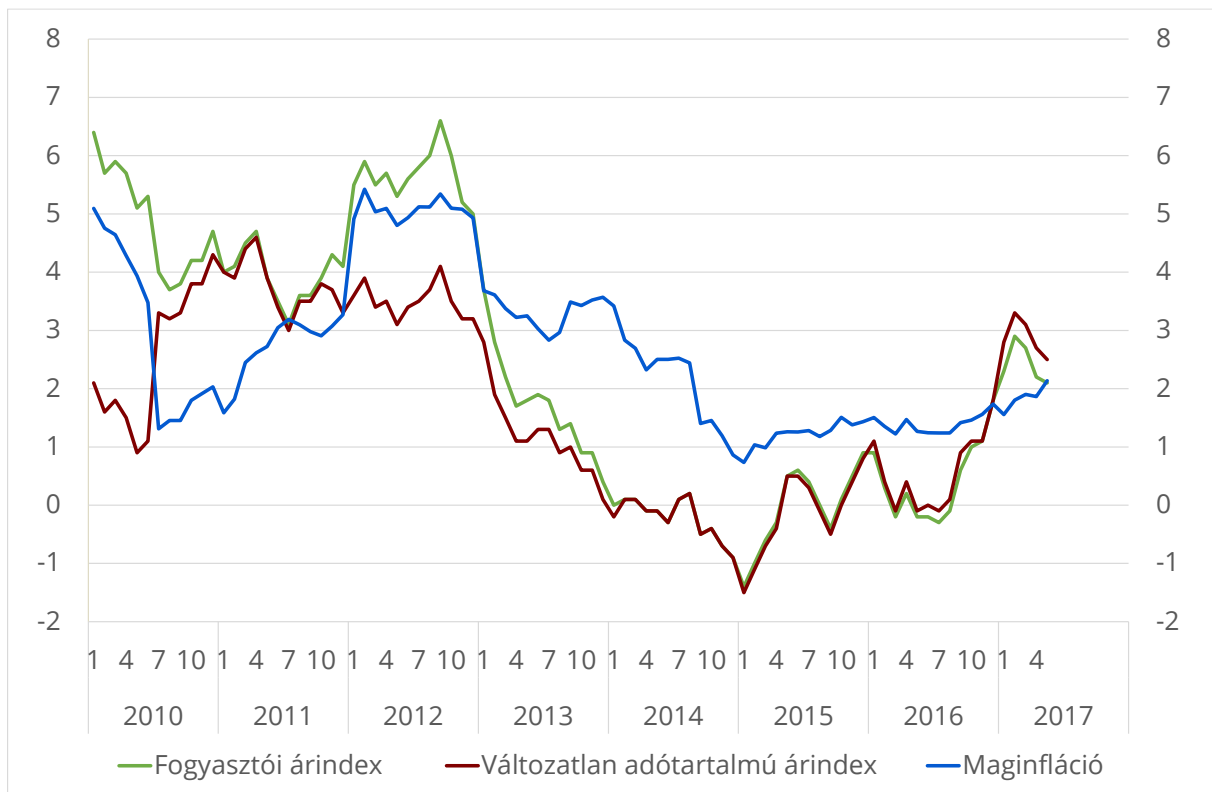
2.4. ábra: a versenyszféra átlagkeresetének alakulása (év/év, százalék)



Forrás: KSH

Ezen folyamatokkal összhangban, 2016-ban és 2017 elején tovább emelkedett a fogyasztói árindex (2.5. ábra). Bár a 2016-os év átlagában csak 0,4 százalékot látunk, de 2016 decemberében az év/év mutató már 1,8 százalék volt, míg a legfrissebb, 2017 májusi adatok szerint a fogyasztói árak 2,1 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. Az energia és szabályozott áraktól, valamint a feldolgozatlan élelmiszerektől megtisztított maginfláció, amelynek értéke az inflációs alapfolyamatokat jobban mutatja, már májusban elérte a 2,1 százalékos szintet, ami egy év alatt közel 1 százalékpontos emelkedés.

2.5. ábra: inflációs mutatók (év/év, százalék)

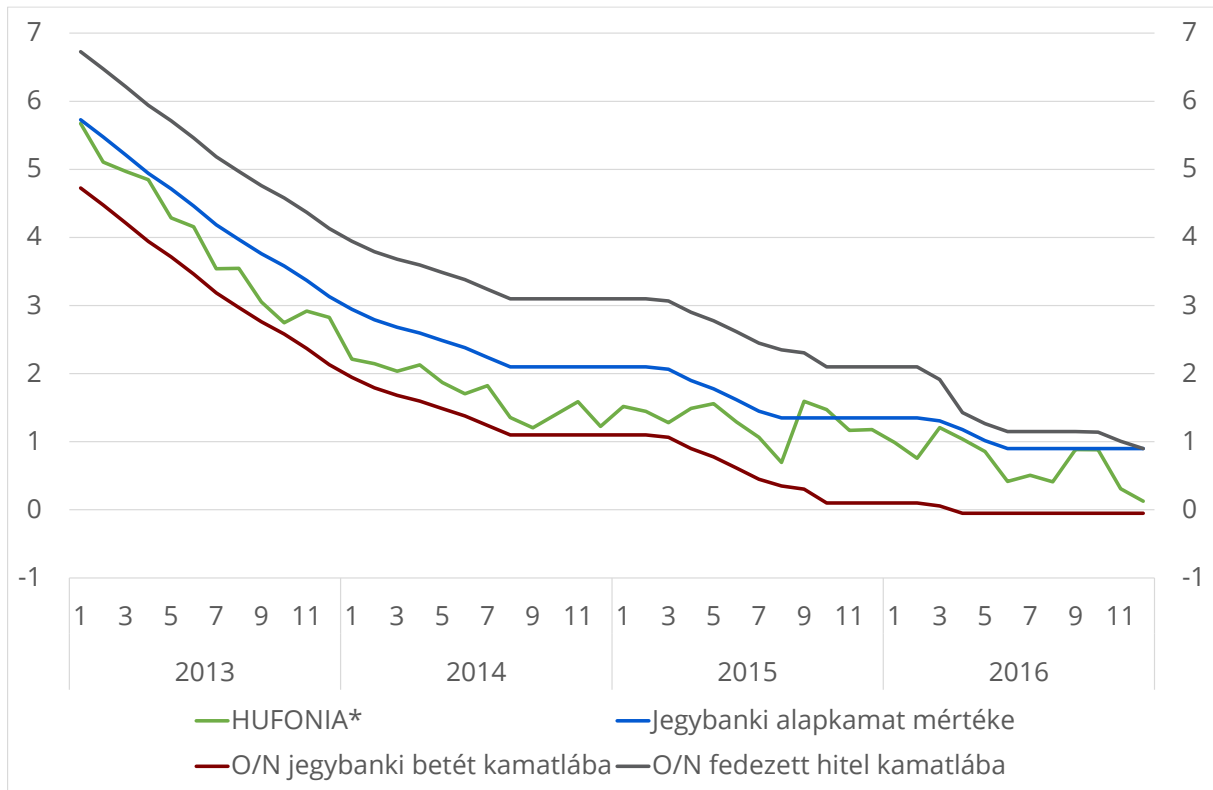


Forrás: KSH

A jegybank a tavalyi év során tovább folytatta a monetáris lazítási ciklust, ugyanakkor több új eszközt is bevetett a pénzüpiaci környezet befolyásolására. Azon túl, hogy a jegybanki alapkamat 2016 májusában 0,9 százalékra süllyedt, a kamatfolyosó is fokozatosan átalakításra került (2.6. ábra). Tavaly novembertől a kamatfolyosó szélessége 95 bázispontra szűkült: a felső határa, az egynapos jegybanki hiteleszköz kamata az alapkammattal egyezik meg, míg az egynapos betéti eszköz -5 bázisponton áll.

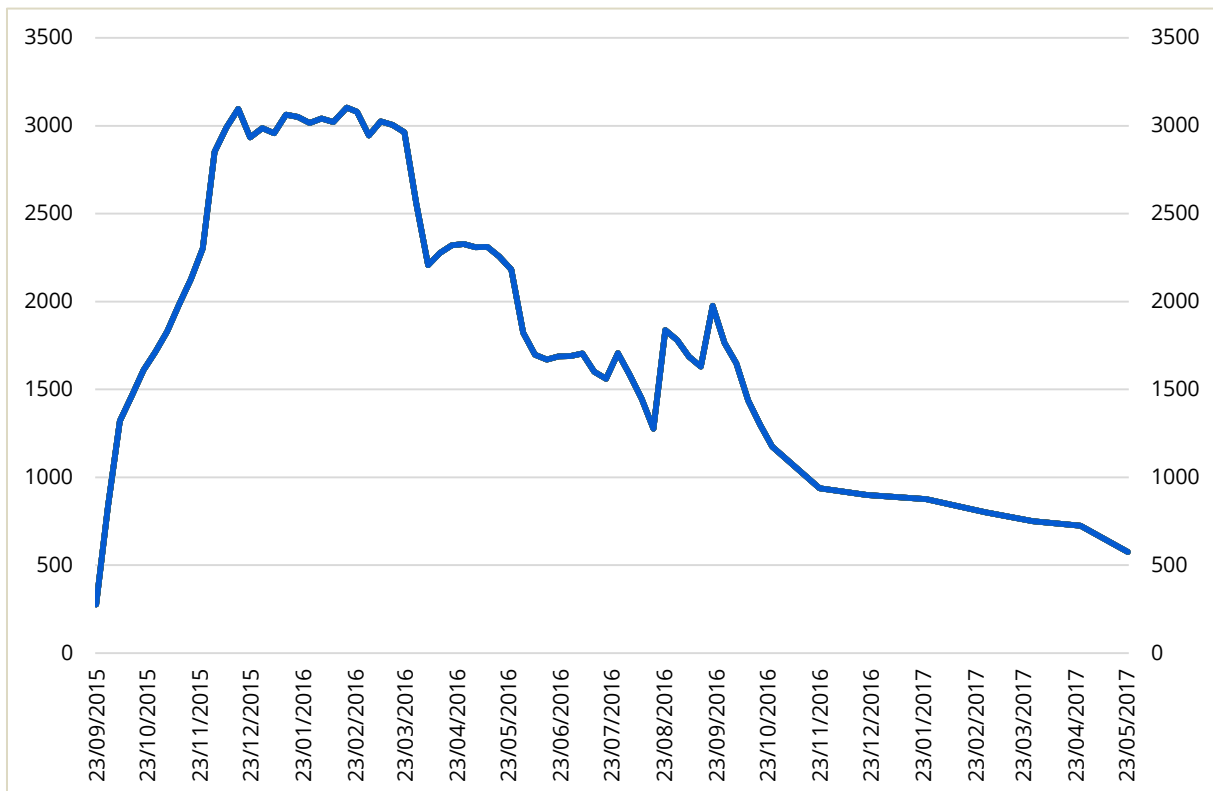
Az említett változtatásoknál is fajsúlyosabb lépés volt az irányadó eszköz igénybevételének korlátozása, mely tavaly októberben kezdődött. Az irányadó eszközként funkcionáló három hónapos betétben tavaly már csak havi egy aukció keretében, és előre meghatározott limitig lehetett forrást elhelyezni. Ennek eredményeképpen az irányadó instrumentumban lekötött likviditás a 2016 eleji 3000 milliárdos szintről (amely lényegében a betéti eszköz bevezetését követő csúcsérték) 2017 májusára 575 milliárdra süllyedt (2.7. ábra).

2.6. ábra: a jegybanki kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (százalék)



Forrás: MNB

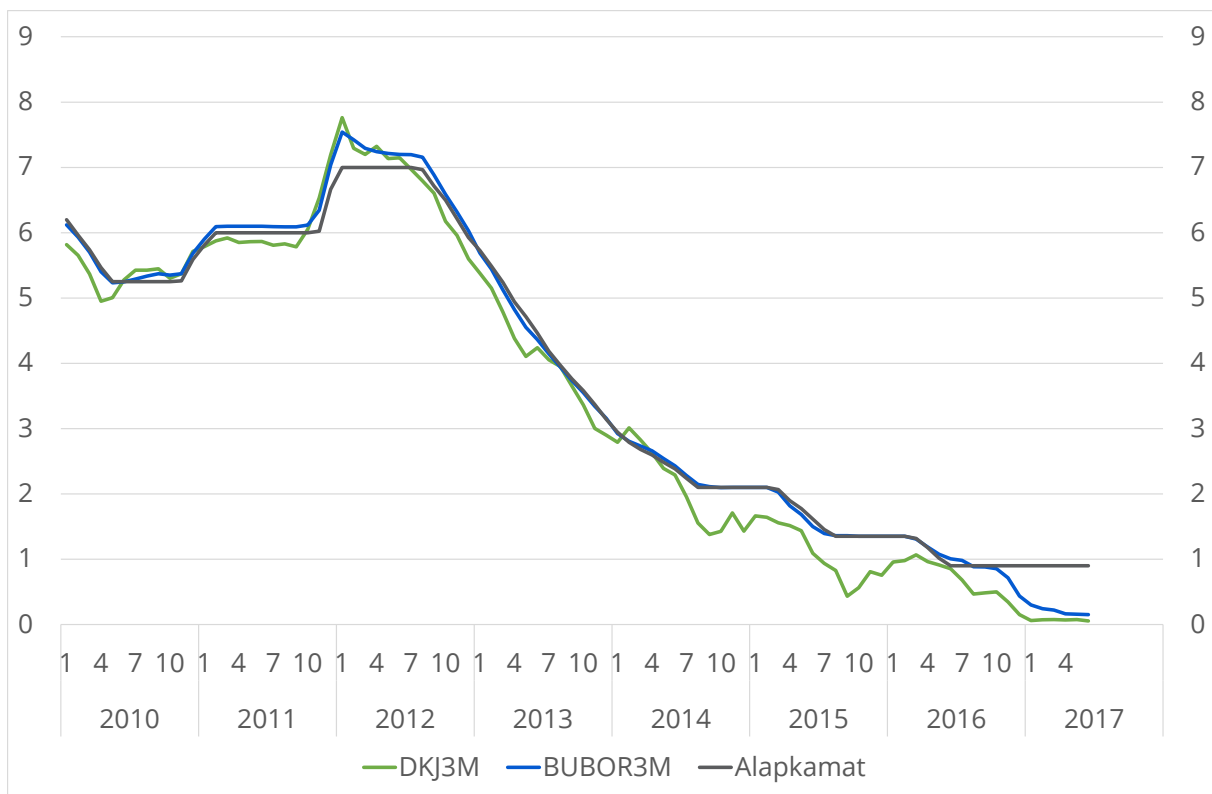
2.7. ábra: a jegybank irányadó eszközeinek volumene (milliárd forint)



Forrás: MNB

A kiszorítás hatására a bankrendszer fölös likviditása más eszközökben csapódott ki, többek között magyar állampapírokban, ami a gazdaság számára effektív hozamkörnyezetet az alapkamat által kijelölt értéktől lényegesen lejjebb mozdította. Jól mutatja ezt a három hónapos diszkontkincstárjegyek (DKJ) hozamának alakulása (2.8. ábra), ami folyamatos süllyedést követően 2017 júniusára egészen öt bázispontig esett. Tehát annak ellenére, hogy az alapkamat értéke tavaly május óta változatlan, a jegybank 2016-ban véghezvitt intézkedései további monetáris lazítást jelentettek.

2.8. ábra: a 3 hónapos BUBOR és DKJ hozamok alakulása (százalék)



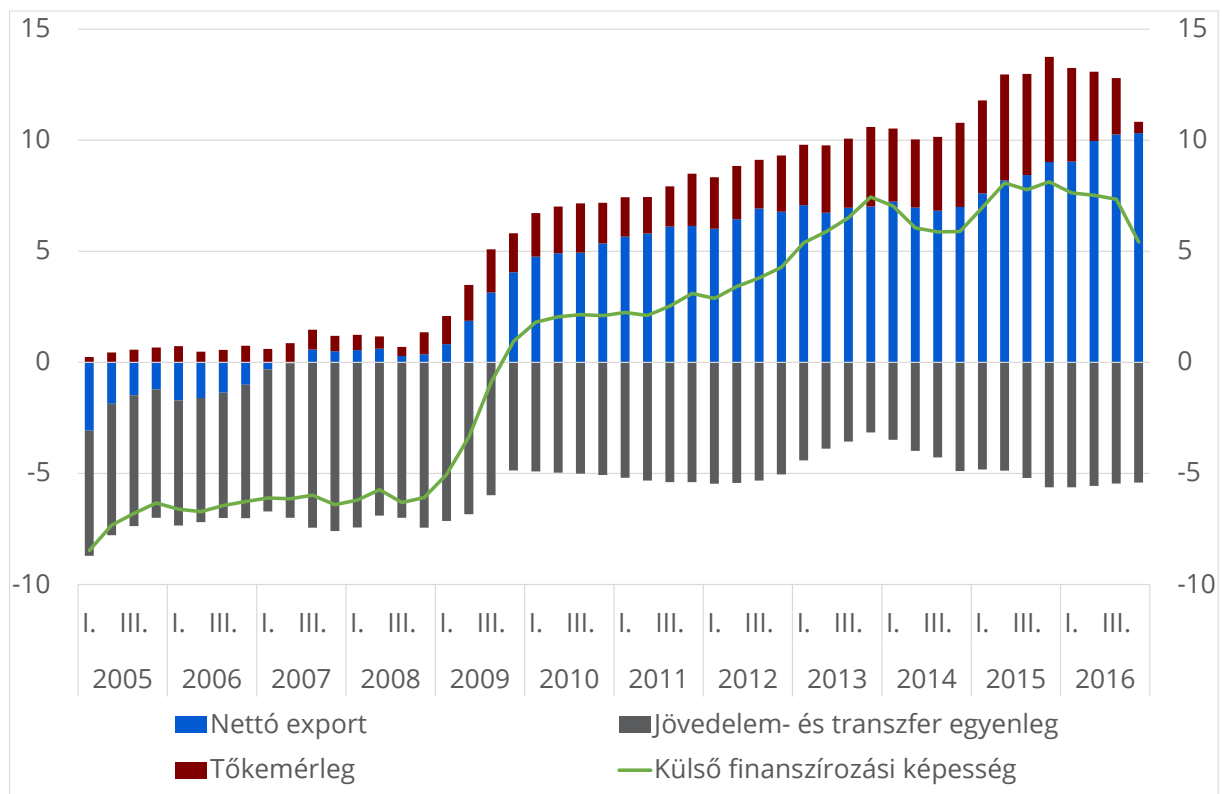
Forrás: MNB, ÁKK

A határozott monetáris lazítást a kormányzat részéről nem követte fiskális lazítás. A költségvetési hiány a GDP 1,8 százalékát tette ki, amely historikus összevetésben rendkívül alacsonynak tekinthető. Az alacsony hiány főképpen a beruházások elmaradásával magyarázható, de szerepe volt annak is, hogy az uniós támogatásokkal kapcsolatos kiadások egy része az önkormányzatoknál csapódott le, és így nem hagyta el a kormányzati szektort.

2.2 Külső sérülékenység

A globális pénzügyi válság után a korábbi igen jelentős, a GDP 7–8 százalékát kitevő forrásbevonás helyett Magyarország nettó megtakarítói pozícióba került. Az ország külső finanszírozási képessége 2013-ban már GDP hét százalékát tette ki, ugyanakkor 2016 végére öt százalékra süllyedt.³ Ezt a süllyedést főként az EU-s transferek átmeneti visszaesésével magyarázhatjuk. Eközben a külkereskedelmi többlet tíz százalék fölé emelkedett, ami historikus csúcsot jelent. Ez utóbbi az uniós finanszírozású beruházások korábban vázolt visszaeséséhez kapcsolható, ami mérsékelte a GDP-arányos importot.

2.9. ábra: külső finanszírozási képesség (GDP százaléka, négy-negyedéves kumulált adatok)



Forrás: MNB Statisztika, KSH

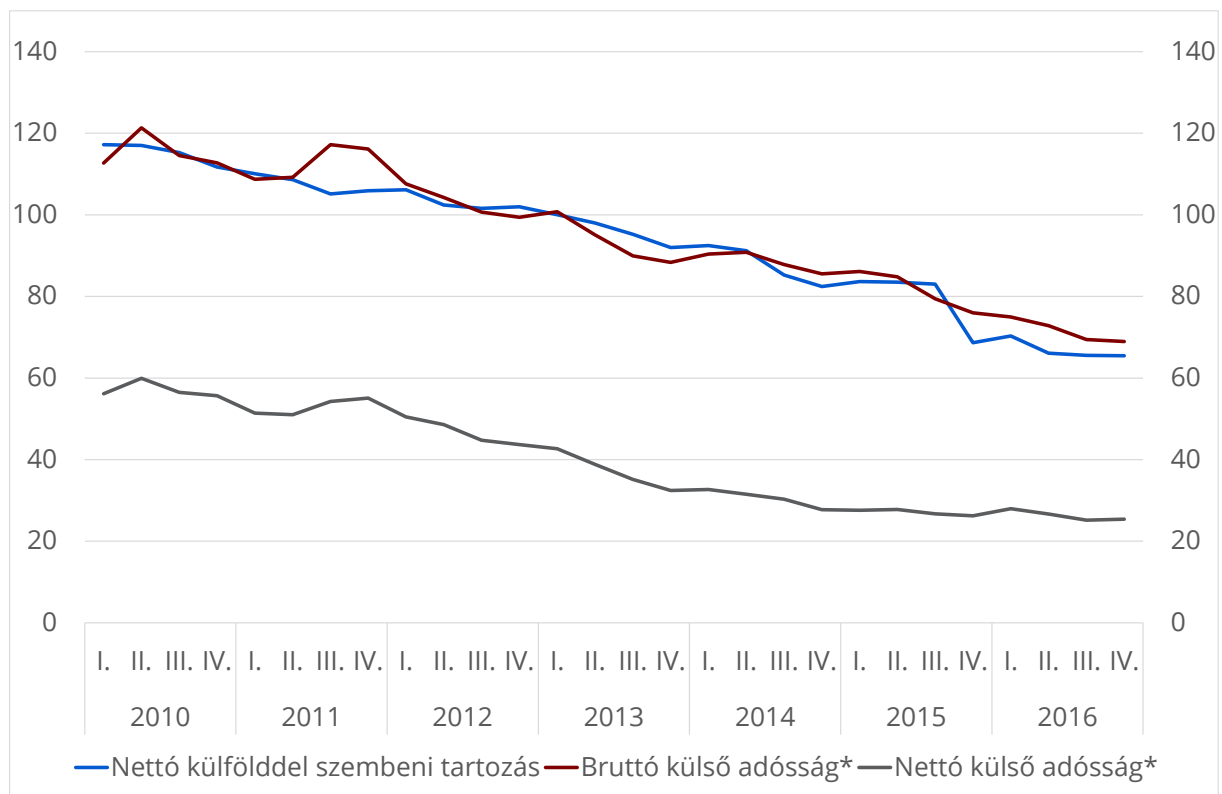
Az elmúlt évek során az ország javuló megtakarítói pozíciójának köszönhetően a külső adósságállomány érdemben csökkenésnek indult. Ez a sérülékenységet csökkentő folya-

³ Lásd (Magyar Nemzeti Bank, 2017)

mat a legtöbb szektor esetében megfigyelhető volt: emelkedtek a lakossági megtakarítások, és a költségvetési hiány csökkenésével az államháztartás finanszírozási igénye is kisebb lett, miközben a vállalati szektor is nettó megtakarítói pozícióba került.

Az erős finanszírozási képességünknek köszönhetően 2016-ban a külső adósságmutatók további csökkenést mutattak: a nettó külső adósság a GDP 24 százalékáig süllyedt.

2.10. ábra: a külső adósság és tartozás mutatók (GDP százaléká)



Forrás: MNB, KSH, OGResearch számítás

*Memo: * A közvetlen tőke alá tartozó tulajdonosi hitelek nélkül*

Az ország sérülékenysége ugyanakkor nem pusztán a külső adóssághoz, hanem a teljes államadóssághoz is kötődik, ami a GDP arányában a szomszédos országok átlagos értékét meghaladja. Ebben a tekintetben szintén javulás volt megfigyelhető 2016-ban, a bruttó GDP-arányos államadósság ugyanis 69 százalék alá süllyedt. Az államadóssággal kapcsolatos folyamatokat a következő alfejezetben tárgyaljuk részletesebben.

2.3 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság, finanszírozási szerkezet

Költségvetési hiány

A tavalyi évben a költségvetési hiány a GDP 1,8 százalékát tette ki, amely enyhe emelkedést jelent a 2015-ös évi 1,5 százalékos értékhez képest, de historikus összevetésben rendkívül alacsonynak tekinthető, hiszen az elmúlt másfél évtized átlagában a hiány öt százalékos volt. Az év során a kamatkidadások csökkentek, az elsődleges egyenleg viszont romlott. Az OGR becslései szerint kibocsátási rés 2016-ban pozitív maradt, így a ciklikus komponens a hiányt csökkentette. Ennek a mértéke a GDP fél százalékát tette ki, míg a kamatkidadások 3,2 százalékra rúgtak, amiből 0,8 százalékos ciklikusan igazított elsődleges egyenleget kapunk.⁴ A strukturális hiány 2015-ről 2016-ra becsléseink szerint a GDP 2,1 százalékaról 2,4 százalékra emelkedett, tehát enyhe költségvetési lazítás ment végbe.

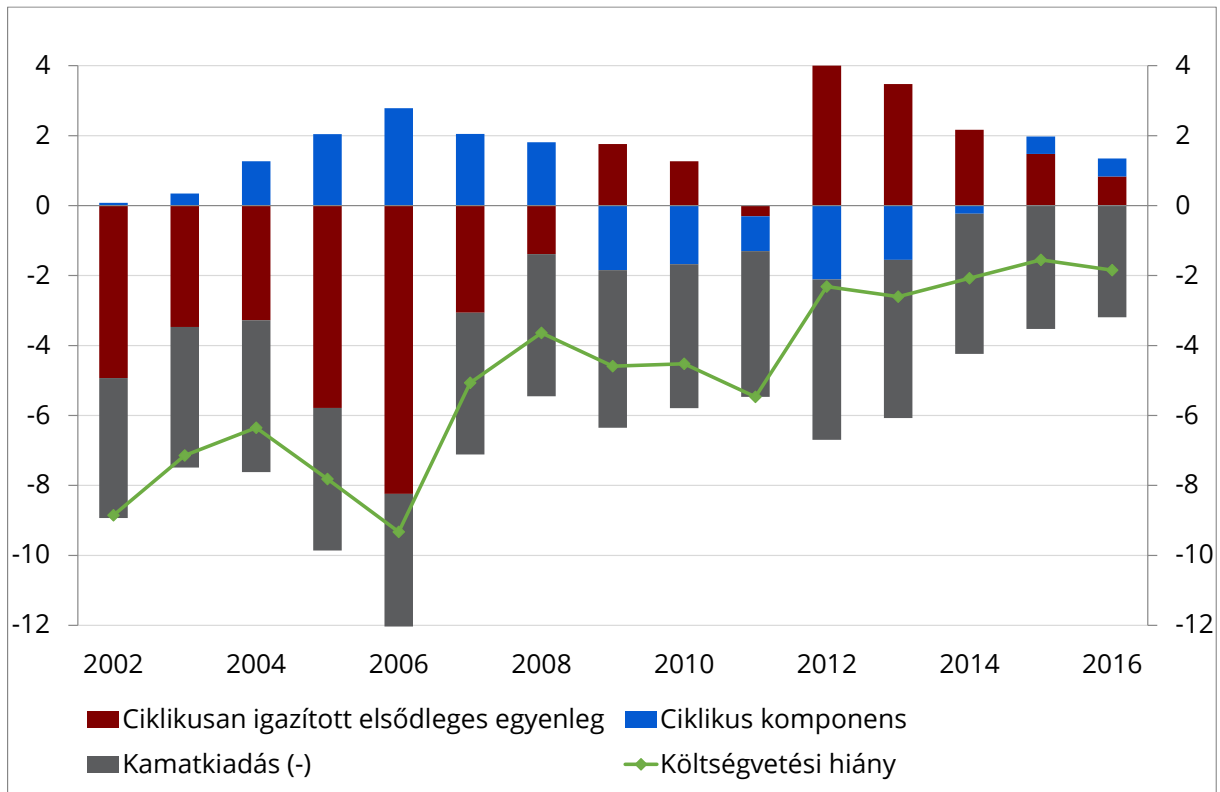
A 2.11. ábraán bemutatott felbontás egyben arra is rávilágít, hogy a költségvetés a kamatmegtakarításból és a pozitív kibocsátási résből adódó hozadékot, amely számításaink szerint összesen a GDP 0,8 százalékát tette ki, döntő részben fel is használta.

Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezők

A magyar államadósság 2011-et követően állt csökkenő pályára, a változások mérete ugyanakkor az egyes évek folyamán igen eltérő volt. 2011-ben közel 81 százalékos rekord szinten állt a bruttó adósságráta, amely 2016 végére egészen 74,1 százalékra süllyedt; 2015-ről 2016-ra azonban pusztán 0,7 százalékpontos csökkenés ment végbe.

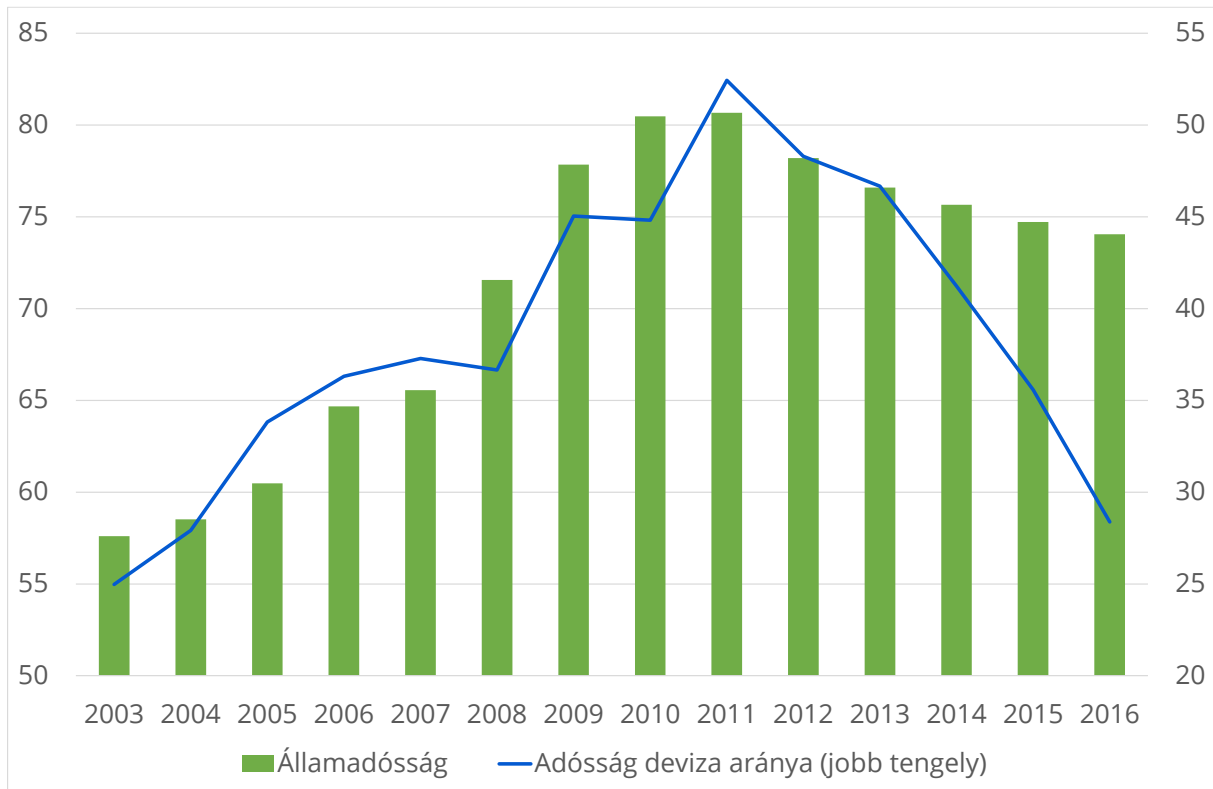
⁴ A ciklikusan igazított költségvetési egyenleg azt mutatja meg, hogy mekkora lenne a költségvetés egyenlege abban az esetben, ha a GDP megegyezne a potenciális szintjével, azaz ha a kibocsátási rés nulla lenne. Elméletileg az elsődleges, azaz kamatkidadásoktól tisztított ciklikusan igazított egyenleg változása jó mérőszáma a költségvetési politika irányultságának, a költségvetési intézkedések összhatásának. A ciklikusan igazított elsődleges egyenleg ugyanis nem tartalmazza a bevételek és kiadások nem kormányzati intézkedésekhez köthető, hanem a gazdasági ciklussal, illetve kamatkörnyezettel összefüggő változását.

2.11. ábra: a költségvetési hiány és komponenseinek alakulása (GDP százalékában)



Forrás: KSH, OGResearch becslés

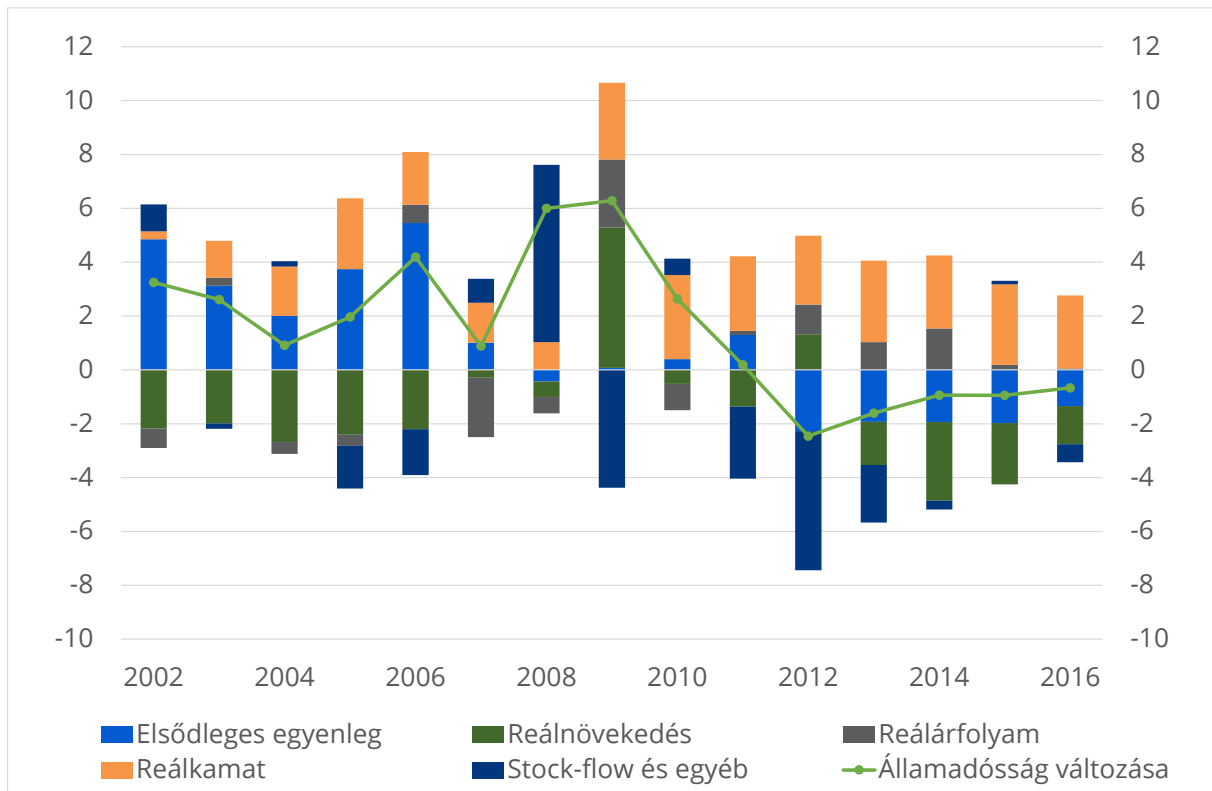
2.12. ábra: a GDP-arányos adósságráta és a devizaarány alakulása (GDP százaléká)



Forrás: ÁKK

Az elmúlt öt évben megfigyelhető adósságcsökkenés főként az elsődleges többlet, illetve másodsorban az úgynevezett stock-flow tételek becsült összhatásához köthető. Az adósságdinamika szempontjából kedvező stock-flow hatásban a kulcsszerepet a magánnyugdíj-pénztárak portfoliójának átvétele játszotta.

2.13. ábra: az államadósság változásának dekompozíciója

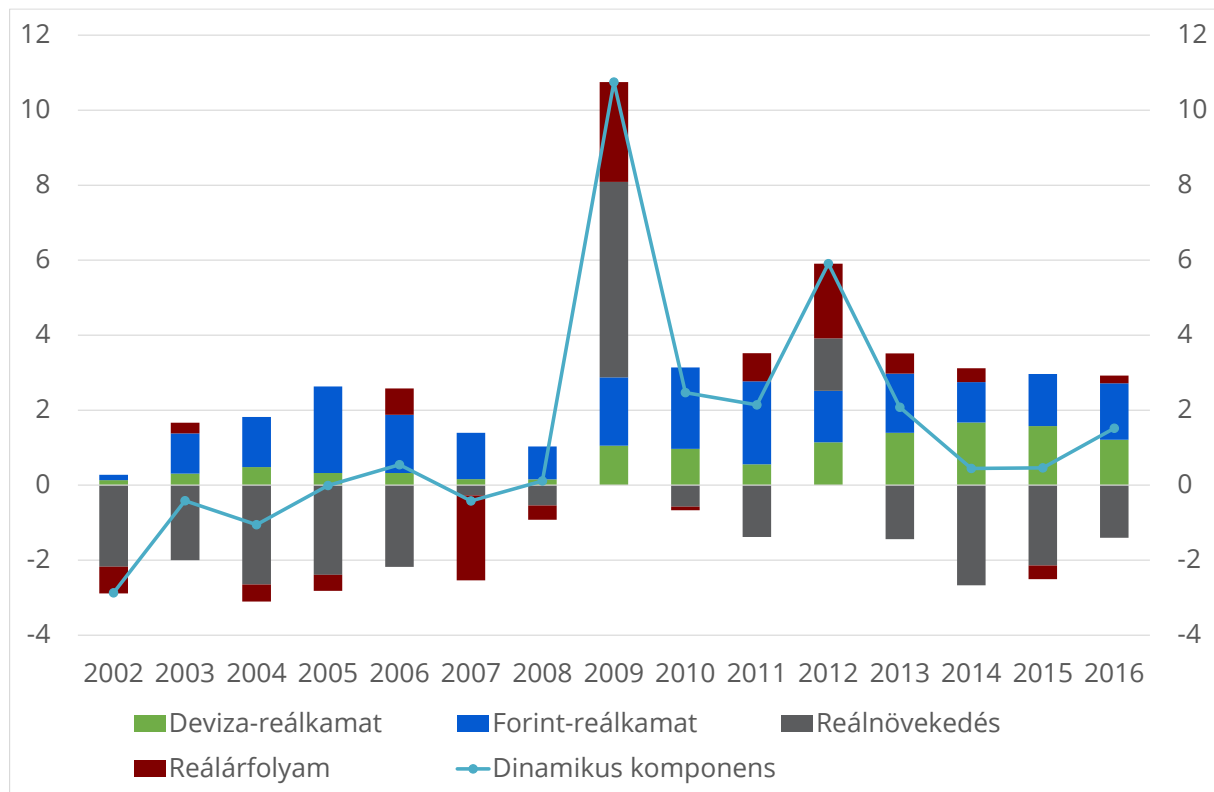


Forrás: KSH, OGResearch számítás

Memo: A dekompozíció során az implicit forint-reálkamatot és a reálárfolyam változást a GDP-deflátor alapján számítottuk

Az adósságdinamika kapcsán kiemelendő ugyanakkor, hogy az úgynevezett dinamikus komponens (amely a reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármasszét jelent) még 2016-ban is növelte az adósságrátát, főként az adósságra fizetett kamat alakulása miatt (2.14. ábra).

2.14. ábra: a dinamikus komponens

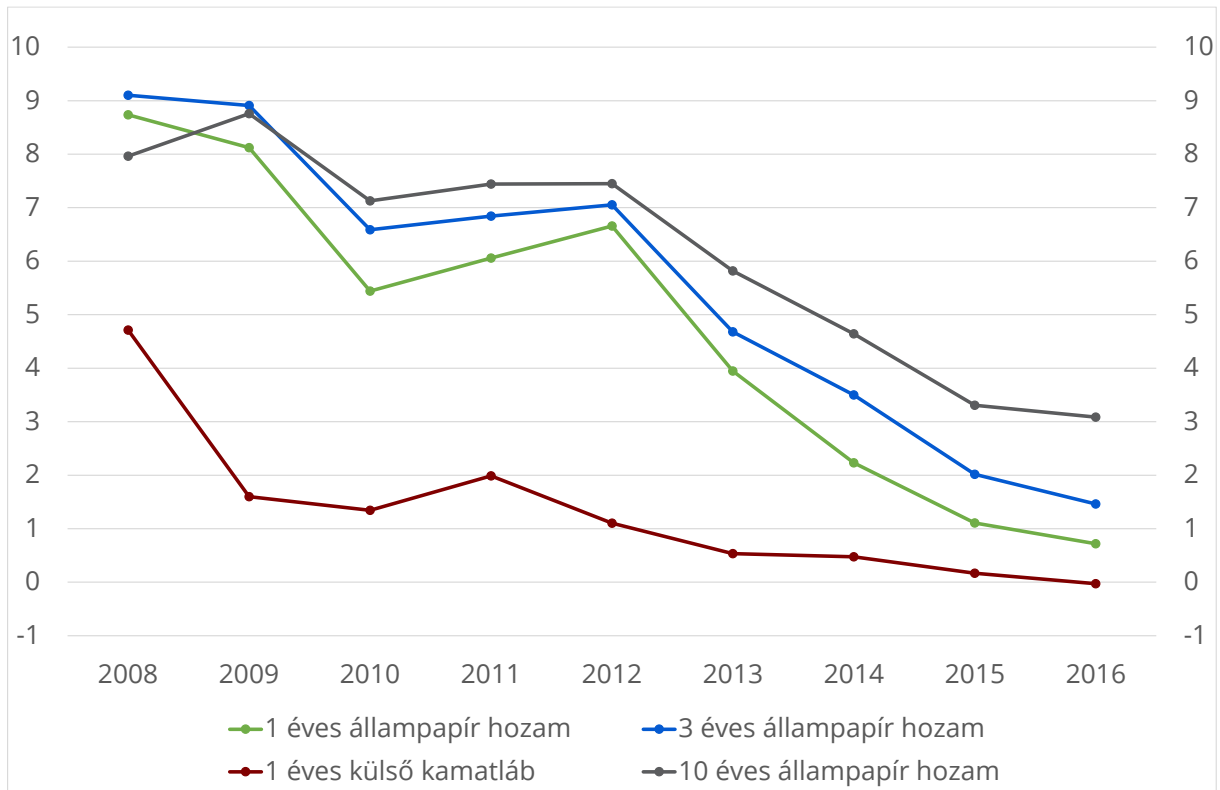


Forrás: KSH, OGResearch számítás

Habár az alacsony hazai és nemzetközi inflációs környezet rendkívül visszafogott bel- és külpiazi kamatkörnyezet eredményezett, ennek teljes hatása nem tudott azonnal megjelenni az államadóságra fizetett kamatkidadásokban. Bár a magyar állampapírpiacra, a régiós folyamatokkal összhangban, mind a rövid, mind a hosszúlejáratú hozamok csökkentek, és ez egyre alacsonyabb kamatu kibocsátásokat tett lehetővé, ugyanakkor a teljes államadóság átlagkamata a megújulás során csak lassan tudott csökkenni.

A nettó kamatkidadás csökkenését a devizaadóságunk esetében a forint leértékelődése is hátráltatta, mivel emiatt megemelkedett a fennálló devizaállomány, ez pedig éveken keresztül ellensúlyozta az euróhozamok mérséklődéséből eredő kedvező hatást. A forint állományánál szintén kisebb javulás figyelhető meg annál, mint ami a piaci hozamkörnyezet változásából adódott volna, aminek a háttérében a lakossági állampapírok erőteljes fel-futtatása áll, mivel ezeket az adóságkezelő jellemzően a piaci kamatnál nagyobb hozam mellett értékesítette.

2.15. ábra: a piaci hozamok alakulása (százalékpont)



Forrás: ÁKK, OGRsearch számítás

Az államadósság finanszírozási szerkezete

Magyarország sérülékenységének, illetve ahhoz kapcsolódóan a szuverén kockázati felárának fontos tényezője, hogy milyen szerkezet szerint finanszírozzuk az államadósságot. Ebben a tekintetben hosszan fennálló jellegzetessége a magyar államadósságnak a magas deviza részarány és a külföldi szereplők jelentős tulajdoni hányada. Az elmúlt években az adósságkezelési stratégiát ezen tényezők figyelembe vételével alakították ki, ezért mostanra az adósságfinanszírozási szerkezet érdemben átalakult.

Az államadósság devizaaránya

A forint leértékelődése a magas devizaarány következtében komoly veszteségeket okozott a magyar állam számára, ugyanis a devizakötvények kuponkifizetései is devizában történnek, tehát a leértékelődés azonnal megemelte az államadósság kamatterhét. Ezen problémákra választ keresve az új adósságkezelési stratégia azt a célt tűzte ki, hogy érdemben növelje a belföldi, forintalapú forrásokra való támaszkodást. A devizaforrások mellőzéséhez erőteljesebb forintalapú kibocsátásra, illetve a forintalapú állampapírok

iránti nagyobb keresletre van szükség. Ennek elérését két fő intézkedés segítette: egyrészt az ÁKK lakossági állampapír programja, másrészt pedig az MNB önfinszírozási programja. Ezek hatására a lakossági állampapírok állománya mára az államadósság közel negyedét teszi ki, az államadósság devizaaránya pedig 28 százalékra csökkent.

Az államadósság tulajdonosi köre

A feltörekvő piaci országok adósságának esetében jellemző a külföldi befektetők erőteljes tulajdonosi jelenléte, ez alól pedig Magyarország sem kivétel. Az egyes tulajdonosi körök viselkedése érdembe hozzájárulhat a szuverén kockázat alakulásához, ami hazánk esetében különösen a pénzügyi stressz idején vált láthatóvá. Míg a lakossági befektetők többségében lejáratig tartják a megvásárolt állampapírokat, addig a főként külföldi háttérű intézményi befektetők a hazánkkal szembeni kitettséget a kockázati megítélésük szerint aktívan változtatják. Ez utóbbi az állampapírok másodpiacán olyan erőteljes eladói nyomáshoz vezethet, ami a hozamok drasztikus emelkedését eredményezi. A tartósan fennálló állampapír-piaci stressz szélsőséges esetben az aukciók teljes meghiúsulásához vezethet, ez pedig a magas refinanszírozási igény miatt államcsőddel fenyegethet.

A külföldi háttérű befektetők tulajdonosi aránya a pénzügyi válságot követően 50 százalék körül alakult itthon, és érdemi csökkenő tendenciát egészen 2015-ig nem láttunk. 2015-től viszont a külföldi tulajdonban lévő forintállomány dinamikus csökkenésnek indult, és 5000 milliárd forintról 2016 végére 3400 milliárdig csökkent. A legfrissebb ÁKK jelentés szerint 2017 folyamán is enyhe csökkenés figyelhető meg, hiszen a külföldi befektetők a forintállománynak már csak 18 százalékát birtokolják.

Összefoglalásképpen tehát megállapíthatjuk, hogy a magyar államadósság finanszírozási szerkezete az elmúlt években mind a deviza-összetételét, mind az tulajdonosi szerkezetét tekintve jelentősen változott. Ez a két terület hosszútávú kihívást jelentett az adósságfinanszírozás számára, és kezelésük hozzájárulhatott a szuverén kockázat mérséklődéséhez, illetve ehhez kapcsolódóan a hitelminősítői megítélésünk javulásához. 2017-ben Magyarország már mind a három meghatározó hitelminősítőnél a befektetésre ajánlott kategóriába tartozik.

3 Meghatározó nemzetközi trendek

Az alábbi fejezetben azokat a világgazdasági eseményeket tekintjük át, amelyek a magyar gazdaság számára kiemelten relevánsak. Ilyennek tartjuk a fejlett világon belül az USA és az eurózóna reálgazdasági teljesítményét, az euró és a dollár kamatkörnyezetet és a meghatározó devizapiaci trendeket. Foglalkozunk továbbá az olajpiaccal és a feltörekvő piaci régió helyzetével, azon belül is főként Kínával, mint a globális növekedés egyik fő hajtóerejével.

A világgazdaság szempontjából az elmúlt egy évet leginkább meghatározó események között az amerikai és a francia elnökválasztást, illetve az előrehozott brit választásokat említhetjük. A pénzügyi piacokon meghatározóvá vált, hogy az amerikai Fed kamatemelési ciklusba kezdett, míg az EKB legutóbbi kamatdöntései továbbra is rendkívül laza monetáris politikáról adtak iránymutatást. A nyersanyagpiacon meghatározó esemény volt az OPEC tavalyi döntése a kibocsátás-korlátozásról, amely a jelenlegi információk szerint az egész 2017-es évben érvényben marad.

A globális növekedés az IMF legfrissebb prognózisa szerint a 2016-os 3,1 százalékos szintről 2018-ra 3,6 százalékra nőhet, amelyhez mind az USA fellendülése, mind a feltörekvő piacok stabilizálódása hozzájárulhat. A fejlett európai térség növekedése ugyanakkor az elkövetkező két évben két százalékos szint körül alakulhat.

3.1 A főbb világgazdasági régiók áttekintése

Egyesült Államok

Az Egyesült Államok 2016 átlagában 1,6 százalékkal bővült az előző évhez képest, amely egy százalékponttal alacsonyabb a 2015-ös éves növekedésnél. A tavalyi lassulás mögött főként a privát készletberuházások visszaesése, illetve a személyes fogyasztás lassulása állt. A 2016-os év teljesítményét eközben az állami kiadások emelkedése, és az export bővülése segítette.

A 2017 első negyedéves GDP 2 százalékkal bővült az egy évvel korábbi szinthez képest. Ahogy 2016-ban, úgy 2017 elején is főként a háztartások fogyasztása, az export bővülése,

illetve a beruházások hajtották a növekedést. Ugyanakkor a privát készletberuházások alakulása visszafogta növekedést, és az állami kiadások növekedési hozzájárulása már negatív. Ezen felül az import növekedése is jelentősebb volt az előző évhez képest, rontva a nettó export egyenlegét.

A 2017-es év további reálgazdasági folyamatáról jó betekintést ad a Fed évente nyolcszor megjelenő úgynevezett Bézs Könyve. Ezeket a jelentéseket a Fed régiós bankjai készítik, a teljes amerikai gazdaság aktivitásáról adva egy átfogó képet. A 2017 első felében megjelent négy tanulmány⁵ alapján azt látjuk, hogy összességében mérsékelt fellendülésen megy keresztül az amerikai gazdaság. A feldolgozóipar és nem-pénzügyi szolgáltatások területén a mérsékelt növekedés látszik az összes nagyobb régióban, és hasonlóan bővült az energiaszektor is. A jelentésekből adódó összképből az is leszűrhető, hogy stagnálásra, vagy kialakuló recesszióra utaló jelek egyáltalán nem látszanak az országban. További löketet adhat a gazdaságnak a második negyedévtől az adóvisszatérítések kifizetése, amely a korábbi megfigyelések alapján erősen befolyásolhatja a fogyasztás alakulását. Az OGRResearch saját júniusi előrejelzése alapján az amerikai gazdaság csak átmeneti lassuláson megy keresztül, középtávon az éves növekedés 2 százalék fölött alakulhat.

A fogyasztói infláció 2016 folyamán folyamatos emelkedést mutatott, így, bár az év átlagában 1,3 százalékos éves inflációt látunk, a decemberi érték a Fed két százalékos célját már meghaladta. Az idei év elején az inflációs folyamatok ugyanakkor lelassultak, és májusban az év/év alapú mutató 1,9 százalékra került. Az inflációs várakozások kapcsán mind a piaci információk alapján (az inflációhoz kötött pénzügyi termékek alapján számolva), mind pedig a kérdőíves felmérésekből arra következtethetünk, hogy azok stabilan horgonyoztak. A Fed döntéshozói testülete (FOMC) a júniusi döntését követő értékelésében úgy látta, hogy az infláció rövid távon 2 százalék alatt alakulhat, a középtávon pedig a célértékük körül stabilizálódhat.⁶

⁵ (Federal Reserve System, 2017)

⁶ Lásd az FOMC 2017 június 14-i nyilatkozatát.

Ezen gazdasági fejleményeknek megfelelően a Fed folytathatja a monetáris szigorítását, amelynek keretében júniusban 1-1,25 százalékos sávba emelték az irányadó rátát. A piaci szereplőket a gazdasági folyamatok mellett nem lepte meg a Fed további szigorítása, 2017 folyamán pedig még egy további kamatemelésre számíthatunk.

Az irányadó ráta emelkedésén túl külön figyelmet érdemel a Fed mérlegének alakulása, azaz a korábbi eszközvásárlások által felhalmozott portfólió leépítésének üteme. A Fed egyelőre a felvásárolt értékpapírokat lejáratkor újra befekteti, és ezáltal a mérlegfőösszeget nem csökkenti. Az FOMC-től érkező iránymutatás szerint ugyanakkor, amennyiben a gazdaság továbbra is a várakozásaik szerint teljesít, már 2017-ben megkezdődhet a jegybank mérlegének normalizációja. Az újrabefektetéssel való fokozatos felhagyás az állampapírpiacra támasztott kereslet visszafogásán keresztül a hosszabb hozamok emelkedéséhez vezethet, ami további monetáris szigorítást fog eredményezni.

Európa

Az eurózóna hosszan elnyúló válságát követően az OGR számításai szerint továbbra is negatív kibocsátási rés jellemzi az övezetet. Az elmúlt fél évben a növekedési kilátások érdemben nem változtak, míg a kockázatok, mint például egyes déli országok bankrendszerének sérülékenysége, továbbra is jelentősek. 2016-ban az eurózóna 1,7 százalékkal bővült, ami 2015-höz képest 0,2 százalékpontos lassulást jelent. Az EU-28 egésze ennél enyhén gyorsabb növekedést regisztrálva, 1,9 százalékkal bővült. A tavalyi évben a növekedést a teljes európai térségben főként a belső kereslet és a beruházások fokozatos élénkülése hajtotta.

2017-ben a korábbi növekedési ütem maradhat fent: az Eurostat előzetes becslése⁷ szerint az év első negyedében az eurózóna reál GDP-je 1,7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, míg az EU-28 esetében 1,9 százalékos növekedést láthattunk. A 2017 elején a növekedés fő motorját továbbra is a belső kereslet adta. Az EKB értékelése szerint az elmúlt év során az euróövezet növekedési szerkezete kiegyensúlyozottabbá

⁷ (Eurostat, 2017)

vált, és egyre több szektor teljesítményén alapszik. Termelési oldalról nézve az elmúlt egy évben leginkább az építőipar és a szolgáltatási szektor járult hozzá a növekedéshez.

Az euróövezeti munkaerőpiac hosszú gyengélkedést követően fellendülést mutat: a foglalkoztatottság 2017 elején az egy évvel korábbi szintnél 1,2 százalékkal magasabban állt, és munkanélküliségi ráta is követően enyhe csökkenő tendenciát mutat. Idén áprilisban a mutató 9,3 százalékot ért el, amely a legalacsonyabb 2009 márciusa óta.

Az eurózónás inflációs folyamatok tekintetében 2016 folyamán jelentős emelkedést láthatunk, amikor is az év első felében látott nulla körüli éves érték decemberre 1,1 százalékra emelkedett. Az EU-28 egészében szintén csökkent az éves fogyasztói inflációs mutató, az áprilisi 2 százalékról 1,6 százalékra jutott májusra. Ez a folyamat 2017-ben is folytatódni látszik, bár az éves inflációs mutatóban az olajár változékonysága miatt nagy az ingadozás.

A legutóbbi, 2017 június 8-i ülésén az EKB kormányzótanácsa úgy látta, hogy a középtávú infláció cél eléréséhez továbbra is erőteljesen laza monetáris kondíciókra van szükség. Az EKB a júniusi kamatdöntő ülésén az irányadó rátát és a kamatfolyosót is érintetlenül hagyta, és közleményük szerint a kamatkörnyezet hosszú távon is változatlan maradhat, mivel az alapkamat emelése az eszközvásárlási program befejezése előtt nem fog felmerülni.

Az OGRsearch saját eurózónára vonatkozó előrejelzése szerint az éves reálnövekedés jövőre 1,6 százalékra süllyedhet, ami a rákövetkező évtől is csak 1,7 százalékra emelkedik, elmaradva az övezet hosszú távú átlagos növekedési értékétől.

Feltörekvő gazdaságok, Kína

A feltörekvő piaci és fejlődő országok mára kiemelten fontos meghatározóivá váltak a globális növekedésnek, illetve a fejlett országok külső keresletének. Az országok ezen csoportja az IMF számításai szerint mára átlagosan a globális növekedés háromnegyedéért

felel, amely a húsz évvel ezelőtti érték duplája.⁸ A 2000-es éveket jellemző erőteljes feltörekvő piaci növekedést a globális pénzügyi válság sem állította meg. Az olyan gazdaságok, mint például Kína, bár trendszerű lassulást mutattak a válságot követő években, a fejlett világ visszaeséséhez ez nem hasonult. Hasonlóan Kínához, a fejlődő ázsiai országok is teljesen más növekedési reakciót mutattak a 2010-es évekbe lépve. Mára ugyanakkor a feltörekvő piaci országok növekedési profilja sokkal heterogénebbé vált, és egyszerre látunk példákat megtorpanó növekedésre, visszaesésre és továbbra is stabil bővülésre.

A globális növekedés korábban kiemelten fontos hozzájárulója volt a BRICS országok csoportja (Brazília, Oroszország, India, Kína és Dél-Afrika), amely csoport mára igen jól tükrözi a feltörekvő piacok vegyes teljesítményét. Brazília és Oroszország komoly gazdasági problémákkal küzdenek, recesszió estek át, illetve máig a potenciális növekedésük alatt teljesítenek. A kedvezőtlen nyersanyagpiaci környezetnek köszönhetően hasonló nehézségekkel szembesült a legtöbb olajexportáló feltörekvő piaci ország is. Ezzel szemben az elmúlt két évben Kína és India viszonylag stabilan növekedtek, bár némi lassulás az ő esetükben is megfigyelhető volt.

A fejlődő ázsiai térségen belül Kína egyedülállóan hosszan képes volt kimagasló növekedést felmutatni: közel négy évtizeden keresztül kimagasló bővülést mutatott: 1989 és 2017 között az átlagos kínai reálnövekedés 9,7 százalék volt. Ugyanakkor 2013-tól kezdődően már egyértelműen a korábbi ütem lassulását figyelhettük meg. A kínai kormányzat szakított korábbi növekedésösztönző gyakorlatával, és egy fenntartható, a beruházás és exportfókusz helyett a belső fogyasztásra épülő növekedési modellre akar áttérni.

Kína 2016-ban és 2017 első negyedében is felülteljesítette a növekedésére vonatkozó piaci várakozásokat, bár ezt főként az erős hitelnövekedés, illetve az állami beruházási programok hatásának tekinthetjük. Az IMF értékelése szerint középtávon ezek a tényezők már komoly bizonytalanságot eredményeznek, ugyanis a hitelek fűtötte beruházási hullám sérülékenyebbé teszi az érintett kínai szektorokat. Az IMF 2017 áprilisi előrejelzése

⁸ Lásd (IMF, 2017)

szerint az ország fokozatos lassuláson megy keresztül, aminek következtében idén 6,6 százalékkal, 2018-ban pedig 6,2 százalékkal nőhet reálértelemben.

Összefoglalva elmondható, hogy a feltörekvő piaci gazdaságok aktivitása mára rendkívül heterogén képet mutat, de összességében további fellendülés várható. A nyersanyagárak stabilizálódásának következtében a nyersanyagexportőr országok helyzete jelentősen javulhat, míg az IMF várakozásai szerint összességében a nyersanyagimportőr országok növekedése is stabil maradhat.

3.2 Pénz- és tőkepiaci folyamatok

2016-ban az év eleji erőteljes tőkepiaci turbulenciákat leszámítva – amelyet főként a globális növekedési kilátásokkal kapcsolatos aggályok okoztak – a fejlett részvénypiacok jelentős felértékelődésen mentek keresztül. A tavalyi évi tőkepiaci trenden nem változtattak tartósan az olyan jelentős események sem, mint az amerikai elnökválasztás, vagy a brit és a francia választások. Így 2017-ben is kedvezően alakul a befektetői hangulat, amelyet a VIX-index historikusan alacsony szintje tükröz.

A fejlett világ meghatározó részvénypiaci indexei mind jelentős emelkedésen mentek keresztül az elmúlt egy évre visszatekintve. A legnagyobb súllyal bíró amerikai részvényindexek közül az S&P 500 és a technológiai túlsúlyos NASDAQ index rendre 31 és 36 százalékos éves emelkedést mutattak 2017 júniusában. Ezzel a főbb amerikai indexek, egymással erős együttmozgásban, mind új történelmi csúcsokat értek el. A globális részvénypiaci ralit az európai és japán piacokon is megfigyelhettük tavaly, azok ugyanis hasonló időzítéssel követték az amerikai folyamatokat. Előbbi esetében, a német DAX index egy évre visszatekintve 33 százalékkal emelkedett, míg az Egyesült Királyság esetében meghatározó FTSE-100 index, a nagy ingadozásokat kiváltó politikai események ellenére 24 százalékos éves pluszt mutat 2017 júniusában. A tőkepiaci hangulatot 2017 első felében Európában döntően a francia és a brit választások, illetve az EKB iránymutatásával kapcsolatos fejlemények, míg globálisan a Fed kamatemelési ütemével kapcsolatos várakozások és az OPEC termeléskorlátozásról szóló döntései határozták meg.

A kedvező részvénytőkepiaci folyamatok mellett a fejlett világ állampapír-piacait is javuló hangulat és csökkenő hosszú hozamok jellemezték. Az amerikai hozamgörbe érdemben laposabbá vált, ami a 2016 közepén látott piaci konszenzushoz képest alacsonyabb inflációs várakozásokat, illetve lassabb kamatemelési ciklus jelez előre. Ezzel egy időben a kockázatmentes euróalapú államkötvényhozamok szerkezetét tükröző hozamgörbe alig mutatott érdemi változást. A hozamgörbe alakjának változatlansága azt tükrözi, hogy 2017-ben sem az inflációval, sem az eurókamatokkal kapcsolatos piaci várakozások nem változtak. A két hozamgörbe eltérő alakulása arra utal, hogy a piacok az EKB és a Fed monetáris politikájában széttartó irányt várnak.

A devizapiacokon az elmúlt egy évben az euró dollárral szembeni erősödése volt a meghatározó jelenség. Azok a korábbi várakozások, melyek szerint a széttartó monetáris politikai irányok miatt a dollár paritásba kerül az euróval szemben, egyelőre tévesnek bizonyultak. A dollár teljesítményét átfogóbban mutató dollár index (DXY) alapján elmondható, hogy év elejéhez képest öt százalékos leértékelődés ment végbe a főbb devizákkal szemben. Ez alapján arra következtethetünk, hogy az EUR/USD mozgásában nagyobb szerepet játszott a dollárláb gyengülése, mint az euró felértékelődése.

3.3 Olajár

A Brent típusú olaj hordónkénti ára 2017 júniusában 45 dollárra süllyedt, ami 2016 novemberére, azaz az OPEC tagországok kitermeléscsökkentési megállapodása⁹ óta nem látott mélypont. Az intézkedések bejelentésére átmenetileg 8 százalékkal emelkedtek az olajárjegyzések, de mára világossá vált, hogy az OPEC döntés nem elegendő az olajpiaci helyzet jelentős befolyásolására.

⁹ 2016 novemberében az OPEC 14 tagországa arról döntött, hogy az olajkitermelésüket az akkor érvényes napi 33,8 millió hordóról 32,5 millió hordóra fogják vissza. A megállapodáshoz később nem OPEC-tag országok is csatlakoztak. 2017 májusában kitermelés-visszafogásról szóló megállapodás, elsősorban Szaúd-Arábia túlteljesítése miatt, 106 százalékosan teljesült.

3.1. ábra: a Brent típusú olaj hordónkénti ára dollárban



Forrás: Bloomberg

Az újbóli olajárcsökkenés hátterében feltehetően az áll, hogy a termelés visszafogását ellensúlyozza az amerikai, illetve a líbiai és nigériai kitermelés növekedése. Az amerikai EIA (Energy Information Administration) jelentése szerint 2015 augusztusa óta nem volt olyan magas az amerikai olajkitermelés, mint az idei második negyedévben. Az olajpiac korábban feltételezett folyamatos regenerálódása így ismét bizonytalanná vált, ugyanakkor az OPEC feltehetően további intézkedésekkel próbálja majd ellensúlyoznia a folyamatokat. A Bloomberg értesülései szerint további tárgyalások folynak azon olajkitermelő országokkal, akik eddig még nem csatlakoztak a kitermelés visszafogásáról szóló megállapodáshoz, és arról is döntés született, hogy kitermelés visszafogását 2018 folyamán is érvényben tartatják.

A piaci előrejelzők, továbbá az OGR Research és az IMF előrejelzései azzal számolnak, hogy az olajár a határidős jegyzések mentén enyhén emelkedik. Az OGR júniusi előrejelzése szerint az olajár lassú emelkedést követően 2020-ra ismét 60 dollár fölé kerül.

4 Középtávú előrejelzésünk alappályája

Ebben a fejezetben áttekintjük középtávú előrejelzésünk alappályáját. A később bemutatandó alternatív forgatókönyvekben az eltérő feltevések makrogazdasági változókra gyakorolt, az alappályához képest mért hatását vizsgáljuk.

4.1 Külső feltevések

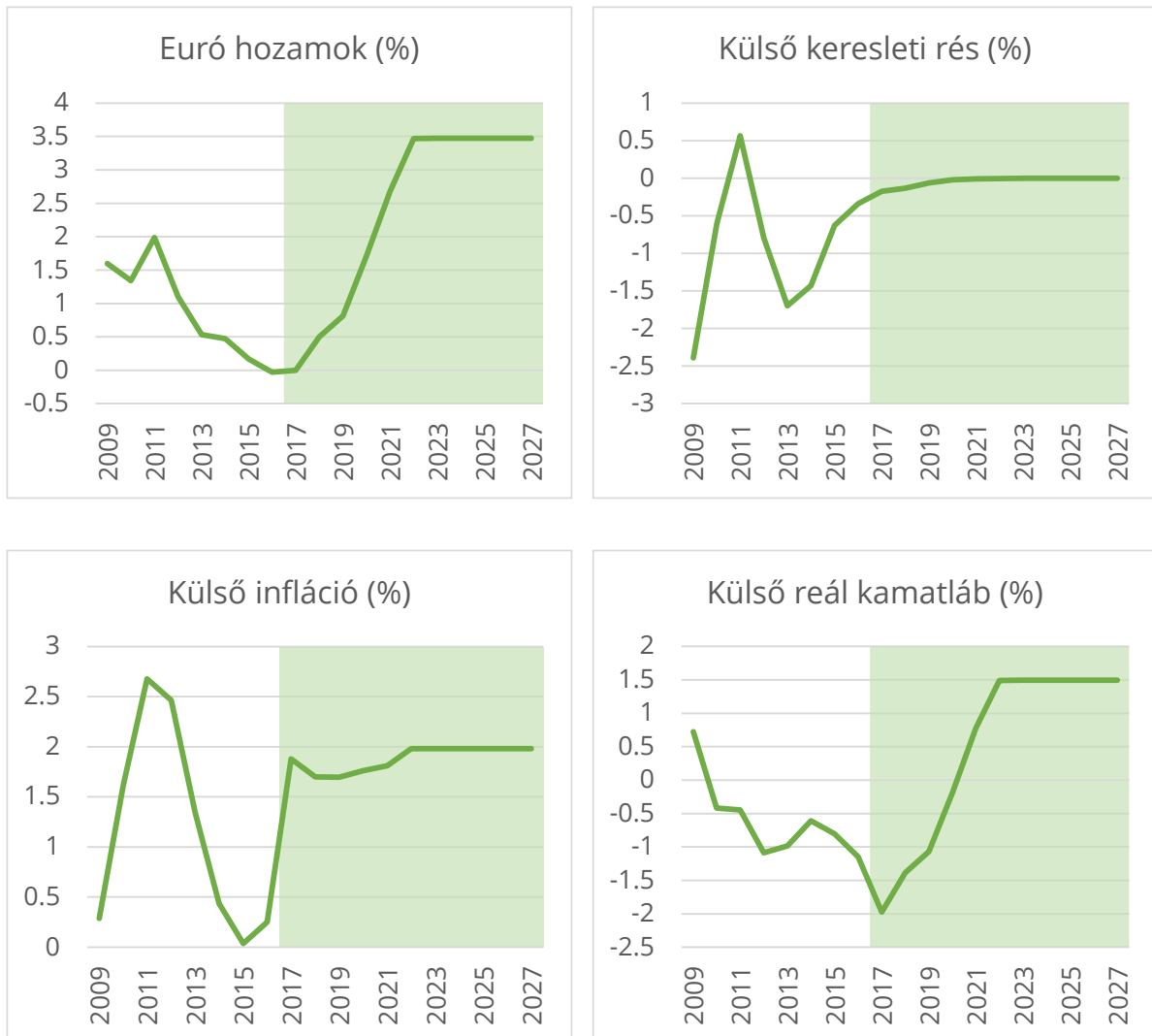
A világgazdasági folyamatok enyhén javultak a tavalyi évhez képest. A javuló világgazdasági környezetben az USA növekedése átmenetileg gyorsul, majd az elmúlt években tapasztalt szintek körül alakul. Az unió és az euróövezeti országok esetében továbbra is lassabb, elhúzódó kilábalással számolunk. A lassú növekedés hátterében a világ feltörekvő országainak visszafogottabb növekedése mellett az uniós „problémák” – a magas adóságállományok, a pénzügyi stabilitási feszültségek, a strukturális reformok hiánya, valamint a Brexit – miatt megnövekedett bizonytalanság is szerepet játszik. Habár a tavalyi évhez képest a brit kiválás forgatókönyve sokkal pozitívabb kimenetelt vetít előre, de a pontos hatások még bizonytalanok.

A nagy nemzetközi intézményekkel összhangban az olaj- és általában a nyersanyagárak esetében fokozatos, mérsékelt áremelkedéssel számolunk. Ez az olaj esetében azt jelenti, hogy a Brent típusú kőolaj hordónkénti ára a 2017 júniusi átlagos 48 dollárról évente mintegy 2-3 százalékot drágulhat. Az elmúlt évek átlagához képest tartósan alacsonyabb olajár-pályát nagyrészt kínálati tényezők indokolják. A palaolaj kitermelésének költsége folyamatosan csökken, ami lehetővé teszi a nyereséges működést alacsonyabb ár mellett is, és emiatt az OPEC tagországok kínálati korlátozásai nem lesznek elegendőek az olaj árának tartós emelkedéséhez. A jelenlegi helyzetben nem képzelhető el, hogy az nyersanyag ára újra tartósan elérje a hordónkénti 100 dolláros értéket; a kőolaj termelő országok megállapodásai csak kisebb-nagyobb ingadozásokat képesek okozni.

Az eurózónában az infláció várakozásaink szerint tartósan az EKB célja alatt maradhat, mivel a régió kereslete még mindig visszafogott, és a nyersanyagárak emelkedése sem

várható az előrejelzési horizonton. Az infláció csak 2022-ben érheti el az euróövezeti jegybanki célt, ezért továbbra is laza monetáris politikára számítunk, ami miatt csak jövőre kezdődhet el az EKB kamatemelési ciklusa.

4.1. ábra: az alappálya külső feltevései



Memo: A modellben a külső feltevések az euroövezetre vonatkoznak.

4.2 Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A magyar gazdaság jövőbeni alakulása nagyban függ az eurózóna lassú kilábalásától, az alacsony inflációs és kamatkörnyezettől, valamint az uniós források időbeni alakulásától.

Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy az uniós transzferek idén újraindulnak, egészen 2019 végéig folyamatosan érkeznek, és GDP mintegy 4-5 százalékát fogják kitenni.

után azonban a nem visszatérítendő források jelentősen csökkennek, ami jelentős visszaesését okoz a GDP-ben.

A növekedést a következő években leginkább az egyre erősödő lakossági kereslet fogja támogatni, mivel a rendelkezésre álló jövedelem a reálbérek jelentős emelkedése miatt folyamatosan bővül. A kormányzati intézkedések, többek között az életpályamodellek kiterjesztése is a lakossági jövedelmek bővülését okozhatják rövid távon. A növekvő foglalkoztatás, az emelkedő bérdinamika és a lakáspiac fellendülése szerepet játszhat a lakossági hitelkereslet élénkülésében is.

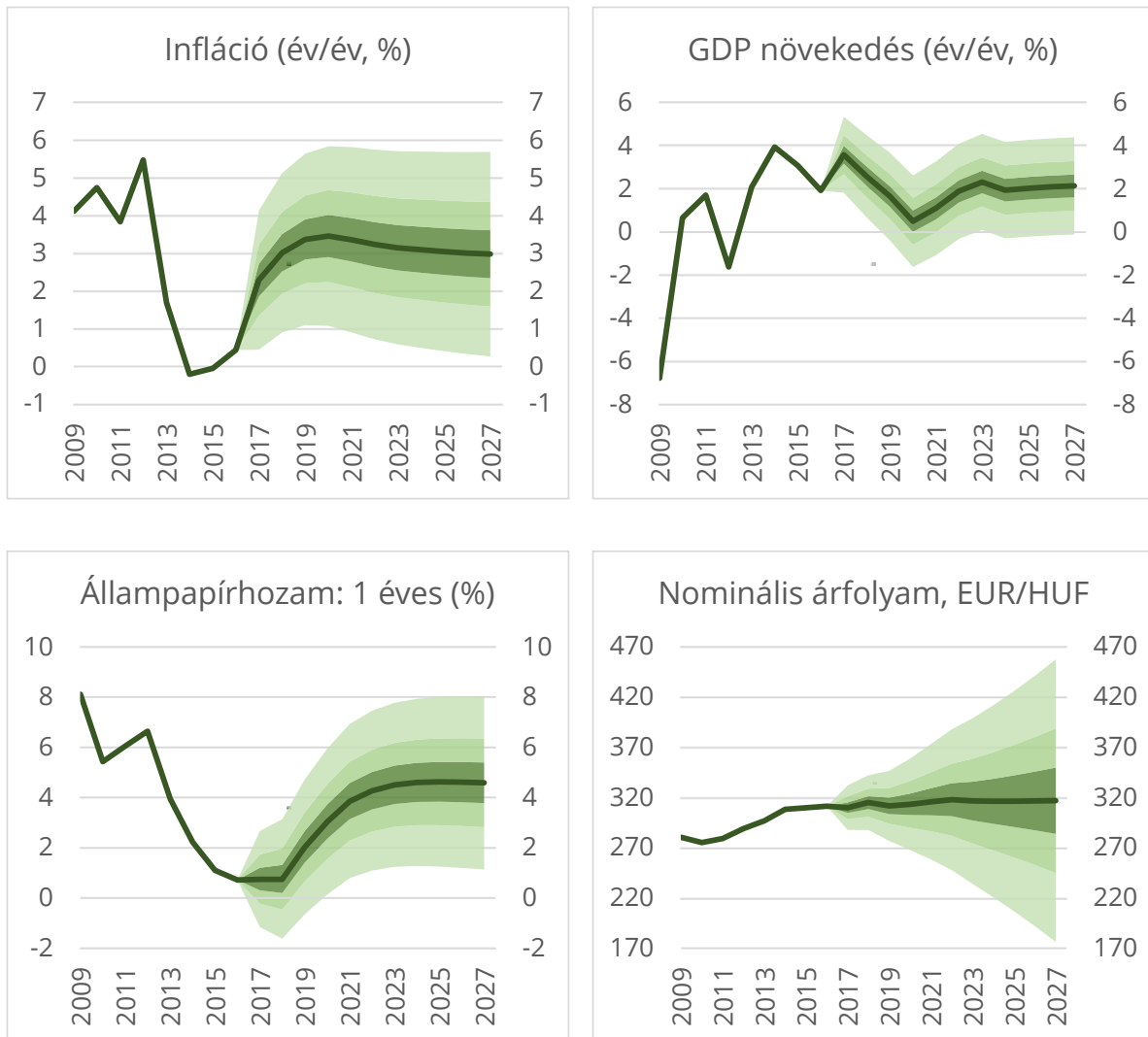
A vállalatok beruházási aktivitása is tovább növekedhet. Az utóbbi néhány negyedév vállalati hitelállományának növekedése tovább folytatódhat, amely így a termelő kapacitások növekedéséhez is hozzájárulhat. Ezt támogatja az alacsony kamatszint és a szegmensben folyamatosan oldódó hitelezési feltételek. A kamatkondíciók tartósan lazák maradnak, aminek következtében a vállalati hitelállomány akár huzamosabb ideig is növekedhet.

Összességében alappályánkban arra számítunk, hogy a reál GDP növekedése 2017-ben 3,6 százalék lesz.¹⁰ 2018-ban némi korrekció lesz megfigyelhető, majd a reálnövekedési ütem fokozatosan lassul, mivel az uniós források jelentősen csökkennek. A kibocsátási rés a 2016-ra becsült 1 százalékos értékről fokozatosan emelkedik, vagyis a gazdaság a következő években egyre inkább túlfűtötté válik. A kibocsátási rés 2019-től – a költségvetési lazítás kifutásával és az egyre szigorodó monetáris kondíciókkal összhangban – lassan záródni kezd. Az előrejelzési horizont végére a növekedés 2 százalékos szinten stabilizálódik.

A laza fiskális és monetáris politika, valamint a feszes munkaerőpiac miatt arra számítunk, hogy az infláció 2017-ben tovább emelkedik, és éves átlagban eléri 2,3 százalékot. Jövőre az infláció már a cél közelében alakul, majd – a túlfűtött kereslet hatására – azt meg is haladja, de még így is a jegybank tolerancia sávján belül marad.

¹⁰ Előrejelzésünkben egy átlagos mezőgazdasági kibocsátással számolunk, ami a GDP-t akár 0,5 százalék ponttal is csökkentheti, a kimagaslóan jó tavalyi évi termelés következtében.

4.2. ábra: az alappálya főbb makrováltozói

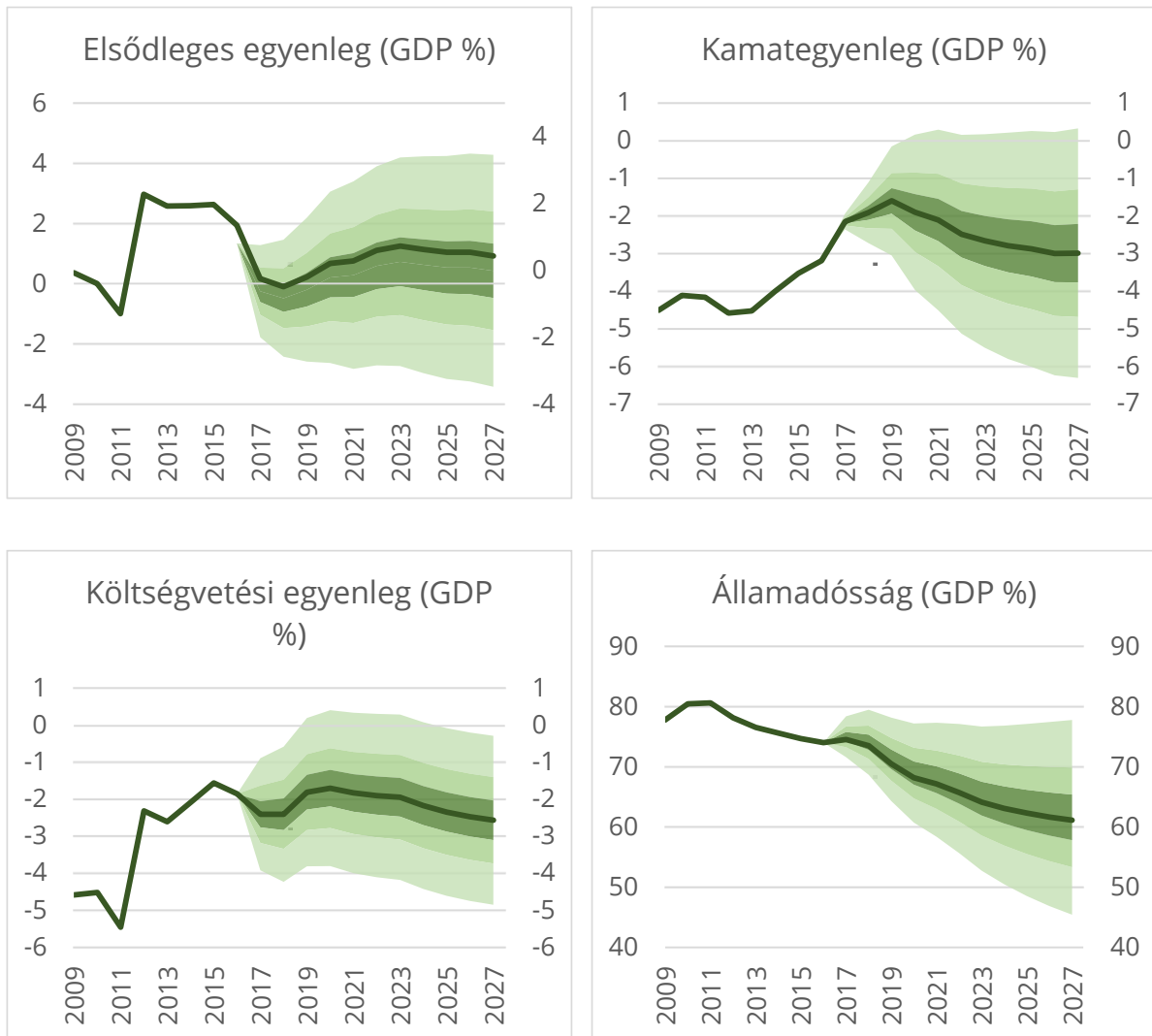


4.3 Költségvetési folyamatok

Alappályánkban a költségvetési hiány a kormányzati terveknek megfelelően alakul, ami rövid távon jelentősen élénkíti a keresletet a gazdaságban. A fiskális keresleti hatás főleg a növekvő kormányzati beruházásoknak és a folytatódó életpályamodelleknek tulajdonítható.

Míg az intézkedések hatása az egyenleget csökkenti, addig a nettó kamatkidadások folytatódó mérséklődése azt növelni fogja. A közel változatlan kibocsátási rés mellett a ciklikus komponens hatása becsléseink szerint nem lesz jelentős. A költségvetési hiány a GDP 2,4 százaléka, azaz a kormányzati hiánycél körül alakulhat.

4.3. ábra: költségvetési mutatók az alappálya mentén



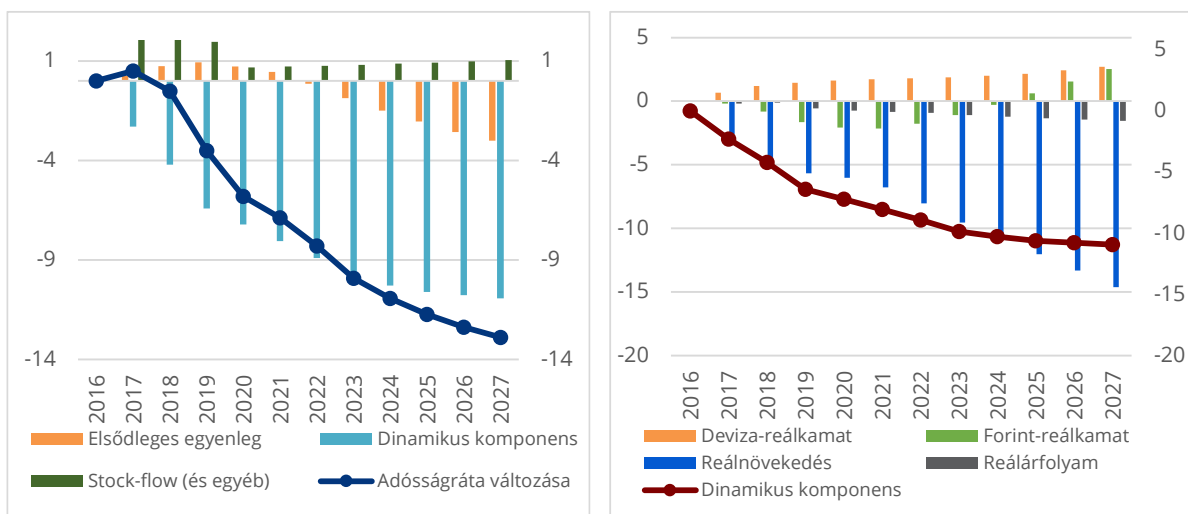
A 2018-as költségvetési törvény az államháztartás ESA hiányát a GDP 2,4 százalékában határozza meg, ami megegyezik a 2017-es előirányzattal. Becslésünk szerint a kormányzati intézkedések keresletélénkítő hatása, a fiskális impulzus a GDP 1,7 százalékára tehető. Tovább emelkednek a kormányzat saját finanszírozású beruházásai. A közalkalmazotti bérek tervezett emelése és a családi adóalap-kedvezmény bővítése, a szociális hozzájárulási adó további csökkentése növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. Ezt a hatást nem semlegesíti a GDP-arányos pénzbeli transferek – elsősorban a nyugdíjkiadásokhoz köthető – folytatódó mérséklődése. Tovább csökkennek a bankrendszer adóterhei, ami segítheti a hitelkínálati korlátok oldódását.

2018-ban – a kibocsátási rés emelkedésével párhuzamosan – a ciklikus komponens, a költségvetési egyenlegjavulás irányába hat. Az adóbevételek gyorsabb és a ciklusfüggő kiadások lassabb növekedése összességében javítja az egyenleget. Eközben kivetítésünk szerint tovább folytatódhat a kamatkidások csökkenése is. Összességében arra számítunk, hogy a költségvetési hiány hasonló mértékű lesz, mint idén.

A költségvetési egyenleg 2019 után is a kormányzati terveknek megfelelően alakul, és ez később, az államadósság 60 százalékos szintjét megközelítve, lazításra adhat okot, így tartósan fenntartva a három százalékos strukturális hiánycélt. A strukturális egyenleg fokozatos javulása egyszerre tükrözi az uniós hiány- és adósságcéloknak történő megfelelés igényét és a kormányzat keresletélénkítő, növekedéstámogató szándékát.

Az államadósságot rövid távon az uniós transferek finanszírozásával kapcsolatos hatások mozgatják. A programokhoz szükséges források megérkezése után a forintban denominált államadósság implicit reálkamatának folytatódó csökkenése, a reálnövekedés, valamint az idővel trendszerűvé váló reálfelértékelődés segíti az adósságcsökkenést. Az előrejelzési időszak második felében már az elsődleges egyenleg az, ami az adósság leépülését a leginkább elősegíti. Alappályánkban a GDP arányos államadósság a 2016-os 74 százalékos szintről 2027-re megközelíti a 60 százalékos szintet.

4.4. ábra: a GDP arányos államadósság változásának dekompozíciója (2016-tól kumulált változások, százalékpont)

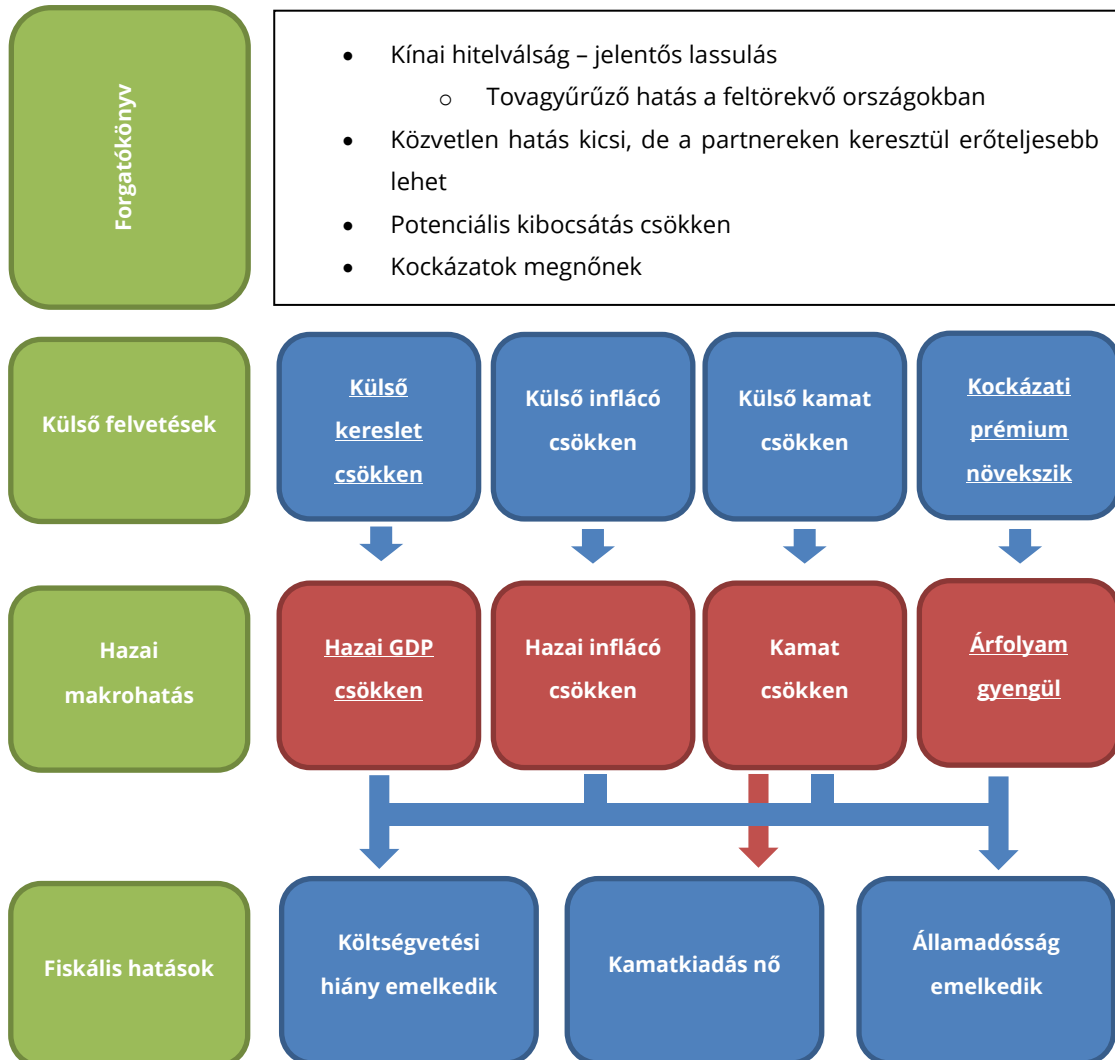


5 Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra

Ebben a fejezetben részletesen bemutatjuk, hogy az általunk feltételezett négy legfontosabbnak tartott alternatív világgazdasági forgatókönyvnek milyen hatása van a hazai makrogazdasági, valamint fiskális folyamatokra. Az első forgatókönyvben a kínai hitelezési buborék kipukkanásának hatását mutatjuk be. A második scenárióban egy hirtelen emelkedő, majd korrigáló olajpálya hatását szemléltetjük. A harmadik forgatókönyvben az alappályában feltételezettnél expanzívabb amerikai gazdaságpolitika hatását elemezzük. Az utolsó alternatív pálya a „kétsebességes” Európai Unió esetleges gazdasági következményeit mutatja be.

5.1 Kína hirtelen lassulása

5.1. ábra: Kína hirtelen lassulása: folyamatábra



Memo: A folyamatábrában a nyilak csak a leglényegesebb ok-okozati kapcsolatokat jelenik meg. Az erősebb hatásokat aláhúzással jelöltük.

A kínai hitelállomány kiugróan magas szintje és az ingatlanpiac túlfűtöttsége aggodalomra ad okot, és nem zárható ki egy erőteljes korrekció, akár az ingatlanpiac gyors összeomlása sem. Egy ilyen scenárió elhúzódó gazdasági pangáshoz vezethet a világ második legnagyobb gazdaságában.

Magyarország és Kína közvetlen kereskedelmi kapcsolata nem kimagasló, ugyanakkor a közvetett – például Németországon keresztüli – kapcsolataink már jelentősek, különösen az autóiparunk miatt, így egy jelentős kínai gazdasági lassulás érdemi hatással bírhat Magyarország gazdasági folyamataira is.

A kínai gazdaság alappályában feltételezettnél markánsabb lassulása számos csatornán keresztül hathat mind a külső keresletre és az inflációra, mind a hazai gazdaságra. Az elmúlt évtizedben jelentősen nőtt a kínai gazdaság kereskedelmi és pénzügyi integrációja. Így a vártnál nagyobb növekedés-visszaeséssel járó ingatlanpiaci válság érdemben visszavetheti a feltörekvő országok teljesítményét, és megemelheti a kockázati prémiumok szintjét.

Külső feltevések

Forgatókönyvünkben azt feltételezzük, hogy hitelezési buborék kipukkadása következtében a kínai belső kereslet markánsan visszaesik: a belső fogyasztás tíz százalékkal csökken, amely miatt a háztartások kereslete a két évvel ezelőtti szintre ugrik vissza. A hitelezéstől erősebben függő beruházások ennél is nagyobb mértékben, húsz százalékkal esnek vissza. Az export jelentős visszaesésére azonban nem számítunk.

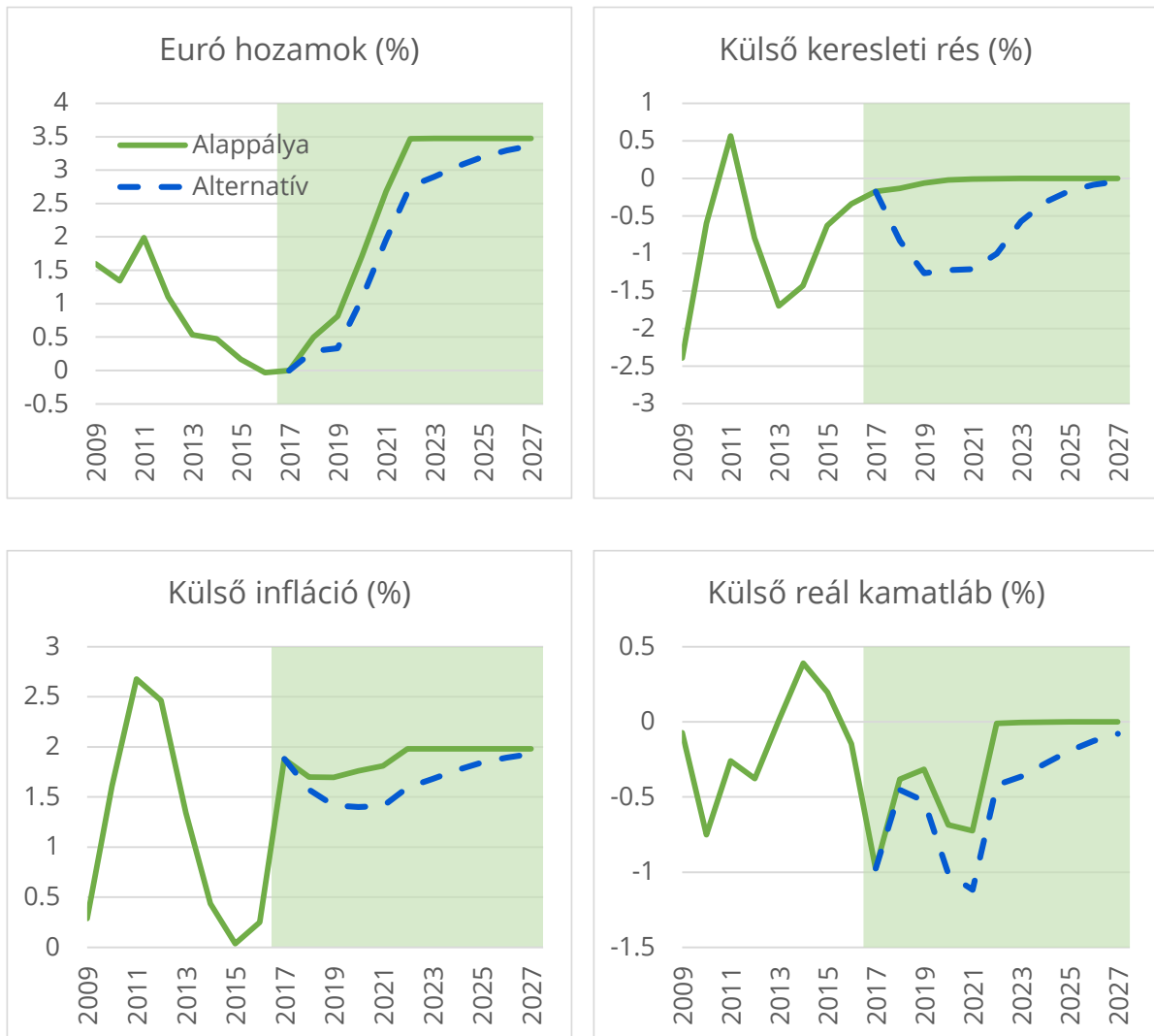
A kínai fogyasztás és beruházás csökkenése a magas importtartalom miatt jelentősen visszaveti az eurózóna kibocsátást,¹¹ ami miatt a külső feltételezéseinkben sokkal visszafogottabb keresleti réssel számolunk.¹²

A csökkenő kereslet hatására alacsonyabb a külső infláció, ami összességében 0,2-0,3 százalékponttal lassabb az alappályában feltételezettnél. Az alacsonyabb infláció hatására a rövid lejáratú külső kamatok is tartósan az alappálya alatt maradnak.

¹¹ Amíg Magyarország exportjának csak 2,2 százaléka ment Kínába és 8,9 százaléka a teljes Ázsiai kontinensbe, addig legnagyobb export partnerünk, Németország esetében ez az aránya 6,3 százalék, illetve 19 százalék volt 2015-ben.

¹² A kínai belső keresleti sokkok hatásait (IMF, 2016) alapján határoztuk meg.

5.2. ábra: Kína hirtelen lassulása: külső feltevések

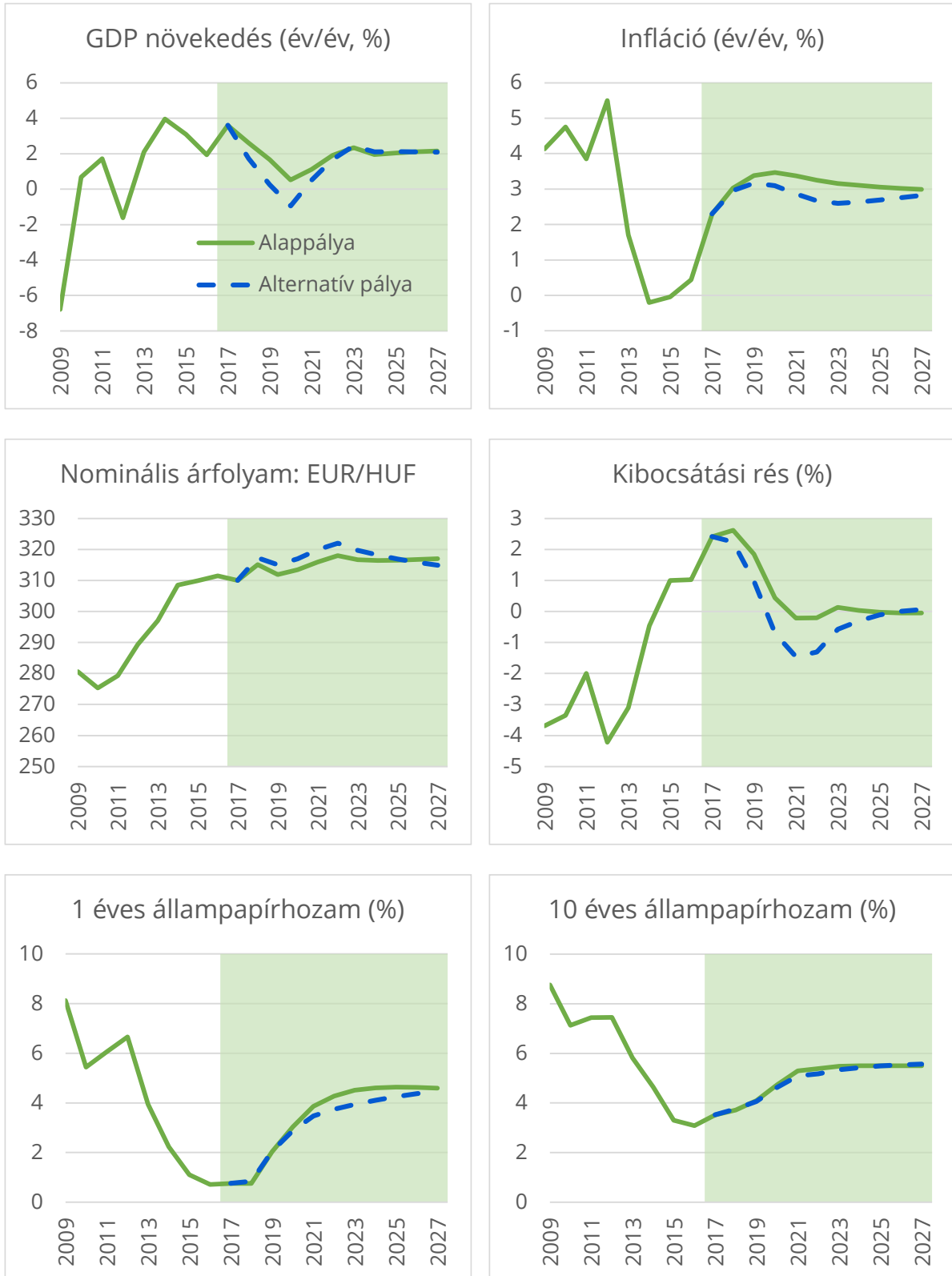


Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A magyar gazdaság növekedése a külső kereslet visszaesése miatt átmenetileg mérséklődik. Az alacsonyabb külső infláció hatására a hazai infláció tartósan elmaradhat az alappályában felvázoltnál, amelyet tovább csökkent a belső kereslet visszaesése. Egy kínai visszaesés azonban hosszabb távon is jelentősen ronthatja a növekedési kilátásokat, ezért feltételezzük, hogy a potenciális növekedés is alacsonyabb lesz.

A monetáris politikai reakció, valamint a várakozások hatására a hozamok a teljes hozamgörbe mentén lejjebb tolnak. A magasabb kockázati prémium miatt a nominális árfolyam átmenetileg gyengül.

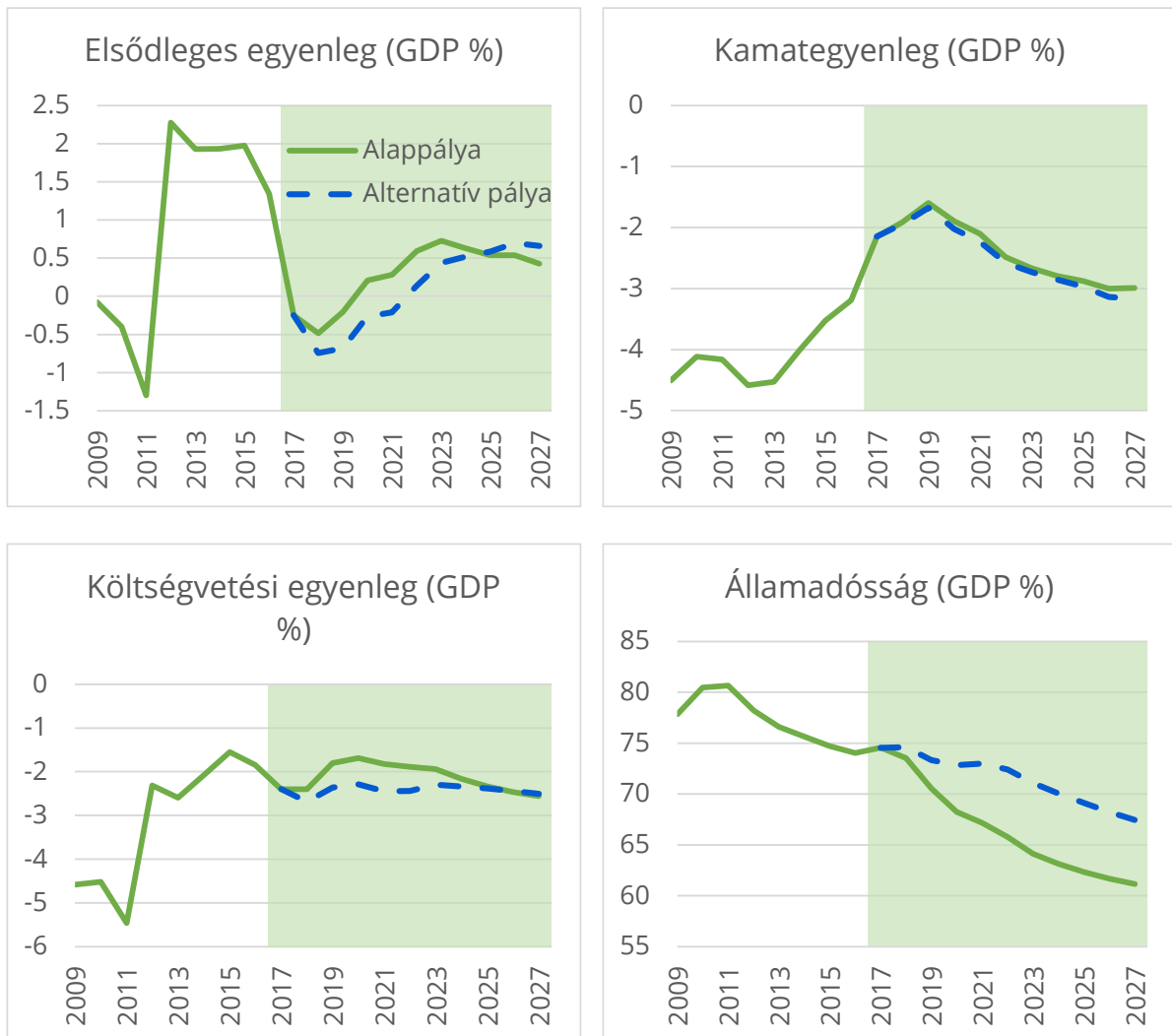
5.3. ábra: Kínai hirtelen lassulása: főbb hazai makrogazdasági változók



Költségvetési folyamatok

A költségvetési hiányra ebben a forgatókönyvben a gazdasági ciklus, azaz az alacsonyabb kibocsátási réssel összefüggésben keletkező átmeneti adóbevétel-kiesés gyakorol érdemi hatást (5.4. ábra). Így a költségvetés elsődleges többlete átmenetileg csökken, majd a növekedés gyorsulásával ez a tendencia megfordul. A GDP-arányos hiány 2019-ben 0,6 százalékponttal magasabb, de 2027-re már visszatér az alappályában előrejelzett értékhez.

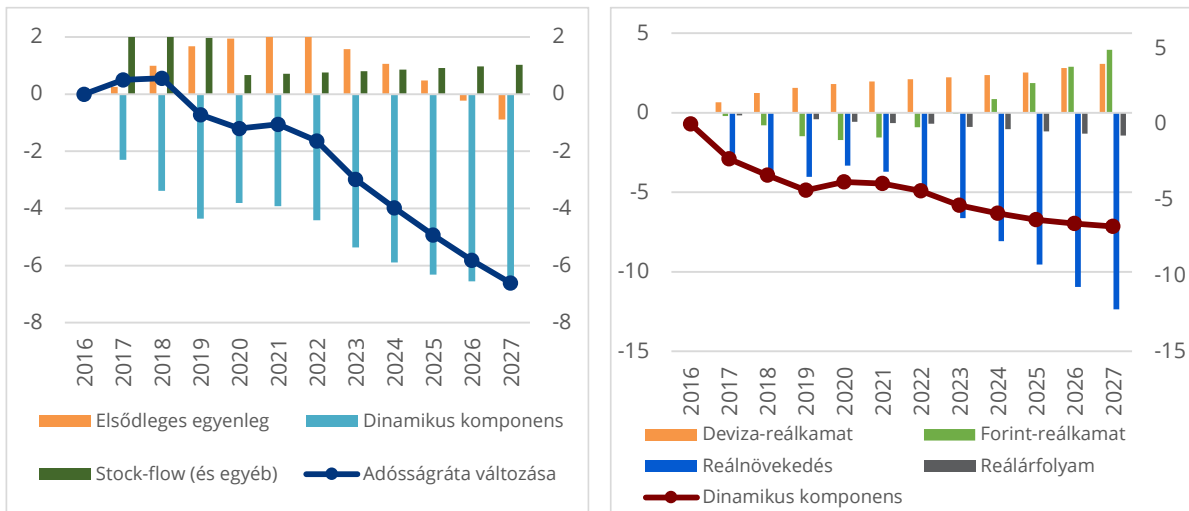
5.4. ábra: Kínai hirtelen lassulása: költségvetési mutatók



Az államadósság ugyanakkor tartósan magasabban alakul, mint az alappályában: az adósságráta kumulált csökkenése az alapelőrejelzésnél 6 százalékponttal lesz alacsonyabb (5.5). Az adósságráta mérsékeltebb csökkenése az alacsonyabb kumulált elsődleges több-

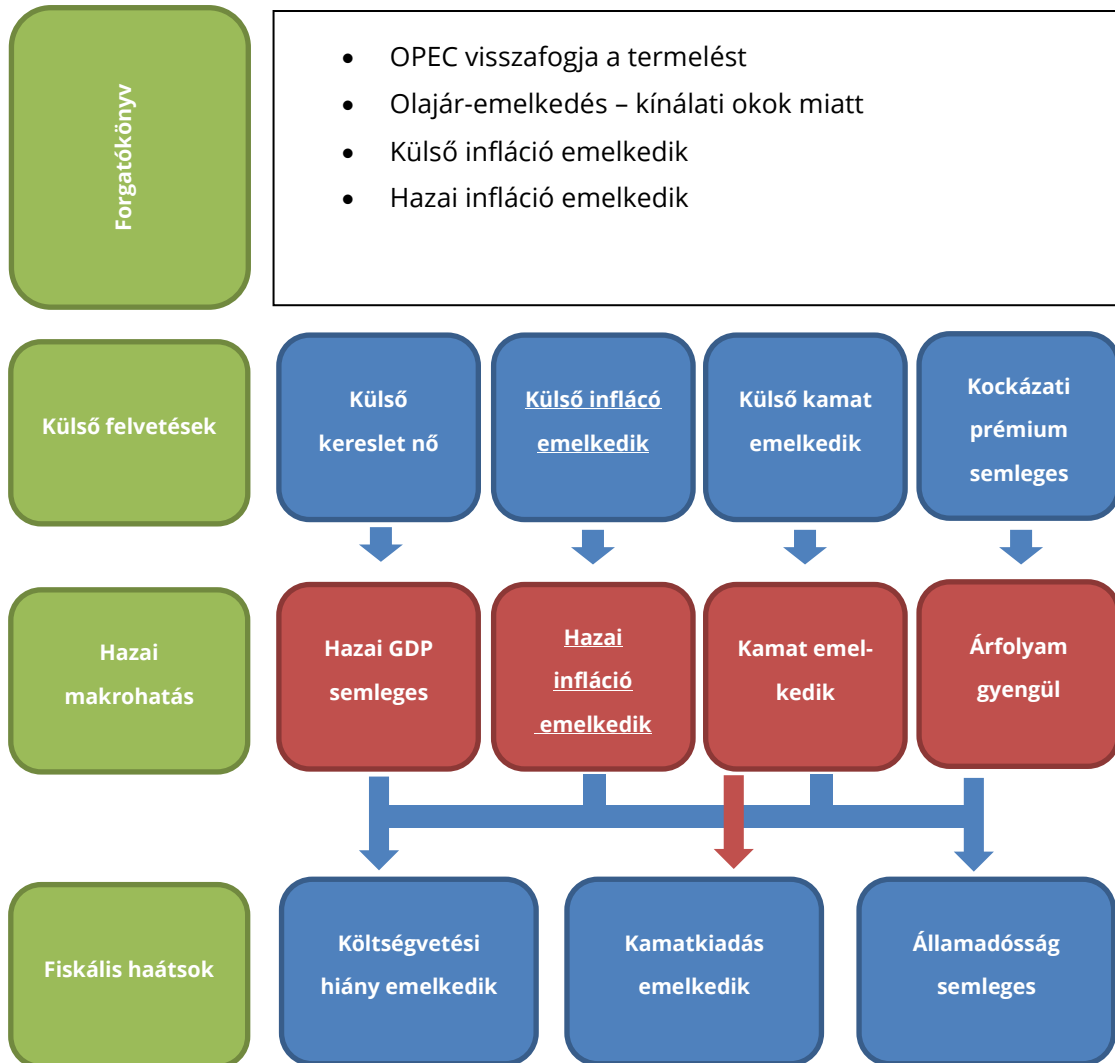
let mellett nagyobbrészt a dinamikus komponenshez, azon belül is elsősorban az alacsonyabb növekedéshez és a megemelkedett kockázati prémium miatt magasabb reálkamatokhoz köthető.

5.5. ábra: Kína hirtelen lassulása: az államadósság változás dekompozíciója (2016-tól kumulált GDP-arányos változások, %)



5.2 Olajár-emelkedés kínálati okokból

5.6.ábra: olajár emelkedés kínálati okokból: folyamatábra



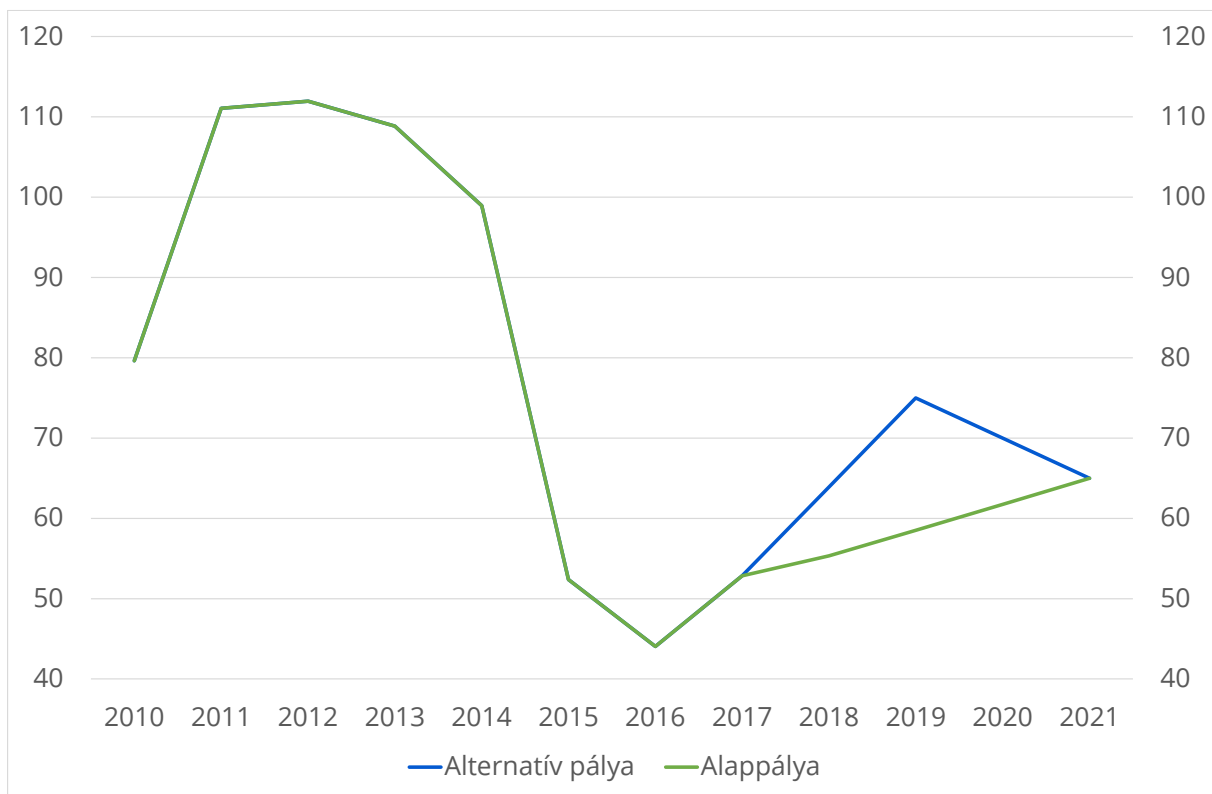
Memo: A folyamatábrában a nyilak csak a leglényegesebb ok-okozati kapcsolatokat jelenik meg. Aláhúzással jelöltük az erősebb hatásokat.

Magyarország, mint nettó energiaimportőr igen érzékeny az olajárak alakulására. Míg az olajárak csökkenése a cserearány javulásán és így a rendelkezésre álló jövedelem növekedésén keresztül kedvező hatást gyakorol a kibocsátásra, az olajárak emelkedése ezzel ellentétes hatást fejt ki. Különösen így van ez abban az esetben, ha a nyersanyagárak elsősorban kínálati okokból változnak, mivel a kereslet számottevő változása részben vagy akár egészben semlegesítheti a cserearány-változás növekedési hatását.

A nagy nemzetközi intézményekkel összhangban, alappályánkban nem számítunk az olajárak jelentős emelkedésre, ugyanis a piacot továbbra is a visszafogott kereslet és relatív túlkínálat jellemzi. Ugyanakkor jelentősége miatt fontosnak tartottuk külön forgatókönyvben megvizsgálni egy esetleges kínálati eredetű olajár-emelkedés makrogazdaságra és államháztartásra gyakorolt hatását.

Az egyik legnagyobb olajpiaci befolyással rendelkező nemzetközi szervezet, az OPEC által hatályba léptetett termelési korlátozásoknak már volt némi árfelhajtó hatása az év első felében. A következő megállapodás az év második felében lehetséges, ami után egy újabb termeléskorlátozás léphet életbe, amely felfelé hajthatja a kőolaj árát. Alternatív pályánkban azzal a feltételezéssel élünk, hogy a megállapodás hatására gyorsabban nő a nyersanyag világpiaci ára, mint ahogy azt az alappályánkban feltételeztük.

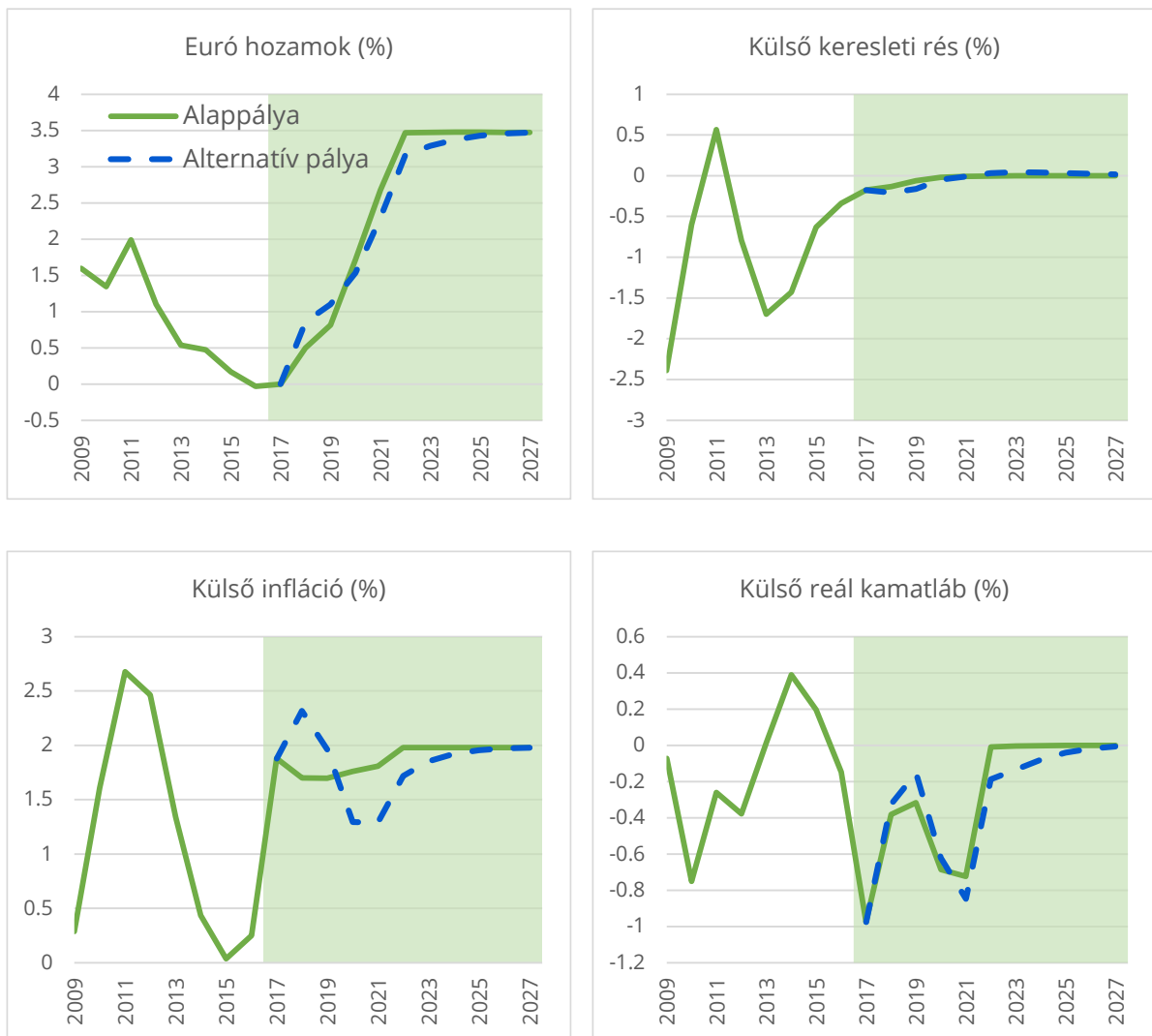
5.7. ábra: olajár emelkedés kínálati okokból: a Brent olaj hordónkénti ára, dollár



Külső feltevések

Az olajár a kínálati sokkok hatására emelkedni kezd, két év alatt az átlagos 50 dollárról 75 dollárra drágul. Feltételezéseink szerint, valamint az eddigi tapasztalatok alapján, ez nem marad fenn tartósan, mivel a palaolaj termelők közül egyre többen visszatérnek a piacra, ami újra lecsökkenti az árakat, visszatérve az alappályánkban feltételezett szintre.

5.8. ábra: olajár emelkedés kínálati okokból: külső feltevések



Memo: A modellben a külső feltevések az euróövezetre vonatkoznak.

Az emelkedő olajár hatására átmenetileg nő a külső infláció, és a kamatok gyorsabban emelkednek, mint az alappályában. Két év után azonban az olajár csökkenése miatt ellentétes folyamatok játszódnak le, majd végül a külső változók visszaérnek az alappályára feltevéseihez.

Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

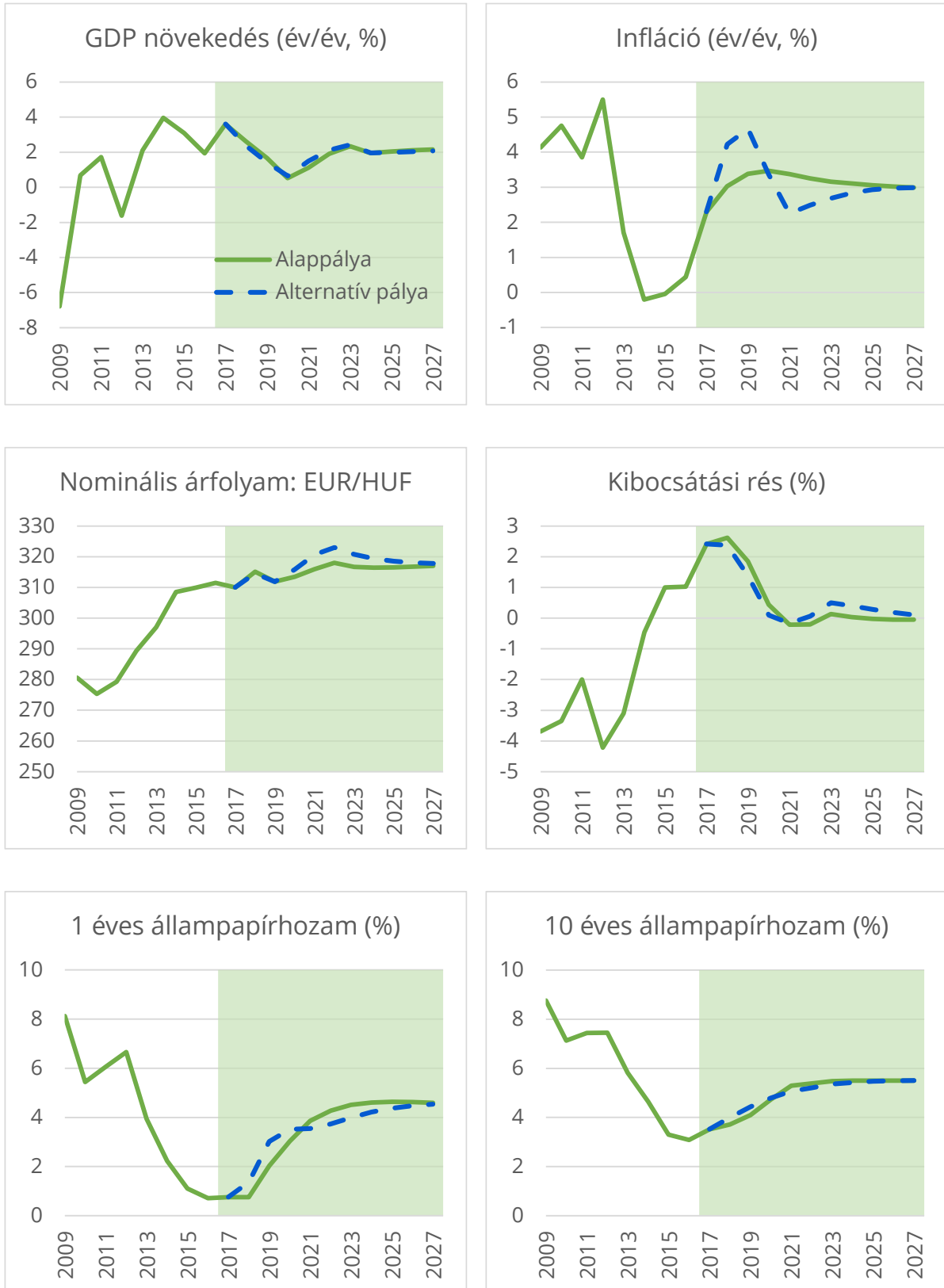
Az olajár emelkedése közvetetten az importált infláción keresztül hat, valamint közvetlenül a hazai inflációt is felgyorsítja. Ennek a két hatásnak az eredőjeként a hazai infláció megemelkedik a drágulás első két évében. Az áremelkedés nálunk magasabb, mint a külső partnereink esetében, mivel a hazai fogyasztói kosárban nagyobb az olajhoz köthető termékek aránya.

Számításaink szerint az magasabb olajárak következtében négy százalékpont fölé emelkedik az infláció, amely az első két évben az alappályánál átlagosan egy százalékponttal magasabb. A magasabb olajárak a külső és a belső keresletet is csökkentik, aminek következtében a kibocsátási rés átlagosan 0,4 százalékponttal alacsonyabb lesz. Két év után, amikor az olajárak visszatérnek az alappályában feltételezethez, a fentiekhez hasonló mértékű, de ellentétes folyamatok zajlanak le.

Költségvetési folyamatok

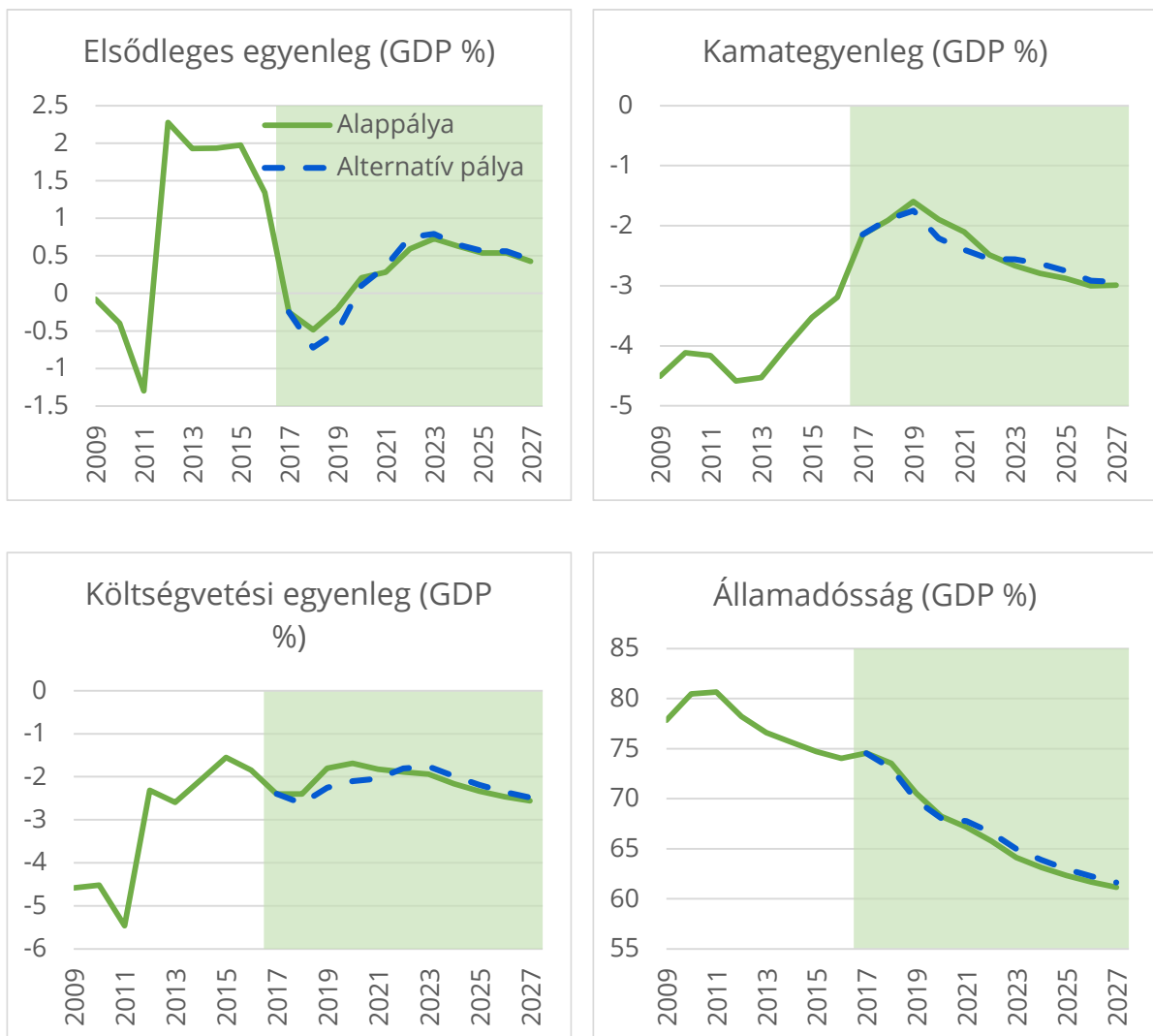
A GDP-növekedés lassulása, a kibocsátási rés csökkenése következtében az adóbevételek kevésbé emelkednek, miközben a ciklusérzékeny kiadások magasabbak, mint az alappályában. Így a ciklikus komponens változása (az automatikus stabilizátor hatás) következtében a költségvetés kamatkidadások nélkül vett, elsődleges többlete csökken. A csökkenés 2018-tól éves szinten a GDP 0,3 százaléka körül alakul. A felfelé tolódó hozamgörbe és a gyengébb nominális árfolyam következtében a kamategyenleg is romlik. Az emelkedő kamatok és a csökkenő ciklikus komponens hatására a költségvetési hiány emelkedik, és átmenetileg az alappályánál feltételezettnél nagyobb lesz a hiány (5.10. ábra).

5.9. ábra: olajár-emelkedés kínálati okokból: főbb hazai makrogazdasági változók

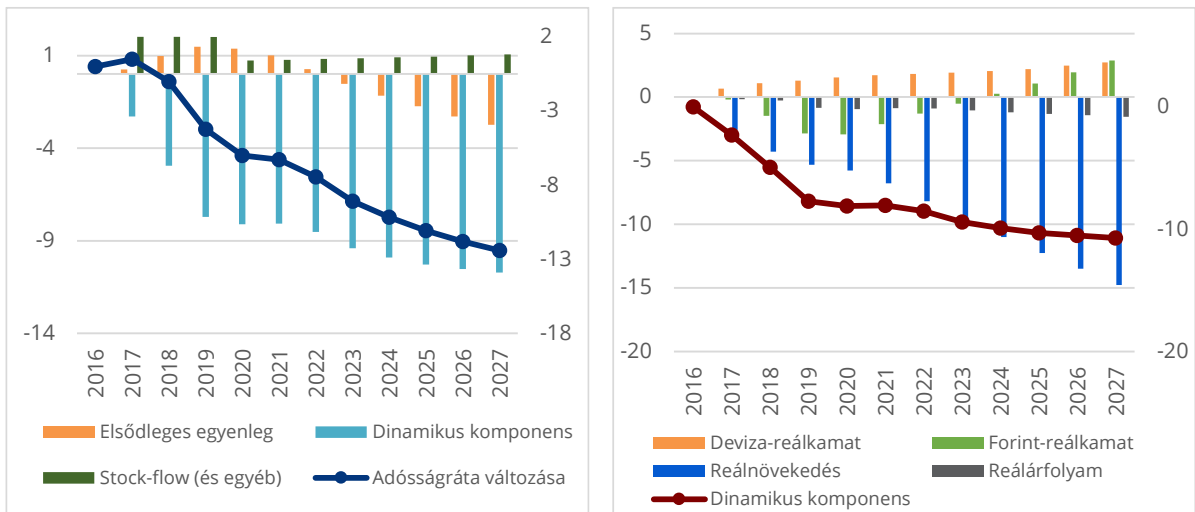


Az elsődleges egyenleg csökkenése, az árfolyam gyengülése és a lassabb GDP-növekedés egyaránt az adósságdinamika gyorsulása irányába hatnak. Az elsődleges többlet mérséklődése következtében az állam kevesebb megtakarítást fordíthat az adósság csökkentésére. A reálárfolyam átmeneti gyengülése és a tartósan alacsonyabb növekedés a múltban felhalmozott adósságteher lassabb csökkenését eredményezik. Ezt a hatást ugyanakkor semlegesíti, hogy a magasabb infláció miatt az implicit finanszírozási költség reálértéke csökken. Az adósságszint az előrejelzési horizont végére ezért lényegében változatlan marad.

5.10. ábra: olajár emelkedés kínálati okokból: költségvetési mutatók

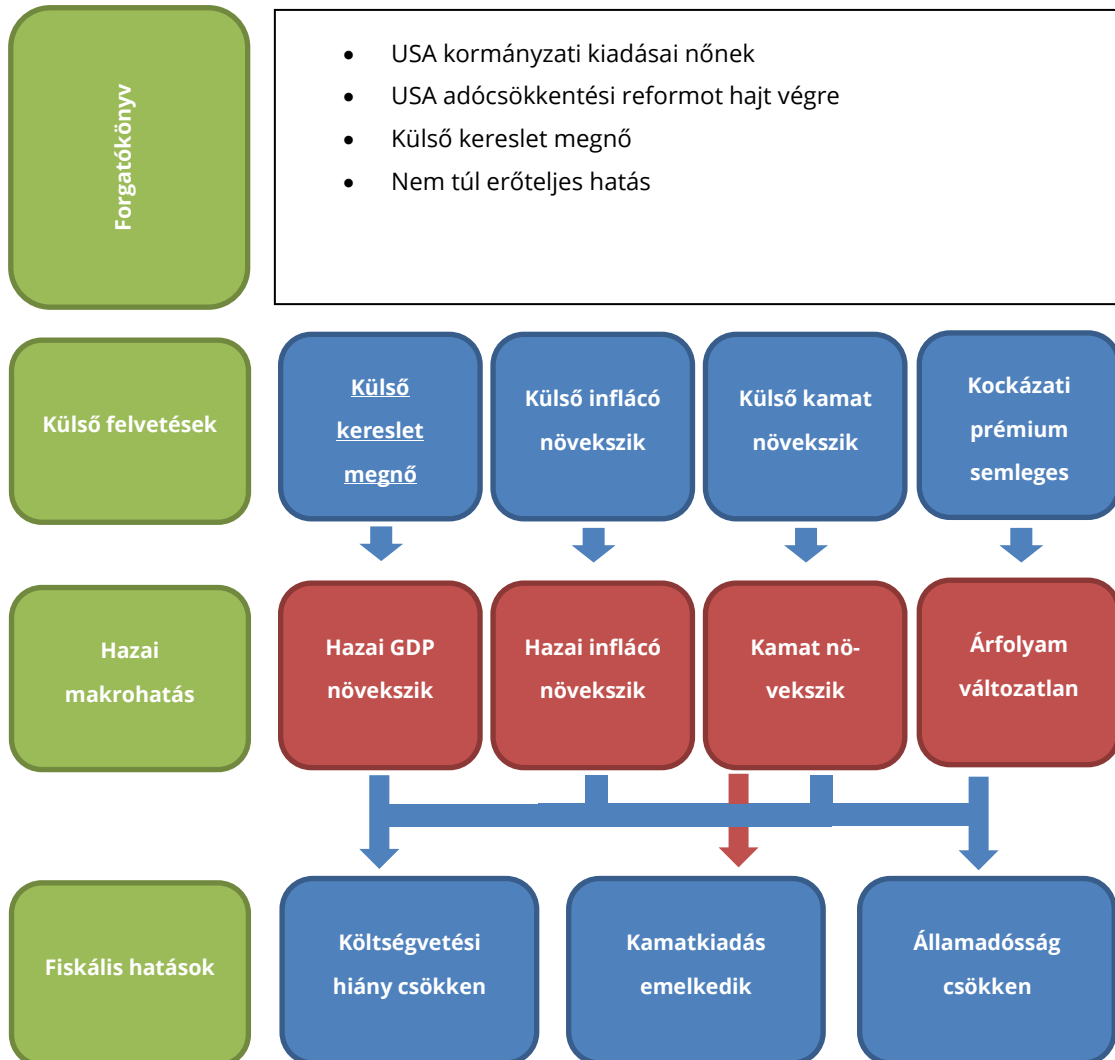


5.11. ábra: olajár emelkedés kínálati okokból: az államadósság változás dekompozíciója (2016-tól kumulált GDP-arányos változások, %)



5.3 Fiskális expanzió az USA-ban

5.12. ábra: fiskális expanzió az USA-ban: folyamatábra



Memo: A folyamatábrában a nyilak csak a leglényegesebb ok-okozati kapcsolatokat jelenítik meg. Aláhúzással jelöltük az erősebb hatásokat.

Donald Trump újonnan megválasztott amerikai elnök jelentős bizonytalanságot hozott mind az amerikai gazdaságpolitika jövőbeli iránya, mind az ország külkereskedelmi viszonyai kapcsán. Az elnök belpiaci tervei jelentős költségvetési lazítással járnának, miközben az infrastruktúrára és a védelemre szánt kiadások más területek terhére emelkednének. A tervek között jelentős adócsökkentés is szerepel, amely főként a felső jövedelmi réteget érintené, és a szándékok szerint az üzleti bizalmat javítva a beruházások serkentését érné el. Az összességében erős lazítási tervek átmenetileg nagyobb növekedést és magasabb

inflációt eredményezhetnek az USA-ban, így emelkedő államadóssághoz és magasabb egyensúlyi kamatkörnyezethez vezethetnek. 2018 elején lejár a jelenlegi Fed elnök, Janet Yellen mandátuma, amit az elnök a várakozások szerint nem fog meghosszabbítani. Amennyiben az általa kinevezett új jegybankelnök képes lesz az FOMC döntéseit új irányba vezetni, az a piaci konszenzus szerint középtávon a gyengébb dollárárfolyam irányába hathat.

A külkereskedelem tekintetében az új elnök látványosan protekcionista elképzeléseket vázolt fel. Első intézkedési között volt a TTIP (Transatlantic Trade and Investment Partnership) kereskedelmi megállapodásból való kihátrálás, de az elnök a WTO (World Trade Organization) megállapodásai kapcsán is aggályait fejezte ki. Az USA a Mexikóval és Kanadával kötött NAFTA (North American Free Trade Agreement) kereskedelmi megállapodást is újra kívánja tárgyalni. Ezek a lépések összességében az USA-val folytatott kereskedelem csökkenéséhez vezethetnek, ami az elnök szándéka szerint az ország külkereskedelmi deficitét is csökkenteni fogja.

Jól látszik ugyanakkor, hogy az elnök ambiciózus törekvései csak igen lassan tudnak konkrét intézkedésekké válni, és minden esetben heves ellenállás övezi a lépéseket. Az elnök gazdaságpolitikai intézkedéseinek teljes körű végrehajtását feltételező, jelenleg elérhető hatástanulmányok igen eltérő eredményeket mutatnak. Az elnök stábjának saját hatástanulmánya szerint az adópolitikájuk révén 10 év alatt átlagosan 1,5 százalékkal lesz magasabb a gazdasági növekedés, míg deficit szempontjából semlegesnek vélik a lépéseket.¹³ Optimizmusban ezeket a hatásokat akár csak kicsit is megközelítő más becslést a szakirodalomban nem találtunk. A leginkább pesszimista forgatókönyvet a Moody's Analytics előrejelzése¹⁴ szolgáltatta, ami szerint az elnöki tervek teljes körű végrehajtása az elkövetkező 10 év átlagában 1,7 százalékkal csökkenti a növekedést, míg a nominális adósságot 13,7 ezer milliárd dollárral emeli meg. A Tax Policy Center hatástanulmánya¹⁵ az előzőek-

¹³ Lásd (Navarro, 2016).

¹⁴ Lásd (Moody's Analytics, 2016)

¹⁵ Lásd (Tex Policy Center, 2016).

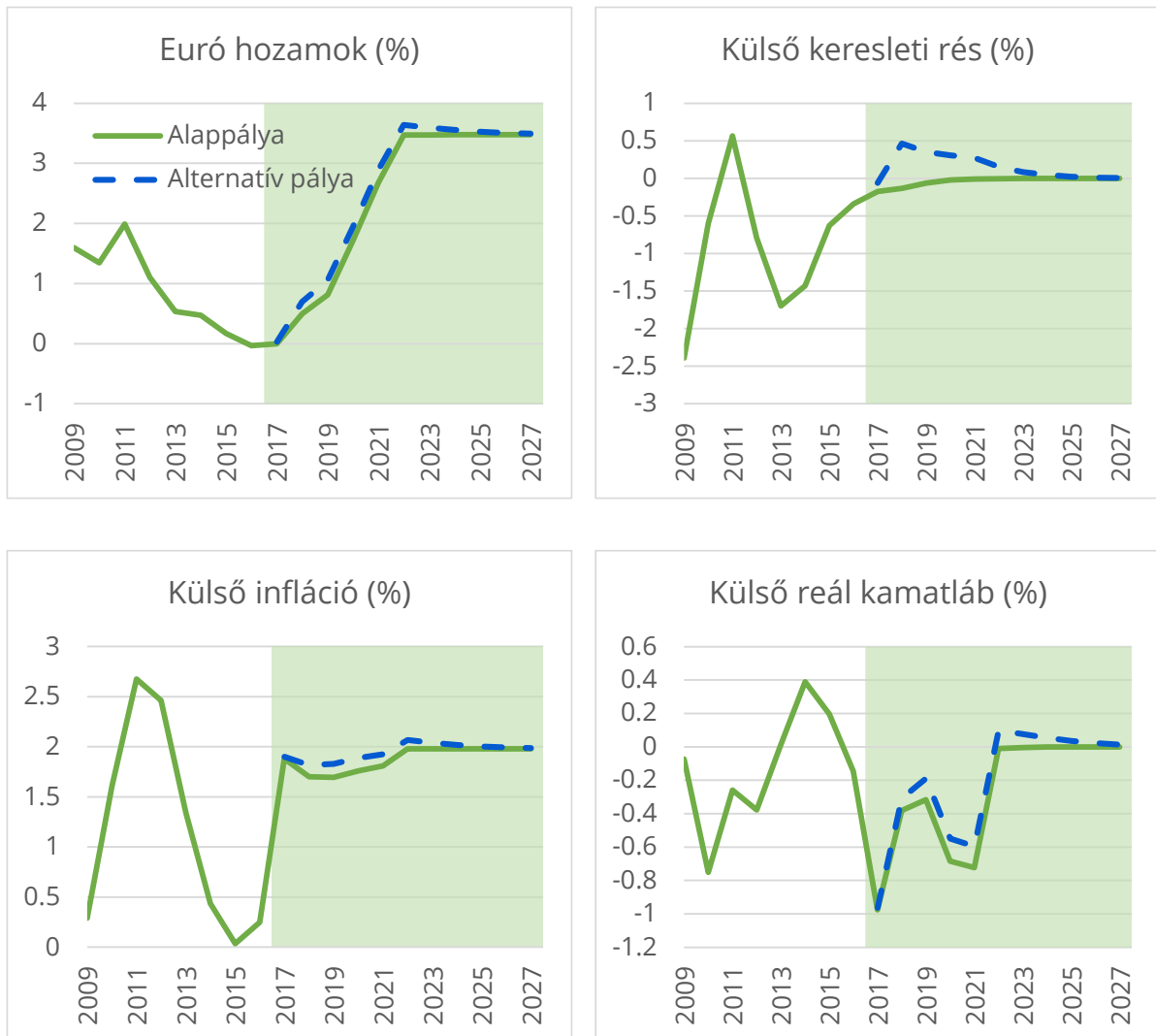
nél árnyaltabb hatást tulajdonít az adócsomagnak: számításaik szerint 2017-20-ban a reálnövekedés átlagosan 1 százalékkal lehet magasabb, viszont az államadósságra gyakorolt hatás így is igen jelentős lesz, és 2026 végére a nominális adósságmutató 7 ezer milliárd dollárral emelkedik.

Saját scenáriónkban azzal számolunk, hogy az amerikai elnök adórendszerrel kapcsolatos törekvései nagyrészt megvalósulnak, tehát az alappálya feltételezéseivel szemben azokat a politikai szféra nem akadályozza meg, illetve nem tompítja jelentősen. A reál GDP tekintetében a Tax Policy Center kutatásai alapján számolt rövid távú sokkot vettük alapul, majd annak az Európára vonatkozó tovagyrűző hatásával számoltunk. Amellett, hogy ez az alternatív forgatókönyvünk jelentős amerikai fiskális stimulussal, rövid távon magasabb növekedéssel és inflációval számol, egyben gyorsabban emelkedő Fed alapkamatot is jelent. Nyitott kérdés, hogy az ilyen módon megváltozó külpiaci környezet, amely az amerikai eszközök kockázati szintjének emelkedését vonhatja maga után, pontosan milyen hatást gyakorolhat a feltörekvő piacokra. Feltételezésünk szerint az új helyzet nem befolyásolja majd érdemben a kockázati megítélésünket, így a magyar hozamfelár esetében nem számítunk tartós emelkedésre.

Külső feltevések

Az amerikai GDP növekedésében feltételezett 1,7 százalékpontos gyorsulás az eurózónában a direkt kereskedelmi kapcsolatokon keresztül körülbelül 0,4 százalékpontos keresletbővülést okoz. Emiatt a külső infláció enyhén nagyobb lesz, és a kamatok is megemelkednek.

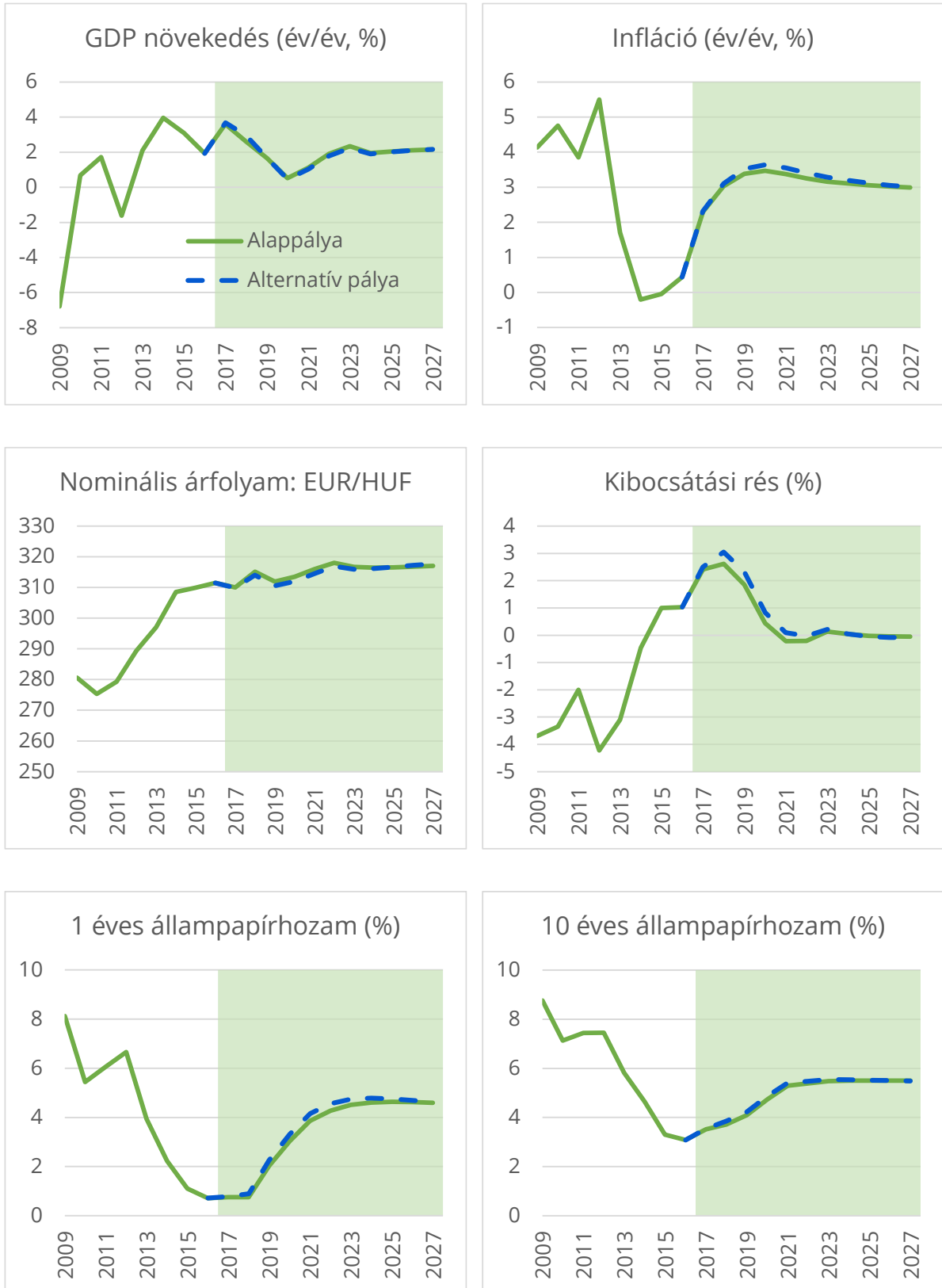
5.13. ábra: fiskális expanszió az USA-ban: külső feltevések



Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A külső kereslet emelkedése miatt a hazai kibocsátási rés is megnő, ami az infláció enyhe növekedéséhez vezet. A monetáris kondíciók ezért csak átmenetileg és csak mérsékelten szigorodnak, majd a külső keresleti sokk hatása után minden gazdasági mutató visszatér az alappályában kivetített szintre.

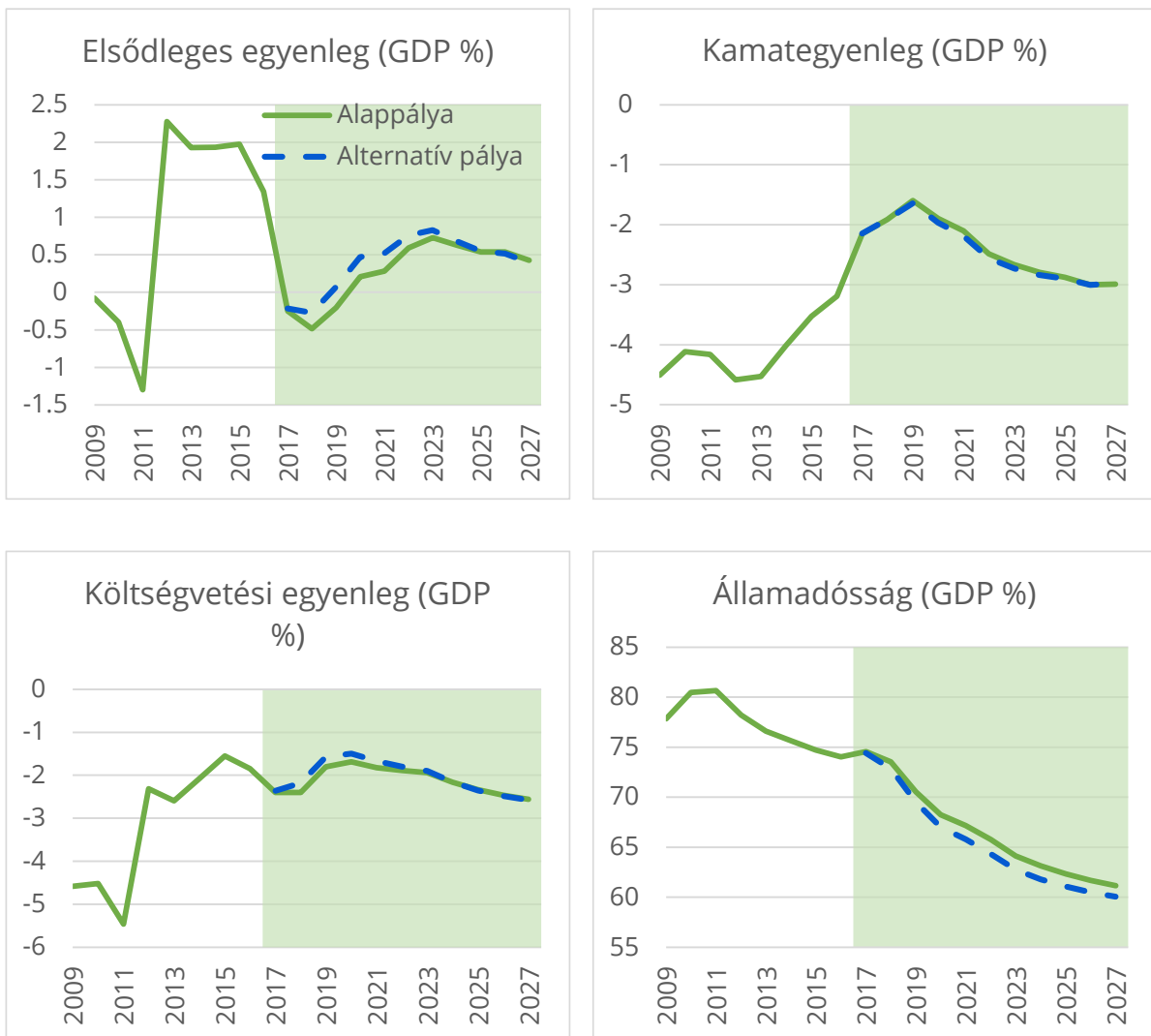
5.14. ábra: fiskális expanzió az USA-ban: hazai makrogazdasági hatások



Költségvetési folyamatok

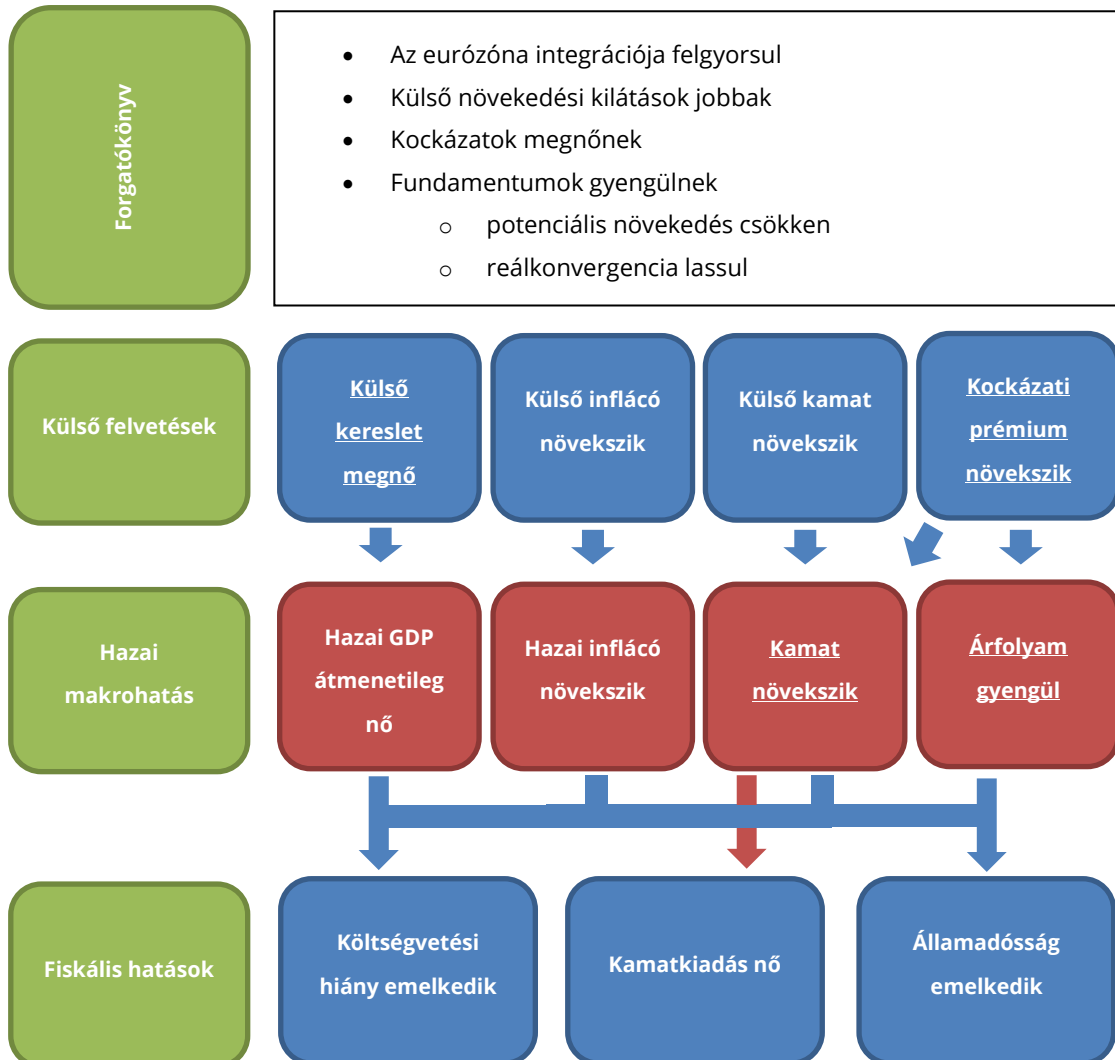
A magasabb növekedés hatására a növekvő bevételek miatt a költségvetési egyenleg javul, miközben a kamatkidadások szinte változatlanok maradnak. Emiatt az alappályához képest egy enyhén alacsonyabb adósságpálya figyelhető meg, amely az ország sérülékenységét is csökkenti.

5.15. ábra: fiskális expanzió az USA-ban: fiskális hatások



5.4 Kétsebességes Európa

5.16. ábra: kétsebességes Európa: folyamatábra



Memo: A folyamatábrában a nyilak csak a leglényegesebb ok-okozati kapcsolatokat jelenítik meg. Aláhúzással jelöltük az erősebb hatásokat.

Az év első felében az EU több országában (Hollandia, Franciaország) választásokat tartottak, ahol az integrációt szorgalmazó és az Európai Uniót támogató jelöltek nyertek. Németországban szintén választások lesznek, és a közvélemény-kutatások szerint a jelenleg politikai irányvonal megerősödése valószínűsíthető. Ezen fejlemények és a nyugati tagországok vezető politikusainak nyilatkozatai alapján akár egy erősebb, integráltabb szövetség is létrejöhet. Nem zárható ki azonban, hogy az erősebb integrációban csak az

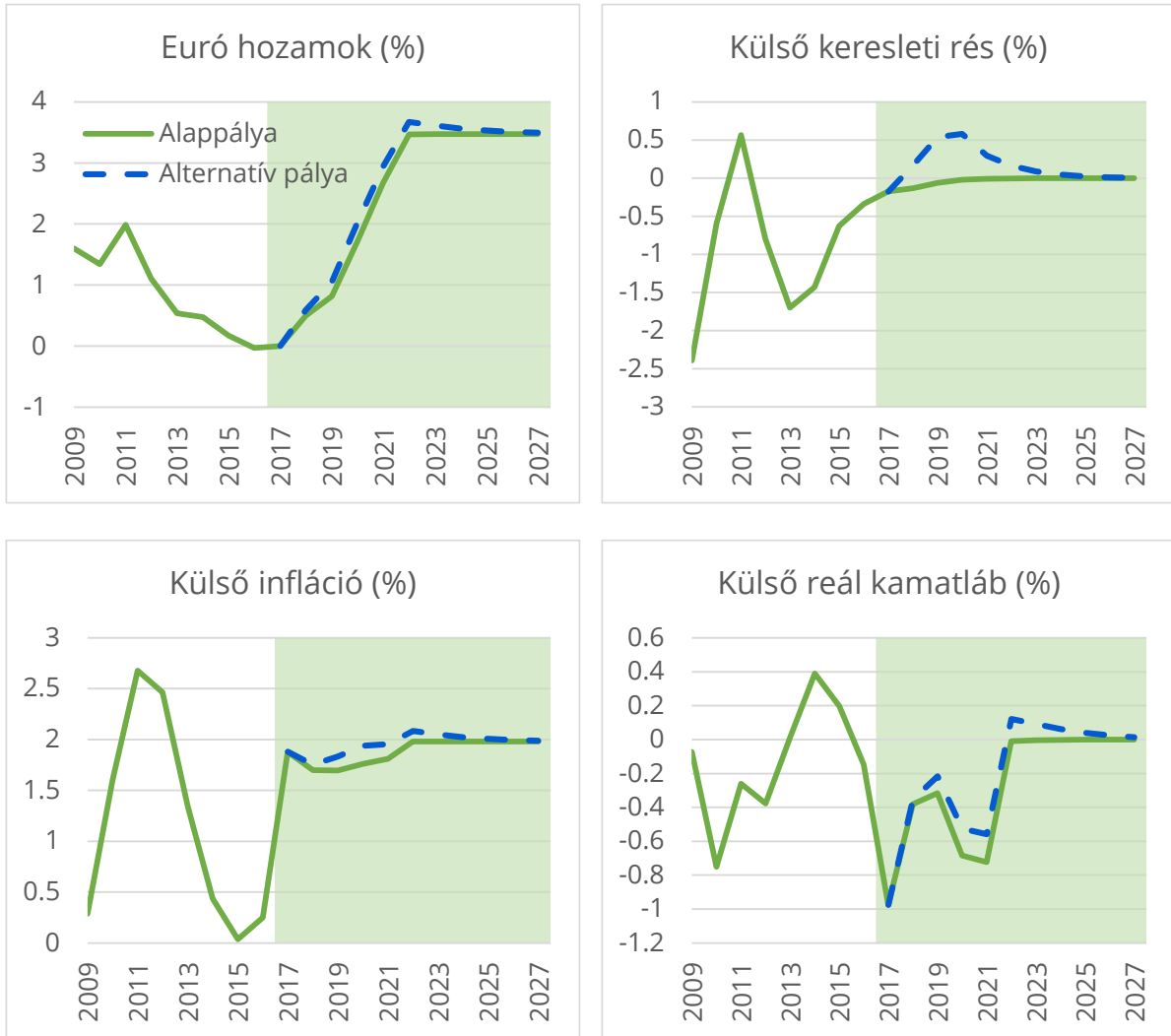
eurózóna országai vesznek részt, és ebben az esetben Magyarország a szorosabb együttműködés pozitív hatásait nem élvezheti. A politikai dezintegrációs tendenciák jelentős fel erősödése Magyarország gazdaságára az EU források jövőbeli rendelkezésre állásán és a kereskedelmi kapcsolatokon keresztül is hatással lehet. Így az esetleges leszakadás a konvergencia folyamatokat jelentősen lelassíthatja, vagy a legrosszabb esetben akár vissza is fordíthatja.

Egy EU szintű cselekvési terv kidolgozása és következetes végrehajtása jelentős mértékben javíthatná az eurózóna tagországainak gazdasági teljesítményét, miközben hazánk kibocsátása és nemzetközi megítélése romolhat. Emiatt a kockázati prémium tartós növekedése és a pénzügyi stabilitási kockázatok erősödése is elképzelhető. Forgatókönyvünkben egy olyan pályát mutatunk be, amiben az uniós források 2020 után teljesen megszűnnek, az eurózónával való kereskedelmi kapcsolataink némileg gyengülnek, a reálkonvergencia üteme és a potenciális növekedésünk is érdemben lassul, valamint a kockázati prémiumunk is tartósan megemelkedik.

Külső feltevések

Külső feltevéseink alapján az integrációs folyamatok kedvező strukturális hatásain túl rövid távon a külső kibocsátási rés megemelkedik, aminek hatására az infláció gyorsabban nő, mint ahogy azt az alappályánkban feltételeztük. A magasabb infláció és a pozitív kibocsátási rés hatására a monetáris politika feszesebb lesz, azaz az eurózóna kamatai gyorsabb ütemben emelkednek.

5.17. ábra: kétebességes Európa: külső feltevések

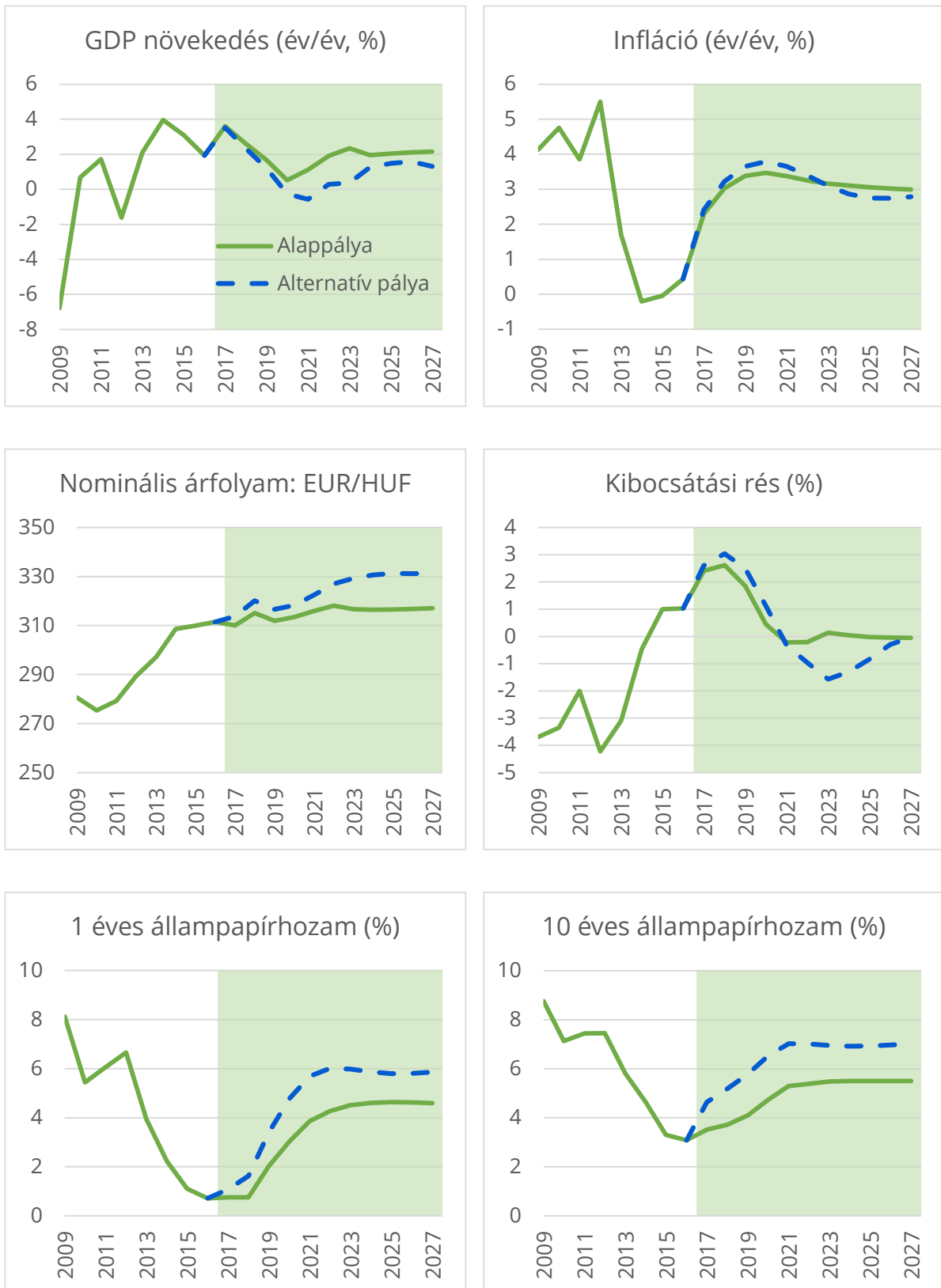


Memo: A modellben a külső feltevések az euroövezetre vonatkoznak.

Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

Az erősebb európai integrációból való kimaradás elsősorban a magyar gazdaság hosszú távú egyensúlyi folyamataira lehet negatív hatással. Az uniós támogatások megszűnése és a privát tőkebeáramlás feltételezhető visszaesése jelentősen csökkenti a potenciális növekedést, ami lassabb reálkonvergenciát, azaz alacsonyabb trendszerű reálfelértékelődést eredményez. A hosszú távon is romló kilátások a kockázati prémium emelkedéséhez vezetnek. Mindemellett a lazuló kereskedelmi kapcsolatok miatt a gazdasági ciklusok összehangoltsága is lecsökken, azaz az euróövezeti kereslet változása kevésbé hat a magyar GDP-re.

5.18. ábra: kétsebességes Európa: főbb hazai makrogazdasági változók



Rövid távon azonban mindezek ellenére az erősebb integrációból fakadó külső keresletbővülés az alappályában szereplőnél nagyobb kibocsátási rést eredményez. Jelentős visszaesés csak az EU támogatások megszűnése után jelentkezik, aminek nyomán 2020 után rövid ideig tartó recesszió is kialakulhat. Az előrejelzési horizont végére a növekedés az alapfeltételezésnél alacsonyabb potenciális szint körül stabilizálódik.

Az infláció dinamikája az átmeneti keresleti hatásokat tükrözi, azaz rövid távon az alappálya feletti, majd 2020 után az alatti értékekre számíthatunk. Mivel azonban a scenárióban a hosszú távú trend hatások dominálnak, ezért az infláció az alappályától az előrejelzési horizonton sehol sem tér el jelentősen.

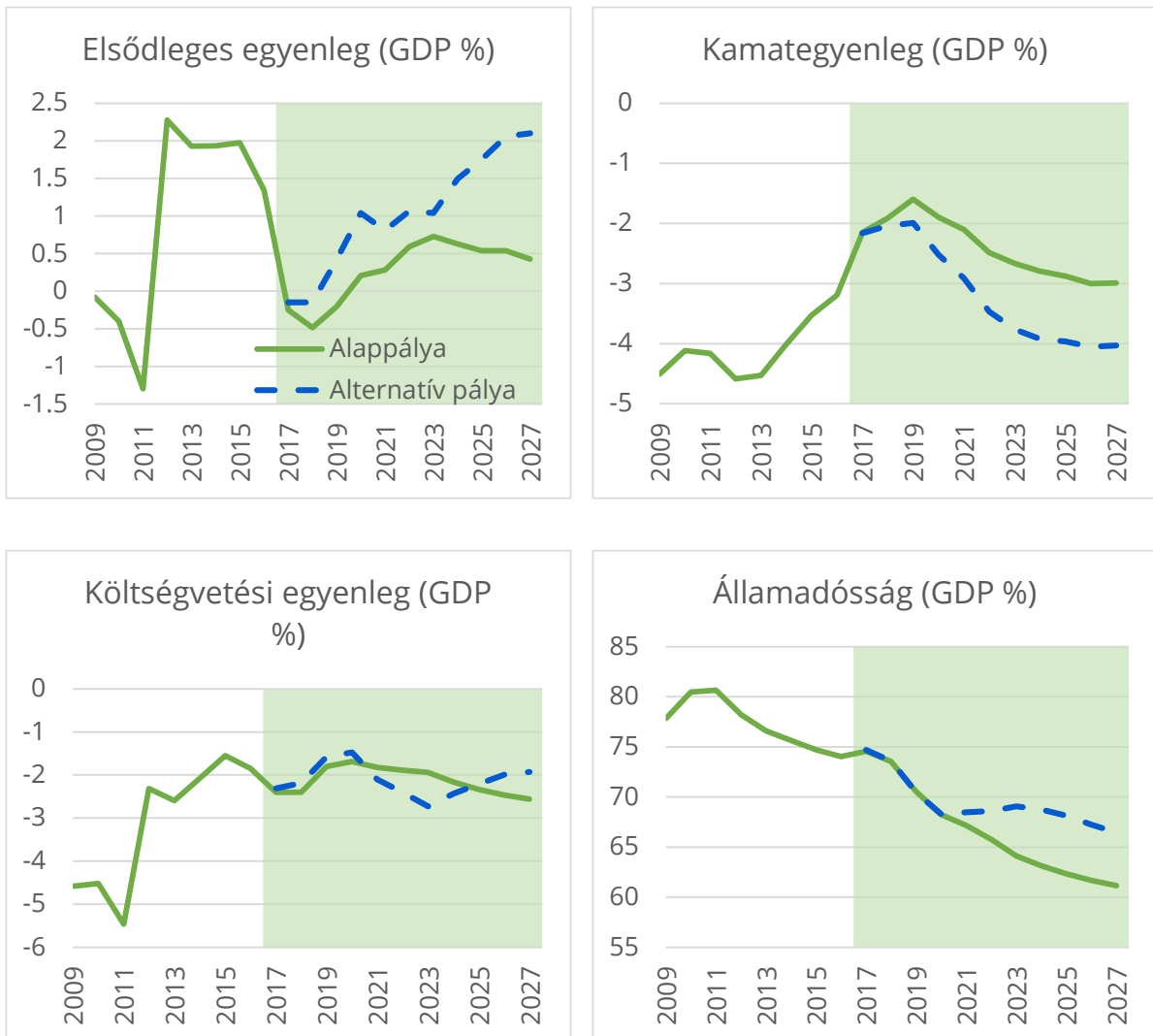
A kamatpálya a teljes horizonton és a hozamgörbe minden szakaszán az alap-előrejelzés felett alakul. Az előzőek szerint azonban ezt nem a magasabb infláció, hanem a megnövekedett kockázati prémium és a lassabb reálfelértékelődés eredményezi. A nominális árfolyam szintje ennek megfelelően az alappályánál gyengébb lesz.

Költségvetési folyamatok

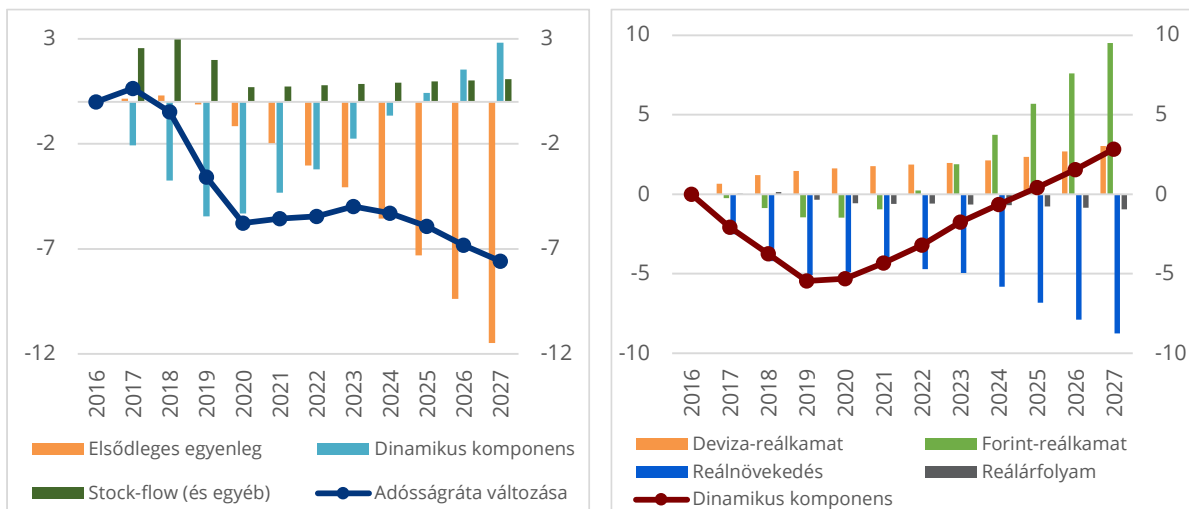
A megemelkedő hozamok következtében a kamategyenleg jelentősen romlik, amit a költségvetés az elsődleges egyenleg nagyobb többletével próbál meg ellentételezni. A 2020-ig terjedő időszakban, többek között a kedvezőbb ciklikus komponensnek köszönhetően, ez sikerül is, és mind az egyenleg, mind az adósság az alappályához közel halad.

Ezután azonban költségvetés elsődleges többletének markáns emelkedése sem tudja el-lensúlyozni a kamatkidadások növekvő arányát, így államadósságunk sokkal lassabb mértékben csökken. A dinamikus komponens, azon belül is leginkább a forint reálkamatának jelentős emelkedése, az államadósság csökkenését jelentősen lassítja, sőt, az adósságráta az uniós támogatások alapadása utáni pár évben még némileg növekedhet is.

5.19. ábra: kétsebességes Európa: költségvetési mutatók



5.20. ábra: kétsebességes Európa: az államadósság dinamika dekompozíciója (2016-tól kumulált GDP-arányos változások, %)



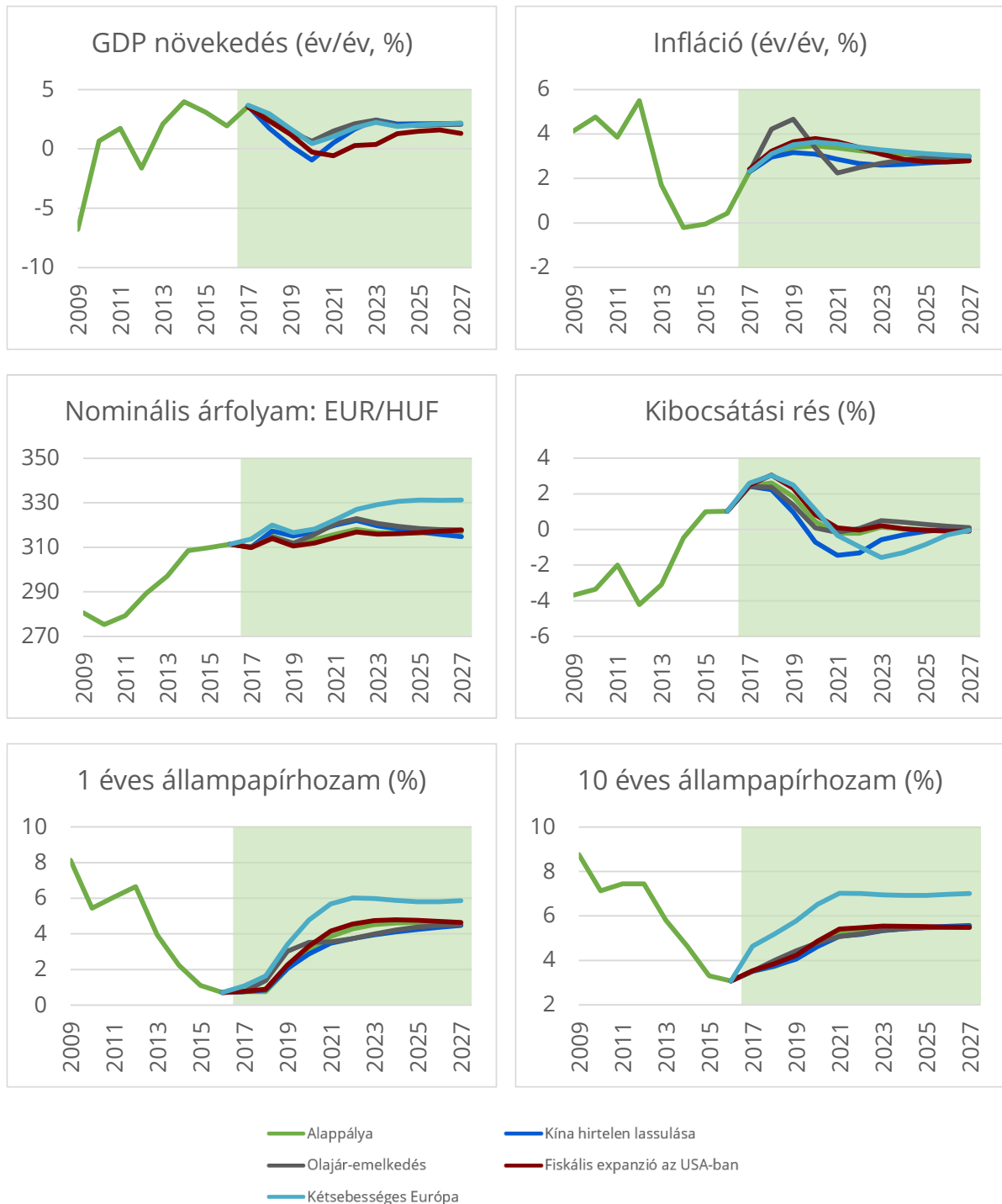
6 Következtetések

A magyar GDP-arányos államadósság 2011-et követően csökkenő pályára állt, és az akkori 81 százalékos csúcstól egészen 75 százalékig süllyedt 2017 első negyedévére. Ezt a szigorú költségvetési politika mellett főként a 2014-től fellendülő növekedés tette lehetővé. A 2016-os évben lelassult a magyar növekedés az uniós források megtorpanásával párhuzamosan, ez ugyanakkor nem okoz tartós lassulást az elkövetkező években, az új uniós költségvetési ciklusban újra fellendülhet a magyar gazdaság és folytatódhat az adósságráta csökkenése. Alappályánk szerint 2027-re a GDP-arányos adósságmutatónk egészen 62 százalékig süllyedhet.

Az eddig végbemenet csökkenés is fontos szerepet játszott az ország sérülékenységének mérséklésében, de a kormányzat 2012-től kezdődően több célzott intézkedést is végrehajtott, hogy az adósság szerkezetét átalakítva tovább csökkentse az ország szuverén kockázatát.

Az adósságkezelő stratégiájának, illetve a jegybank önfinanszírozási programjának hatásaként az adósságunk devizaaránya jelentősen csökkent: a 2011-es 50 százalékos értékről egészen 24 százalékig süllyedt 2017 első negyedévére. Ezzel párhuzamosan a külföldi befektetők jelenléte is jelentősen csökkent a magyar állampapírpiacon, miközben nőtt a végbefektetőként viselkedő lakossági részarány. A folyamatok eredményeképpen 2017-ben már mind a három meghatározó hitelminősítő befektetésre ajánlja Magyarországot, stabil kilátásokkal. Ezen fejlemények ahhoz vezetnek, hogy az ország szuverén kockázati felára csökkenő tendenciát mutat, az adósságot pedig egyre olcsóbban finanszírozhatja a magyar állam.

6.1. ábra: az alternatív pályák összehasonlítása: hazai makrováltozók



Mindezek ellenére Magyarország bruttó adósságszintje a hasonló fejlettségű régiós országokhoz képest még mindig magasnak számít, és ez, az ország jelentős nyitottságával párosulva, azt eredményezi, hogy a magyar gazdaság teljesítménye és az államháztartás helyzete a külső fejleményekre továbbra is fokozottan érzékeny.

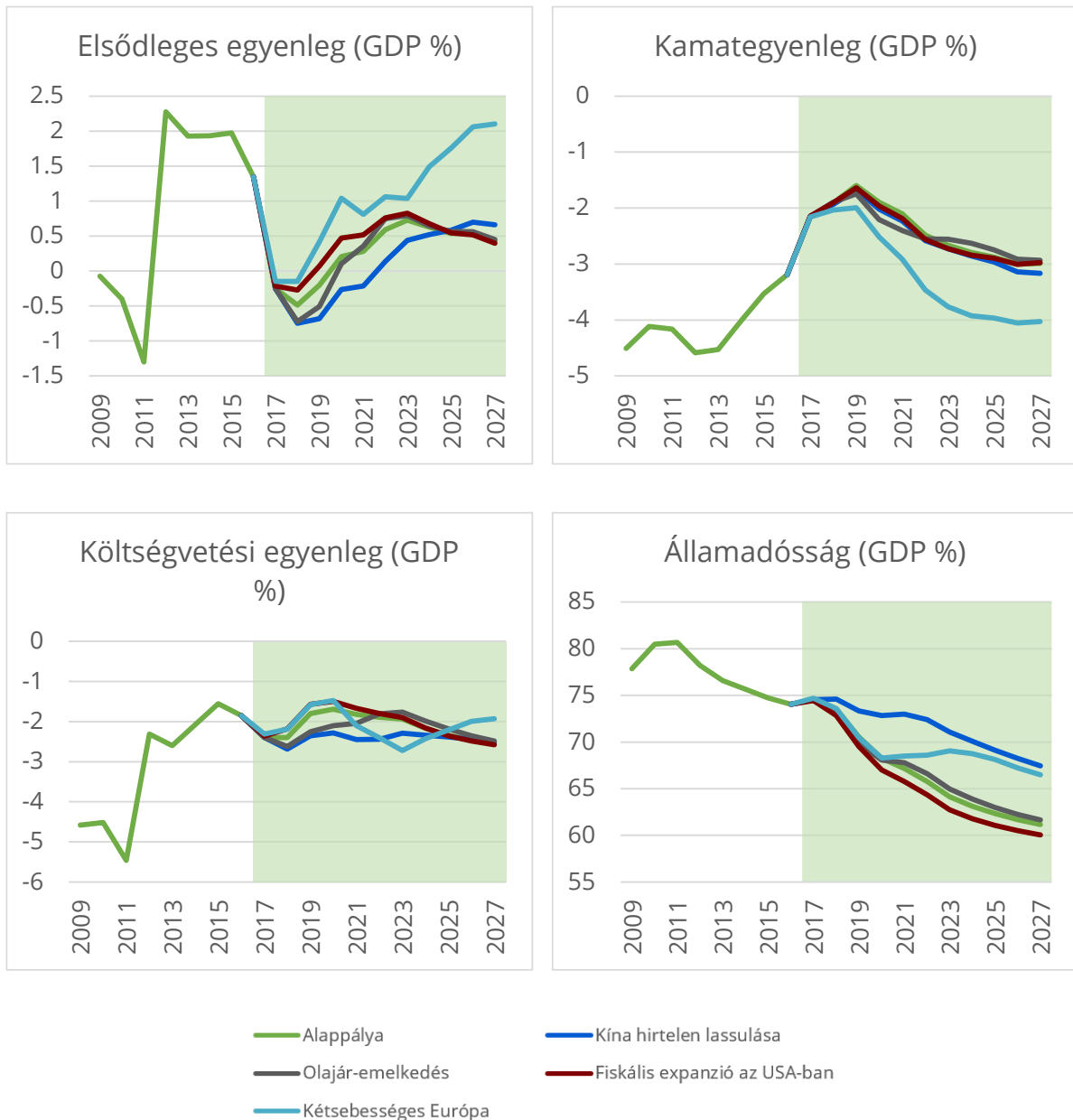
A ránk gyakorolt külső hatások feltérképezésére az alappálya elkészítése mellett négy alternatív forgatókönyvet vizsgáltunk. Ezek mind olyan nemzetközi pénzügyi, illetve reálgazdasági feltételezéseket jelenítenek meg, amelyek az alappályánkhöz képest kisebb valószínűségűek, de nem tekinthetők szélsőséges, válságszerű eseményeknek.

A négy forgatókönyvből következő alternatív gazdasági pályák érdemben különböznek egymástól, mind a súlyosságukat, mind pedig a lefutásukat tekintve. Az első forgatókönyvben a kínai hitelezési buborék „kipukkanásának” tovagyűrűző hatásait mutatjuk be, amely rövidtávon a négy scenárió közül a legerősebb növekedési veszteséget okozza, elsősorban indirekt módon, az európai gazdaságon keresztül. Ez a forgatókönyv az elsődleges egyenleg nagyobb kiigazítását követeli meg, de így is a leglassabb adósságcsökkenést eredményezi. A GDP-arányos államadósságunk ebben a kockázati szimulációban tíz év alatt pusztán hat százalékponttal csökken.

A második scenárióban az olajpiac ránk gyakorolt hatásait szemléltetjük egy olyan alternatív pályán, amikor az olajár kínálati okokból átmenetileg megemelkedik. Az olajársokk 2019-re közel öt százalékos éves inflációt eredményez, amely maga után vonja a belföldi kamatok emelkedését, illetve a nominális árfolyam leértékelődését. Ezen átmeneti sokk növekedési hatása nem számottevő, illetve az adósságpályánkon sem változtat érdemben az alappályához képest.

A harmadik forgatókönyvben azt próbáljuk megragadni, hogy az új amerikai elnök által vázolt gazdaságpolitikai elképzelések milyen tovagyűrűző hatással bírhatnak Magyarországra nézve. A feltételezett jelentős fiskális stimulus a direkt kereskedelmi kapcsolatokon keresztül az euróövezetben is kereslet-bővülést eredményez, aminek hatásaként a magyar növekedés rövid távon az alappálya felett alakulhat. Az átmeneti stimulus hosszútávú hatásai elenyészőek, ugyanakkor a vizsgált scenáriók közül ez az egyetlen, amelyben alacsonyabb, megközelítőleg 60 százalékos GDP-arányos adósságmutatót tudunk elérni 10 év alatt (főként az átmenetileg magasabb nominális növekedésnek köszönhetően).

6.2. ábra: az alternatív pályák összehasonlítása: költségvetési mutatók



Negyedik scenáriónk az Európai Unió alternatív integrációs jövőjét mutatja be. Ezen alternatív forgatókönyv szerint az EU kétsebességessé válik, és az euróövezet hatékonyabb működést eredményező integrációjából hazánk kimarad. Magyarország számára ez a kockázati forgatókönyv jár a legsúlyosabb következményekkel. A növekedésünk rövidtávú lassulását 2020-ban recesszió követi az uniós források elvesztésének következtében, amely tartósan is rontja a növekedési potenciálunkat. Ez a scenárió vezet a legmagasabb egyensúlyi kamatkörnyezethez, a legerőteljesebb forintgyengüléshez, illetve az elsődleges egyenleg legnagyobb mértékű romlásához. A GDP-arányos államadóságunk ebben a

környezetben 2020-tól átmenetileg újra emelkedő pályára áll, majd az előrejelzési horizontunk végén 67 százalékot ér el, érdemben elmaradva az alappályában előre jelzett 62 százaléktól.

Mivel egyik forgatókönyvünk sem válságszerű eseményeket mutat be, ezért mind a négy alternatív előrejelzés az adósságráta csökkenését vetíti előre. Azon eredményünk, mely szerint még a legsúlyosabb, és tartósan negatív hatású „kétsebességes Európa” esetében is 7 százalékpontnyi csökkenés megy végbe 10 év alatt az adósságmutatóban, véleményünk szerint a ráta csökkenésének robusztusságára utal.

7 Felhasznált irodalom

Antal, J., András, B. & Cseh, A., 2016. *A Magyarországot érő nemzetközi gazdasági és pénzügyi hatások és azok makrogazdasági és államháztartási következményei a 2016-2021-es időszakban*, Budapest: OGRResearch.

Eurostat, 2017. *News release*. [Online]

Available at: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8009160/2-03052017-AP-EN.pdf/a1d315bd-e14b-408e-8623-d2c3786d7cf7>

Federal Reserve System, 2017. *Beige Book*. [Online]

Available at: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/beige-book-default.htm>

Horváth, Á., András, B. & Szabó, B., 2015. *Áttekintés a világgazdaság középtávú folyamatairól és a magyar gazdaságra (növekedésre, államháztartásra) gyakorolt hatásáról*, Budapest: OGRResearch.

IMF, 2016. *Navigation the Transition: Trade and Financial Spillovers from China*.

IMF, 2017. *World Economic Outlook*. [Online]

Available at: <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/04/04/world-economic-outlook-april-2017>

Magyar Nemzeti Bank, 2017. *Fizetési Mérleg Jelentés*, Budapest: MNB.

Moody's Analytics, 2016. *The Macroeconomic Consequences of Mr. Trump's Economic Policies*.

Navarro, P., 2016. *Scoring the Trump Economic Plan: Trade, Regulatory, & Energy Policy Impacts*.

Tex Policy Center, 2016. *An Analysis of Donald Trump's Revised Tax Plan*.

8 Függelék

8.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Nominális Kamatláb														
Hazai állampapírhozam: 1 éves	%	1.1	0.7	0.7	0.7	2.0	3.0	3.9	4.3	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6
Külső kamatláb	%	0.2	0.0	0.0	0.5	0.8	1.7	2.7	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Árfolyam														
Nominális árfolyam	EUR/HUF	309.9	311.5	310.0	315.1	311.9	313.4	316.0	318.0	316.6	316.4	316.6	316.8	317.0
	év/év, %	0.4	0.5	-0.5	1.6	-1.0	0.5	0.8	0.7	-0.4	-0.1	0.0	0.1	0.1
Reálárfolyam trend	%	0.6	0.2	-0.9	0.3	-2.7	-1.2	-0.8	-0.6	-1.6	-1.2	-1.0	-1.0	-0.9
Árak														
Inflációs cél	év/év, %	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Fogyasztói árindex	év/év, %	0.0	0.4	2.3	3.1	3.4	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0
GDP deflátor	év/év, %	1.7	1.0	2.5	3.1	3.5	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0
GDP														
Reál GDP	év/év, %	3.1	2.0	3.7	2.6	1.7	0.5	1.1	1.9	2.4	2.0	2.1	2.1	2.2
Nominális GDP	év/év, %	4.9	3.0	6.3	5.8	5.2	4.1	4.6	5.3	5.6	5.2	5.2	5.3	5.3
Kibocsátási rés	%	1.0	1.0	2.4	2.6	1.9	0.4	-0.2	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Fiskális változók														
Költségvetési egyenleg	GDP %	-1.6	-1.8	-2.4	-2.4	-1.8	-1.7	-1.8	-1.9	-1.9	-2.2	-2.3	-2.5	-2.6
Elsődleges egyenleg	GDP %	2.0	1.3	-0.3	-0.5	-0.2	0.2	0.3	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
Nettó kamatkiadás	GDP %	-3.5	-3.2	-2.1	-1.9	-1.6	-1.9	-2.1	-2.5	-2.7	-2.8	-2.9	-3.0	-3.0
Strukturális egyenleg	GDP %	-1.8	-2.0	-1.9	-1.8	-1.8	-1.7	-1.7	-1.8	-2.0	-2.2	-2.3	-2.4	-2.5
Államadósság	GDP %	74.7	74.1	74.5	73.5	70.5	68.2	67.2	65.8	64.1	63.1	62.3	61.7	61.2
Fiskális impulzus	GDP %	0.5	0.5	0.9	1.7	0.8	0.0	-0.1	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0