

**A Magyarországot érő nemzetközi gazdasági  
és pénzügyi hatások és azok makrogazdasági  
és államháztartási következményei  
a 2016-2021-es időszakban**

Tanulmány a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2016. augusztus 5.



András Bence – Antal Judit – Cseh András

## Vezetői összefoglaló

A 2008-ban kitört pénzügyi válság óta végbement jelentős mérlegalkalmazkodás, a szigorú költségvetési politika, valamint a kormányzat célzott intézkedéseinek hatására érdemben csökkent hazánk sérülékenysége. Így az ország a korábbi években jellemzőnél kisebb mértékben van kitéve a befektetői klíma ingadozásainak. Ennek ellenére, az ország nyitottságából fakadóan, valamint a hasonló fejlettségű uniós országokhoz képest továbbra is magas adósságszintek miatt a nemzetközi pénzügyi és gazdasági folyamatok továbbra is meghatározó jelentőségűek mind a növekedés, mind a hosszabb távú fenntarthatóság szempontjából.

Elemzésünkben a külső feltevések szempontjából konzervatív, hazánk középtávú növekedési lehetőségeivel kapcsolatban ugyanakkor bizakodó alappályánk mellett négy alternatív scenáriót mutatunk be. Ezek egy-egy olyan nemzetközi pénzügyi, illetve reálgazdasági scenáriót dolgoznak fel, amelyek az alappályához képest érdemben alacsonyabb valószínűségűek, de egyikük sem tekinthető szélsőséges, válságszerű forgatókönyvnek. A négy forgatókönyv közül kettő („*A kínai növekedés markáns lassulása, nyersanyagár-csökkenés*”; illetve az „*Olajár-emelkedés – kínálati okokból*”) átmeneti negatív sokkok hatását térképezi fel, kettő pedig egy-egy markáns, perzisztens hatásokkal járó, erősen optimista, illetve pesszimista forgatókönyvet modellez („*Koordinált strukturális reformok az Európai Unióban*”; illetve „*Az Európai Unió elhúzódó válsága, tartós kockázati prémium emelkedés*”). A két markáns forgatókönyv érdemi hatást gyakorol a kockázati prémiumra, a hosszabb távú növekedési kilátásokra, és a potenciális növekedésre.

*Alappályánkban* azt feltételezzük, hogy a világgazdasági növekedés fokozatosan gyorsul és a negatív kibocsátási rés csak lassan záródik Európában. Ebben a túlzott eladósodás, a magas adósságterhek és a strukturális reformok hiánya mellett a britek uniós kilépése, azaz a Brexit miatti megnövekedett bizonytalanság is szerepet játszik. Kínában a várakozásoknak megfelelően folytatódik a modellváltás, ami a növekedés jelentős mértékű lassulásához vezet, de a kibocsátás bővülésének üteme továbbra is robusztus, 6 százalék felett alakulhat 2016-2017-ben. Az olajárak az előrejelzési horizonton a határidős áraknak megfelelően fokozatosan emelkednek. Magyarországon az uniós transzferek csökkenése miatt visszafogott beruházási aktivitás és a külső kereslet lassulása következtében a reálgazdasági növekedés átmenetileg tovább mérséklődik 2016-ban. 2017-ben ugyanakkor jelentős növekedésgyorsulást okozhatnak a költségvetési intézkedések. A költségvetési lazítás okozta – részben átmeneti – gyorsulást követően a kibocsátás növekedési üteme fokozatosan emelkedő pályára állhat, és az előrejelzési időszak végén 2,5 százalék körül alakulhat.

A négy forgatókönyvben vizsgált – szélsőségesnek nem tekinthető – feltevések igen eltérő makrogazdasági pályát vetítenek előre. A kínai növekedés markáns lassulását vizsgáló forgatókönyvben a GDP reálnövekedési üteme átmenetileg lassul, az infláció pedig tartósan alacsonyabb, mint az alappályában. Az olajárak számottevő emelkedése esetén az infláció megugrását a növekedés átmeneti visszaesése, majd korrekciója kíséri. Az EU válsága esetén azonban a GDP reálnövekedése tartósan alacsonyabb az alappályában vártnál és a kibocsátási rés a negatív tartományba kerül. Ezzel szemben az unió koordinált reformját feltételező scenárió a kockázati prémium tartós csökkenésével és ezzel összefüggésben a potenciális kibocsátás és a GDP-növekedés markáns gyorsulásával számol.

Az eltérő növekedéssel, inflációs dinamikával, hozam- és árfolyamalakulással jellemezhető forgatókönyvekben a fiskális mutatók dinamikája is igen eltérő. A költségvetési hiány elsősorban a növekedés, valamint a kamatkidadások eltérő dinamikája miatt tér el egymástól. Az alappályában, a kínai növekedés lassulásáról, valamint az unió átfogó reformjáról szóló forgatókönyvekben a hiány átmeneti emelkedés után csökkenő pályára áll, és a teljes kivetítési horizonton biztonságos távolságban marad az unió fiskális szabályrendszerének sarokkövét jelentő 3 százalékos kritériumtól. Ezzel szemben az olajárak emelkedését, illetve az unió elhúzódó válságát vizsgáló forgatókönyvekben a költségvetési hiány rövidebb-hosszabb ideig 3 százalék közelében ingadozik, de tartósan nem haladja meg azt.

Ugyan igen eltérő mértékben, de mind az alappálya, mind az alternatív scenáriók az államadósság-ráta kumulált csökkenését vetítik előre a következő 6 évre. Az alappálya 10 százalékpontos adósságráta-csökkenést jelez előre, miközben az unió koordinált reformja esetén a mérséklődés eléri a 14 százalékpontot. A leginkább pesszimista, az unió elhúzódó válságát vizsgáló forgatókönyvben ugyanakkor az adósságcsökkenés átmenetileg megtörik. Míg a költségvetési hiány ebben a forgatókönyvben sem haladja meg tartósan és érdemben a 3 százalékos maastrichti hiánykritériumot, az adósságráta csökkenése várhatóan nem felel meg az unió adósságszabályának.

Összességében a pesszimista forgatókönyvek mellett is csökkenő adósságdinamika a folyamatok robusztusságára utal. Az államadósság-ráta még egy számottevően kedvezőtlenebb, az adósság „kinövését” kevésbé támogató külső környezetben is az évtized végére tovább csökkenhet. Ennek hatására az ország sérülékenysége mérséklődhet, ami a kockázati prémium csökkenésén keresztül támogatja a növekedési kilátásokat.

# Tartalomjegyzék

1	Bevezető.....	5
2	Meghatározó hazai trendek.....	9
2.1	Makrogazdasági helyzetkép .....	9
2.2	Külső sérülékenység .....	12
2.3	Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság, finanszírozási szerkezet .....	16
2.3.1	Költségvetési hiány.....	16
2.3.2	Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői.....	17
2.3.3	Az államadósság finanszírozási szerkezete .....	20
3	Meghatározó nemzetközi trendek.....	24
3.1	Növekedés .....	24
3.2	Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	31
3.3	Nyersanyagárak .....	33
4	Középtávú előrejelzésünk alappályája .....	38
5	Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra .....	50
5.1	Kínai növekedés markáns lassulása, nyersanyagár-csökkenés .....	50
5.2	Európai Unió elhúzódó válsága, tartós kockázati prémium emelkedés.....	57
5.3	Olajár-emelkedés – kínálati okokból .....	64
5.4	Koordinált strukturális reformok az Európai Unióban .....	70
6	Következtetések.....	78
7	Felhasznált irodalom.....	82
8	Függelék .....	85
8.1	Külső blokk impulzus válaszai .....	85
8.1.1	Külső keresleti sokk .....	85
8.1.2	Külső inflációs sokk.....	86
8.1.3	Külső monetáris politikai sokk.....	87
8.1.4	Átmeneti külső kockázati prémium sokk .....	88
8.2	Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói.....	89

## 1 Bevezető

Tanulmányunkban áttekintjük a világgazdaság középtávú folyamatait, különös tekintettel a pénz- és olajpiaci tendenciákra. Ezt követően – középtávú alap-előrejelzésünk mellett – négy alternatív forgatókönyvet vázolunk fel, majd modellalapú szimulációk segítségével számszerűsítjük és részletesen elemezzük ezek hatását a magyar gazdaságra és az államháztartásra. A tanulmány felfrissítése, kiegészítése és továbbgondolása a tavalyi, hasonló tárgyú elemzésünknek.<sup>1</sup>

Magyarország kis és nyitott gazdaság, így a nemzetközi reálgazdasági és pénzügyi folyamatok jelentős hatást gyakorolnak a hazai tendenciákra. A gazdaság és az államháztartás világgazdasági folyamatoknak való kitettségét ugyanakkor jelentősen befolyásolja, hogy hogyan alakul középtávon az ország sérülékenysége, ezen belül az államadósság szintje, tulajdonosi köre, lejárat- és devizaszerkezete. Ezért részletesen elemezzük, hogyan alakulnak a középtávú finanszírozási folyamatok fenti dimenziói Magyarországon.

A 2008-as gazdasági válság drasztikus alkalmazkodási folyamatot indított el a magyar gazdaságban. A külső finanszírozási források beszűkülése, a finanszírozási költségek jelentős emelkedése, valamint az árfolyam gyengülése mind a lakosság, a vállalatok és az államháztartás esetében a kereslet – a fogyasztás és a beruházás – hirtelen és jelentős visszaesését vonta maga után. A belső kereslet – a rendelkezésre álló jövedelem-visszaesést meghaladó – korrekciója a megtakarítások emelkedését, így az ország külső finanszírozási igényének hirtelen csökkenését vonta maga után. 2009-ben a magyar gazdaság az éveken át tartó masszív tőkebevonás és eladósodás után, a rendszerváltást követő időszakban először, nettó megtakarítói pozícióba került. A külfölddel szembeni növekvő mértékű megtakarítói pozíció pedig lehetővé tette a nettó külső tartozás- és adósságállomány jelentős csökkenését. Ezek a folyamatok mind a teljes gazdaság, mind az egyes szektorok mérlegében tetten érhetők.

A válság által kiváltott elkerülhetetlen alkalmazkodási folyamat mellett az elmúlt években a magyar kormányzat látványos erőfeszítéseket tett azért, hogy az ország külső sokkokkal szembeni sérülékenységét tovább csökkentse. Egy ilyesfajta stratégia kidolgozása és fokozatos végrehajtása elengedhetetlen volt, figyelembe véve a régiós összevetésben kimagasló adósságmutatóinkat és a kedvezőtlen hitelminősítői besorolásunkat. A fegyelmezett

---

<sup>1</sup> Horváth Ágnes – András Bence – Szabó Barna: Áttekintés a világgazdaság középtávú folyamatairól és a magyar gazdaságra (növekedésre, államháztartásra) gyakorolt hatásáról, Tanulmány a Költségvetési Tanács részére, OGREsearch Budapest, 2015. november 16.

költségvetési politika, lakossági devizahitelek forintosítása, a magyar államadósság belföldi, forintalapú forrásokkal való újrafinanszírozása, a rövid lejáratú külső adósság csökkentését célzó intézkedések érdemben csillapították a külpiazi hangulatváltozásokból eredő turbulenciák magyar gazdaságra gyakorolt hatását. Ebben további szerepet töltött be az államadósság-kezelő stratégiája is, amely növekvő egyre szerepet szán a lakossági finanszírozásnak.

Az eredmények fokozatosan fejtik ki kedvező hatásukat. A magyar szuverén felárak egyenletes csökkenést mutattak az elmúlt években. A kockázati mutatók javulása mellett a három meghatározó hitelminősítő közül az egyik a magyar befektetések adóskockázati besorolását is javította. Magyarországot 2012-ben mindhárom meghatározó hitelminősítő (Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's) az úgynevezett befektetésre nem ajánlott kategóriába sorolta. 2015-ben a Fitch és a Moody's pozitívrá változtatta az ország minősítésének kilátását. 2016 májusában a Fitch Ratings ismét befektetésre (BBB-) ajánlotta a magyar szuverén adósságot.

Bár Magyarország külső sérülékenysége érdemben csökkent a korábbi évekhez képest, e kis és igen nyitott gazdaság továbbra is erősen függ a világgazdasági folyamatoktól. Ezért a magyar gazdasági kilátásokat, a költségvetés és az adósságpálya fenntarthatóságát kizárólag a külső fejlemények figyelembevételével lehet teljeskörűen értékelni.

A magyar gazdaságot sok olyan külső tényező is alakítja, amelyre a hazai gazdaságpolitikai intézkedéseknek nincs hatásuk, és ezek a döntéshozók számára adottságként jelennek meg. A magyar növekedés nagyfokú együttmozgást mutat az európai folyamatokkal, kockázati megítélésünk pedig a feltörekvő piacokéval. Mindezen túlmenően az ország jelentős nettó energiaimportőr pozíciója miatt az olajárak alakulása is jelentős hatással bír a hazai folyamatokra. Így Magyarország – ha csökkenő mértékben is – a legtöbb globális kockázatnak továbbra is ki van téve, melyek feltérképezése, elemzése elengedhetetlen, amikor a makrogazdasági és fiskális változóink előrejelzési bizonytalanságát értékeljük. Ezt figyelembe véve, gazdasági értékelésünk és előrejelzésünk folyamán kiemelten kezeljük a külpiazi fejleményeket. A külső hatásokat egy szimultán, a makrogazdasági és fiskális változók közötti visszacsatolásokat is megragadó modellel mutatjuk be. Így az egyes kockázati tényezők teljes aggregált hatása is számszerűsíthető.

Elemzésünkben a külső feltevések szempontjából konzervatív, hazánk középtávú növekedési lehetőségeivel kapcsolatban ugyanakkor bizakodó alappályánk mellett négy alternatív forgatókönyvet vizsgáltunk meg:

1. A globális kockázatok közül kiemelt helyet érdemel a *kínai gazdaság modellváltása*, és annak a világgazdaságra gyakorolt hatása. Három és fél évtizednyi kimagasló növekedést

követően Kína gazdasága lassul. Mivel a legtöbb kimagasló növekedési periódust átélta ázsiai ország hirtelen lassuláson ment keresztül, ezért Kína esetében is számolni kell egy hasonló forgatókönyvvel. Magyarország és Kína közvetlen kereskedelmi kapcsolata nem kimagasló, ugyanakkor a közvetett – például Németországon keresztüli – kapcsolataink már jelentősek, különösen az autóiparunk miatt. Másrészt Kína mind közvetlenül, mind közvetetten meghatározó szerepet játszik a nyersanyagárak alakulása szempontjából. Ennek feltárására külön forgatókönyvben elemezzük a kínai *gazdaság markánsabb lassulásának és az ezzel összefüggésben kialakuló nyersanyagár-csökkenésnek a következményeit*.

2. A magyar gazdaság szempontjából meghatározó szerepet tölt be az uniós tagországok gazdasági helyzete és az Európai Unió (EU) jövője. Az Unió válságból történő kilábalása lassú, elhúzódó folyamat. Az elmúlt években az EU és az euroövezet gazdasági növekedése elmaradt az Amerikai Egyesült Államokétól (USA) és bár az uniós világgazdasági szerepe továbbra is jelentős, a válság kitörése óta érdemben csökkent. Az elmúlt években a kilábalást lassította a számos nagy európai gazdaságban megfigyelhető és részben a válság örökségének tekinthető túlzott mértékű eladósodás, a növekedést támogató strukturális reformok hiánya, a fiskális mozgástérrel rendelkező országokban a beruházási hajlandóság alacsony volta, a növekedés támogató monetáris politika természetes korlátai, valamint olyan negatív visszacsatolások – pl. munkapiaci hiszterézis, az óvatossági motívumok felerősödése – amelyek hozzájárulnak az alacsony növekedés konzerválásához. A fenti folyamatok következtében megnövekedett a kockázata annak, hogy *Európában az elhúzódó stagnálás* (secular stagnation) időszaka köszönt be, ami tovább mélyítheti a számos országban fenyegető adósságválságát, a *kockázati prémiumok tartós és számottevő növekedését* okozva. Mindemellett a válság kialakulásához hozzájárulhat, azt tovább mélyítheti, ha a brit példát követve más országok is az uniós elhagyása mellett döntenek.
3. Magyarország, mint nettó energiaimportőr igen érzékenyen reagál az *olaj- és egyéb energiaárak* alakulására. Míg az olajárak csökkenése a cserearány javulásán és így a rendelkezésre álló jövedelem növekedésén keresztül kedvező hatást gyakorolhat a kibocsátásra, az olajárak emelkedése ezzel ellentétes hatást fejthet ki. Különösen így van ez abban az esetben, ha a nyersanyagárak elsősorban kínálati okokból változnak. A külpiaci kereslet számottevő változása ugyanis részben vagy akár egészben semlegesítheti a cserearány-változás növekedési hatását. 2016 első felében az olajárakban jelentősebb korrekció volt megfigyelhető. Míg 2014-től az olaj ára jelentősen mérséklődött, 2016-ban

elsősorban átmeneti termeléskihagyások, azaz a kínálati tényezők hatására, az olaj ára megkétszereződött. A nagy nemzetközi intézményekkel összhangban alappályánkban nem számítunk az olajárak folytatódó emelkedésre, ugyanis a piacot továbbra is gyenge kereslet és relatív túlkínálat jellemzi. Ugyanakkor jelentősége miatt fontosnak tartottuk külön forgatókönyvben megvizsgálni *egy esetleges kínálati eredetű olajár-emelkedés* makrogazdaságra és államháztartásra gyakorolt hatásait.

4. A Brexit számottevő kockázatot jelent középtávon a növekedés és az unió jövője szempontjából. A brit kiválás konkrét kivitelezésének bizonytalansága mellett ugyanis növekedtek az unió kohéziójával kapcsolatos kockázatok is. A Brexit, az EU tartós növekedési hátránya az USA-val szemben, a fejlett gazdaságok adósságválságának elmélyülése ugyanakkor egyre nyilvánvalóbbá teszi, hogy a tartósan lassú növekedés csak a gazdaságpolitikák átgondolása, *összehangolt strukturális reformok* bevezetése és az unió fiskális és pénzügyi stabilitási kereteinek megreformálása mellett kerülhető el. Egy uniós szintű cselekvési terv kidolgozása és elkötelezett végrehajtása jelentős mértékben javíthatná hazánk növekedési kilátásait, mind a külső kereslet növekedésén, mind a kockázati prémium tartós csökkenésén keresztül. Elemzésünkben ezért külön forgatókönyvben vizsgáljuk ezt az optimista pályát.

Tanulmányunk a továbbiakban az alábbi szerkezetet követi: A 2. fejezetben áttekintjük a meghatározó hazai gazdasági trendeket, különös tekintettel a külső sérülékenységi mutatókra, a költségvetési hiány, az államadósság alakulására, valamint az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) finanszírozási stratégiájára. A 3. fejezetben bemutatjuk a nemzetközi gazdasági trendeket és keretes írásokban kiemelten tárgyaljuk a meghatározó jelentőségű folyamatokat, illetve kockázatokat. Négy témát vizsgálunk kiemelten: (1.) a Brexit következményeit; (2.) az euroövezetben tapasztalható, elhúzódó stagnálás (secular stagnation) okait; (3.) a kínai modellváltást és az azzal kapcsolatos kockázatokat és végül (4.) az olajkitermelő országok olajárcsökkenés által kiváltott markáns alkalmazkodását. A 4. fejezet tárgyalja a középtávú előrejelzésünk alappályáját, az 5. fejezet pedig négy kiemelt világgazdasági témát dolgoz fel egy-egy alternatív forgatókönyv formájában, és bemutatja ezek hatását mind a növekedési kilátásokra, mind a költségvetési mutatókra és az államadósság finanszírozási terheinek megváltozására. Végül a 6. fejezetben röviden összefoglaljuk a legfontosabb következtetéseinket.

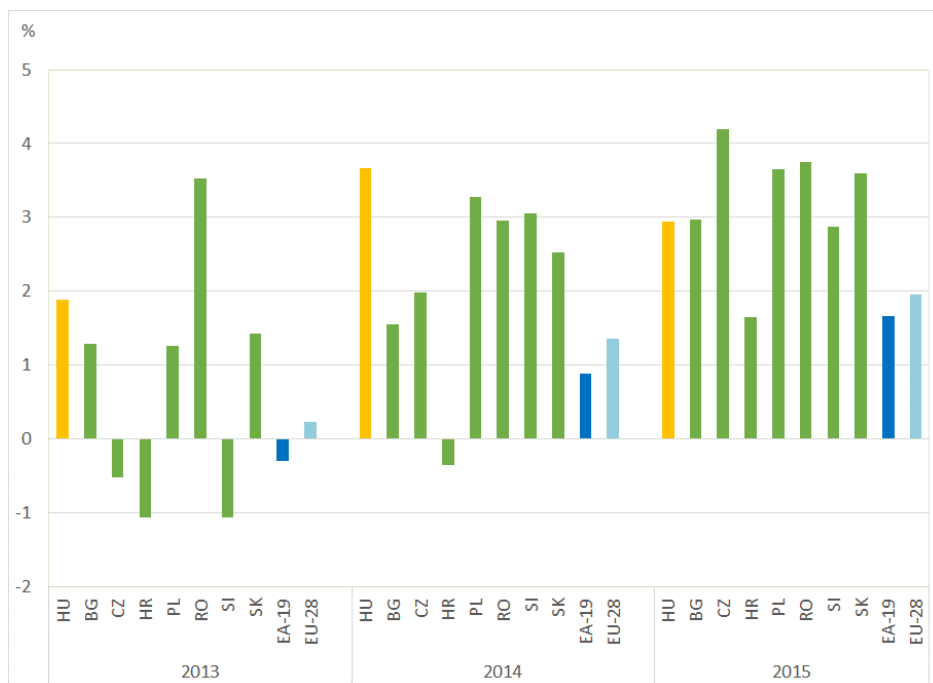


## 2 Meghatározó hazai trendek

### 2.1 Makrogazdasági helyzetkép

A GDP reálértékben 2,9 százalékkal bővült 2015-ben, ami ugyan lassulást jelent a 2014-ben tapasztalt 3,7 százalékos értékhez képest, de robusztus növekedésnek tekinthető mind régiós, mind uniós viszonylatban (Ábra 1). A növekedést a masszív külső kereslettel összefüggésben bővülő export mellett a lakossági fogyasztás számottevő élénkülése támogatta. Termelési oldalról elsősorban az ipar és az szolgáltató szektor teljesítménye járult hozzá a bővüléshez.

*Ábra 1: A GDP reálnövekedési üteme a régiós országokban, valamint az EU-ban és az Euroövezetben (%)*



*Forrás: AMECO*

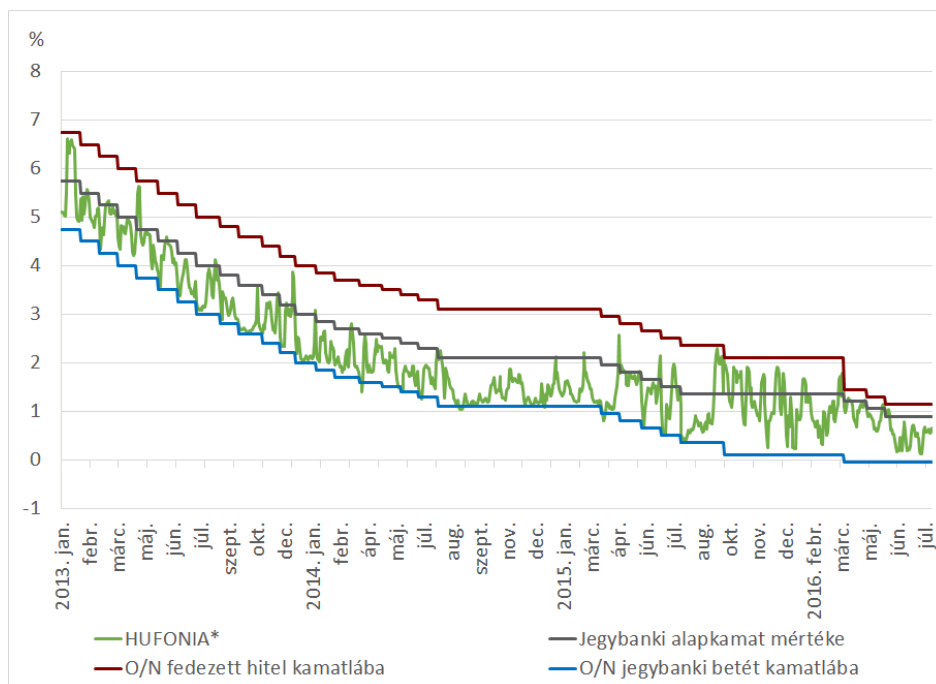
Ugyan a beruházások bővülése – elsősorban a jelentős autópiaci beruházások kifizetése miatt – lassult 2014-hez képest, a belső kereslet növekedéséhez nagyban hozzájárult, hogy a 2006-2013 közötti uniós költségvetés lezárásával összefüggésben<sup>2</sup> az uniós transferek rekordszintre emelkedtek. A lakossági fogyasztás bővülésében szerepet játszott a rendelkezésre álló reáljövedelem emelkedése, a munkanélküliség csökkenése és az ezzel párhuzamosan javuló fogyasztói bizalom.

<sup>2</sup> A lehívásokra és a kifizetések mintegy két éves késéssel kerül sor.

Elsősorban a privát foglalkoztatás, valamint a közfoglalkoztatás bővülésének köszönhetően a munkanélküliség 6,9 százalékra mérséklődött, ami alacsonyabb a válság kitörése előtti szintnél. Eközben az aktivitási ráta érdemben meghaladja a 2006-2007-es szintjét. A privát foglalkoztatottság emelkedésével egyes ágazatokban már egyértelműen munkaerőhiány alakult ki. A feszesebbé váló munkapiaci körülményekkel párhuzamosan a bérnövekedés is gyorsult 2015-ben.

A növekedést segítette az elmúlt évek tendenciájának megfelelően továbbra is támogató monetáris politika. Az MNB a 2014 végén jellemző 2,1 százalékos szintről 2015 júliusára 5 egyenlő lépésben 1,35 százalékra mérsékelte az alapkamatot. A kamat csökkentése mellett a jegybank az eszköztárában további átalakításokat vitt végbe, amelyek a rövid lejáratú bankközi hozamok csökkentését célozzák (pl.: aszimmetrikus kamatfolyosó bevezetése az irányadó instrumentum futamidejének párhuzamos hosszabbításával).

*Ábra 2. Jegybanki irányadó kamat, a kamat-folyosó és az egynapos bankközi kamat (HUFONIA), százalék*



*Forrás: Magyar Nemzeti Bank*

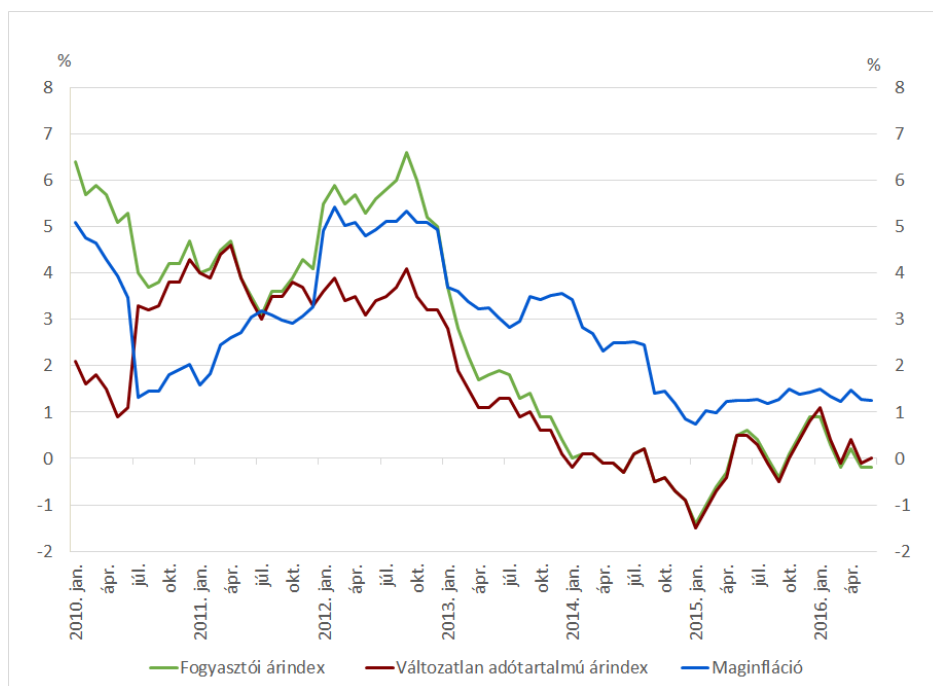
*Memo: A HUFONIA (Hungarian Forint Overnight Index Average) az az effektív overnight kamatláb, amely a bankközi piacon kötött összes overnight forinthitel és forintbetét ügyletek forgalommal súlyozott átlagos kamatlába.*

A fiskális politika enyhe keresletélénkítő hatást fejtett ki 2015-ben. A fiskális impulzus becslésünk szerint a GDP 0,3 százalékát tette ki, (bővebben lásd 2.3.1 fejezet). A hitelezési aktivitás eközben továbbra is gyenge maradt. Miközben a lakossági szegmensben a

lakáshitelek esetében enyhe élénkülés volt megfigyelhető, a vállalatoknak nyújtott új hitelek továbbra is elmaradtak a lejáró állománytól, azaz a hitelállomány tovább zsugorodott.

Az infláció továbbra is rendkívül visszafogottan alakult. 2015-ben az árszint enyhén csökkent 2014-hez képest. Az árcsökkenés elsősorban az importált inflációs folyamatokhoz, valamint az alacsony nyersanyag- és élelmiszerárakhoz volt köthető. Ugyanakkor az alacsony szinten horgonyzott inflációs várakozások, valamint a továbbra is mérsékelt – becslésünk szerint alig pozitív – kibocsátási rés miatt az adószűrt maginfláció enyhén mérséklődött (éves átlagban 1,2 százalékot tett ki).

*Ábra 3. Inflációs mutatók (előző év azonos hónapjához viszonyítva)*



Forrás: Magyar Nemzeti Bank

2016 első negyedében a szezonálisan igazított GDP mintegy 0,8 százalékkal csökkent az előző negyedévekhez képest, ami az előző év azonos negyedéhez képest 0,9 százalékos bővülést jelent. A kibocsátás visszaesésében meghatározó szerepe van az uniós transferek – új költségvetési ciklussal összefüggő – számottevő mérséklődésének, ami felhasználási oldalon elsősorban az államháztartás beruházási aktivitásának, termelési oldalon az építőipar visszaesésében tükröződik. Az EU-transzferek csökkenése részben az új programokra való átállás procedurális nehézségeire vezethető vissza, így átmenetinek tekinthető. Ugyanakkor az elkövetkező években az uniós transferek tartósan alacsonyabbak lesznek a 2015-ben tapasztalt kiugró szintnél. Emellett a gazdaság első negyedévi teljesítményében egyéb átmeneti tényező is szerepet játszott: egy meghatározó autóiipari cég magyarországi gyára modellváltás következtében ideiglenesen jelentős mértékben csökkentette hazai termelését.

A második negyedéves ipari termelési adatokban és ezen belül a járműgyártásban is jelentős mértékű pozitív korrekció volt tapasztalható.

2016 első félévében az infláció továbbra is alacsony, nulla százalékos szint körül ingadozott, ugyanakkor a feszesebbé váló munkapiac hatására a bérnövekedés tovább gyorsult, így a továbbra is alacsony infláció elsősorban a rendkívül alacsony importált inflációhoz köthető. A 2016 első felében megfigyelhető olaj- és nyersanyagár korrekció egyelőre nem gyakorolt érdemi hatást az áralakulásra.

## 2.2 Külső sérülékenység

A 2008-as gazdasági válság drasztikus alkalmazkodási folyamat indított el a magyar gazdaságban. A finanszírozási képesség emelkedéséhez a folyó fizetési és a tőkemérleg gyakorlatilag minden résztétele hozzájárult, de legnagyobb mértékben a nettó export emelkedett, ami a válság kezdeti időszakában a belső kereslet zsugorodása miatt mérséklődő importtal állt összefüggésben, miközben az export visszaesése ezzel ellentétes hatást váltott ki. A külső piacok regenerálódásával és új, jelentős autóiipari kapacitások kiépülésével az export növekedése is hozzájárult a folyó fizetési mérleg egyenlegének javulásához. A nettó export mellett a tőkemérleg többlete is emelkedett. A növekvő EU-transzfer beáramlás hatására a tőketranszfer egyenlege 2015-re a GDP 4 százaléka fölé emelkedett, ami több mint 3 százalékponttal magasabb a válság előtti szintnél (Ábra 4A finanszírozási képesség emelkedéséhez a folyó fizetési és a tőkemérleg gyakorlatilag minden résztétele hozzájárult, de legnagyobb mértékben a nettó export emelkedett, ami a válság kezdeti időszakában a belső kereslet zsugorodása miatt mérséklődő importtal állt összefüggésben, miközben az export visszaesése ezzel ellentétes hatást váltott ki. A külső piacok regenerálódásával és új, jelentős autóiipari kapacitások kiépülésével az export növekedése is hozzájárult a folyó fizetési mérleg egyenlegének javulásához. A nettó export mellett a tőkemérleg többlete is emelkedett. A növekvő EU-transzfer beáramlás hatására a tőketranszfer egyenlege 2015-re a GDP 4 százaléka fölé emelkedett, ami több mint 3 százalékponttal magasabb a válság előtti szintnél.

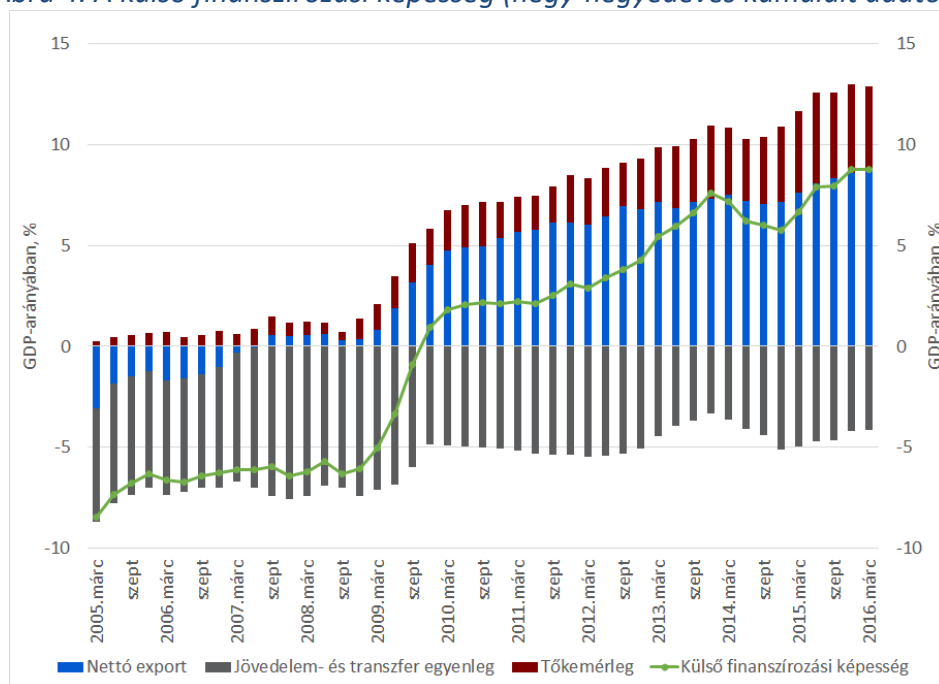
Ábra 4).

A külső finanszírozási források beszűkülése, a finanszírozási költségek jelentős emelkedése, valamint az árfolyam gyengülése mind a lakosság, a vállalatok és az államháztartás esetében a kereslet – a fogyasztás és a beruházás – hirtelen és jelentős visszaesését vonta maga után. A belső kereslet – rendelkezésre álló jövedelem-visszaesést meghaladó – korrekciója a megtakarítások emelkedését, így az ország külső finanszírozási igényének hirtelen csökkenését eredményezte. 2009-ben a gazdaság nettó megtakarítói pozícióba került, és a

2005-2007-ben jellemző, a GDP 7-8 százalékát kitevő nettó külső forrásbevonás után 2010-re az éves megtakarítói pozíció elérte a GDP 2 százalékát. Az elmúlt években a nettó külső finanszírozási képesség átmeneti ingadozásoktól eltekintve tovább emelkedett és 2016 első negyedében a négy negyedéves kumulált finanszírozási pozíció a GDP 8,8 százalékát tette ki.

A finanszírozási képesség emelkedéséhez a folyó fizetési és a tőkemérleg gyakorlatilag minden résztétele hozzájárult, de legnagyobb mértékben a nettó export emelkedett, ami a válság kezdeti időszakában a belső kereslet zsugorodása miatt mérséklődő importtal állt összefüggésben, miközben az export visszaesése ezzel ellentétes hatást váltott ki. A külső piacok regenerálódásával és új, jelentős autóiipari kapacitások kiépülésével az export növekedése is hozzájárult a folyó fizetési mérleg egyenlegének javulásához. A nettó export mellett a tőkemérleg többlete is emelkedett. A növekvő EU-transzfer beáramlás hatására a tőketranszfer egyenlege 2015-re a GDP 4 százaléká fölé emelkedett, ami több mint 3 százalékponttal magasabb a válság előtti szintnél.

Ábra 4. A külső finanszírozási képesség (négy-negyedéves kumulált adatok)

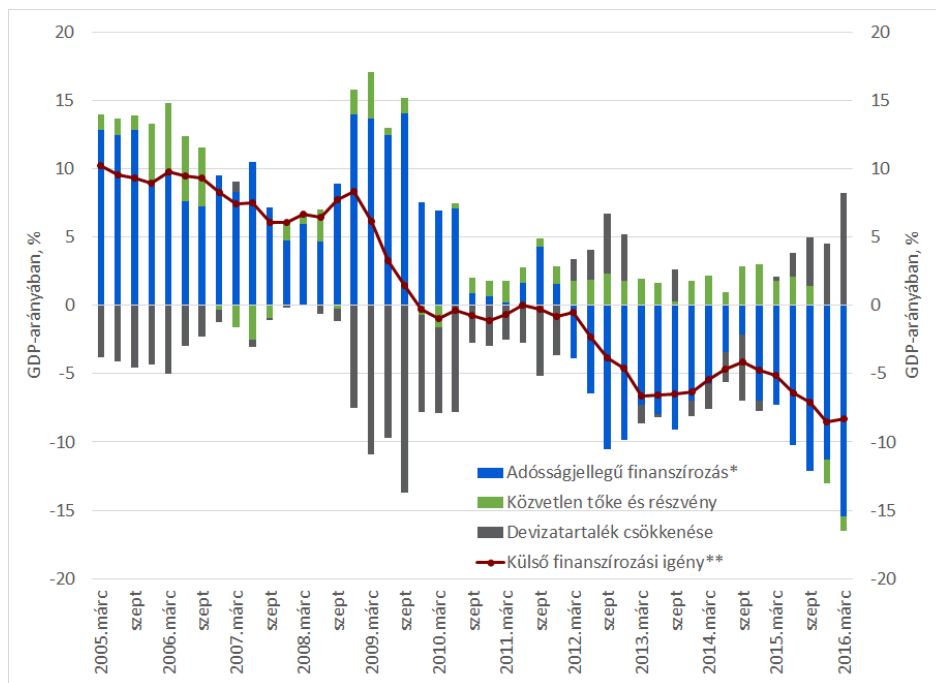


Forrás: MNB Statisztika, KSH, OGResearch számítás

A külfölddel szembeni növekvő mértékű megtakarítói pozíció „lehetővé tette” a nettó külső tartozás- és adósságállomány gyors csökkenését. Ezek a folyamatok mind a teljes gazdaság, mind az egyes szektorok mérlegeiben tetten érhetők: emelkedett a lakossági megtakarítások szintje, a költségvetési hiány korrekációjával csökkent az államháztartás finanszírozási igénye és a vállalati szektor is tartósan nettó megtakarítói pozícióba került.

A külső finanszírozás szerkezetét tekintve a gyors tartozáscsökkenés kedvező szerkezetben ment végbe. Az adósságjellegű források gyors leépülésével párhuzamosan a válság kitörése óta a nem adósságjellegű források, azaz a közvetlentőke és részvénybefektetések esetében nettó értelemben nem tapasztaltunk kiáramlást. Ebben csak a közelmúltban látszik változás: az elmúlt félévben a négy negyedéves kumulált adatok alapján a nem adósságjellegű források is csökkentek. A közvetlen tőketartozások válság alatti stabilitása részben a bankrendszer által elszenvedett veszteségek miatt elkerülhetetlen feltőkésítésekre vezethető vissza, ugyanakkor arra is utal, hogy a tulajdonosok legfeljebb a közvetlentőke befektetéseken a realizált profit egy részét „utalták haza”, azaz széles körben nem került sor a befektetések leépítésére.

Ábra 5. A külső finanszírozás szerkezete (négy-negyedéves kumulált adatok)



Forrás: MNB Statisztika, KSH, OGRsearch számítás, speciális célú vállalatok nélkül

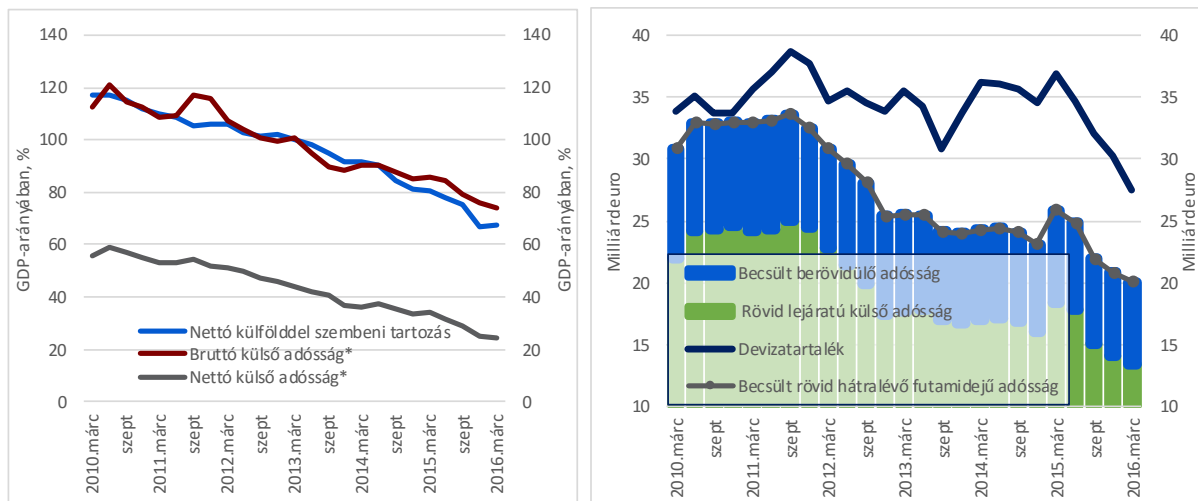
\* A közvetlen tőke alá tartozó tulajdonosi hitelek nélkül, \*\* A pénzügyi mérleg oldaláról, un. alulról számítva.

A nettó külső tartozás a 2010-ben tapasztalt „csúcsról” GDP 120 százalékáról 2016 első negyedévére a GDP 68 százaléka alá mérséklődött, azaz közel megfeleződött. A közvetlen tőke alá sorolt tulajdonosi hitelállomány nélkül vett nettó külső adósság pedig ugyanebben az időszakban a GDP közel 60 százalékáról 24 százalékra csökkent. A forráskivonás kedvező szerkezete következtében a nettó külső tartozáson belül arányaiban nőtt a nem adósságtípusú források szerepe, ami a befektetők szemében ugyancsak a sérülékenységet csökkentő tényező.

Ezzel párhuzamosan a bruttó adósságráta is gyorsan mérséklődött. Emellett a válság mélypontjához képest a külső adósság lejárat szerkezete kedvezőbb irányba mozdult el: csökkent a rövid lejáratú adósság aránya. A rövid adósság csökkenése következtében a legelfogadottabb devizatartalék-igény mutató, az MNB által is vizsgált úgynevezett Guidotti-Greenspan szabály által jelzett devizatartalék igény is érdemben mérséklődött.

A devizatartalék „felszabadulása” egyrészt lehetővé tette az államháztartás finanszírozási szerkezetének átalakítását: a devizaadósság forintadósságból történő törlesztését, másrészt fedezetet biztosított a lakossági devizahitelek forint-konverziójára, a lakossági devizakockázat állam által történő átvállalására. Mindkét lépés hozzájárult a gazdasági szereplők mérleg szerkezetének javulásához és a sérülékenység további mérsékléséhez.

Ábra 6. A külső adósság és tartozás mutatók és a devizatartalék fedezettség



Forrás: MNB Statisztika, KSH, OGREsearch számítás, Fizetési mérleg adatok - speciális célú vállalatok nélkül

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

Módszertan: Becslésünkben azt feltételeztük, hogy az eredeti futamidő szerint éven túli lejáratú adósság egy tizede jár le egy évben. Ez a becslési eljárás az utolsó adatpontra konzisztens az MNB, éven túli adósság lejárat szerkezetéről publikált adatokkal.

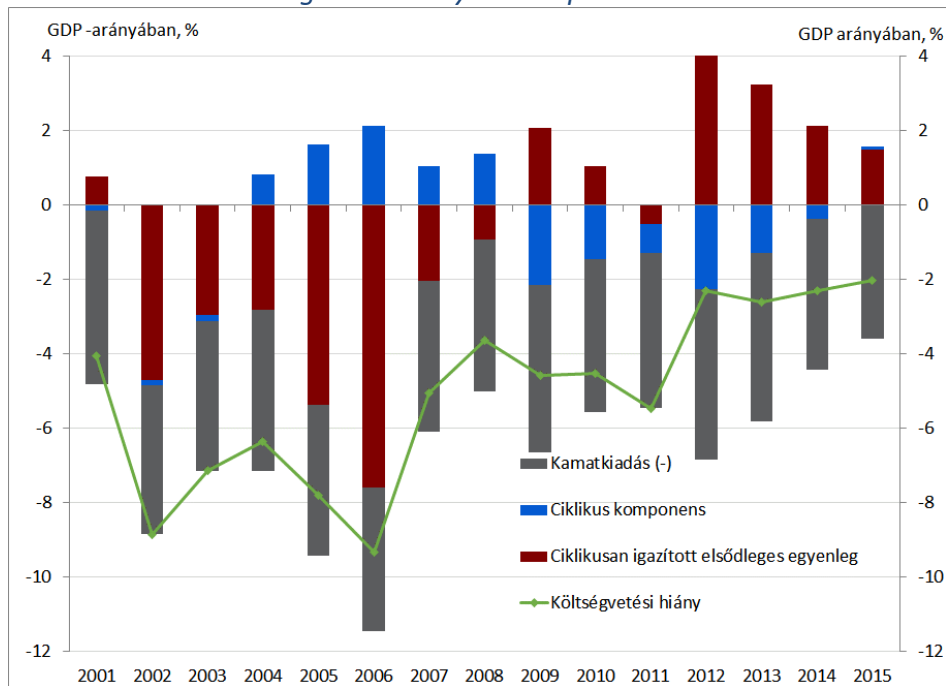
Miközben a bruttó és nettó adósság és tartozásmutatók tovább csökkentek az elmúlt egy évben, valamint a lakosság devizakitettsége is érdemben mérséklődött, az adósság és tartozásmutatók még a hasonló fejlettségű országokhoz képest még mindig viszonylag magasnak tekinthető. A magas adósság- és tartozásráta „kinövésében”, a sérülékenység hosszútávú csökkenésében meghatározó lehet annak, hogy képes-e a magyar gazdaság a jövőben stabilan magas reálnövekedési ütemet elérni.

## 2.3 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság, finanszírozási szerkezet

### 2.3.1 Költségvetési hiány

2015-ben folytatódott a költségvetési hiány csökkenése. Az egyenleg a GDP -2,0 százalékát tette ki, ami 0,3 százalékpontos hiánycsökkenést jelent 2014-hez képest. A hiány mérséklődését a ciklikus pozíció javulása mellett a kamatkiadások további mérséklődése is segítette. A kibocsátási rés záródása becsléseink szerint a GDP mintegy 0,2 százalékaival járult hozzá a hiánycsökkenéshez. A kamatkiadások pedig a GDP közel fél százalékával csökkentek. A csökkenés elsősorban a tartósan alacsony inflációs környezet és a mérséklődő kockázati prémium következtében csökkenő piaci kamatok, valamint az államadósság fokozatos átárazódásának következménye.

Ábra 7: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGR becslés

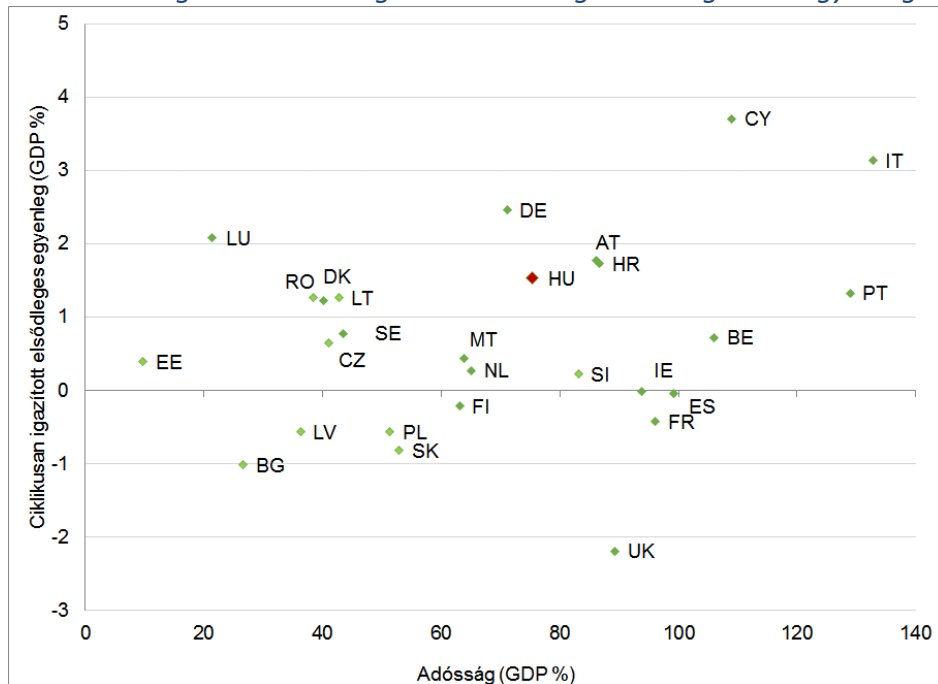
A ciklikusan igazított elsődleges többlet eközben tovább, mintegy 0,6 százalékponttal, a GDP 1,5 százalékára mérséklődött. Azaz a költségvetés a kamatmegtakarítás és a ciklus által generált bevétel-növekedés (összesen a GDP 0,7 százaléka) döntő részét „lenyelte”, vagyis más célokra használta fel.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> 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 kamatkiadásoktól tisztított ciklikusan igazított egyenleg változása jó mérőszáma a költségvetési politika irányultságának, a költségvetési intézkedések összhatásának. A ciklikusan igazított



A GDP 1,5 százaléka becsült ciklikusan igazított elsődleges egyenleg nemzetközi összehasonlításban, az államadósság szintjét figyelembe véve sem számít alacsony értéknek (Ábra 8). Ugyanakkor a régiós, hasonló fejlettségi szintű és ezért kockázati megítélésünk szempontjából viszonyítási pontként szolgáló országok döntő részében az államadósság-szint alacsonyabb a hazánkban tapasztalhatónál.

Ábra 8: Államadósság és ciklikusan igazított elsődleges költségvetési egyenleg 2015-ben



Forrás: AMECO, Európai Bizottság

Memo: A Közép-Kelet- Európai országokat zöld markerrel jelöltük.

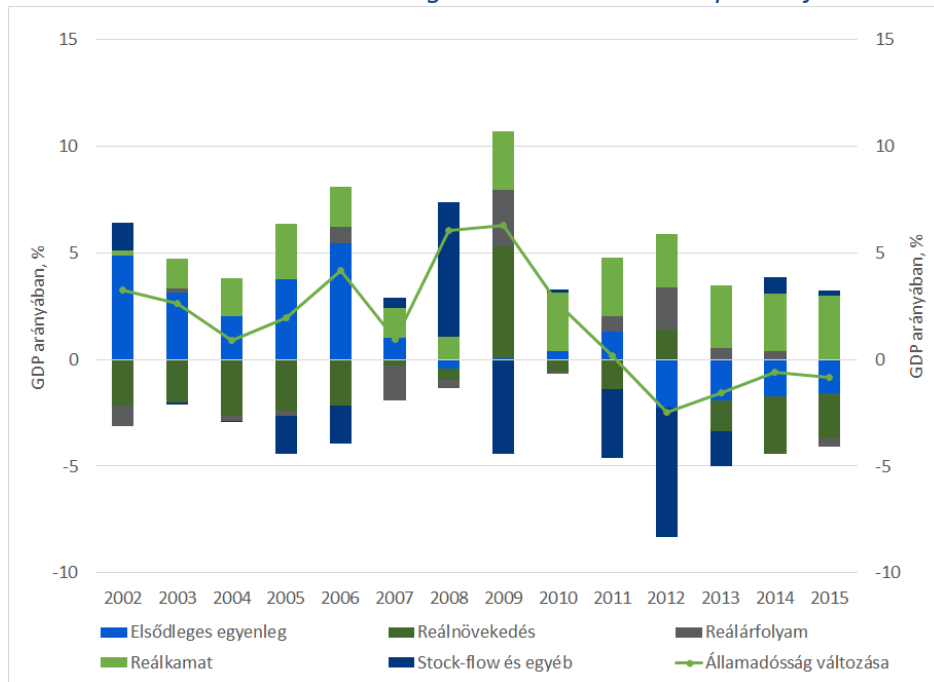
### 2.3.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezők

Az államadósság 2015 végén a GDP 75,3 százalékát tette ki, ami 5,5 százalékpontos csökkenést jelent a 2011-ben tapasztalt 80,8 százalékos „csúcshoz” képest. A 2012 óta megfigyelhető adósságcsökkenés elsősorban a költségvetés elsődleges többletéhez, valamint az úgynevezett stock-flow tételek<sup>4</sup> becsült összehatásához köthető (Ábra 9). A 2011-hez képest kedvező stock-flow hatásban meghatározó szerepet játszott a magánnyugdíj-pénztárak portfóliójának átvételével összefüggő adósságcsökkentés is.

elsődleges egyenleg ugyanis nem tartalmazza a bevételek és kiadások nem kormányzati intézkedésekhez köthető, hanem a gazdasági ciklussal illetve kamatkörnyezettel összefüggő változását.

<sup>4</sup> Elemzésünkben stock-flow tételeknek nevezzük azon tranzakciók, jellemzően finanszírozási tételek összehatását, amelyek nem részei a költségvetés elsődleges egyenlegének, ugyanakkor hatnak az államadósság alakulására. Ezek közül a legfontosabbak az állami vagyon értékesítéséből származó privatizációs bevételek; az állam pénzügyi eszközállományának változásával összefüggő adósságállomány változás, vagy az állam adósságvállalásai.

Ábra 9: Az államadósság változásának dekompozíciója



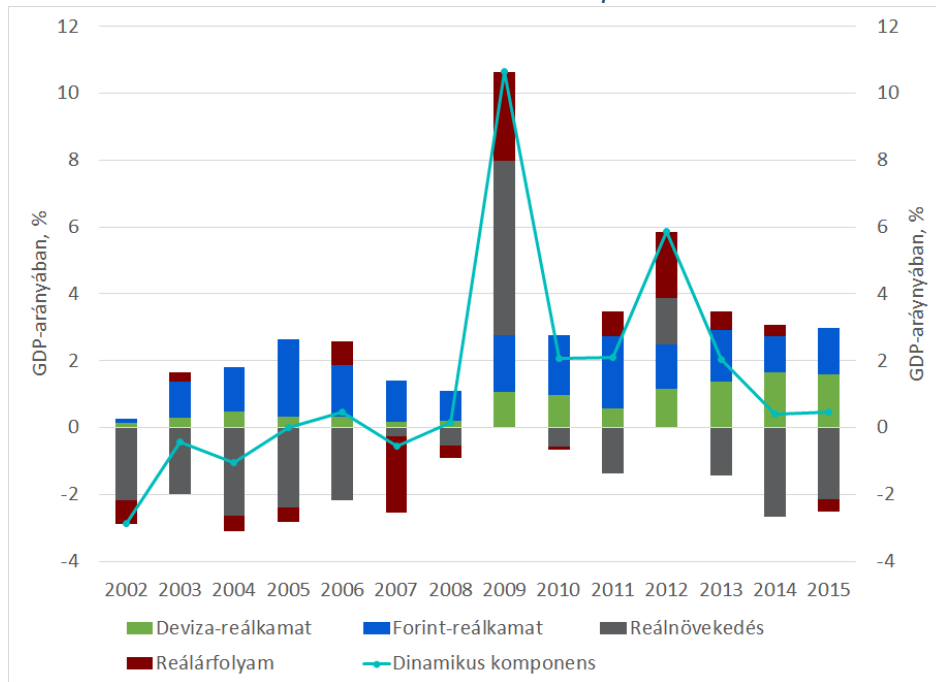
Forrás: KSH, OGREsearch számítás

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

A reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármas, azaz az úgynevezett dinamikus komponens összhatása, ha csökkenő mértékben is, de továbbra is az adósság növekedése irányába hatott (Ábra 10). Az adósságra fizetett reálkamat, valamint a reálleértékelődés adósságnövelő hatását ugyanis csak részben semlegesítette a reálnövekedés adósságcsökkentő hatása.

A dinamikus komponens adósságnövelő hatásában meghatározó szerepet játszik az adósságra fizetett kamatköltség, az úgynevezett implicit kamat alakulása. Az elmúlt években mind az állampapír piaci hozamok, mind az euro kamatok esetében jelentős csökkenést figyelhattunk meg, ami elsősorban a mérséklődő inflációhoz, illetve a tartósan laza monetáris politikához volt köthető. Emellett a magyar adósságra fizetett szuverén kockázati felárak is mérséklődtek, így az államadósság marginális finanszírozási költsége, azaz az új kibocsátásokra és újonnan felvett hitelekre fizetett kamat csökkent. Ennek ellenére a teljes adósságra fizetett implicit nominális kamatköltség a devizaadósság esetében enyhén emelkedett, míg a forintadósság esetében az implicit kamatköltség csökkenése messze elmaradt a piaci hozamok mérséklődésétől (Ábra 11).

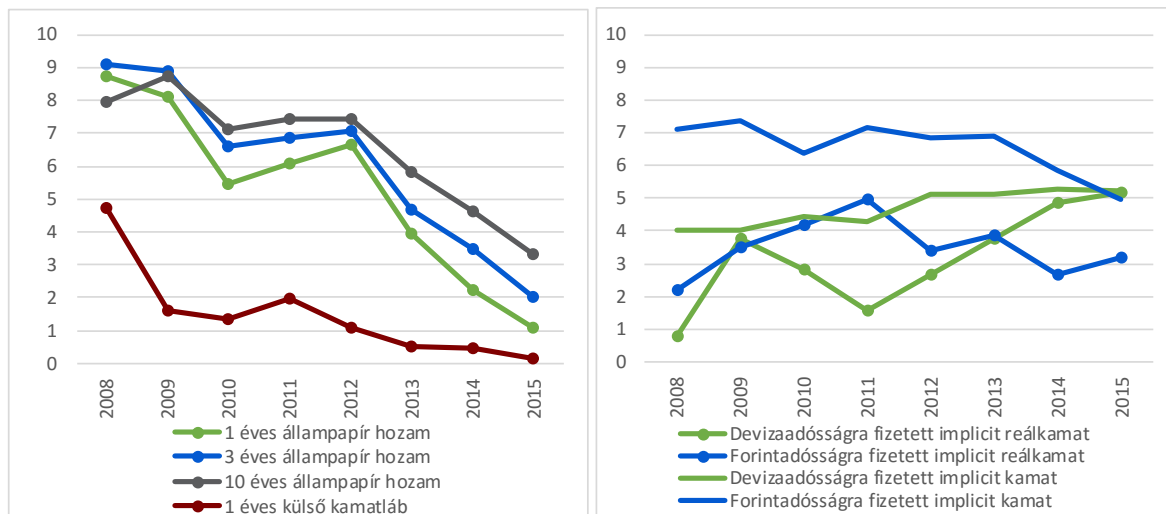
Ábra 10: A dinamikus komponens



Forrás: KSH, OGResearch számítás

Az implicit kamatok „tehetetlensége” egyrészt az adósság hosszabb futamidejével és lassabb átárazódásával áll összefüggésben. A marginális piaci hozamok változása a fokozatos átárazódás következtében csak lassan tükröződik az adósságra fizetett átlagos finanszírozási költségekben. Emellett az implicit kamat csökkenését fékezi, hogy az új kibocsátású forint- és devizakötvényeket (a hazai lakossági piacra szánt PEMÁK-ot, illetve a letelepedési devizakötvényeket) az ÁKK a piaci kamatok fölé árazza, valamint a lejáró devizaadósság részben a válság alatt a nemzetközi intézményektől felvett kedvezőbb kamatozású portfólióhoz köthető.

Ábra 11: Piaci hozamok és az adósságra fizetett implicit kamatok alakulása (%)



Forrás: ÁKK, OGResearch számítás

Össességében Magyarországon, hasonlóan a többi, viszonylag magas adósságrátával rendelkező országhoz az elmúlt évek alacsony inflációja és GDP növekedése érdemben fékezte az adósságráta csökkenését. A hirtelen inflációcsökkenés időszakában ugyanis elkerülhetetlen az adósságra fizetett implicit reálkamat átmeneti emelkedése, ami változatlan reálnövekedés mellett a dinamikus komponens, azaz a múltban felhalmozott adósság terheit növeli.

Magyarországon ugyanakkor a historikus összevetésben kirívóan alacsony inflációs környezet adósságdinamikára gyakorolt kedvezőtlen hatását mérsékelte, hogy az adósságdinamika szempontjából meghatározó inflációs mutató, a GDP-deflátor növekedési üteme 2012-2014-ben stabilan 3 százalék körül alakult és csak 2015-ben mérséklődött 2 százalék alá.<sup>5</sup>

### 2.3.3 Az államadósság finanszírozási szerkezete

A szuverén kockázatunk megítélése szempontjából kiemelt jelentőséggel bír, hogy az államadósságunk milyen devizában áll fenn, milyen lejáratú szerkezettel bír, és mely szereplők kezében összpontosul. A továbbiakban ezért érdemes áttekintenünk, hogy e szempontokból Magyarország honnan és hova jutott el az elmúlt években, illetve aktuálisan milyen törekvések zajlanak azért, hogy az adósságszerkezetünkből származó sérülékenységünk csökkenjen.

#### 1. Az államadósság devizaaránya

A legtöbb feltörekvő piaci gazdaságra jellemző, hogy a pénzügyi piacaik fejlődésének a kezdeti szakaszában még pusztán kis arányban képesek az államháztartásukat saját devizában

<sup>5</sup>A GDP-deflátor relatív stabilitását az okozta, hogy az olajár-csökkenés hatására az importárindex mérséklődött, ami a GDP-deflátort növelte.

finanszírozni. Ennek a fő oka, hogy a belföldi szereplők, mint például a bankszektor és a lakosság, még nem bír kellő befektetői súllyal ahhoz, hogy az ország finanszírozási szükségleteinek eleget tegyen. Eközben a külföldi befektetők a helyi deviza árfolyamkockázatától tartva, egyedül kemény valutás hitelezésre hajlandóak. Ezen jelenség alól nem volt kivétel Magyarország sem, így például 1995-ben még szinte kizárólag devizaalapon finanszírozta magát az államháztartás, majd ez a 2000-es években fokozatos, de lassú átalakuláson ment keresztül. Az ország pénzügyi piacainak mélyülésével, illetve az árfolyamkockázat fedezését szolgáló derivatív piacok kialakulásával, a helyi devizás állampapírpiac is egyre nagyobb súlyt érhetett el az államháztartás finanszírozásában. Ennek következtében a teljes államadósságon belüli devizaarány a 2008-as pénzügyi válságot megelőzően már 30 százalék alá kerülhetett átmenetileg. A válságot követő években viszont a forint árfolyamának leértékelődése miatt a már meglévő devizaadósság jelentős átértékelődésen ment keresztül, amit tovább növelt a nemzetközi intézményektől felvett devizahitel csomag. Mindez a devizaarány drámai emelkedésével járt együtt: 2011 végén, rövid ideig az államadósságunk több mint fele devizában állt fent. Ezen adósságinstrumentumok esetében a forint leértékelődése azonnali terhet jelent az állam számára, hiszen a tőkerészen túl a kuponfizetések is devizában történnek. A válság során elszenvedett veszteségekből tanulva, az adósságkezelés stratégiájában kitüntetett szerep jutott az államadósság deviza részarányának a csökkentésére.

A magyar adósságkezelő (ÁKK) új koncepciója jelentős súlyt kívánt adni a 2012 előtt lényegében kiaknázatlan lakossági, forintalapú állampapírpiacnak, illetve megpróbálta a teljes forintalapú piacot is úgy alakítani, hogy a lejáró devizaadósságot minél inkább forint alapon lehessen refinanszírozni (ilyen esetben a devizatartalékok terhére vált a kormányzat a jegybanknál eurót a lejáró devizakötvények kifizetéséhez). Az ÁKK a megváltozott stratégiájának jegyében tudatosan a banki termékeknél vonzóbbra szabta a lakossági állampapírjait, amelyek állománya meredek emelkedésnek indult a 2012-től újra csökkenő kamatkörnyezetben. A folyamat egészen máig kitart, és az ÁKK 2016. májusi jelentése szerint a lakossági állomány immár meghaladja a 4400 milliárd forintot, amely 18 százalékos részarányt jelent a teljes adósságon belül.

A forintalapú forrásbevonás további erősítését a jegybank „önfinanszírozási programja” kívánta elősegíteni 2014 áprilisától kezdődően. Ennek a keretében a jegybanki eszköztár átalakításával, illetve a piacinál kedvezőbben árazott kamatcsere eszközök értékesítésével (amely 2016 júliusáig tartott) a jegybank arra ösztönözte a partnerkörét, hogy a likviditáskezelése során minél nagyobb arányban az állampapírpiacot vegye igénybe. Az

intézkedések elérték a kívánt hatásukat, a bankrendszer állampapír-piaci részaránya, különösen a forintalapú, jelentősen megnőtt.

Eközben a kibocsátási stratégiát úgy formálta a kormányzat, hogy ne legyen szüksége újabb devizakötvény értékesítésére a nemzetközi piacon. Ez a terv 2015 és 2016 során explicit részévé is vált az ÁKK finanszírozási tervének, ami nagyban hozzájárult ahhoz, hogy az államadósság devizaaránya érdemben csökkeni tudott ezen időszak alatt. Az ÁKK legutóbbi havi jelentése szerint a mutató 27 százalék körül alakul jelenleg.

## *2. A lejárat szerkezet*

Egy feltörekvő piaci ország adósságkezelésével kapcsolatos kockázatok között kiemelt szerep jut az állampapírok és az állami hitelek lejárat szerkezetének. Éven belül minél jobban összpontosulnak a lejáratok egy adott időszakra, annál nehezebb feladatot jelent a lejáró adósság újrafinanszírozása. Ugyanez igaz arra az esetre is, ha a teljes államadósság átlagos lejáratára kicsi, akkor ugyanis egy adott évben nagyobb mennyiség visszafizetését kell kezelnie a szuverénnek. Általánosan elmondható tehát, hogy a költségek figyelembevételével mellett, az adott éven belül minél kiegyensúlyozottabb lejárat szerkezet, illetve az átlagosan minél nagyobb futamidő csökkentheti a szuverén kockázatot. Magyarország esetében a teljes forintadósság futamideje enyhén emelkedő pályán van, de még mindig inkább az alacsony futamidejű papírok vannak túlsúlyban: a 2015 első negyedévi 3,0 éves értékről idén márciusra 3,1 évre nőtt a hátralevő átlagos futamidő.

## *3. Az államadósság tulajdonosi köre*

A pénzügyi piacok esetében speciális szempontként jelenik meg az instrumentumok tulajdonosi köréből eredő kockázat. A feltörekvő piaci állampapírok esetében hangsúlyos tényező, hogy a vásárlói oldal (viselkedése) is kihat az eladói oldal kockázatosságára. Ennek az oka az elsődleges és a másodlagos piacok folyamatos kölcsönhatásából származik olyan esetekben, amikor egy szuverén nem nélkülözheti az elsődleges piac igénybevételét. Az elsődleges piac folyamatos funkciója nem pusztán a deficitet finanszírozó, pozitív nettó kibocsátást végrehajtó szuverénnek esetében létszükséglet, hanem minden olyan országnál is, ahol az éven belüli adósságrefinanszírozás a GDP jelentős hányadát teszi ki (tehát magas a GDP-arányos eladósodottság, illetve alacsony az adósság futamideje). Magyarország ebből a szempontból azon feltörekvő piacok közé sorolható, akiknél az elsődleges állampapír-piac csak átmenetileg nélkülözhető, annak tartós lefagyása államcsőddel fenyeget. Ezen szempont miatt pedig az elsődleges piaci szereplők viselkedése kiemelt jelentőséget kap, az aukciókon való aktivitásuk, és a külső kockázatokra tett reakcióik alapvetően határozza meg a szuverén kockázatot. Emiatt a hazai adósságkezelésben kiemelt céllá vált a 2008-as válságot követően

(aminek során a magyar elsődleges állampapírpia lefagyott), hogy a magyar állampapírok tulajdonosi szerkezetében a külső kockázatokra hevesen reagáló külföldi szereplők részarányát csökkentsék (a stabilabb belföld, különösen a lakosság javára). A külföldiek tulajdonosi részaránya közvetlenül a válságot követően 50 százalék fölött alakult, és bár egyes szereplők színrelépése stabilizáló erőként hatott a válságos időkben (ilyen például a jelentős magyar kitettséget kiépítő Templeton Alapkezelő), a végbement szerkezeti változás növelte a magyar állampapírpia sérülékenységét.

A jegybank önfinanszírozási programja amellet, hogy a devizaadósság forintalapú refinanszírozását segítette elő, egyben azt is elérte, hogy a külföldi szereplők egy része kiszoruljon – illetve könnyen kivonulhasson – a magyar állampapírpia. Az elmúlt egy évben lezajlott folyamatok azt mutatják, hogy az adósságkezelő stratégiája ezeken a területeken valóban ért el eredményeket: a külföldi tulajdonban lévő forint állampapírok állománya 2016 márciusában 300 milliárd forinttal csökkent negyedéves alapon, ami által már 3600 milliárd forintra süllyedt. Ez a teljes állománynak már pusztán a 22 százalékát jelentette.

Össességében tehát elmondható, hogy a magyar állampapírpia a hasonló hitelminősítéssel rendelkező feltörekvő piacokhoz hasonlóan, mind a deviza részarányát, mind a lejárat szerkezetét, mind pedig a tulajdonosi körét tekintve sérülékeny pia volt az elmúlt évtizedben. A 2008-as pénzügyi válság többek között emiatt is súlyosan érintette Magyarországot, és alakult ki igen hamar csőd közeli helyzet az elsődleges piacunk lefagyását követően. Mára mind a három kiemelt sérülékenységi szempont terén javulás figyelhető meg, amely az állampapírpiaunk kockázatoságát mérő CDS-arázásokban is tükröződik, illetve mindez mára újra javuló hitelminősítéseket eredményez.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Magyarországot 2012-ben mindhárom meghatározó hitelminősítő (Fitch Ratings, Moody's, Standard and Poor's) az úgynevezett befektetésre nem ajánlott kategóriában sorolta. 2015-ben a Fitch és a Moody's pozitívrá változtatta az ország minősítésének kilátását. 2016 májusában a Fitch Ratings ismét befektetésre (BBB-) ajánlotta a magyar szuverén adósságot.

### 3 Meghatározó nemzetközi trendek

Az elmúlt negyedévekben ismét erősödtek a globális gazdasági kilábalással és a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitásával kapcsolatos kockázatok. A nagy nemzetközi intézmények világgazdasági növekedésre vonatkozó várakozásai rendre mérséklődtek. A növekedési kilátások romlásával párhuzamosan az olajárak, de általánosságban a nyersanyagárak tovább csökkentek, és az inflációs mutatóknak a jegybanki célokhoz történő visszatérése a várakozások alapján egyre későbbre tolódik.

A gazdasági környezet a világ számos országában kedvezőtlen hatást gyakorol a költségvetési folyamatokra. Az alacsonyabb olajárak energiaimportőr országokra gyakorolt kedvező növekedési hatását gyakorlatilag ellensúlyozta a feltörekvő országok növekedésének markáns lassulása. A *fejlett országokban* tartósan lassú gazdasági növekedés és alacsony infláció mellett külön kihívást jelent a magas GDP-arányos államadósság csökkentése. Az infláció mérséklődésének hatására a nominális hozamok csökkentek, ami érdemi megtakarításokat generált a költségvetési egyenlegben. Az adósság lassú átárazódása következtében azonban az adósság reálfinanszírozási költsége jelentősen emelkedett. A *nyersanyag-exportáló országok* többségében a tartósan alacsony árak jelentős költségvetési bevételkieséshez vezettek. A költségvetési hiány és az államadósság növekedése csak fiskális konszolidációval kerülhető el, ami rövidtávon a belső kereslet mérséklődését és a gazdasági növekedés lassulását/visszaesését vetíti előre.

#### 3.1 Növekedés

##### *Egyesült Államok*

A fejlett gazdaságok csoportjában az Egyesült Államok válságkezelése a legsikeresebbek közé sorolható, így ők kezdhették meg elsőként a monetáris politika normalizációját is. Az elmúlt egy évben látott fellendülés során az amerikai munkaerőpiac főbb mutatói tovább javultak, összesen 2,4 millió új munkahely jött létre, miközben a munkanélküliségi ráta 4,7 százalékra süllyedt. Ez utóbbi érték a nagy gazdasági világválság óta a legalacsonyabb, noha az alacsony aktivitási ráta és a kényszerből félállásban dolgozók magas aránya árnyalja az összképet.

Az USA hetedik éve folyamatos növekedési pályán van, noha 2016 első negyedévében a dinamika enyhén gyengült, az évesített negyedéves növekedés 1,1 százalékra csökkent. Ennek a háttérben a reál effektív dollár árfolyam erős szintje, és a visszafogott globális kereslet nettó exportra gyakorolt hatása áll. Ezen felül a nyersanyagárak tartósan alacsony szintje visszaveti az energiaszektor beruházásait, ami szintén gyengébb növekedést eredményez.



Eközben az év elején a fogyasztás is enyhén visszaesett, annak ellenére, hogy a háztartások rendelkezésre álló reál jövedelme immár 3 százalékos éves növekedési dinamikát mutat. Az IMF (2016) értékelése szerint mind a lakossági, mind a vállalati mérlegek kedvezően alakultak az alacsony kamatkörnyezetnek köszönhetően, ami idővel újra a fogyasztás élénküléséhez vezethet.

Az IMF júniusi előrejelzése szerint az USA idén 2,2 százalékkal bővíülhet, amit jövőre enyhén gyorsuló, 2,5 százalékos ütem követhet. Számításaik szerint a kibocsátási rés 2017 végére záródhat. A PCE-alapú infláció (személyes fogyasztások árindexe) pedig 2017-től lassan közelítheti a 2 százalékos jegybanki célt.

Az IMF értékelése szerint az amerikai növekedési kilátásokat főleg a beruházásokkal és a nettó exporttal kapcsolatos kockázatok övezik, noha az elmúlt időszakban a munkapiaci jelentések is megtorpanást sugalltak. A foglalkoztatottság 2016 májusi bővülése például rendkívül alacsony volt (pusztán 38 ezer új munkahely jött létre a korábbi 200 ezer körüli átlaghoz képest), noha az olyan munkapiaci mutatók, mint a foglalkoztatottság, vagy a munkanélküliség alakulása mind csak késleltetett indikátorai a gazdasági változásoknak. A magasabb frekvenciájú indikátorok (mint például a heti segélykérelmek száma) már inkább azt támasztják alá, hogy 2016 második negyedévében pusztán átmeneti lassulás történt, és tovább élénkülhet a munkaerőpiac. A dollár felértékeltsége ugyanakkor továbbra is kockázatot jelent a növekedési kilátásokra, továbbá az olajpiacon kívüli beruházások váratlan csökkenése szintén visszahúzó erő lehet a közeljövőben.

Az OGR Research saját rendszeres „külső feltételezések” című júliusi publikációjában 2016-ra 2 százalék alatti éves növekedést vár az Egyesült Államokban, amely az előrejelzési horizontjának végén, 2020-ra 2,5 százalékhoz konvergálhat.

### *Európa*

Az európai válságkezelés jóval kevésbé nevezhető sikeresnek, mint amit az Egyesült Államokban láthattunk. A pénzügyi válságot követően kialakuló szuverén adósságválság 2011-től újabb recessziós időszakot idézett elő az eurozónában, sőt több más uniós országban is. A reálnövekedés markánsan lassabb, mint a pénzügyi válságot megelőzően, a kibocsátási rés pedig jelentősen negatívvá vált, ami az inflációs ráta emelkedését máig fékezi.

Az elmúlt években a kilábalást lassította a számos nagy európai gazdaságban megfigyelhető és részben a válság örökségének tekinthető túlzott mértékű eladósodás, a növekedést támogató strukturális reformok hiánya, a fiskális mozgástérrel rendelkező országokban a beruházási hajlandóság alacsony volta, a növekedés támogató monetáris politika természetes

korlátai, valamint olyan negatív visszacsatolások – pl. munkapiaci hiszterézis, az óvatossági motívumok felerősödése – amelyek hozzájárulnak az alacsony növekedés konzerválásához. A fenti folyamatok következtében megnövekedett a kockázata annak, hogy *Európában* az *elhúzódó stagnálás* (secular stagnation) időszaka köszönt be (Lásd 2. Keretes írás).

2016 első félévében ugyanakkor a fellendülés jelei látszottak az eurozóna tagországaiban, aminek a fő hajtóereje az alacsony olajárak által támogatott belső kereslet volt. Emellett erősödésnek indult a foglalkoztatottság bővülése is, és immár a fiskális politika is enyhén expanszívvá vált az IMF értékelése szerint<sup>7</sup>. A továbbra is negatív kibocsátási rés, illetve a sokszori energiaár-sokkok következményeként az infláció rendkívül alacsonyan maradt. Bár májusban enyhe gyorsulás látszott a fogyasztó árdinamikában, az éves mutató így is -0,1 százalékot tett ki. Noha a legutóbbi olajársokk hatása még 2016-ban kikerülhet az éves mutatóból, az árindex a nyomott várakozások miatt feltehetően csak nagyon lassan tud majd visszatérni az Európai Központi Bank 2 százalékos céljához.

Az első negyedévben 1,5 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága éves alapon, illetve 2,1 százalékkal évesített negyedéves alapon. Nagyon valószínű ugyanakkor, hogy az elkövetkező időszakban a növekedés lassul, amit elsősorban a brit kiválást követően kialakuló bizonytalan üzleti környezet indokol (Lásd 1. Keretes írás). A júniusi referendum következményeként tovább szigorodhatnak a hitelezési feltételek és alacsonyabb beruházási hajlandóság alakulhat ki a térségben, noha ezek pontos hatása jelenleg még nehezen számszerűsíthető. További kockázatot jelent még, hogy az eurozóna tagországainak bankrendszere komoly stabilitási kockázatokkal küzd, ami a teljes régiót negatív tovaryűrűző hatásokkal fenyegeti.

#### *Keretes írás 1.: Brexit*

A britek váratlan kilépése az Európai Unióból jelentős bizonytalanságot eredményez az európai térségben, és feltehetően káros hatással lesz a fejlett országok gazdasági növekedésére. Mind intézményi, mind politikai, mind pedig gazdasági szempontból elhomályosítja a kilátásokat, ami pedig tovább rontja az üzleti és a fogyasztói hangulatindexet az unió egész területén. Ráadásul az európai üzleti hangulat eleve gyenge lábakon állt már a szavazás előtt is, ahogy azt például a ZEW eurozónás indexéből is szembetűnő, de a Brexit hatására immár újra a 2012-es mélypontra került az üzleti hangulatot mérő indikátor.

A Nemzetközi Valutalap szerint a jelenlegi rendezetlen helyzetben rendkívül nehéz pontosan számszerűsíteni a kilépés makrogazdasági következményeit, de az alaptendencia már körvonalazódni látszik. Az Egyesült Királyság és az EU fejlett, kereskedelmileg szorosan

<sup>7</sup> Lásd IMF, 2016: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/52/mcs061616>

összekapcsolt országait érinti majd a leginkább negatívan a június 23-i referendum eredménye, de emiatt az IMF a globális növekedésre tett előrejelzését is 0,1 százalékponttal lefelé módosította. Értékelésük szerint minél tovább áll fenn a kialakult bizonytalanság, annál nagyobb károkat szenvedhet el a térség, emiatt pedig a fő kérdés az, hogy a brit és az uniós döntéshozók mennyire lesznek képesek gyorsan és hatásosan rendezni a kilépés, illetve a jövőbeli kooperáció kérdéseit.

A brit gazdaság az IMF alapfeltevései szerint idén még 1,7 százalékkal bővíülhet, noha a kilépés életbelépésével a növekedés jövőre már 1,3 százalékra csökken. Ez utóbbi közel 1 százalékpontos revíziót jelent a Valutalap korábbi előrejelzéséhez képest. A vonatkozó elemzést készítő szakértők kiemelik, hogy az alappályában a kilépés körüli bizonytalanság gyors szertefoszlását feltételezik, illetve azt is, hogy az Egyesült Királyság és az EU között nem épülnek ki jelentős kereskedelmi korlátok.

Amennyiben viszont sikertelenül alakulnak a kereskedelmi kapcsolatokról folyó tárgyalások, és a brit gazdaság pusztán a WTO (World Trade Organization) normái szerint folytatódna, akkor az üzleti hangulat még súlyosabban eshet, sőt, kiújult stressz jöhet a pénzügyi szektorban, ami végső soron a fejlett gazdaságok növekedési kilátásait is tovább rontaná. Maurice Obstfeld, az IMF vezető közgazdásza szerint komoly veszélyt jelent, hogy a pénzügyi piacok reakciója ebben az esetben még tovább nagyítaná a Brexitből egyébként is származó negatív sokkokat.

A referendum eredménye azonnal éreztette a hatását a globális pénz- és tőkepiacokon is, a font sterling nagyjából 10 százalékkal értékelődött le a főbb devizákkal szemben a döntés következtében, illetve a főbb részvényindexek, mint az FTSE vagy a DAX is átmeneti nyomás alá került. Eközben ugyanakkor a feltörekvő piaci országok, mint például Magyarország hozamfelára és a forint árfolyama nem változott jelentősen. Az IMF összességében nem is módosított a feltörekvő piaci régió növekedési kilátásain a Brexit miatt. Meglátásuk szerint az Egyesült Államok gazdaságát sem érinti majd különösebben ez a változás, illetve Kínára sem lesz érdemi hatással, mert az ázsiai országnak nincsenek szoros kereskedelmi kapcsolatai a brit gazdasággal. Egyedül akkor lassulhat erőteljesebben Kína, ha a számára inkább releváns európai piac egésze meggyengül a Brexit problémás rendezése miatt.

Az OGRsearch ezeket a tényezőket figyelembe véve jelentősen lefelé módosította az eurozónára vonatkozó előrejelzését és 2017-re csak 1,2 százalékos reálnövekedést vetítünk előre. Az IMF negyedik cikkely szerinti értékelése alapján az eurozóna kritikus ponthoz érkezett, amikor is a növekvő euro-szkepticizmus és a politikai ellentétek ellehetetlenítik a

hatékony közös lépések megtételét. Ez a felállás sérülékennyé teszi a térséget, ráadásul éppen egy olyan időszakban, amikor a gazdaságpolitikának egyre szűkebb a mozgásteret.

### *Keretes írás 2.: Secular stagnation*

A 2008-as pénzügyi válságot követően számos fejlett gazdaság képtelen volt visszatérni a korábbi növekedési pályájára, amely ismét felvetette annak a lehetőségét, hogy az üzleti ciklusokról alkotott korábbi elméletek már nem állják meg a helyüket. A legtöbb nagy gazdasági válságot követően felmerültek olyan elméletek, amelyek szerint a korábbi növekedési pályák a jövőben már elérhetetlenek, így tartós stagnálás vár a fejlett gazdaságokra. Ezt a jelenséget nevezi az angol szakirodalom *secular stagnation*-nek, amely kifejezést először Alvin Hansen használta 1938-ban, majd pedig Lawrence Summers helyezte 2013-ban újra kontextusba, amikor a 2008-as válságot követően látott alacsony növekedési környezetet jellemezte.

A jelenség leggyakrabban idézett példája az eurozóna<sup>8</sup>, ahol a reál-GDP szintje még 2014-ben is alacsonyabb volt, mint 2008-ban, a kibocsátás trendje pedig látványosan eltér mind a válságot megelőző korszaktól, mind más országok példáitól. Lawrence Summers neves amerikai közgazdász szerint az aggregált kereslet olyan gazdasági sokkok hatására omlott össze, ami a megtakarítások emelkedése mellett a befektetési hajlandóság tartós visszaesését okozta<sup>9</sup> (). Normál gazdasági körülmények között egy negatív keresleti sokkot követően a kamatszint addig csökken, hogy a megtakarítások és a befektetések végül kiegyenlítsék egymást, ezzel egyensúlyt és maximális foglalkoztatottságot teremtve a gazdaságban. Csakhogy ez az alkalmazkodási folyamat a kamatok nulla alsó határát elérve már nem tud végbemenni, egyedül a várt infláció emelésével lehetne alacsonyabb reálkamatot elérni a gazdaságban. Az inflációval kapcsolatos várakozások viszont rendkívül nehezen befolyásolhatóak. Egyes megközelítések szerint, ha likviditási csapda jön létre, akkor a monetáris politika tehetetlenné válik, nem lesz képes a lépéseivel az inflációra hatni<sup>10</sup>. Lawrence Summers a leírt helyzetből következő *secular stagnation* kapcsán úgy véli, hogy az állami beruházások növelése lehetne az a megoldás, amely emelhetné a kamatok természetes rátáját.

Amennyiben a fejlett országok esetében a fenti hipotézis bizonyul igaznak, akkor drámaian más színben tűnik fel a jegybankok és a kormányzatok eddigi viselkedése. A Fed 2015

<sup>8</sup> Lásd például: Paul De Grauwe, [2015](#).

<sup>9</sup> Lawrence Summers erről szóló írásait lásd [itt](#).

<sup>10</sup> Lásd például: Paul Krugman, [1998](#), [2013](#), [2015](#) írásait.

decemberében elindított kamatemelési ciklusa például károsan tovább ösztönzi az eddig is erős megtakarítást a gazdaságban, miközben a beruházásokat visszafogja. Az elmélet szerint az amerikai jegybank egyáltalán nem kockáztatta volna a gazdaság túlhevülését azzal, ha tovább vár a monetáris politikai szigorítással, noha az elmúlt időszakban a kamatemelési ciklusuk éppen meg is állt.

Az eurozóna esetében pedig az a tanulság következik az elméletből, hogy az Európai Központi Bank a nominális kamatok nulla alsó határa miatt egyedül a nem konvencionális monetáris politikai eszközökkel érhet csak el eredményeket (ahogy azt megkésve bár, de el is kezdte). Továbbá az európai kormányzatoktól elvárt fiskális szigor kifejezetten hátráltatja a régió fellendülését, és ehelyett pont a beruházások növelésére fókuszáló fiskális expanziót kellene véghezvinni.

Az eurozóna gyenge fellendülését a közgazdasági szakirodalom ugyanakkor nem kizárólag a *secular stagnation* hipotézisével magyarázza, hanem egyéb strukturális problémákkal is. Az USA és az Egyesült Királyság az eurozónáénál jóval erősebb fellendülést tudott produkálni 2008-at követően, ami szintén arra utalhat, hogy az euroövezet sajátos problémákkal küzd. Amennyiben viszont helytálló a *secular stagnation* hipotézis a fejlett országok esetében, akkor az eddig vártnál jóval gyengébb növekedési pálya, alacsony inflációs környezet, és tartósan nyomott kamatkörnyezet következik.

### *Feltörekvő gazdaságok, Kína*

A fejlett gazdaságok mellett jelentős súlyt képviselnek a feltörekvő országok a globális növekedésben. Mára ugyanakkor a térség országai rendkívül egyenetlenül teljesítenek, és a jövőbeli kilátásaik is annyira különbözőek, hogy a térséget érdemes részenként elemezni. Jól érzékelteti ezt a helyzetet például Brazília és Oroszország, akik máig komoly gazdasági problémákkal küzdenek egy recesszióval terhelt időszakában. Hozzájuk hasonlóan a legtöbb olajexportáló feltörekvő piaci ország is kedvezőtlen makrogazdasági és nyersanyagpiaci környezettel szembesül, amely számottevő cserearány romlást eredményez náluk (Lásd 4. Keretes írás). Eközben Kína és India lényegében a korábbi előrejelzéseknek megfelelően teljesít, noha a növekedés az ő esetükben is érdemben lassult.

*Kína* a rendkívül hosszan tartó, erőteljes növekedési időszakát követően egy modellváltáson esik jelenleg át, ami lassulással és egyéb kockázatokkal is fenyeget (Lásd 3. Keretes írás). Ennek ellenére tavaly felülmúlták az IMF növekedési előrejelzését, ami ellenállóbb belföldi keresletet sejtet. A Nemzetközi Valutalap értékelése szerint a szolgáltatási szektor robusztus növekedése képes volt ellensúlyozni a feldolgozóipari aktivitás meggyengülését, így megakadályozta, hogy

a növekedés hirtelen visszaessen. Kína így 2015-ben 6,9 százalékkal tudott bővülni, és az IMF alappályája szerint nem várható igazán markáns lassulás az elkövetkező években sem: 2017-ben 6,5, míg 2017-ben 6,2 százalékos növekedést jeleznek előre a legutóbbi WEO (World Economic Outlook) jelentésben.

A térség másik jelentős feltörekvő gazdasága, *India*, tavaly 7,3 százalékkal bővült, és az IMF előrejelzései szerint az elkövetkező két évben képes is lesz fenntartani ezt az ütemet. Ahogy az olyan országok, mint Oroszország és Brazília kilépnek a recesszióból, a teljes feltörekvő piaci térségre számított növekedés is emelkedésnek indulhat. Az IMF szerint a 2015-ös 4,0 százalékos bővülés idén lényegében stagnálni fog (4,1 százalékon), míg 2017-re már 4,6 százalékra gyorsulhat, ezáltal újra támogatóan hatva a globális növekedésre.

### *Keretes írás 3.: Kínai modellváltás*

Kínát három és fél évtizeden keresztül kimagasló növekedés jellemezte, amihez hasonló példát nem találunk az összehasonlítható növekedési idősorokra szakosodott PWT adatbázisában. Csakhogy az ázsiai ország kilátásai 2013-tól kezdődően jelentősen megváltoztak, amire reagálva a kínai vezetés egy „újfajta normára” való áttérést hirdetett meg. A bejelentést úgy értelmezhetjük, hogy a kínai kormányzat elfogadta, hogy az országnak egy lassabb, de fenntartható növekedési modellre kell átállnia az elkövetkező években. Noha már régen kialakult a szakmai konszenzus arról, hogy a feldolgozóipari, és beruházás-túlsúlyos kínai gazdaságnak meg kell változnia, mindennek a belföldi elismerése komoly mérföldkőt jelentett. Korábban ugyanis a kínai kormányzat a gazdaság egyes szektoraiban bekövetkezett átmeneti lassulásokra folyamatosan stimulussal válaszolt.

Az immár belföldi célként is megjelenő modellváltást természetesen a lehető legsimább átmenettel szeretné levezényelni a kormányzat, amit az éves növekedési céljaival erősen alá is támaszt. 2015-re például továbbra is magas, 7 százalékos reálnövekedési célt tűztek ki, amit többé-kevésbé (a statisztika megbízhatósága kérdéses) teljesítettek is, majd pedig 2016 6,5-7 százalékos célsávot szabtak meg. A legfontosabb kérdés a kínai modellváltással kapcsolatban az, hogy az ország gazdaságpolitikája valóban képes lesz-e egy olyan jelentős gazdasági átmenetet levezényelni, ami a növekedés motorját a belső keresletre alapozza. Az ország korábbi években látott kimagasló beruházási rátái (amely sokszor a GDP 50 százalékát is elérte) akár általános túlfűtöttségre is utalhat, illetve a gazdaság hirtelen megtorpanásával fenyeget (különösen például egy ingatlanpiaci lufi kipukkadása esetén).

A kínai átmenet értékeléséhez érdemes lehet a történelmi példákat áttekinteni. Ugyanis a hasonlóan kimagasló növekedési időszakokon keresztülment országok esetei szinte mind abba az irányba mutatnak, hogy a rendkívüli növekedést hirtelen megtorpanásnak kell követnie.

Lant Pritchett és Lawrence Summers<sup>11</sup> 28 országot vizsgált meg és úgy találták, hogy pusztán két olyan eset volt, amikor a rendkívüli növekedési időszakot nem követte hirtelen lassulás: Korea 1982-ben, és maga Kína az 1991-es periódusában. Ebből a szempontból is tehát Kína rendkívüli példát állított már azzal, hogy az 1977-ben induló gyors növekedési korszakát egy újabb követte 1991-től.

A tanulmány szerint az ilyen folytatások szinte példa nélküliek, és a tipikus (medián) eredménye egy szuperciklust átélő országnak az, hogy a növekedési rátája hirtelen visszatér az aktuális világgazdasági növekedés átlagához. Ez pedig átlagosan 4,65 százalékpontos, vagyis igen markáns lassulást jelentett a vizsgált országok reálnövekedésében. Amennyiben a kínai gazdaság a modellváltás során valóban hirtelen lassulást mutatna, ahogy azt a történelmi példák döntő többsége sugallja, az jelentősen kihatna a világgazdasági növekedésre is. Sőt, feltehetően a nyersanyagpiacok kilátásait is átrajzolná, ugyanis az árupiac igen széles spektrumában Kína járult a leginkább hozzá a keresletnövekedéséhez. A nemzetközi vélemények szerint<sup>12</sup> átfogó gazdasági reformokat kell véghezvinnie a kínai vezetésnek, hogy elkerüljék a gazdaságuk hirtelen lassulását. Sőt, hozzáteszik, hogy ezek nélkül az országban széleskörű vállalati csődök, és bankszektori stressz alakulhat ki, amelynek globálisan is tovagyűrűző hatásai lehetnek.

### 3.2 Pénz- és tőkepiaci folyamatok

A 2016-os év meglehetősen hektikusan indult a globális pénzügyi piacokon, ami alapvetően a feltörekvő piaci kockázatokkal, illetve a lassuló globális növekedéssel kapcsolatos félelmekkel függött össze. A kínai részvénypiac 7 százalékos eséssel kezdte az évet, miután a vártnál gyengébb gazdasági indikátorok láttak napvilágot januárban. A kínai modellváltással kapcsolatos aggályok mellett komoly geopolitikai kockázatok is felmerültek, amikor Észak-Korea hidrogénbombát tesztelt. A kínai gyengélkedés közepette az olajár ismét alábukott, a Brent típusú olaj hordónkénti ára 30 dollár alá került átmenetileg, ami sok piaci elemzőt arról győzött meg, hogy a kínai gazdaság által támasztott kereslet tovább gyengül. Ezek a félelmek így nem pusztán Kínában, de a fejlett piacokon is kockázatkerülő magatartást váltottak ki, a főbb részvényindexek, mint például az S&P 500, az FTSE-100, vagy a DAX is nyomás alá kerültek. Noha sokan medve piaci trendek jeleit látták, a kedvezőtlen hangulat idővel elmúlt és a kockázatosabb eszközosztályokra nehezedő nyomás fokozatosan megszűnt az első

<sup>11</sup> Lásd Summers, 2014: <http://www.nber.org/papers/w20573>

<sup>12</sup> Lásd például EKB, 2013: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp142.pdf?e627863b2fce0a26dd6c2890dae23885>

negyedévben. 2016 második negyedévében pedig az S&P 500 már több olyan hetet is zárt, ahol rekord növekedést ért el.

A pénz- és tőkepiaci kockázatokat alakító tényezők mára igen sokrétűvé váltak. Egyrészt továbbra is jelen van az az általános vélekedés, hogy az amerikai jegybank várható kamatemelései, illetve a dollár felértékeltsége, árt az amerikai háttérű vállalatok profitabilitásának. További negatív tényező a globális növekedéssel kapcsolatos bizonytalanság, azon belül is különösen a kínai modellváltás helyzete, és a feltörekvő piacok általános sérülékenysége. Ezek a kockázati tényezők ugyanakkor kellő ideje ismertek a piacok számára, így a meghatározó részvénytőzsdékkal kapcsolatos várakozásokba ezeket már beárazta a piac.

2016 augusztus elejére, az 500 legnagyobb amerikai tőzsdei cég kétharmada már közzétette negyedéves beszámolóját, amikből az olvasható ki, hogy az átlagos bevételek a hosszú esésük után végre stagnáltak. A globálisan meghatározó vállalatok összesített árbevételét főként az energetikai cégek húzzák le, ami immár nem jelentett meglepetést a részvénytőzsdéi szereplők számára, így nem okozott további ingadozást az részvényárakban. Ennek köszönhetően az S&P 500 továbbra is emelkedő trendet mutat, a rá vonatkozó opciókból számolt implikált volatilitás pedig visszacsökkent az év elejéhez képest. A fejlett piaci részvényindexek szoros korrelációt mutatva az amerikaival, az év eleji visszaesésüket mára többnyire ledolgozták.

Eközben a fejlett országok kötvénypiacait továbbra is a rendkívüli monetáris politikai intézkedések, illetve a jövőbeli inflációval és kamatkörnyezettel kapcsolatos pesszimista várakozások alakították. Az Egyesült Államok államkötvényeken alapuló zérókupon hozamgörbéje a Fed tavaly decemberi kamatemelését követően átmenetileg feljebb tolódott, de a hosszabb lejáratok augusztusra csökkentek, amikor a Fed 2016-os kamatemeléseit kiárazták a befektetők. A görbe meredeksége így jól láthatóan csökkent, ami arra utal, hogy a kötvénypiaci szereplők alacsonyabb inflációt és lassabb korrekciót várnak a kamatokban. Augusztus elején az egyhavi és a 30 éves lejárat között immár pusztán 200 bázispontos különbséget figyelhettünk meg.

Az eurozónás kötvénypiac az amerikaiénál jóval alacsonyabb hozamkörnyezetet mutat, aminek az EKB márciustól tovább bővített eszközvásárlásain túl, a térség gyenge inflációs kilátásai jelentik a fő okát. A legalacsonyabb besorolású, AAA-típusú államkötvények hozamgörbéje egészen 10 évig a negatív tartományban tartózkodik jelenleg, míg az eurozóna kockázatosabb szuverénjeit is összesítő hozamgörbe 6 éves lejáratig. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy az eurozónás hozamgörbe nem vált inverzzé az elmúlt években, tehát nem jelez recessziós várakozásokat a térség kapcsán. A háromhavi és a 30 éves lejárat közötti prémium az AAA-



típusú hozamgörbe esetében jelenleg 110 bázispontos meredekséget mutat az EKB adatai szerint.

A britek kilépése az unióból viszont újabb fordulatot hozott a pénz- és tőkepiaci kockázatokban. Az év eleje óta javuló befektetői hangulat a referendum nem várt eredményére hirtelen elromlott, így a fejlett részvénypiacok várt volatilitását tükröző VIX-index<sup>13</sup> 15-ről 20 pontra emelkedett júniusban. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a brit referendum hatására nyomás alá kerülő FTSE részvényindex később korrigált, így tartós tőkepiaci stresszről egyelőre nem beszélhetünk. A kockázatmentes eszközök iránti igény viszont tovább nőtt, így az eurozónás kötvények hozamai még lejjebb ereszkedhettek. Immár az 10 éves német államkötvény hozama is a negatív tartományba került át, ami történelmin mélypontot jelent.

### 3.3 Nyersanyagárak

A kőolaj árának 2015 elejétől tapasztalt szinte töretlen csökkenése 2016 január végétől megfordult (Ábra 12). Ugyanakkor a brent típusú kőolaj hordónkénti ára 2016 júliusában is csak átmenetileg emelkedett 50 dollár fölé, ami továbbra is több mint 50 százalékos csökkenést jelent 2014-hez képest.

Az elmúlt hónapokban megfigyelt korrekció túlnyomó részben kínálati tényezőkhöz, kisebb részben a dollár árfolyamváltozásához és a kereslet emelkedéséhez köthető. Kanadában erdőtűzek, Nigériában pedig a lázadók támadásai okoztak átmeneti fennakadásokat a kitermelésben. A keresleti tényezők jelenlétére utalhat, hogy a korrekció a legtöbb nyersanyag piacán megfigyelhető volt. Ugyanakkor kőolajpiachoz képest a többi nyersanyag ára lényegesen kisebb ingadozást mutatott az elmúlt másfél éves időszakban. Így mind a 2015-ben tapasztalt ármérséklődés, mind a 2016-ban bekövetkezett korrekció kisebb árváltozással járt.

---

<sup>13</sup> A VIX index az amerikai S&P500 tőzsde index piaci szereplők által várt volatilitását jelzi, amit a részvényindex határidős vagy opciós ügyleteiből számítanak. A VIX emelkedése általában az árfolyamok esését, a csökkenése pedig az árfolyam emelkedését vetíti előre.

Ábra 12. A Brent és a WTI kőolaj ára (USD/hordó)



Forrás: EIA (US Energy Information Administration)

Összességében a nyersanyag és különösképpen az olajárak elmúlt negyedévekben is igen alacsony szinteken ingadoztak. 2014-15-ben a kínálati tényezők, a kínai gazdaság növekedésének lassulása, általánosságban a világgazdasági növekedési várakozások mérséklődése, valamint a technológiai fejlődés egyaránt a nyersanyagárak csökkenése irányába hatott.

A nagy nemzetközi intézmények közelmúltban megjelent elemzései<sup>14</sup> szerint ugyanakkor 2015-ben megváltozott az olajár csökkenés háttérében álló tényezők relatív súlya: míg 2015 elején elsősorban a kitermelés dinamikus bővülése, azaz a kínálati faktorok magyarázták az olajár csökkenő dinamikáját, 2015 második felében – bár továbbra is a kínálati tényezők magyarázták az olajár csökkenés túlnyomó részét – nőtt a keresleti tényezők szerepe. Elsősorban a feltörekvő piacok növekedésének markáns lassulása csökkentette az olaj- és nyersanyagok iránti keresletet. Az országcsoportban tapasztalt és vártnál lassabb bővülés részben a kínai modellváltáshoz és ennek tovagyűrűző hatásaihoz (lásd bővebben 3. keretes írás), részben az olaj- és nyersanyag-exportőr országokban megfigyelhető alkalmazkodáshoz köthető (lásd 4. keretes írás).

<sup>14</sup> Lásd ECB Economic Bulletin, 2016 Issue 4., <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201604.en.pdf>  
IMF, World Economic Outlook, 2016 April.

*Keretes írás 4: Tartós növekedés lassulás az energiaexportőr országokban*

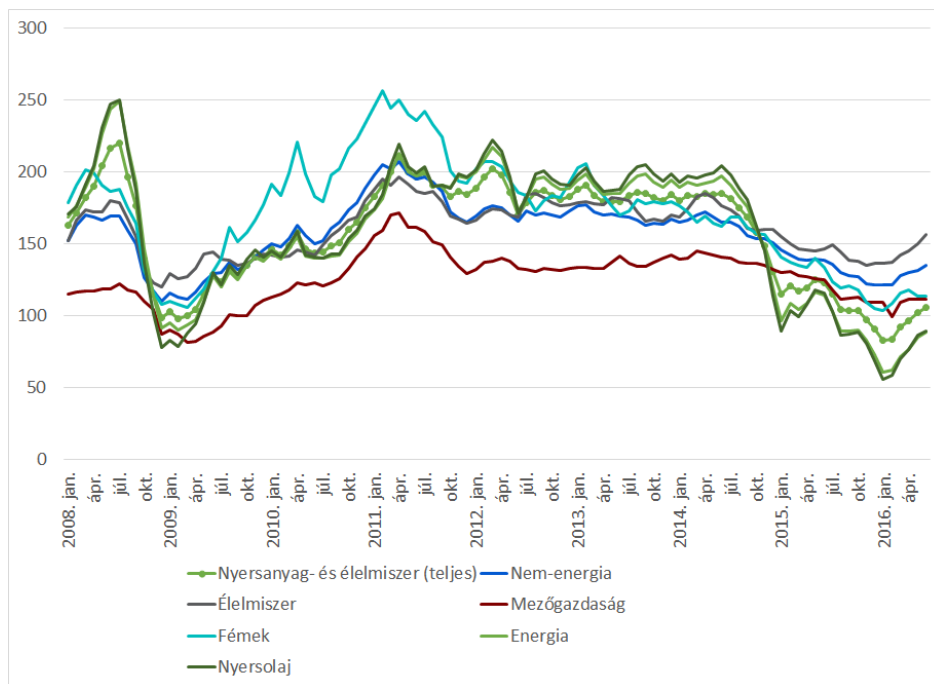
Az olaj- illetve nyersanyagexportőr országokban a tartósan alacsony olaj- és nyersanyag árak a rendelkezésre álló reáljövedelem és a vállalati profitok csökkenését eredményezték. Az olajkitermelésből fakadó közvetlen jövedelem-kiesés, valamint a lassuló növekedés pedig a költségvetési bevételek tartós és nagyarányú visszaeséséhez vezettek.

A lazább költségvetési politika átmenetileg számos országban enyhítette a negatív olajár-sokk növekedési hatását. Idővel azonban a kitermelő országok többségében a „tartalékok elfogytak” és a költségvetési hiány érdemi emelkedése a fenntarthatósági kockázatokat érdemben növelte. A költségvetési helyzet romlása kezdetben markánsabb volt a fix vagy kvázi-fix árfolyamrendszerrel bíró országokban, ahol a devizaárfolyam gyengülése nem tompíthatta a cserearányromlás hatását. Idővel azonban a rugalmas árfolyam-rendszerű országok olyan mértékű árfolyam-gyengülést szenvedtek el, hogy az infláció emelkedése következtében a monetáris politika érdemi szigorításra kényszerült.

A költségvetési egyenleg romlása, az árfolyam gyengülése, valamint a növekedés visszaesése miatt az adósságállományok gyors növekedésnek indultak. Az eladósodás megfékezése végett egyre több országban vált, illetve válik szükségessé a költségvetési kiigazítás. A szigorúbb költségvetési politika pedig azt valószínűsíti, hogy az olajexportőr országokban a gazdasági növekedés továbbra is lassabb lehet az elmúlt években tapasztaltnál. A fenti hatásmechanizmus jelenleg erősebben érvényesül, mint az a korábbi markáns olajárcsökkenések időszakában megfigyelhető volt, amiben a folyamat tartóssága és az eleve gyenge kereslet mellett az is szerepet játszhat, hogy számos olajkitermelő ország geopolitikai feszültségekkel küzd.

A kőolajár-változások érdemi jövedelem-újraelosztáshoz vezetnek az olajkitermelő és az olajimportőr országok között. Az *olajárak emelkedése* az olajkitermelő országok esetében a cserearány-javulást okoz, ami a vállalati profitok és a rendelkezésre álló reáljövedelem bővüléséhez vezet. Ezzel szemben a nettó olajimportőr országok esetében a növekvő importárak a cserearány romlásához, az infláció növekedéséhez és a rendelkezésre álló reáljövedelem csökkenéséhez vezetnek. A negatív reáljövedelem sokk pedig jellemzően a belső kereslet csökkenését, így a reálnövekedés lassulását váltja ki. Az *olajárak csökkenése* szimmetrikus, az előbbiekkal ellentétes hatást vált ki mind az exportőr, mind az importőr országokban.

Ábra 13: A főbb nyersanyag és élelmiszer árindexek alakulása (2005=100)



Forrás: IMF

Az olajár-változások olajimportőr országokra gyakorolt makrogazdasági hatása ugyanakkor igen különböző lehet annak függvényében, hogy milyen tényezők állnak annak háttérében. Ha az olajár mozgását részben keresleti tényezők okozzák, azok növekedésre gyakorolt hatása tompíthatja, vagy akár teljes mértékben ellensúlyozhatja a cserearány-változás hatását. Összességében azt mondhatjuk, hogy minél erősebb a kínálati tényezők szerepe, annál nagyobb az nettó energiaimportőr országokban a reálnövekedésre gyakorolt hatás.

A fentiekkel összhangban az olajár-csökkenés mögött meghúzódó tényezők relatív súlyának megváltozása az olajár-dinamika növekedési hatásait is befolyásolja. A 2015-eleji tapasztalt, kínálati sokk által vezérelt olajár-csökkenés esetében a piaci/gazdasági szereplők a globális aktivitás élénkülésére számítottak. Az energia-exportőr országok felől az importőr országok felé történő jövedelem-újraelosztás ugyanis összességében a fogyasztási és beruházási hajlandóság növekedésének irányába hathat. Ezzel szemben a nem kis részben keresletvezérelt olajár-csökkenés pozitív hatását gyakorlatilag több mint ellensúlyozta a növekedés feltörekvő országok körében megfigyelt, a vártnál jóval markánsabb lassulása.<sup>15</sup>

<sup>15</sup> Lásd IMF: World Economic Outlook, Too Slow for Too Long, 2016 April (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>, ECB: Global implications of low oil prices, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201604.en.pdf>

Előretekintve a piaci mutatók és elemzések arra utalnak, hogy sem a kereslet, sem a kínálat oldaláról nem várható rövidtávon érdemi korrekció. Így az olajárak tartósan alacsony szinteken ragadhatnak. 2016 második negyedévében számos OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries) tagország (Irán, Venezuela, Ecuador és Algéria) próbált a szervezetre nyomást gyakorolni, hogy az olajár emelkedés elősegítése érdekében szülessen döntés a termelés korlátozásáról. Ezzel szemben 2016 nyarán mind Irán (a korábbi szankciók feloldásával összefüggésben), mind Irak növelte olajkitermelését. Kínálati oldalról a termeléskorlátozás meghíúsulása mellett a kitermelési problémák oldódása, valamint az USA olajtartalékainak magas szintje is azt valószínűsíti, hogy a következő negyedévekben nem számíthatunk a kínálat csökkenésére. Keresleti oldalról pedig a kínai modellváltás tovagyrúzó növekedési hatásai, és az általánosságban gyengébb feltörekvő piaci növekedés tartósan visszafogottabb olajkeresletet generálhat. A keresleti folyamatok következtében a nyersanyagárak is tartósan alacsonyabb szinteken ingadozhatnak.

## 4 Középtávú előrejelzésünk alappályája

Ebben a fejezetben tárgyaljuk az előrejelzésünk alappályáját.<sup>16</sup> A később bemutatandó alternatív forgatókönyvek erre az alappályára épülnek, azaz az alternatív scenáriókban az eltérő feltevések makrogazdasági változókra gyakorolt, alappályához képest mért hatását vizsgáljuk.

Alappályánkban a külső környezettel kapcsolatban óvatos feltevéseket fogalmaztunk meg. Számos olyan folyamat, illetve jelenség figyelhető meg ugyanis a világgazdaságban, ami középtávon számottevő kockázatot jelent. A világgazdaság szempontjából a kínai modellváltás, valamint az alacsony olaj- és nyersanyagárakkal kapcsolatos bizonytalanság, az unió esetében a Brexit rövid- és középtávú hatásai, valamint a számos fejlett gazdaságban megfigyelhető adósságprobléma tekinthető kiemelt kockázati tényezőnek. Összességében megítélésünk szerint az elmúlt negyedévekben erősödtek az alacsonyabb növekedés irányába mutató kockázatok.

Alappályánkban azzal a feltevéssel élünk, hogy a fenti folyamatok egyike sem okoz drasztikus változásokat a külpiaci környezetünkben. Kína esetében azt feltételezzük, hogy a modellváltás hatására tovább lassul a növekedés, de a gazdaság hosszabb távon fenntartható szerkezet irányába történő átalakítása nagyobb sokkok nélkül, a várakozásoknak megfelelően megy végbe.

### *Külső feltevések*

Az olaj- és általában a nyersanyagárak esetében fokozatos, a határidős szerződésekbe beárazottaknak megfelelő mérsékelt áremelkedéssel számolunk. Ez az olaj esetében azt jelenti, hogy brent típusú kőolaj hordónkénti ára a 2016 júliusában jellemző 50 dollárt megközelítő szintről az előrejelzési horizont végére (2021) 60 dollár/hordó szint fölé emelkedik. Az elmúlt évekhez képest tartósan alacsonyabb olajár-pályát részben keresleti, részben kínálati tényezők indokolják. A visszafogottabb olajkereslet irányába hathat a kínai szerkezetátalakulás mellett a feltörekvő országok esetében általánosságban várt lassabb növekedés. A relatív túlkínálat fennmaradására utal a keresletet számottevően meghaladó napi kitermelés és az a tény, hogy az olajexportőr országok nem tudták az elmúlt negyedévekben a kitermelést hatékonyan korlátozni. A kedvezőtlen világgazdasági

---

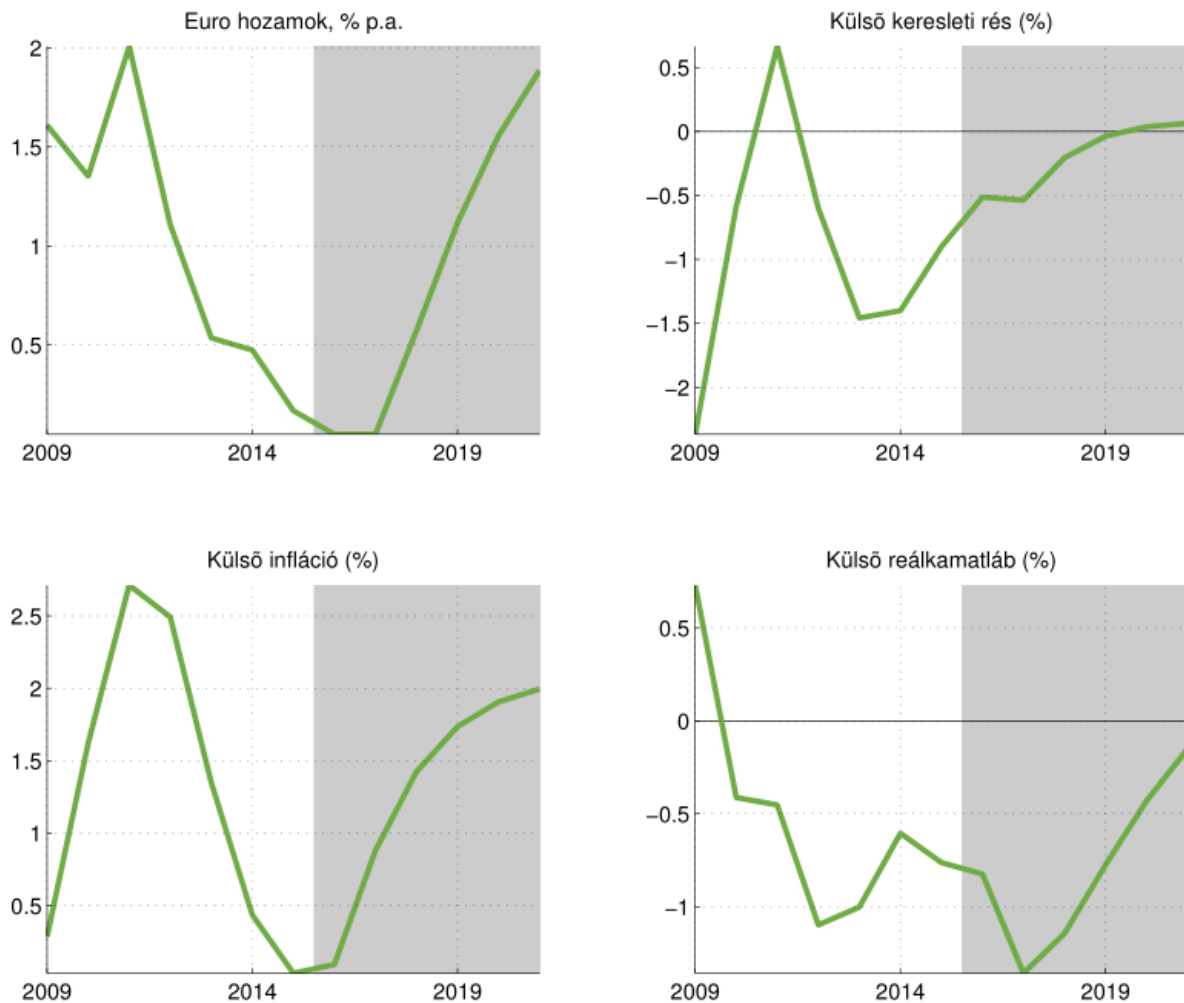
<sup>16</sup> Az alappályá főbb makrogazdasági változóiról „Az alappályá főbb makrogazdasági mutatói” című 10.2 Függelék ad táblázatos áttekintést. Az előrejelzéshez és az alternatív forgatókönyvek szimulációjához használt modellt részletesen bemutatjuk a 6. Keretes írásban.

környezetben az USA növekedése átmenetileg lassulhat, majd az elmúlt években tapasztalt szintek körül alakulhat.

Az unió és az euroövezeti országok esetében továbbra is lassabb, elhúzódó kilábalással számolunk. A lassú növekedés hátterében a világ feltörekvő országainak visszafogottabb növekedése mellett az uniós „problémák” – a magas adósságállományok, a pénzügyi stabilitási feszültségek, a strukturális reformok hiánya, valamint a Brexit – miatt megnövekedett bizonytalanság is szerepet játszik. A brit kiválás esetében az alappályánkban nem számoltunk szélsőséges következményekkel, hanem a lehetséges forgatókönyvek, azaz egy rendezett és viszonylag kis reálgazdasági áldozattal járó kiválás, illetve egy az uniós növekedésre is markánsabb hatást gyakorló negatív forgatókönyv „átlaga” szerepel.

A visszafogottabb növekedés és az alacsony nyersanyagárak mellett az infláció tartósan alacsony szinten ragadhat, miközben rövidtávon számos fejlett országban fennmaradnak a deflációs kockázatok. Alappályánkban azzal számolunk, hogy az euroövezetben az inflációs ráta csak 2021-ben éri el az EKB céljának megfelelő 2 százalékos szintet. Így alapvetően laza monetáris politikára számítunk, tehát arra, hogy a mennyiségi lazítás okozta többletlikviditást a jegybank rövid-közép távon nem vonja ki a rendszerből. Ezzel összhangban, alappályánkban az EKB csak 2017-ben kezdi el a kamatemelési ciklust és a jegybanki alapkamat a kivetítési horizont végén sem éri el a 2 százalékos szintet, így messze elmarad a 3,5 százalékos hosszútávú egyensúlyi szintjétől. (Ábra 14)

Ábra 14: Az alappálya külső feltevései



*Forrás: OGRsearch*

*Memo: A modellben a külső feltevések az euroövezetre vonatkoznak.*

### Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A magyar gazdaság jövőbeni kilátásaira meghatározó hatást gyakorol az uniós tagországok elhúzóó kilábalása, a tartósan alacsony olaj és nyersanyagárak, valamint az ezzel összefüggésben lassan emelkedő külső infláció. (Ábra 15)

A tartósan visszafogott külső kereslet mellett a növekedés lassulása irányába hat, hogy az EU előző, hétéves költségvetési periódusának lezárása (2007-2013, kétéves késleltetéssel) következtében 2015-höz képest jelentősen csökken az uniós források várható szintje. Rövidtávon a lehívások visszaesése részben procedurális okokhoz köthető: az új költségvetési programokra történő átállás időt vesz igénybe. Ennek hatására 2016-ban jelentősen csökkenhet mind az állami, mind a vállalati beruházási aktivitás. Majd az új költségvetési



periódus előrehaladtával az uniós forráslehívás fokozatosan emelkedik, de nem éri el a 2015-ben tapasztalt rekordszintet.

A nem túl támogató külső környezet mellett kivetítésünkben a tartósan laza monetáris politika, illetve a 2017-re tervezett jelentős mértékű költségvetési lazítás segíthet a kereslet élénkítésében.

A GDP-növekedést támogatja, hogy a lakossági fogyasztás fokozatosan tovább élénkülhet középtávon, amelyhez a munkanélküliség csökkenése és a javuló jövedelmi folyamatok mellett a hitelkínálati korlátok oldódása is hozzájárulhat. A lakosság rendelkezésre álló reáljövedelmét növeli a személyi jövedelemadó kulcsának csökkentése, a 2017-re tervezett közalkalmazotti béremelés, illetve a visszafogott áremelkedés. A növekvő foglalkoztatás, az emelkedő bérdinamika, a lakáspiac fellendülése, valamint a lakosság eladósodottságának mérséklődése tartósan javíthatja a lakossági bizalmat. Ez szerepet játszhat a lakossági hitelkereslet élénkülésében és ezzel elősegítheti a szektor mérleg-alkalmazkodásának lassulását, így a fogyasztási és beruházási hajlandóság növelését. A lakossági hitelezés felfutását támogathatja a kormányzat hitelkínálati korlátokat oldó, valamint a lakáspiacot és a lakáshitelezést segítő intézkedései: az új építésű lakóingatlanok forgalmi adójának csökkentése; lakáspiaci ösztönző programok (Családi Otthontermelési Kedvezmény, CSOK).

Míg a lakossági fogyasztás és beruházás várhatóan támogatja a növekedést, a vállalatok beruházási aktivitásában csak lassú élénkülésre számítunk. A nagy autóiipari beruházások kifutása és az új uniós költségvetési ciklus egyaránt a beruházások mérsékelt bővülése irányába hatnak. A vállalati szektor nettó hitelállomány változásában sem tükröződik egyelőre a beruházási aktivitás élénkülésére utaló érdemi hitelkereslet-bővülés. Az alacsony kamatszint, a bankadó mérséklése, a szegmensben folyamatosan oldódó hitelezési feltételek, valamint a Magyar Nemzeti Bank által bevezetett Növekedéstámogató Program a 2016 első negyedévi adatok alapján ugyan érezhetően pozitívan hatott a vállalati hitelezésre. A vállalatok nettó hitelfelvétele ugyanakkor továbbra is negatív maradt, így a hitelállomány tovább csökkent 2015 azonos időszakához képest.

Összességében alappályánkban arra számítunk, hogy a reál GDP bővülésének 2016-re várt átmeneti – 1,9 százalékra történő – lassulása után 2017-ben az átmeneti tényezők kifutása és a jelentős költségvetési lazítás hatására 2,6 százalékra emelkedhet. 2018-ban némi korrekció lesz megfigyelhető, majd a reálnövekedési ütem fokozatosan gyorsul és a kivetítési horizont végén 2,7 százalék körül alakulhat. A potenciális növekedés a 2015-2016-ra becsült közel 2 százalékos szintről 2021-re fokozatosan a hosszútávú szintje fölé, 2,8 százalék közelébe gyorsulhat, amiben szerepet játszik kockázati prémiumok tartós és számottevő mérséklődése

és a csökkenő eladósodottság. A kibocsátási rés a 2015-re becsült 0,2 százalékos értékről fokozatosan emelkedik, vagyis a gazdaság a következő években egyre inkább túlfűtötté válik. A kibocsátási rés 2019-től – a költségvetési lazítás kifutásával és a szigorodó monetáris kondíciókkal összhangban – lassan záródni kezd.

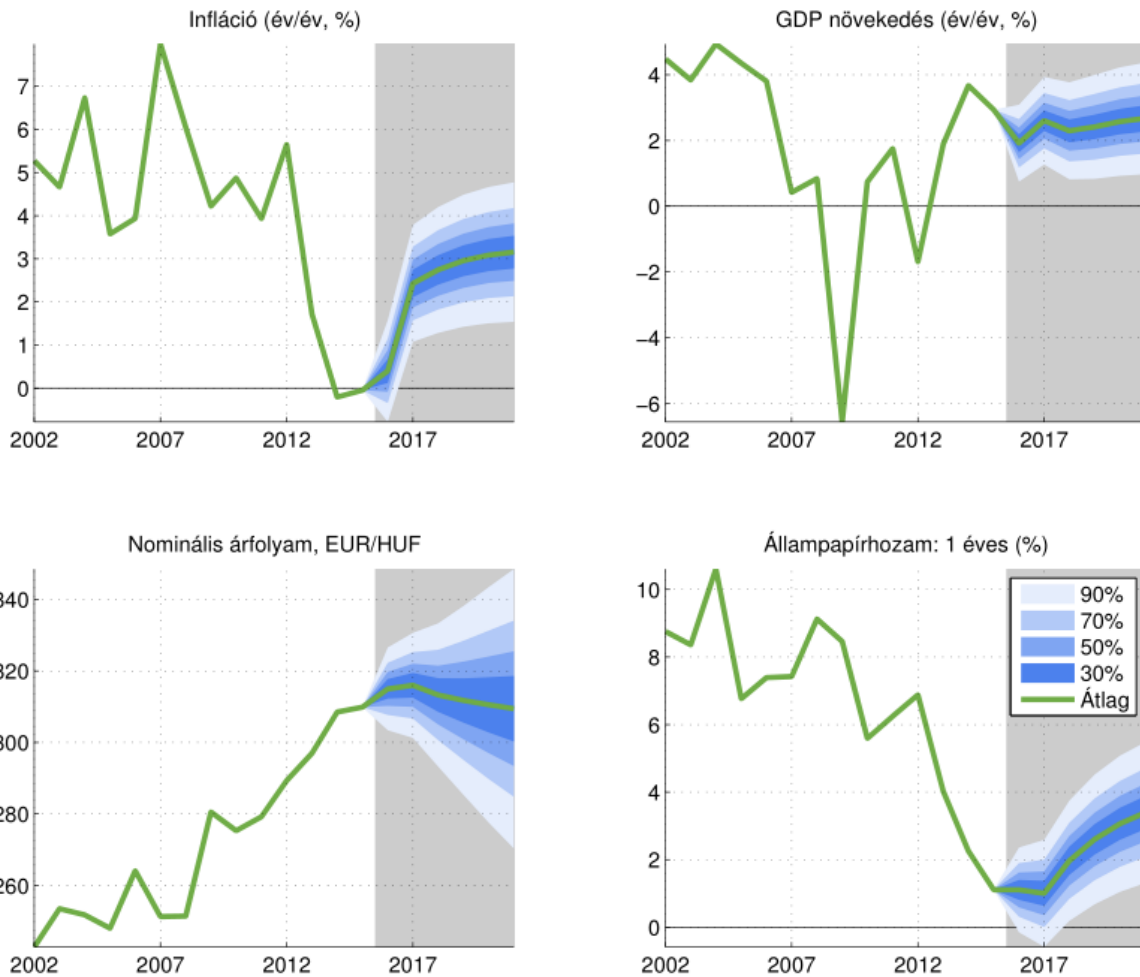
Előrejelzésünkben rövidtávon a piaci szereplőknél és az intézményi előrejelzőknél enyhén visszafogottabb növekedésre számítunk (2016-ra 1,9 százalékos, 2017-re pedig 2,6 százalékos reálnövekedést várunk). A 2016 júniusi Reuters felmérés szerint a piaci szereplők 2016-ra illetve 2017-re rendre 2,1, illetve 2,8 százalék körüli éves GDP-növekedésre számítanak. A Magyar Nemzeti Bank (2016 júniusi), az Európai Bizottság (2016 májusi) és az IMF (2016 áprilisi) előrejelzése 2016-ra 2,3 illetve 2,8 százalék, 2017-re pedig 2,5 illetve 3,0 százalék között szóródik. Az OECD 2016-ra pesszimistább, 1,6 százalékos reálnövekedést vár, míg 2017-re viszonylag magasabb, 3,1 százalékos növekedéssel számol. A középtávú reál GDP illetve potenciális növekedésről alkotott képünk ugyanakkor bizakodó. Az IMF és az Európai Bizottság középtávú előrejelzése szerint a GDP reálnövekedési üteme az évtized végére 2,1 százalékra mérséklődik <sup>17</sup>. Ezzel szemben alappályánkban azzal számolunk, hogy a számottevő és tartós prémiumcsökkenés és az államadósság mérséklődése következtében a potenciális növekedés 2020-ra 2,7 százalékra gyorsul és a GDP reálnövekedési üteme 2,6 százalékra emelkedik.

A tartósan alacsony nyersanyag árak és a mérsékelt importált infláció, valamint a várakozások horgonyozottsága egyaránt az alacsony infláció irányába hat. Így alappályánkban azzal számolunk, hogy az árnövekedés üteme 2016-ban sem emelkedik érdemben. Hosszabb távon ugyanakkor a laza monetáris és fiskális politika, valamint az enyhén emelkedő külső infláció megteszi hatását. A fogyasztás bővülésével emelkedő kibocsátási rés és a feszebb munkaerőpiac következtében gyorsabb bérkiáramlás már 2017-ben az infláció emelkedését eredményezheti, majd az azt követő években a mutató fokozatosan visszatérhet a jegybank céljával konzisztens, 3 százalékos szintre.

---

<sup>17</sup> Lásd IMF: World Economic Outlook, Too Slow for Too Long, 2016 April (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>); illetve European Commission: The 2015 Ageing Report, European Economy 3|2015, ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2015/pdf/ee3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/pdf/ee3_en.pdf))

Ábra 15: Az alappálya főbb makrováltozói



Forrás: OGREsearch

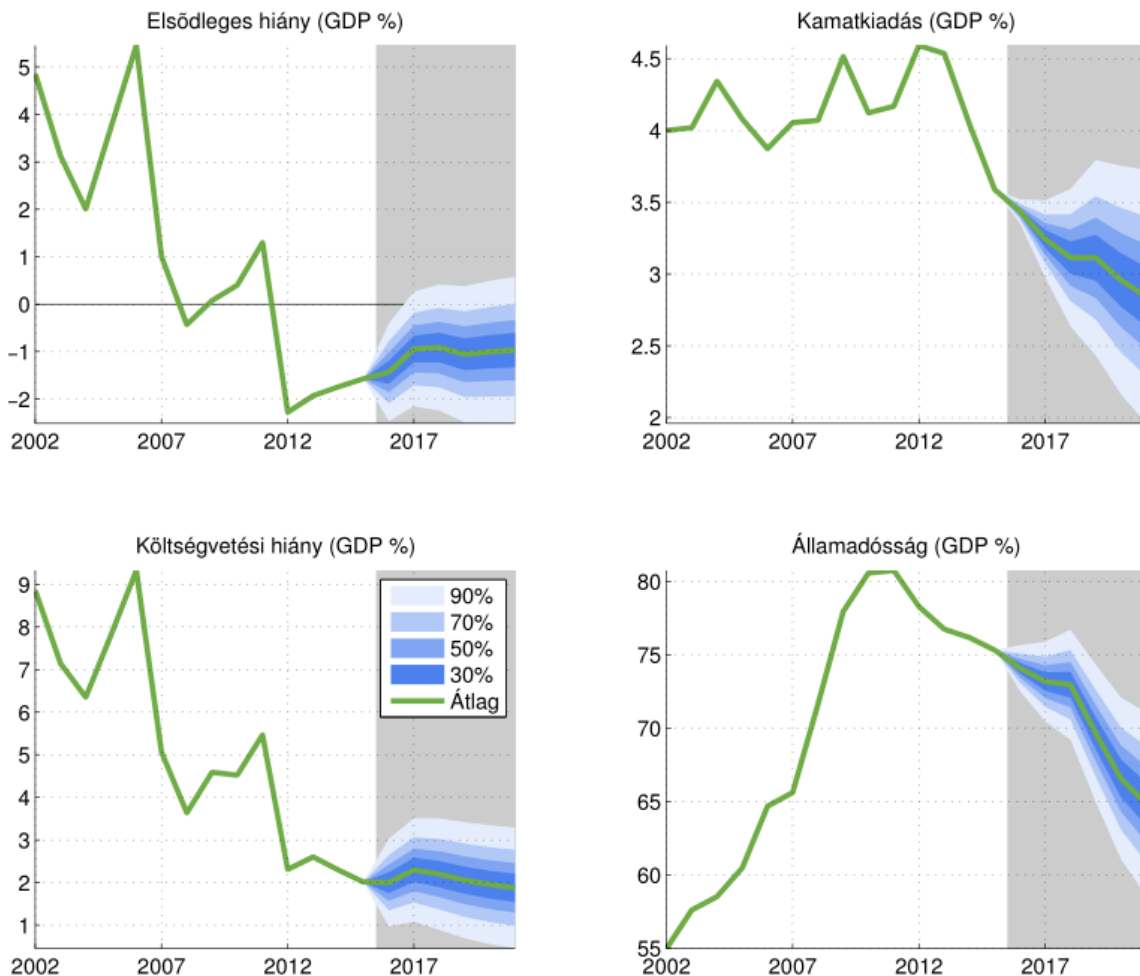
### Költségvetési folyamatok

A költségvetési hiány alakulását a kormányzati intézkedések mellett elsősorban a ciklikus hatások és a kamatkidások változása mozgatja. A 2016-os költségvetési intézkedések közel semleges hatást gyakorolhatnak a gazdaságra. A növekedési adóhitelhez,<sup>18</sup> valamint az állami földek eladásához köthető átmeneti bevételi többlet, valamint a GDP-arányában csökkenő pénzbeli transferek javítják az egyenleget. Ezek hatását közel ellensúlyozza a személyi jövedelemadó, illetve az ÁFA kulcsának csökkentése, a kétgyermekes családoknak járó

<sup>18</sup> A növekedési adóhitel lényege, hogy az adózás előtti eredménynek az előző év adózás előtti eredményét meghaladó része után az adót nem a tárgyévben, hanem a következő két év során kell megfizetni. A növekedési adóhitel által biztosított adófizetési haladék számos multinacionális vállalatot arra ösztönzött, hogy Magyarországon számolja el a keletkezett nyereségét. Ezért az új konstrukció jelentős adóbevétel-növekedést eredményezett 2016 első felében.

adókedvezmény növelése, a bankadó mérséklése, valamint a saját finanszírozású beruházások növelése. Miközben az intézkedések egyenlegre gyakorolt hatása közel semleges, a kamatkidadások folytatódó mérséklődése az egyenleg javulása irányába hat. A közel változatlan kibocsátási rés mellett a ciklikus komponens becsléseink szerint nem hat érdemben a hiányra. A költségvetési hiány a GDP 2 százaléká, azaz a kormányzati hiánycél körül alakulhat. (Ábra 16)

Ábra 16: költségvetési mutatók az alappálya mentén



Forrás: OGResearch

A 2017-re benyújtott költségvetés mind a kiadások növelésén, mind az adóterhek csökkentésén keresztül jelentős élénkítő hatást gyakorol a gazdaságra. Becslésünk szerint a kormányzati intézkedések keresletélénkítő hatása, a fiskális impulzus a GDP 0,7 százalékára tehető. Tovább emelkednek a kormányzat saját finanszírozású beruházásai, így a kieső EU-transzferek nem okoznak jelentős visszaesést az állam beruházási aktivitásában. A közalkalmazotti bérek tervezett emelése és a családi adóalap-kedvezmény bővítése a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét növeli. Ezt a hatást nem semlegesíti a GDP-arányos

pénzbeli transferek elsősorban nyugdíjkiadásokhoz köthető folytatódó mérséklődése. A tervezett áfa-csökkentés dezinflációs hatását közel semlegesíti a jövedéki adóemelés, így a két intézkedés aggregált szinten várakozásaink szerint nem járul hozzá a reáljövedelmek bővüléséhez. Ugyanakkor csökkennek a bankrendszer adóterhei, ami segítheti a hitelkínálati korlátok oldódását.

Miközben a 2017-es költségvetésben bemutatott intézkedések összességében keresletélénkítő hatásúak, a szigorúbb költségvetés irányába mutató kockázatot jelent, hogy a költségvetési terv lényegesen alacsonyabb inflációs feltevés mellett készült, mint amit a piaci szereplők, illetve a jegybank és a nemzetközi intézmények jeleznek előre. A Költségvetési törvény 2017-re 0,9 százalékos éves átlagos inflációval számol, a Reuters 2016 júliusi felmérése szerint a piaci szereplők várakozásai 1,9 százalék körül szóródnak, az MNB júniusi Inflációs jelentésében 2,6 százalékos árnövekedést jelez előre, az Európai Bizottság 2016 májusi előrejelzésében 2,3 százalékos, az IMF 2016 áprilisi elemzésében pedig 2,4 százalékos inflációt valószínűsít. Amennyiben az áremelkedés üteme érdemben magasabb lesz, mint ami a kormányzati tervekben szerepelt, és a kormány nem változtatja meg a költségvetés keretszámait, akkor kiadások tervezettől elmaradó reálnövekedése mellett a költségvetés keresletélénkítő hatása elmaradhat a tervezettől.

2017-ben a kibocsátási rés emelkedésével párhuzamosan a ciklikus komponens, a költségvetési egyenlegjavulás irányába hat. Így az adóbevételek gyorsabb növekedése és a ciklusfüggő kiadások lassabb növekedése összességében pozitív hatást gyakorol a költségvetési hiányváltozására. Eközben kivetítésünk szerint tovább folytatódhat a kamatkidások csökkenése is. Összességében arra számítunk, hogy a költségvetési hiány csak enyhén, a GDP 0,3 százalékaival emelkedik 2016-hoz képest.

Alappályánknban azzal számolunk, hogy a költségvetés kamatkidásoktól és a ciklus hatásától tisztított elsődleges strukturális többlete a költségvetési lazítás okozta átmeneti mérséklődés után 2018-tól lassan emelkedik. A kamatkidás a teljes időhorizonton mérséklődik, ami részben a tartósan alacsony hozamkörnyezet hatásának tudható be. Az adósság hosszabb átlagos futamideje és lassabb átárzódása következtében a múltbeli jelentős hozamcsökkenés csak fokozatosan érezteti hatását a kamatkidások mérséklődésében. Emellett a kamatkidásokra idővel kedvezően hat az államadósság csökkenése is. Így az uniós költségvetési szabályrendszerben meghatározó szerepet betöltő strukturális hiány fokozatosan mérséklődhet, de alappályánknban nem éri el az úgynevezett középtávú strukturális egyenlegcél (MTO, medium-term budgetary objective), ami 2017-től a GDP -1,5

százalékát jelenti.<sup>19</sup> A strukturális egyenleg fokozatos emelkedése egyszerre tükrözi az uniós hiány- és adósságcéloknak történő megfelelés igényét és a kormányzat keresletélénkítő, növekedéstámogató szándékát.

A kibocsátási rés 2019-től előrevetített záródása mellett a ciklikus komponens idővel már nem támogatja a költségvetési hiánycsökkenést. Az uniós strukturális egyenlegcél által horgonyzott fiskális politika, valamint a kamatmegtakarítások mellett a költségvetés hiánya így is mérséklődhet és az előrejelzési horizont végén a GDP 1,9 százaléka körül alakulhat.

Az alappályánk mentén az államadósság kezdetben lassabb, majd gyorsuló mérséklődésére számítunk. Ezt a folyamatot segíti a költségvetés elsődleges egyenlegének a GDP 1 százaléka körül ingadozó többlete. Emellett az államadósság implicit reálkamatának folytatódó csökkenése, az élénkülő reálnövekedés, valamint az idővel trendszerűvé váló reálárfolyam felértékelődés is segíti az adósságcsökkenést. Az adósság reálértelemben vett finanszírozási költségét meghaladó reálnövekedés és a reálárfolyam erősödése együttesen garantálja, hogy a múltban felhalmozott adósság terhe, az úgynevezett dinamikus komponens összességében az adósság lendületesebb csökkenése irányába hat.

Az adósságcsökkenés dinamikáját ugyanakkor alapvetően befolyásolják az uniós transzferek finanszírozásával kapcsolatos hatások is. A 2016-2018 időszakban, azaz az uniós költségvetési első felében (figyelembe véve az elszámolásokban megfigyelhető két éves késleltetést), a tagországok jellemzően előfinanszírozzák az uniós kifizetéseket. Ezzel párhuzamosan a költségvetésnek pénzügyi követelése keletkezik az unióval szemben, azaz a költségvetési hiányra ezen finanszírozási tételek nem hatnak. Ugyanakkor a bruttó adósságállományt megemelik. 2019-től, a költségvetési ciklus második felében ezzel szemben az uniós kifizetések az előrejelzések szerint meghaladják a ténylegesen felhasznált forrásokat. Így az ebből eredő hatások kedvezően hatnak az adósságra és az adósságcsökkenés dinamikája érzékelhetően felgyorsul.

Az államadósság dekompozíciók megvilágítják, hogy az egyes forgatókönyvekben mi áll az eltérő államadósság dinamika hátterében. Az alábbiakban az adósságváltozást az azt

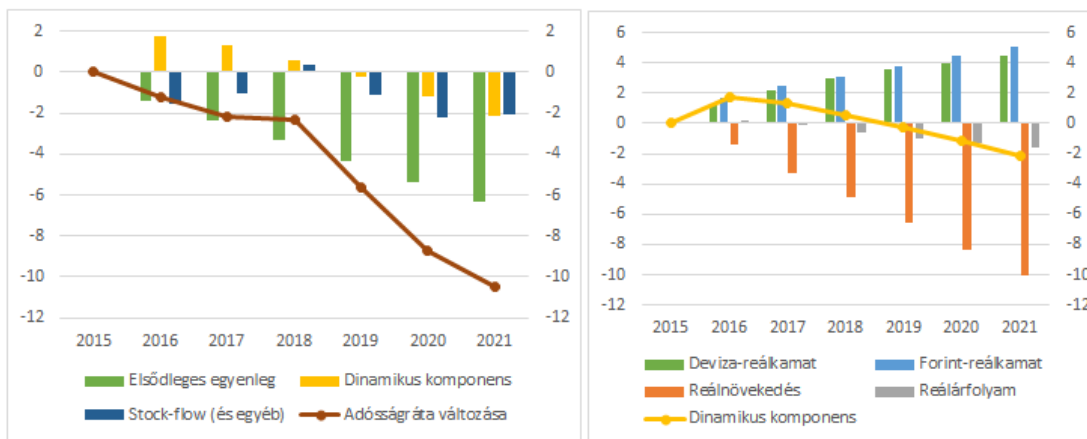
---

<sup>19</sup> Az Európai Bizottság háromévente vizsgálja felül a tagországok számára meghatározó, minimális strukturális hiánycélt (minimum MTO), majd ezen alsó korlát ismeretében a tagországok tűzik ki saját hiánycéljukat. A minimális középtávú strukturális hiánycélt a Bizottság az államadósság fenntartható szintre történő csökkentésének igényét figyelembe véve tűzi ki. Emellett meghatározó szempont, hogy a ciklikus ingadozásokat is figyelembe véve a költségvetési hiány a 3 százalékos költségvetési hiánykritérium alatt maradjon. A 2013-2016-os időszakban a minimális strukturális egyenlegcél a Bizottság a potenciális GDP -1,7 százalékában határozta meg és a magyar kormány ezzel megegyező MTO-t tűzött ki célul. 2017-től a Bizottság a minimális MTO-t -1,5 százalékban határozta meg, ami ismét megegyezik a kormányzati céllal.

magyarázó tényezőkre, azaz az elsődleges egyenlegre, a reálárfolyam, a reálkamat és a reálnövekedés hatására, valamint az egyéb tényezőkre bontva röviden bemutatjuk, hogy mi okozza az adósság változását.

Alappályánkban az előrejelzési horizonton a 2015-ös 75 százalék feletti szintjéhez képest az államadósság összességében több mint 10 százalékpontos csökkenésére számítunk. Ez elsősorban a költségvetés kumulált többletének köszönhető. A múltban felhalmozott adósság „terhe”, a reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés összhatása az időszak elején az adósságot növeli, majd fokozatosan megfordul a tendencia. A fenti hármas összhatása, a dinamikus komponens így a teljes horizonton 2 százalékpontos adósságcsökkenést okoz.

*Ábra 17. Államadósság dinamika dekompozíciója (2015-től kumulált GDP-arányos változások, %)*



Forrás: OGRResearch

#### *Keretes írás 5. A modell bemutatása<sup>20</sup>*

Az államadósság középtávú fenntarthatóságát, finanszírozhatóságát számos tényező befolyásolja. Ezen tényezők gazdaságra és államháztartásra gyakorolt középtávú hatását közgazdaságilag egy szimultán, a gazdasági változók közötti visszacsatolásokat is megragadó modellel lehet a legjobban megragadni.

A makroökonómiai modellek összefüggései jellemzően a gazdasági folyamatok múltban megfigyelhető hatásmechanizmusára épülnek. Ugyanakkor gyorsan változó környezetben lehetőség van a szereplők megváltozott viselkedésének bemutatására. Ezen túlmenően ún. szakértői korrekciók érvényesítésével a modellváltozók által közvetlenül nem megragadható

<sup>20</sup> A modell felépítése és kalibrálása nagymértékben támaszkodik a Kamenik és társai (2013) által Csehországra kifejlesztett fiskális modellre alapuló Baksa és társai (2015) középtávú fiskális fenntarthatósági modellre.

folyamatok is megjeleníthetők. A modellek tehát hatékony és konzisztens módon tudják kombinálni a múltbeli adatokban rejlő információt a jelenben felhalmozott friss tudásunkkal.

A modell alapú elemzés előnye, hogy a főbb makroökónómiai változók egyidejű és dinamikus kapcsolatának megteremtésével biztosítja a gazdasági folyamatok belső konzisztenciáját. A gazdaság működését leíró összefüggések pedig explicitek, ezért könnyen beazonosíthatók a magyarázó tényezők és a hatásuk is mérhető. A makroökónómiai kivetítés így értelmet nyer, a változások miértjére pedig koherens történettel lehet válaszolni.

A modell alkalmazásának további előnye, hogy lehetővé teszi a szimulációk alapjául szolgáló feltevések megváltoztatását, az ún. alternatív scenáriók készítését. Az ilyen „mi lenne ha” típusú kérdésfeltevések és az ezekre épített szimulációk segítenek a kivetítéseket személyre szabni, az elemzéseket a kívánt érdeklődési területre fókuszálni.

Az előrejelzéshez illetve az elemzéshez egy *kisméretű, szemi-strukturális, dinamikus makromodell*t használtunk.

A modell *kisméretű*, vagyis igen magas aggregáltsági szinten kezeli a változókat. A reálgazdasági teljesítményt leíró változók esetében ez például azt jelenti, hogy a modell egyetlen végső kibocsátási indikátorba sűríti a gazdasági teljesítményt (GDP).

A modell *szemi-strukturális* jellege azt jelenti, hogy a modell nem teljesen mikroalapú, bár a viselkedési egyenletek függvényyszerű alakja levezethető szabályos mikroökónómiai optimalizálási problémákból. A modell inkább viselkedési heurisztikákat ragad meg, és nem próbál minden összefüggést formális mikroökónómiai alapon igazolni.

A modell *dinamikus* jellege pedig arra utal, hogy konzisztensen kezeli a makrováltozók múltbeli meghatározottságát (perzisztenciáját) és a várakozások szerepeltetésével a makrováltozók előrettekintő jellegét. Így a makrováltozók pályájának teljes dinamikus leírását adja. Míg a reálgazdasági változók esetében elsősorban a lassú alkalmazkodás, a merevség játszik döntő szerepet, a könnyebben igazodó nominális változók esetében meghatározó jelentőségű az előrettekintés.

A modell ún. *rés (gap) modell*, vagyis a reálváltozók alakulását egy középtávú egyensúlyfogalomnak megfelelő trendre és a trend körüli ingadozásokat leíró rés komponensre bontja fel. A nominális változók csak a rés-komponensektől függnnek, így jelenik meg a monetáris makroökónómia híres tétele, a klasszikus dichotómia a modellben. Konkrétan: az infláció csak az aggregált túlkereslet, a trend fölötti kibocsátási rés (vagy output gap) mértékétől függ, és a monetáris politika is csak a kínálati kapacitásoktól elszakadó rövid távú egyensúlytalanságokra reagál. A nominális változók szintje önmagában szintén nem hat



vissza a gazdaság reál oldalára, csak a gazdaság relatív árainak (így a reálkamatnak és a reálárfolyamnak) van hatása a reálgazdasági teljesítményre.

A modell gyakorlatilag négy fontos magyarázó mechanizmusra (négy klasszikus makroegyenletre) épül, amelyek a kis, nyitott gazdaság ún. *új-keynesi modelljének* alapkövei. A következő négy egyenlet képezi a kis, nyitott gazdaság monetáris makromodelljét:

- *IS-görbe*: Az aggregált kereslet csökken, ha a reálkamatláb nő.
- *Phillips-görbe*: Az aggregált túlkereslet növeli az inflációt.
- *Taylor-szabály*: Ha a várt infláció meghaladja a jegybank célját, a jegybank szigorít a monetáris kondíciókon.
- *Fedezetlen kamatparitás*: A magasabb nominális kamat vonzza a külföldi befektetőket, a tőkebeáramlás pedig erősíti az árfolyamot.

A tanulmányban használt modell a fenti új keynesi összefüggéseket megjelenítő ún. szemi-strukturális makroblokk és egy fiskális blokk összekapcsolásából áll össze, a kettő közötti kapcsolatot pedig részben egy viszonylag részletes hozamgörbe szerkezet biztosítja. A modell annyiban speciális, hogy a költségvetési politika nemcsak rövid, hanem hosszútávon is hat a gazdaságra, így lehetővé válik a fiskális konszolidációk különböző időtávú hatásainak vizsgálata és az ehhez kapcsolódó átváltások értékelése. Emellett a különböző világgazdasági scenáriók konzisztens megjelenítéséhez a középtávú modellt kiegészítettük egy endogén külső blokkal. Ezt a kiegészítést az indokolta, hogy a külső környezet hazai gazdaságra gyakorolt valamennyi csatornáját (reálgazdasági, inflációs, illetve pénzügyi) konzisztens módon tudjuk megjeleníteni. Ha például élénkül a külső kereslet, akkor az nemcsak a reálgazdasági csatornán keresztül érinti a hazai gazdaságot, hanem a magasabb külső infláción és az emelkedő külföldi kamatszinten keresztül is. Az endogén külső blokk automatikusan megjeleníti ezeket a közvetett hatásokat is. A külső sokkokra adott impulzusválaszokat a Függelékben mutatjuk be.

A rövid és középtáv eltérése miatt a modell a Kálmán-szűrővel az idősorokat trendekre és résekre (gapekre) bontja, emiatt három időtávot érdemes megkülönböztetni:

- *rövidtáv vagy üzleti ciklus frekvencia*: a rések nem záródtak, a gazdaság nincs egyensúlyban
- *középtáv*: a rések záródtak, de a változók nem a hosszútávú egyensúlyi értéküknél állnak
- *hosszú táv*: a változók beálltak a hosszútávú stabil egyensúlyi értékekre.

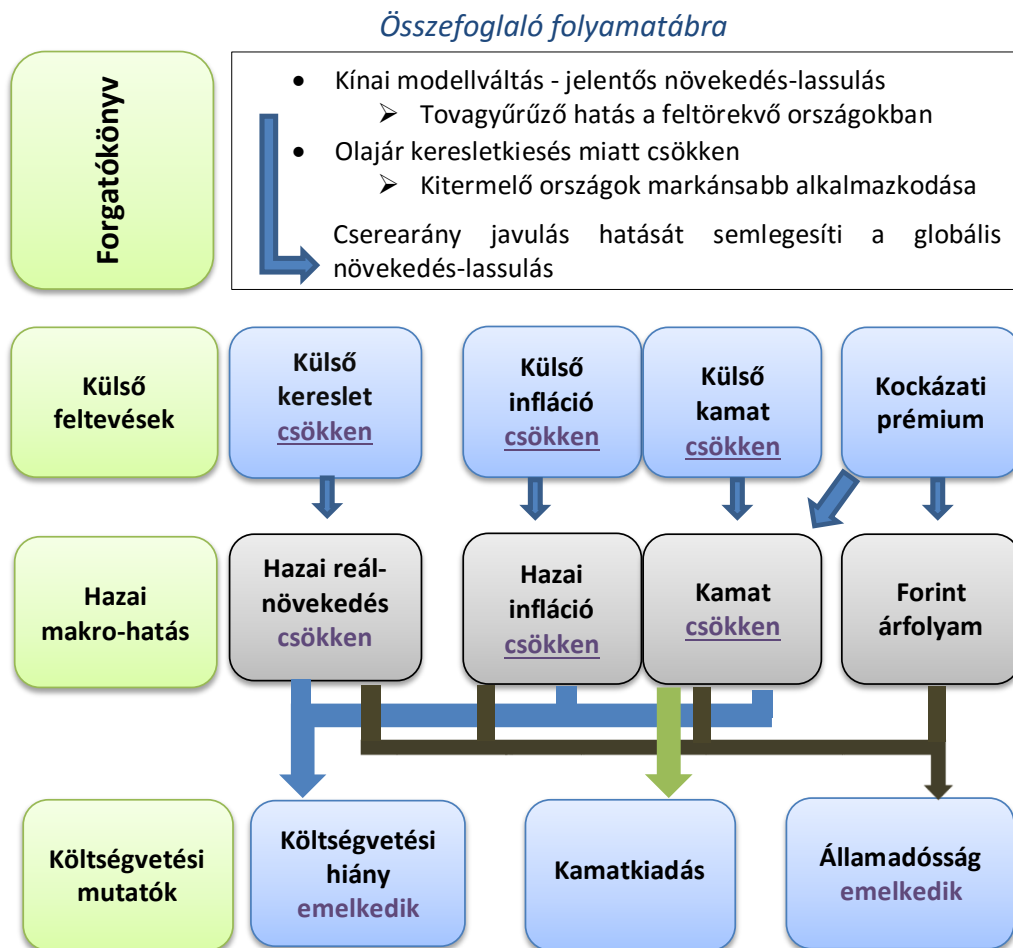
A rendszer alapvetően középtávú kérdések vizsgálatára alkalmas, mint például:

- *Mennyire fenntartható az államadósság?*
- *Mennyire tér el egy gyorsabb/lassabb fiskális konszolidáció rövid- és középtávú hatása?*
- *Mi történik az államadóssággal, ha megváltozik a hozamkörnyezet?*

## 5 Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra

Az alábbiakban részletesen bemutatjuk, hogy milyen nemzetközi pénzügyi és gazdasági feltevésekkel éltünk a négy alternatív forgatókönyvünkben, valamint azt, hogy ezek az alternatív feltevések a modellszimulációk alapján milyen mértékben térítik el a fő makrogazdasági változókat és költségvetési mutatókat az alappályában előrejelzett pályájuktól.<sup>21</sup>

### 5.1 Kínai növekedés markáns lassulása, nyersanyagár-csökkenés



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

<sup>21</sup> A külső feltevések változásának modellváltozókra gyakorolt hatásait (külső sokkok impulzus válaszait) a „Külső blokk impulzus válaszai” című 8.1 Függelékben részletesen bemutatjuk.

A globális kockázatok közül kiemelt helyet érdemel a kínai gazdaság modellváltása, és annak világgazdaságra gyakorolt hatása (lásd 3. keretes írás). Három és fél évtizednyi kimagasló növekedést követően Kína gazdasága lassul. Mivel a legtöbb kimagasló növekedési periódust átélte ázsiai ország hirtelen lassuláson ment keresztül, ezért Kína esetében is számolni kell egy hasonló forgatókönyvvel.<sup>22</sup> Magyarország és Kína közvetlen kereskedelmi kapcsolata nem kimagasló, ugyanakkor a közvetett – például Németországon keresztüli – kapcsolataink már jelentősek, különösen az autóiparunk miatt. Másrészt Kína mind közvetlenül, mind közvetetten meghatározó szerepet játszik a nyersanyagár alakulás szempontjából.

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 modellváltás a növekvő tovagyrúzó hatás következtében érdemben visszavetheti a feltörekvő országok teljesítményét.

Kína és az érintett feltörekvő országcsoport lassabb gazdasági növekedése érdemi kereslet csökkenést válthat ki az olaj- és egyéb nyersanyagok piacán. A kereslet csökkenése pedig az elmúlt években megfigyelhetőhöz hasonló, számottevő áralkalmazkodáshoz vezethet. A tartósan alacsony olaj- és nyersanyagárak ugyanakkor az exportáló országok markánsabb alkalmazkodását kényszeríthetik ki (lásd 4. keretes írás). A kedvezőtlen cserarány változás, a csökkenő költségvetési bevételek hatására egyre több országban válik elkerülhetlenné a költségvetési szigorítás, ami tovább erodálja a gazdasági növekedést.

### *Külső feltevések*

Forgatókönyvünkben azt feltételezzük, hogy a fenti csatornák összességében az alappályához képest jelentős növekedéslassulást eredményeznek a feltörekvő országokban. A növekedési hatás összemérhető az országcsoportban az elmúlt két évben megfigyelt hatással.<sup>23</sup> A kieső olajkereslettel párhuzamosan forgatókönyvünkben a brent típusú kőolaj hordónkénti ára a 2016 júniusában tapasztalt 50 dolláros szintről 2016 végére 40 dolláros, 2017 végére pedig 35 dolláros szint alá mérséklődik (Ábra 18). Ez a 2016-os éves átlagos olajár esetében közel 10

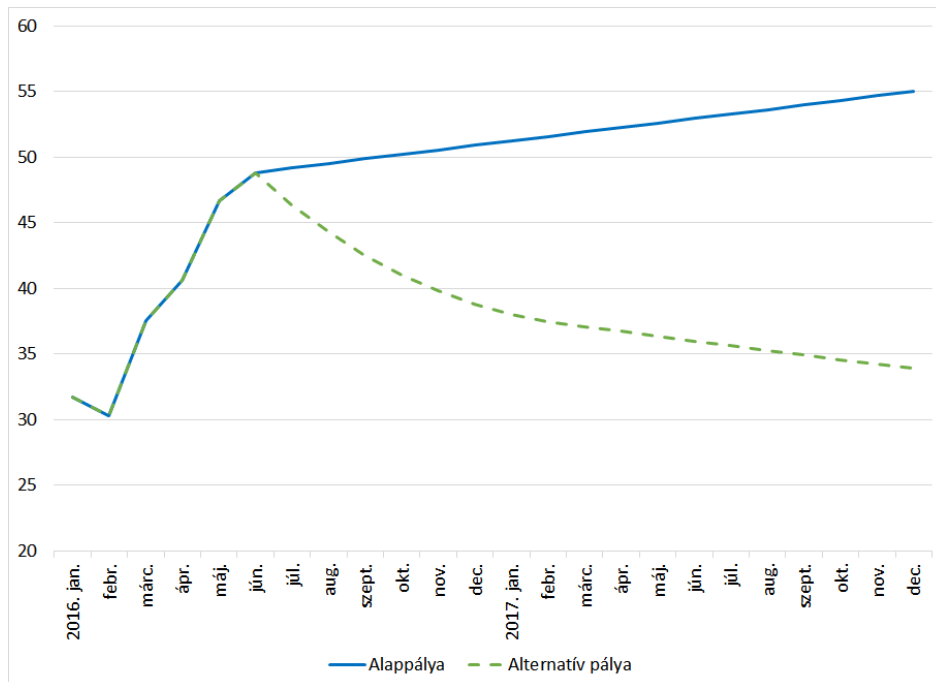
---

<sup>22</sup> Lásd Lant Pritchett, Lawrence H. Summers: Asiaphoria Meets Regression to the Mean, Working Paper 20573, <http://www.nber.org/papers/w20573>.

<sup>23</sup> A feltörekvő országok növekedési pályájával kapcsolatos feltevéseket és ezek olajára gyakorolt hatását az IMF áprilisban megjelent kiadványának keretes írása alapján kalibráltuk (Lásd: „Scenario Box1: The Estimated Impact of Lower Oil Prices”, IMF World Economic Outlook, Too slow for too long, April 2016, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>). A keretes írás a feltörekvő piacok - jórészt Kína lassulásával összefüggő – olajárakra, illetve globális növekedésre gyakorolt hatását is elemzi.

százalékos, 2017-ben pedig további 20 százalékos csökkenést jelent az alappályához képest. (Ábra 18)

*Ábra 18. Kínai növekedés markáns lassulása, nyersanyagár-csökkenés: olajár-feltevés (brent típusú kőolaj, dollár/hordó)*



Forrás: OGResearch

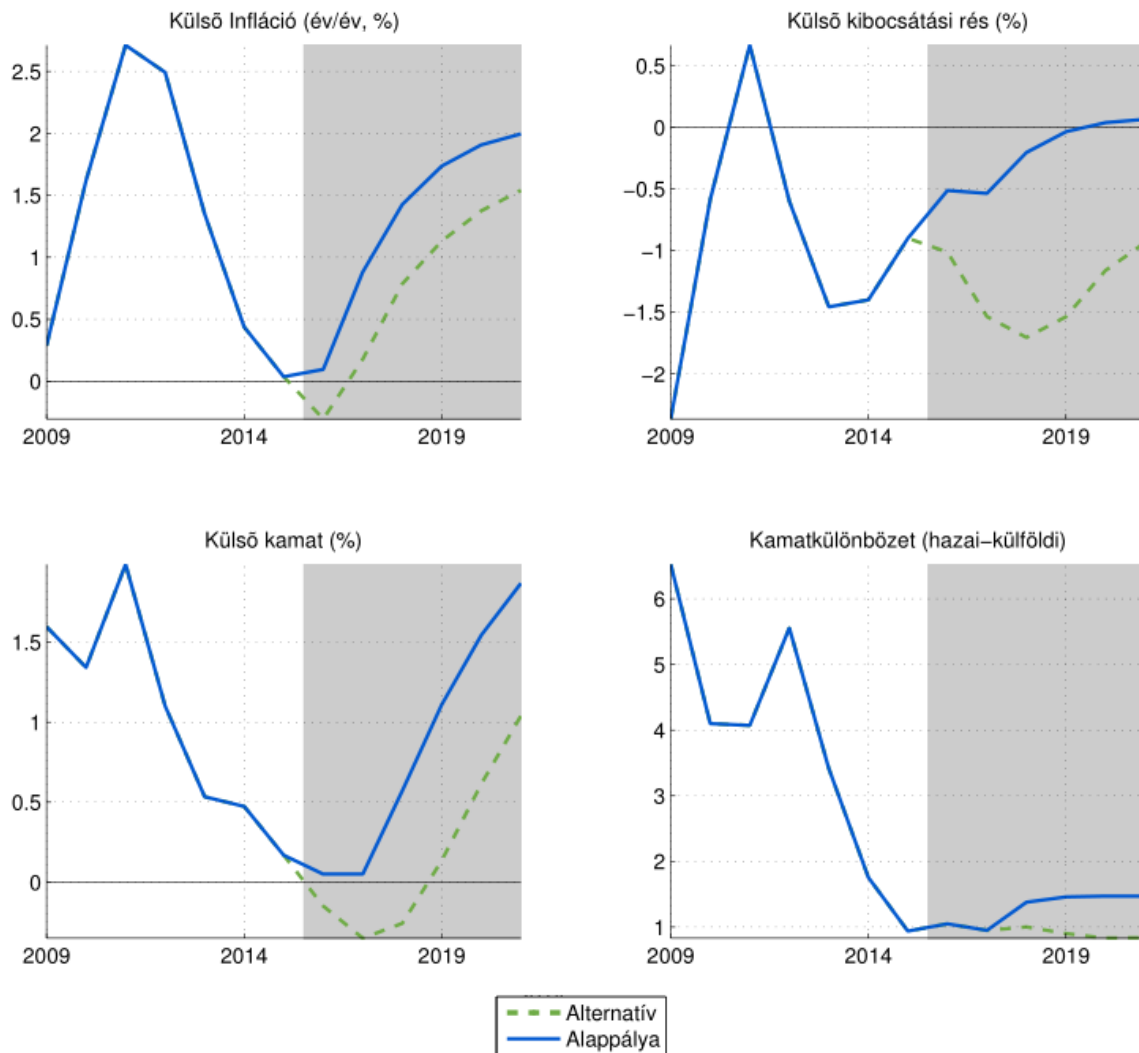
Az csökkenő olaj- és nyersanyagárak hatására átmenetileg mérséklődik a külső infláció, ami részben az olajártól függő termékek átárazódásából eredő közvetlen hatás, részben az egyéb termékek és szolgáltatások árára kifejtett közvetett hatás eredménye. Szimulációinkban azt feltételeztük, hogy egy 10 százalékos olajár-csökkenés összességében 0,3-0,4 százalékponttal csökkenti a külső inflációt.<sup>24</sup> Az alacsonyabb külső inflációra a külső monetáris politika reagál, így a rövid lejáratú külső kamatok tartósan alacsonyabbak, mint az alappályában.

Szcenárióinkban – hasonlóan az elmúlt negyedévekben tapasztalt tendenciákhoz – az alacsonyabb olaj- és nyersanyagárak nettó energiainportőr országokra gyakorolt kedvező növekedési hatásait bőven ellensúlyozza a globális növekedés lassulása (lásd 3.3 Fejezet). Így a külső infláció csökkenését nem kíséri kedvezőbb növekedési pálya: a feltörekvő országok

<sup>24</sup> Az olajárak külső inflációra és növekedésre gyakorolt hatását a modellben a következő tanulmányban összefoglalt következtetések alapján kalibráltuk: “Oil prices – their determinants and impact on euro area inflation and the macroeconomy”, Monthly Bulletin, ECB, August 2010) ([https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201008en\\_pp75-92en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201008en_pp75-92en.pdf)).

széles csoportjában érezhető recessziós nyomás érdemi hatást gyakorol a magyar gazdaság fő kereskedelmi partnereire. Forгатókönyvünkben tovább nyílik a negatív külső kibocsátási rés (Ábra 19).

Ábra 19: Kínai gazdaság markáns lassulása, nyersanyagár-csökkenés: külső feltevések



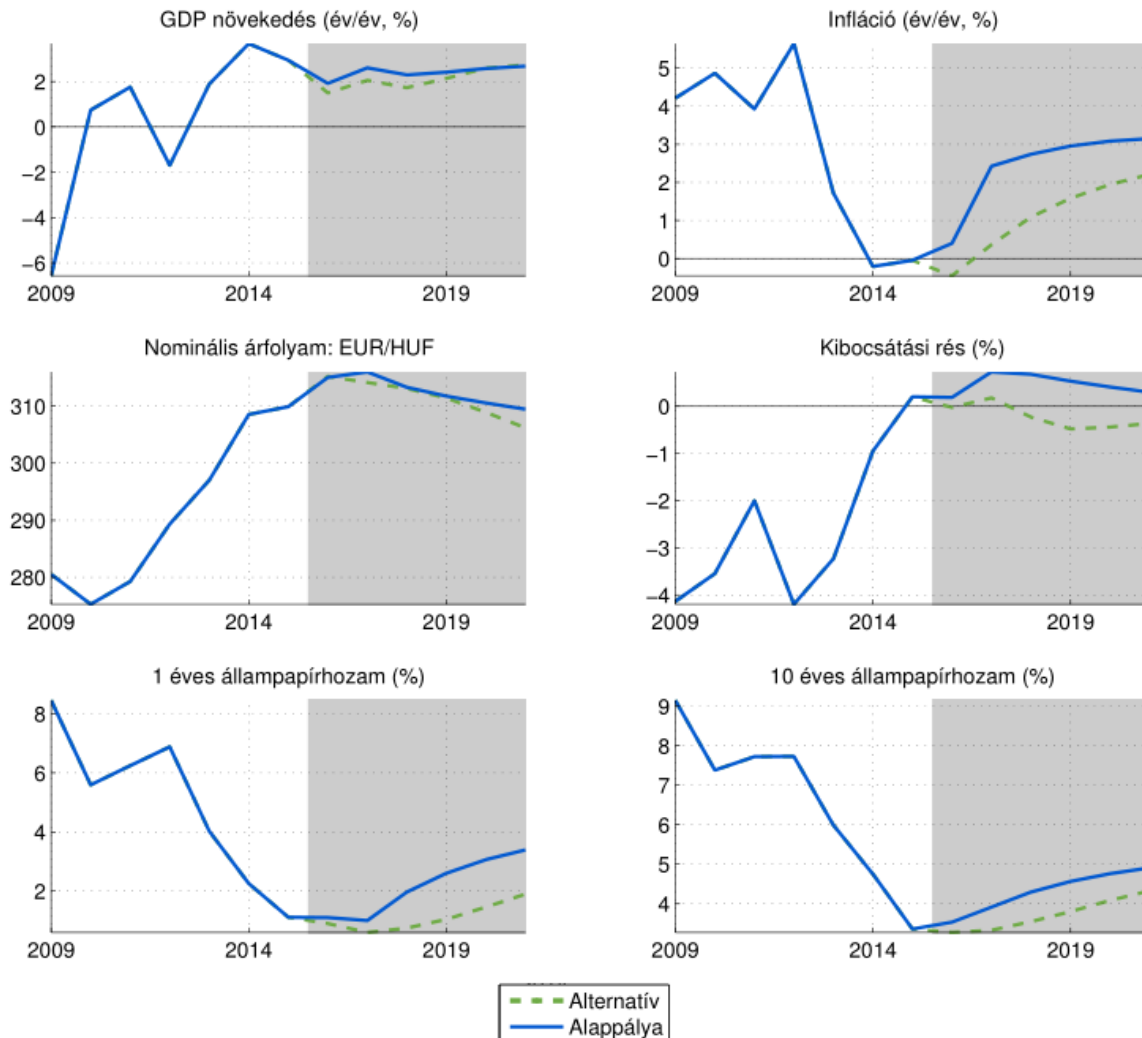
Forrás: OGRsearch

Memo: A modellben a külső feltevések az euroövezetre vonatkoznak.

A külső keresletet tovább fékezi, hogy a túlzott eladósodással küzdő fejlett országok adósságproblémáját mélyíti a negatív olajársokk és az alacsonyabb növekedési pálya együttes hatása. A vártnál számottevően alacsonyabb infláció ugyanis az adósság lassabb átárzódása következtében növeli az adósság finanszírozásának reálköltségét. Emellett a reálnövekedés alacsonyabb, így átmenetileg nő a reálkamat és a reálnövekedés különbsége, ami fékezi az adósság „kinövését”, akár meg is fordíthatja azt. A fenntarthatósági kockázatok növekedése

pedig a finanszírozási költségek növekedésén, a várt jövőbeli alkalmazkodás hatásán keresztül már rövidtávon érzékelhető hatást gyakorolhat az unió növekedésére.

Ábra 20: Kínai gazdaság markáns lassulása, nyersanyagár-csökkenés: főbb hazai makrogazdasági változók



Forrás: OGResearch

### Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A külső kereslet-visszaesés hatására magyar gazdaság reálnövekedési üteme átmenetileg mérséklődik.<sup>25</sup> Az alacsonyabb importált infláció és az olajárak hazai inflációra gyakorolt

<sup>25</sup> A Magyar Nemzeti Bank a világ ágazati kapcsolatok mérlegének (ÁKM) felhasználásával készült számításai szerint (lásd MNB Inflációs jelentés, 2015 szeptember, <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-egyben.pdf>) amennyiben a kínai gazdaság kibocsátása 1 százalékkal visszaesik, akkor a magyar gazdaság GDP-je megközelítőleg 0,1 százalékkal csökken. Ez a számítás azonban nem tudja figyelembe venni a közvetett csatornákat, például a pénzügyi rendszeren keresztüli hatásokat. Feldkircher – Korhonen (2012) globális VAR modellel végzett számításai alapján a közép-kelet-európai országokban ennél nagyobb hatás adódik: a kínai GDP

közvetlen hatása következtében az inflációs ráta tartósan alacsonyabb, mint az alappályában. Mivel az inflációban viszonylag nagyobb az üzemanyag, illetve az energia súlya, a magyar infláció érzékenyebben reagál az olajár sokkokra. Így a hazai inflációs ráta jobban mérséklődik, mint a külső, és a monetáris politikai reakció, azaz a kamatcsökkentés is nagyobb mértékű, mint külföldön.

A monetáris politikai reakció, valamint a várakozások hatására a hozamok a teljes hozamgörbe mentén lejjebb tolódnak. A külső inflációt meghaladó dezinflációs hatás miatt a reálárfolyam gyengébb, mint az alappályában. A külső keresleti sokk átmenti jellege, illetve az azt követő korrekció, a tartósan laza monetáris politika következtében gyengébb reálárfolyam-pálya középtávon már a GDP-növekedés gyorsulása, a negatív kibocsátási rés lassú záródása irányába hat. (Ábra 20)

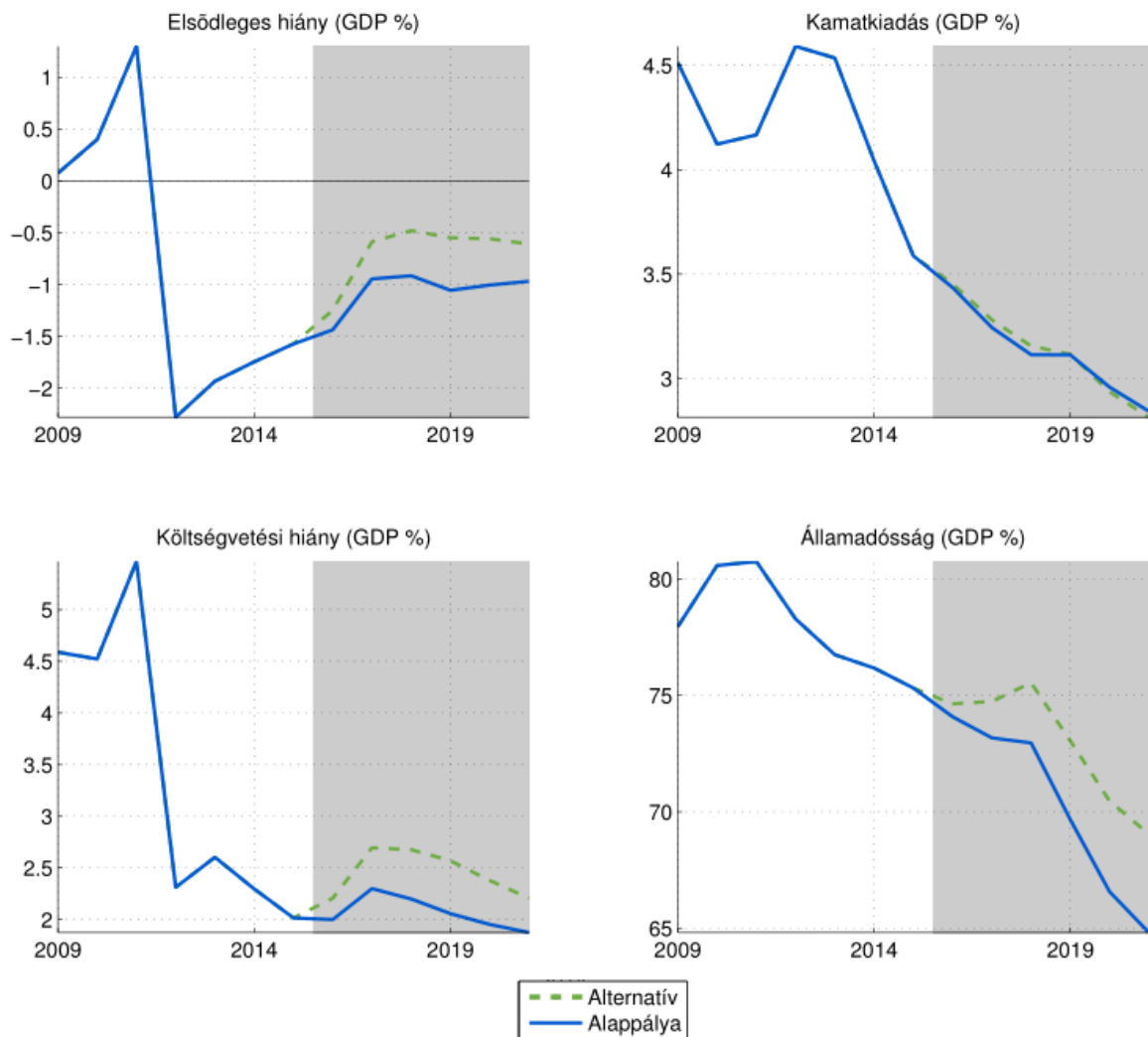
### *Költségvetési folyamatok*

A költségvetési hiányra ebben a forgatókönyvben a gazdasági ciklus, azaz az alacsonyabb kibocsátási réssel összefüggésben keletkező átmeneti adóbevétel-kiesés gyakorol érdemi hatást (Ábra 21). Így a költségvetés kamatkiadások nélkül vett elsődleges többlete átmenetileg csökken, majd a növekedés gyorsulásával ez a tendencia megfordul. A kamatkiadások átmenetileg enyhén meghaladják az alappályában megfigyeltet, ami az adósság lassabb átárazódásával összefüggésben átmenetileg emelkedő implicit reálkamat-költség eredménye. Az eltérő ciklikus komponens és a kamatkiadás hatása tükröződik az költségvetési hiány alakulásában. A GDP-arányos hiány 2017-ben 2,7 százalékra emelkedik, majd csökken és az előrejelzési horizont végén 2,3 százalék körül alakul.

---

1 százalékos lassulásakor ezen országok GDP-je 0,2 százalékkal mérséklődik. A kínai növekedés lassulás az alacsony olajárak következtében erősebb tovaryűrűző hatásait is figyelembe vevő szimulációnk eredménye konzisztens Feldkircher – Korhonen (2012) modellszámításával.

Ábra 21: Kínai gazdaság markáns lassulása, nyersanyagár-csökkenés: költségvetési mutatók

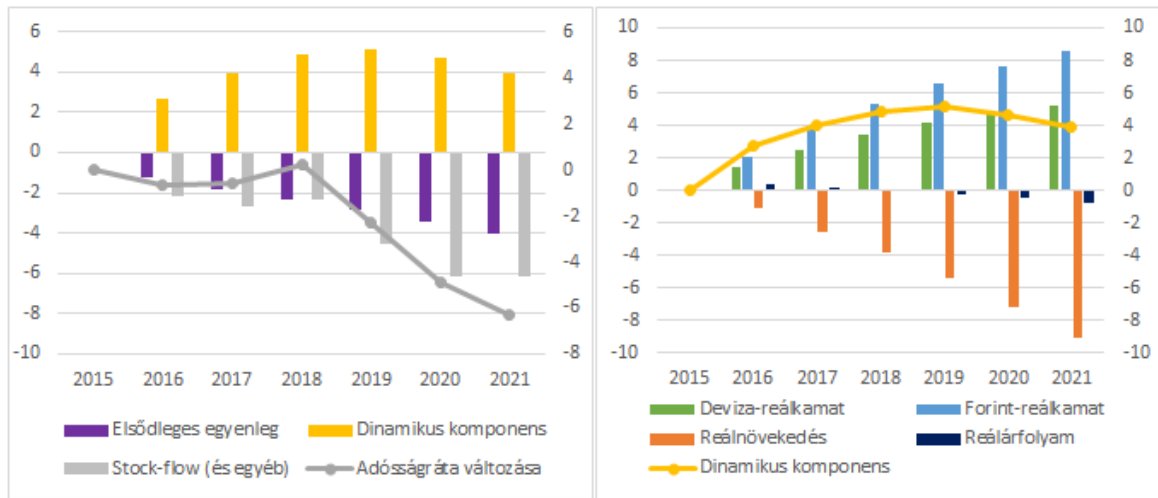


Forrás: OGREsearch

Az államadósság ugyanakkor tartósan magasabb, mint az alappályában (Ábra 22). Az adósságráta kumulált csökkenése az alappályában felvázoltnál a GDP közel 4 százalékkal alacsonyabb. Az adósságráta mérsékeltebb csökkenése az alacsonyabb kumulált elsődleges többlet mellett elsősorban a dinamikus komponenshez, ezen belül is a magasabb reálkamat-szinthez köthető, amiben meghatározó szerepe van az adósság lassú átárazódásának, és így az alacsonyabb infláció mellett emelkedő reálfínanszírozási költségeknek.



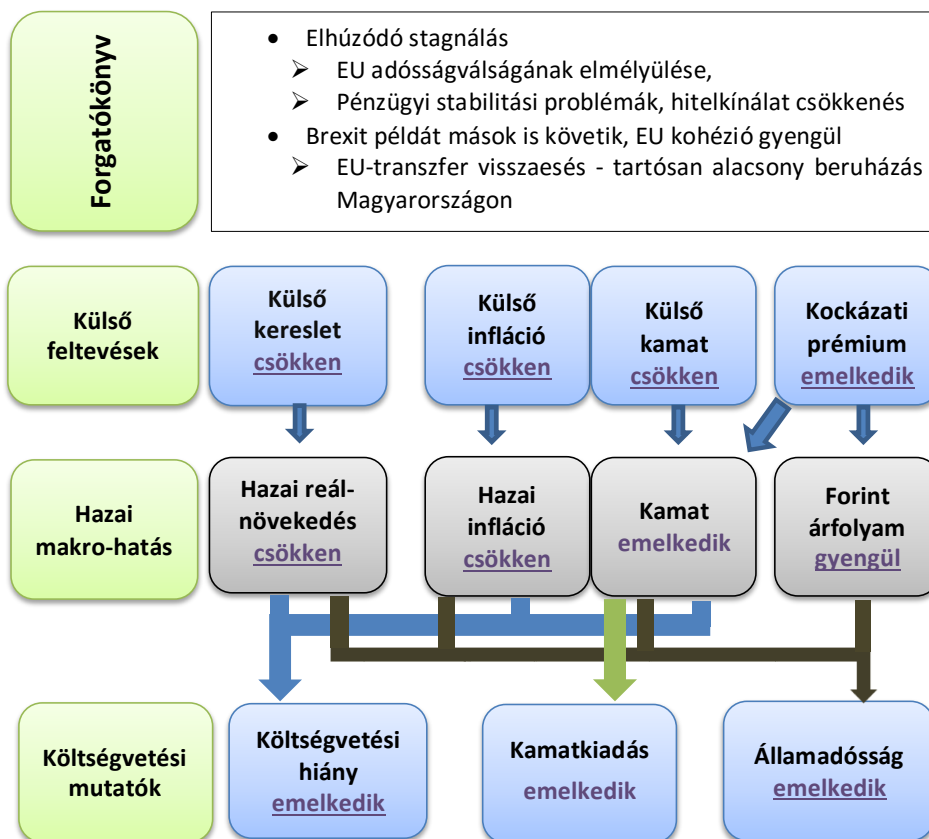
Ábra 22. Államadósság dinamika dekompozíciója  
(2015-től kumulált GDP-arányos változások, %)



Forrás: OGResearch

## 5.2 Európai Unió elhúzóó válsága, tartós kockázati prémium emelkedés

### Összefoglaló folyamatábra



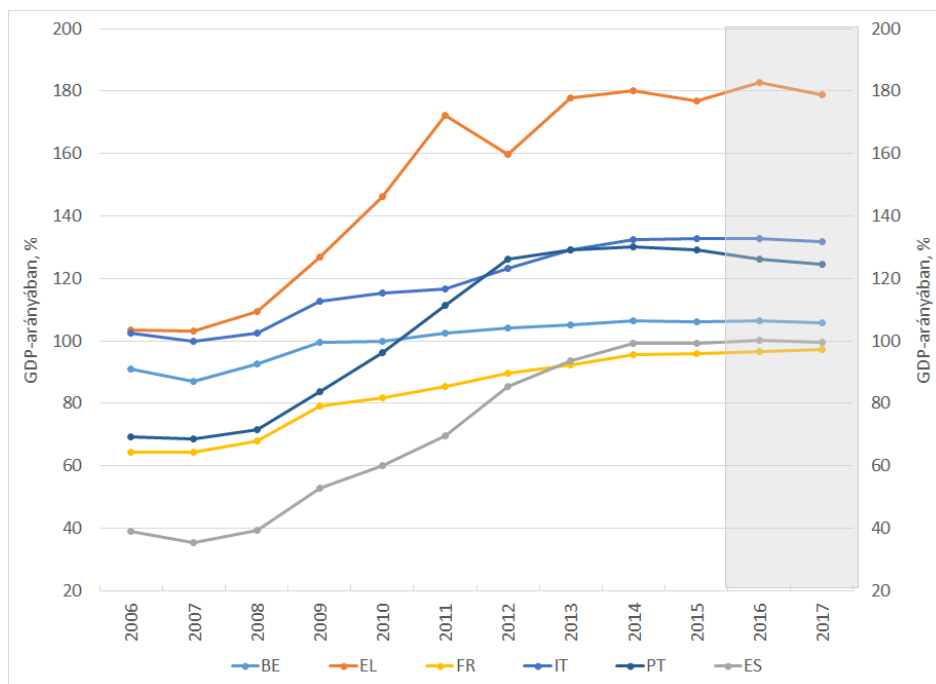
Memo: A folyamatábrában a nyilak csak a leglényegesebb ok-okozati kapcsolatokat jelenik meg. Aláhúzással jelöltük az erősebb hatásokat.

A magyar gazdaság szempontjából meghatározó szerepe van az uniós tagországok gazdasági helyzetének és az EU jövőjének. Az unió válságból történő kilábalása elhúzódó folyamat. Az elmúlt években az EU és az euroövezet gazdasági növekedése elmaradt az Amerikai Egyesült Államokétól, és bár az unió világgazdasági szerepe továbbra is jelentős, a válság kitörése óta érdemi csökkenés volt megfigyelhető e tekintetben.

A kilábalást lassította a számos nagy európai gazdaságban megfigyelhető túlzott mértékű eladósodás, a növekedést támogató strukturális reformok hiánya, a fiskális mozgástérrel rendelkező országokban a beruházási hajlandóság alacsony volta, a deflációs kockázatok, a növekedés támogató monetáris politika természetes korlátai, valamint olyan negatív visszacsatolások – munkapiaci hiszterézis, felerősödő óvatossági motívumok – amelyek hozzájárulnak az alacsony növekedés konzerválásához.

Az erősen pesszimista forgatókönyvben azt feltételezzük, hogy a negatív növekedési visszacsatolások elhúzódó stagnáláshoz (*secular stagnation*) és a fejlett országok adósságválságának elmélyüléséhez vezetnek (lásd 2. Keretes írás). Ezzel párhuzamosan gyengül az unió kohéziója, és a brit példát követve több ország az EU elhagyása mellett dönt.

Ábra 23. A magas adósságszinttel bíró euroövezeti országok államadóssága



Forrás: Európai Bizottság

E két esemény együttes bekövetkezése négy csatornán keresztül gyakorolhat tartósan negatív hatást a magyar gazdaságra. Egyrészt az elmaradó strukturális reformok illetve a növekvő eladósodottság következtében lassabb külső potenciális növekedés, illetve a kedvezőtlenebb

ciklikus pozíció a külső kereslet visszaesésén keresztül korlátozza a magyar gazdaság növekedési lehetőségeit. Másrészt az unió jövőjével kapcsolatos bizonytalanság jelentős növekedése a kockázati prémiumok tartós és számottevő növekedését okozza, ami a magyar gazdaság finanszírozási költségeink emelkedéséhez vezet. A bizonytalanság és a prémiumok növekedése pedig súlyosbítja az unióban meglévő pénzügyi stabilitási problémákat, és a hitelkínálat érdemi csökkenéséhez vezethet. Ez pedig a túlnyomó részben külföldi tulajdonban lévő hazai bankrendszer hitelezési aktivitását is visszafogja. Végül a hazai beruházási aktivitásra, illetve a növekedésre tartósan kedvezőtlen hatást gyakorol, ha a fejlettebb, azaz nettó értelemben az uniós költségvetésbe befizető tagországok a kiválás mellett döntenek. Ekkor ugyanis az unió hosszabb távon vélhetően nem tudja elkerülni a kohéziós alapok költségvetésének csökkentését, így a magyar gazdaságot támogató uniós források is mérséklődhetnek.

### *Külső feltevések*

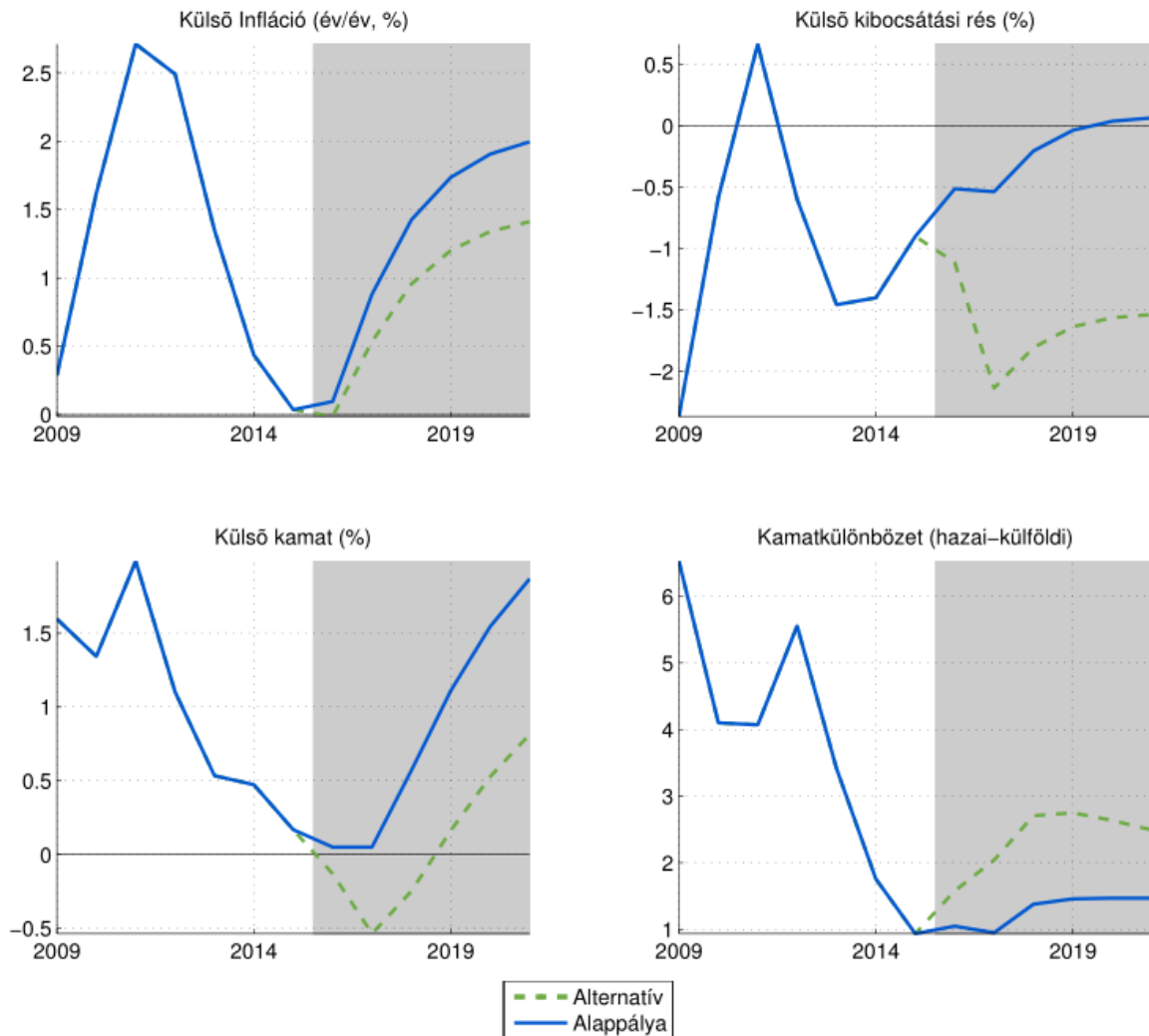
Ebben a forgatókönyvben azzal számolunk, hogy a külső növekedés tartósan csökken, ami részben az alacsonyabb potenciális növekedéssel, részben a negatív kibocsátási rész tágulásával áll összefüggésben. Összességében azt feltételeztük, hogy az elhúzódó stagnálás (*secular stagnation*) következtében a külső növekedés a teljes előrejelzési horizonton évente fél százalékponttal lassabb, mint az alappályában.<sup>26</sup> A brit kilépés és annak „tovagyűrzése” pedig 2016-2017-ben további 1,2 százalékos növekedés-lassulást okoz.<sup>27</sup> A tartósan alacsonyabb külső kereslet érdemben mérsékli a külső árdinamikát. Az inflációs ráta az előrejelzési horizont végén is csak 1,5 százalék körül alakul. A lassabb növekedésre és az alacsony inflációra a monetáris politika markáns lazítással reagál. Szimulációnkban a külső rövid hozamok az évtized végén sem érik el a 1 százalékos szintet (Ábra 24).

---

<sup>26</sup> Az elhúzódó stagnálás (*secular stagnation*) külső növekedésre gyakorolt hatását az IMF áprilisban megjelent World Economic Outlook című elemzése alapján kalibráltuk (Lásd: „ Scenario Box2: Responding to Secular Stagnation Forces”, IMF World Economic Outlook, Too slow for too long, April 2016, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>).

<sup>27</sup> A Brexit külső növekedésre gyakorolt hatását az IMF júliusban megjelent World Economic Outlook Update című elemzése alapján kalibráltuk (lásd Box 1. Alternative Scenarios for the Global Economy in the Aftermath of Brexit”, IMF World Economic Outlook Update, Uncertainty in the Aftermath of the U.K. Referendum, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/update/02/pdf/0716.pdf>).

Ábra 24: Európai Unió elhúzódó válsága, tartós kockázati prémium emelkedés: külső feltevések



*Forrás: OGResearch*

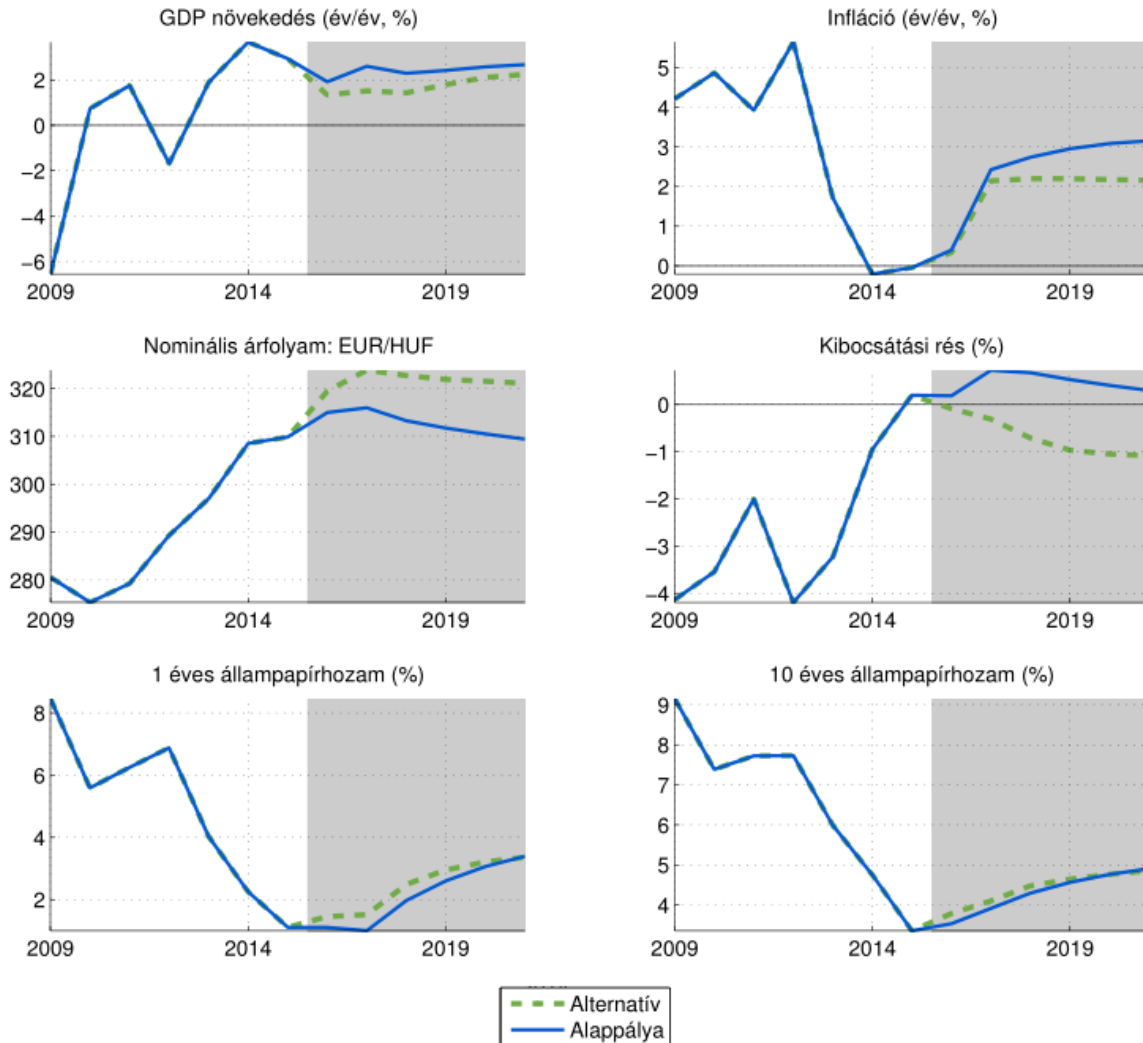
*Memo: A modellben a külső feltevések az euroövezetre vonatkoznak.*

### Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A külső növekedés visszaesése, a kockázati prémium tartós és jelentős, 150 bázispont körüli emelkedése, valamint az EU-transzferek csökkenése miatt alacsonyabb beruházási pálya a hazai potenciális növekedést lassítja. Emellett a külső kereslet tartós visszaesése a kibocsátási résre is negatívan hat. A GDP reálnövekedése így csak az évtized végére éri el a 2 százalékot és az euroövezettel szembeni növekedési többletünk tartósan alacsonyabb, mint az alappályában. Az importált infláció csökkenése és a hazai keresleti hatások egyaránt az infláció csökkenése irányába hatnak. Az inflációs ráta 2 százalékon stabilizálódhat, azaz az évtized végén sem éri el a jegybanki célt. Az inflációs és reálgazdasági folyamatok monetáris lazítást

indokolnak, de a jelentős kockázati prémiumsok hatására a kamatpálya enyhén felfelé tolódik. A nominális és a reálárfolyam pálya ugyanakkor tartósan gyengébb az alappályában szereplőnél. (Ábra 25)

Ábra 25. Európai Unió elhúzóvá válsága, tartós kockázati prémium emelkedés: főbb hazai makrogazdasági változók



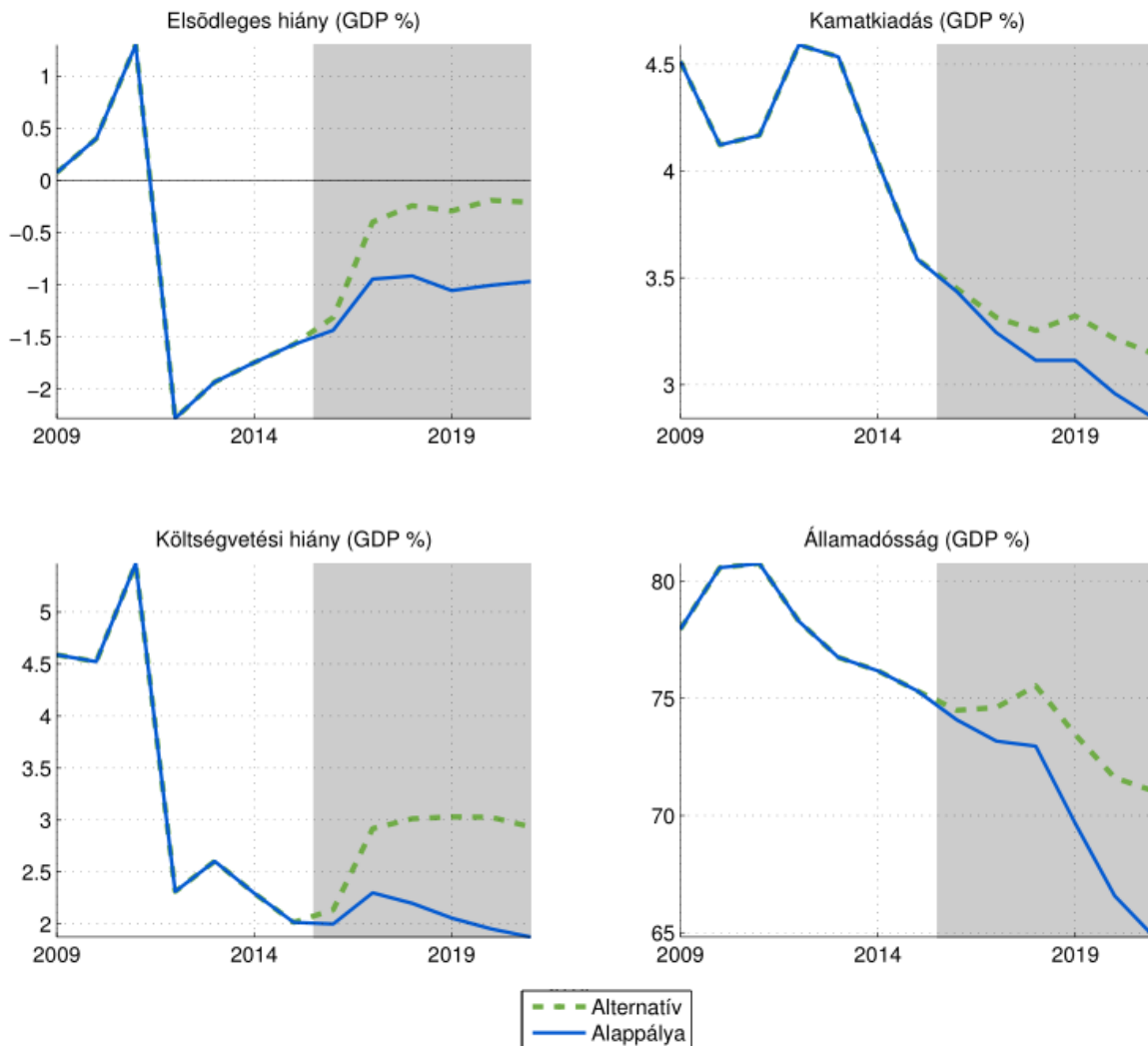
Forrás: OGRsearch

### Költségvetési folyamatok

A tartósan kedvezőtlenebb növekedési folyamatok a teljes horizonton a GDP 0,7-0,8 százalékkal csökkentik a költségvetés elsődleges többletét. Bár a forintkamatok csak marginálisan emelkednek az alappályához képest, a devizaadósságra fizetett kockázati prémium az alacsonyabb külső kamatok mellett is a kamatkidások emelkedése irányába hat. A kamatterhet növeli a tartósan gyengébb devizaárfolyam és a magasabb államadósság-ráta is. A GDP-arányos kamatkidások így az évtized végén több mint 0,5 százalékponttal

magasabbak lehetnek az alappályában megfigyelnél. A költségvetési hiány így 2017-re a GDP 3 százalékára emelkedhet, és ezen a szinten stabilizálódhat. A strukturális hiány eközben átmenetileg a potenciális GDP 2,6 százalékára emelkedik, majd az előrejelzési horizont végén 2 százalékra csökken.

Ábra 26. Európai Unió elhúzódó válsága, tartós kockázati prémium emelkedés: költségvetési mutatók



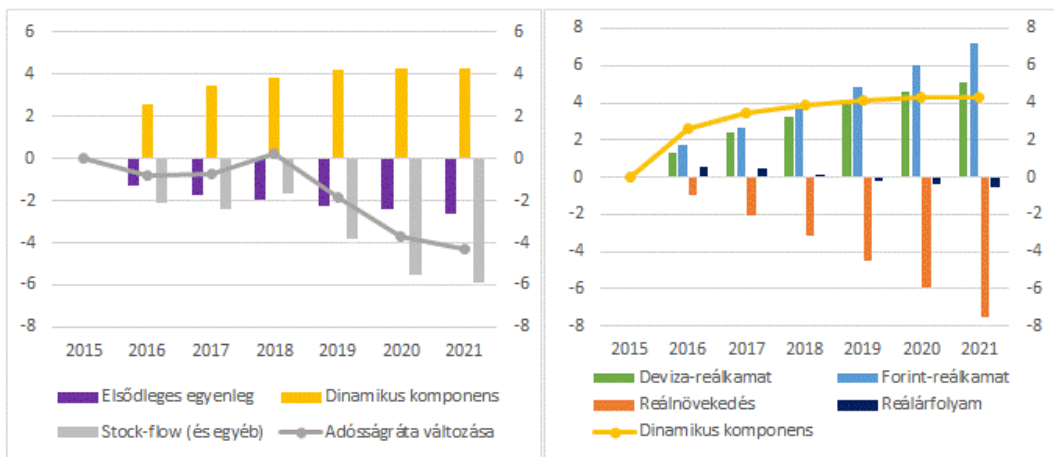
Forrás: OGRsearch

Az államadósság pályáját gyakorlatilag minden tényező felfelé tolja. Az elsődleges költségvetési többlet alacsonyabb szintje következtében a kormány kevesebb megtakarítást képes az adósság csökkentésére fordítani. A kockázati prémium emelkedés, az enyhén emelkedő kamatpálya, valamint az alacsonyabb infláció az adósság implicit reálkamat-terhét érdemben emeli (Ábra 27). Az ezzel párhuzamosan gyengébb reálárfolyam és alacsonyabb

reálnövekedés pedig összességében növeli a felhalmozott adósság terheit. Az államadósság így átmenetileg emelkedik, és az évtized végén is érdemben meghaladja a GDP 70 százalékát.

Míg a költségvetési hiány ebben a forgatókönyvben sem haladja meg tartósan és érdemben a 3 százalékos maastrichti hiánykritériumot, az adósságráta csökkenése várhatóan nem felel meg az unió egyhuzados szabályának<sup>28</sup>.

Ábra 27. Államadósság dinamika dekompozíciója  
(2015-től kumulált GDP-arányos változások, %)

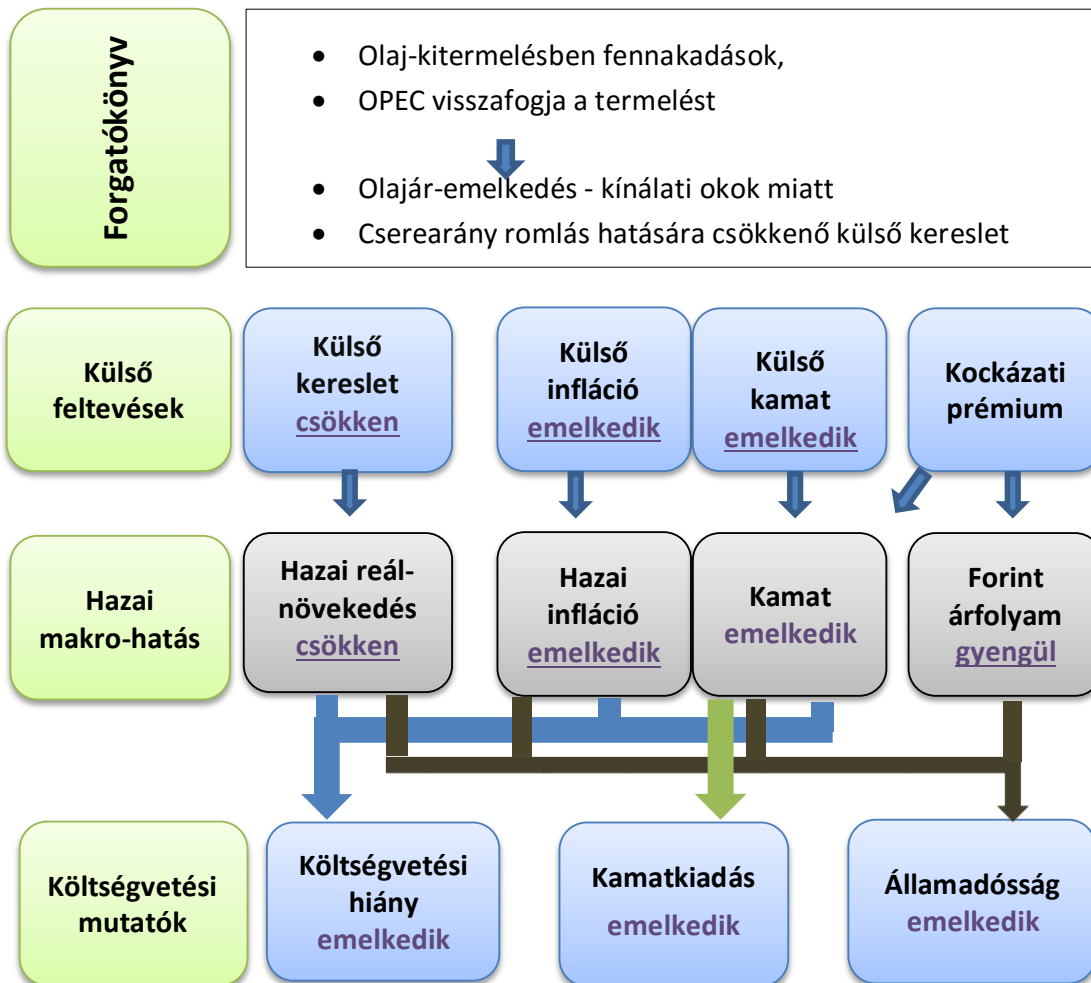


Forrás: OGResearch

<sup>28</sup> Az egyhuzados szabály szerint az államadósságot évente legalább a tényleges adósság szint és a 60 százalékos államadósság-küszöb közötti különbség egyhuzados részével kell csökkenteni, mindezt egy középtávú, hároméves kitekintésben kell teljesíteni. A szabálynak való meg nem felelés a maastrichti hiánykritérium megsértéséhez hasonló túlzott hiány eljárás indítását vonhatja maga után. Ugyanakkor az uniós szabályozás szerint bizonyos rendkívüli körülmények esetén – pl. jelentős növekedési visszaesés az unióban – a Bizottság dönthet attól, hogy a szabályt átmenetileg felfüggeszti. Így az EU markáns visszaesésével és a kibocsátási rés drasztikus nyílásával jellemezhető szcenárióban a Bizottság rendkívüli körülményeket figyelembe véve vélhetően nem indítana túlzott deficit eljárást Magyarország, illetve a hasonló helyzetbe kerülő országok ellen.

### 5.3 Olajár-emelkedés – kínálati okokból

Összefoglaló 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 olaj árak 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. A kereslet számottevő változása ugyanis részben vagy akár egészben semlegesítheti a cserearány-változás növekedési hatását (lásd 3.3 Fejezet).

2016 első felében az olajárakban jelentősebb korrekció volt megfigyelhető. Míg 2014-től az olaj ára jelentős csökkenésbe kezdett és 2015-ben megfeleződött, 2016-ban elsősorban az átmeneti termelés-kihagyások, azaz a csökkenő kínálat hatására az év elején jellemző 25 dollár/hordó szintről gyakorlatilag megduplázódott. A nagy nemzetközi intézményekkel



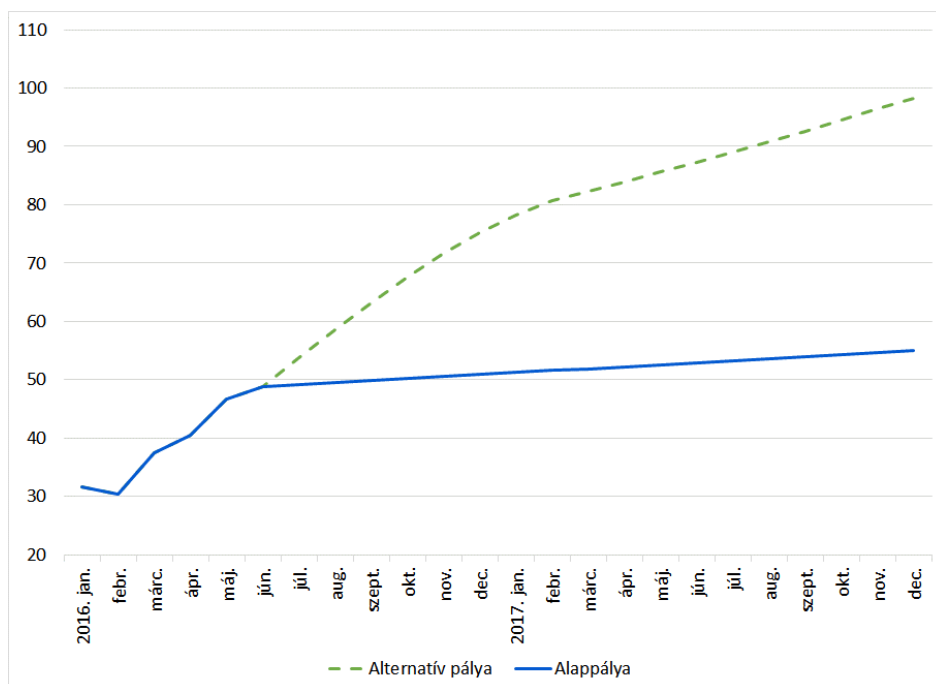
összhangban alappályánkban nem számítunk az olajárak folytatódó emelkedésre, ugyanis a piacot továbbra is gyenge kereslet és relatív túlkínálat jellemzi. Ugyanakkor jelentősége miatt fontosnak tartottuk külön forgatókönyvben megvizsgálni egy esetleges kínálati eredetű olajár-emelkedés makrogazdaságra és államháztartásra gyakorolt hatásait.

Az olajkínálat csökkenéséhez vezethet, ha a 14 olajkitermelő országot magába tömörítő OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries) döntést hoz a tagországok kitermelésének korlátozásáról. 2016 második negyedévében számos OPEC tagország (Irán, Venezuela, Ecuador és Algéria) próbált nyomást gyakorolni az OPEC-re, hogy az olajár-emelkedés segítése érdekében szülessen döntés a termelés korlátozásáról.

Ugyancsak az olajkínálat csökkenését okozhatja, ha a 2016 első félévében tapasztalhoz hasonlóan fennakadások történnek a kitermelésben. A 2016 első felében tapasztalt olajár-emelkedés túlnyomó részben két ország, Kanada és Nigéria kitermelésének csökkenéséhez köthető. Kanadában egy erdőtűz, Nigériában a lázadók támadásai okoztak komoly fennakadásokat a termelésben.

Végül középtávon ugyancsak a kitermelés csökkenése irányába hathat, hogy a rendkívül alacsony olajár-alakulás következtében visszaestek az olajkitermelői beruházások, ami később a kapacitások csökkenését eredményezheti.

*Ábra 28. Olajár emelkedés – kínálati okokból: olajár-feltevés (brent típusú kőolaj, dollár/hordó)*

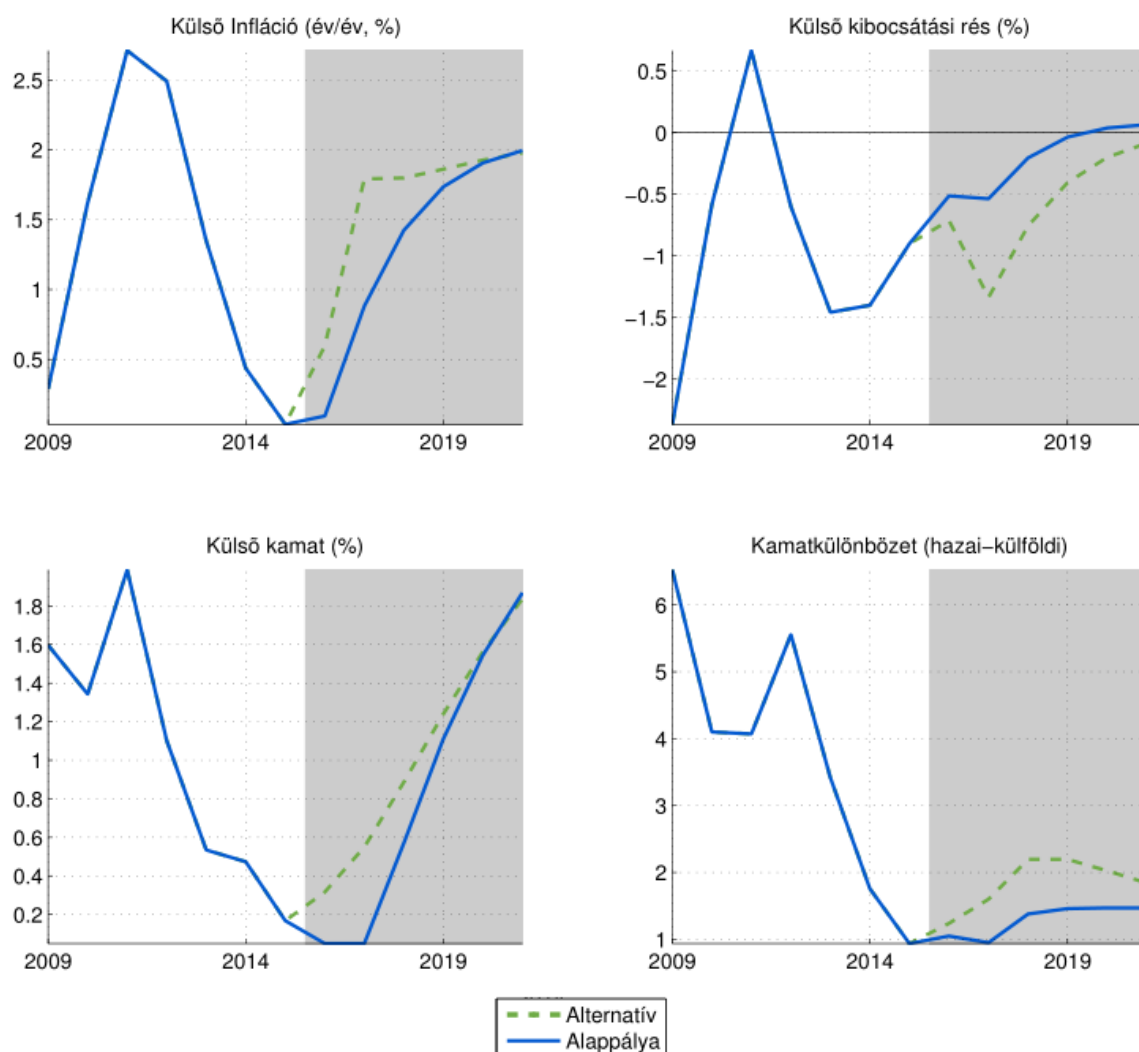


Forrás: OGRResearch

### Külső feltevések

A csökkenő kínálat hatására az olaj ára emelkedő pályára áll. Forgatókönyvünkben azt feltételezzük, a brent típusú kőolaj hordónkénti ára a 2016 júniusában tapasztalt 50 dollár/hordós szintről 2016 végére 80, 2017 végére pedig 100 dolláros szintre emelkedik (Ábra 28). Ez a 2016-os éves átlagos olajár esetében 16 százalékos, 2017-ben pedig további 32 százalékos emelkedést jelent az alappályához képest.

Ábra 29. Olajár emelkedés – kínálati okokból: külső feltevések



Forrás: OGRsearch

Memo: A modellben a külső feltevések az euroövezetre vonatkoznak.

Az emelkedő olajár hatására átmenetileg nő a külső infláció, ami részben az olajár-függő termékek átárázódásából eredő közvetlen hatás, részben az egyéb termékek és szolgáltatások

árára kifejtett közvetett hatás eredménye. Szimulációinkban azt feltételeztük, hogy egy 10 százalékos olajár-emelkedés összességében 0,3-0,4 százalékponttal emeli a külső inflációt.<sup>29</sup> A magasabb infláció hatására a monetáris politika reagál, és a külső kamat gyorsabban emelkedik, mint az alappályában.

Mivel forgatókönyvünkben azt feltételezzük, hogy az áremelkedés kínálati tényezőkhöz köthető, a nettó energiainportőr országokban elszenvedett cserearány-veszteség kedvezőtlen reálgazdasági hatását nem semlegesíti a kedvezőbb külső keresleti környezet. Ezért scenáriónkban a cserearány-veszteség hatására a külső kibocsátási rés csökken, azaz az alappályában feltételezettnél negatívabb lesz. A feltételezett olajár-emelkedés az alappályához képest 2016-ban 0,2 százalékpontos, 2017-ben pedig 0,8 százalékpontos negatív keresleti sokkot jelent.

#### *Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás*

Az olajárak emelkedése közvetlenül és az importált infláció emelkedésén keresztül is növeli a hazai inflációt. A jelentős mértékű olajár-sokk mellett az infláció 2017-ben átmenetileg 4 százalék fölé gyorsulhat. Mivel az inflációban viszonylag nagyobb az üzemanyag, illetve az energia súlya, a magyar infláció érzékenyebben reagál az olajár sokkokra. Így alternatív forgatókönyvünkben a hazai infláció jobban emelkedik, mint a külső, és a monetáris politikai reakció is nagyobb mértékű, mint külföldön. A monetáris politikai reakció, valamint a várakozások hatására a hozamok a teljes hozamgörbe mentén feljebb tolódnak, bár a hosszú hozamok kevésbé emelkednek. Mivel forgatókönyvünkben azt feltételezzük, hogy az áremelkedés kínálati tényezőkhöz köthető, a nettó energiainportőr országokban elszenvedett cserearány-veszteség kedvezőtlen reálgazdasági hatását nem semlegesíti a kedvezőbb külső keresleti környezet. Ezért scenáriónkban a cserearány-veszteség hatására a külső kibocsátási rés csökken, azaz az alappályában feltételezettnél negatívabb lesz. A feltételezett olajár-emelkedés az alappályához képest 2016-ban 0,2 százalékpontos, 2017-ben pedig 0,8 százalékpontos negatív keresleti sokkot jelent. (Ábra 30)

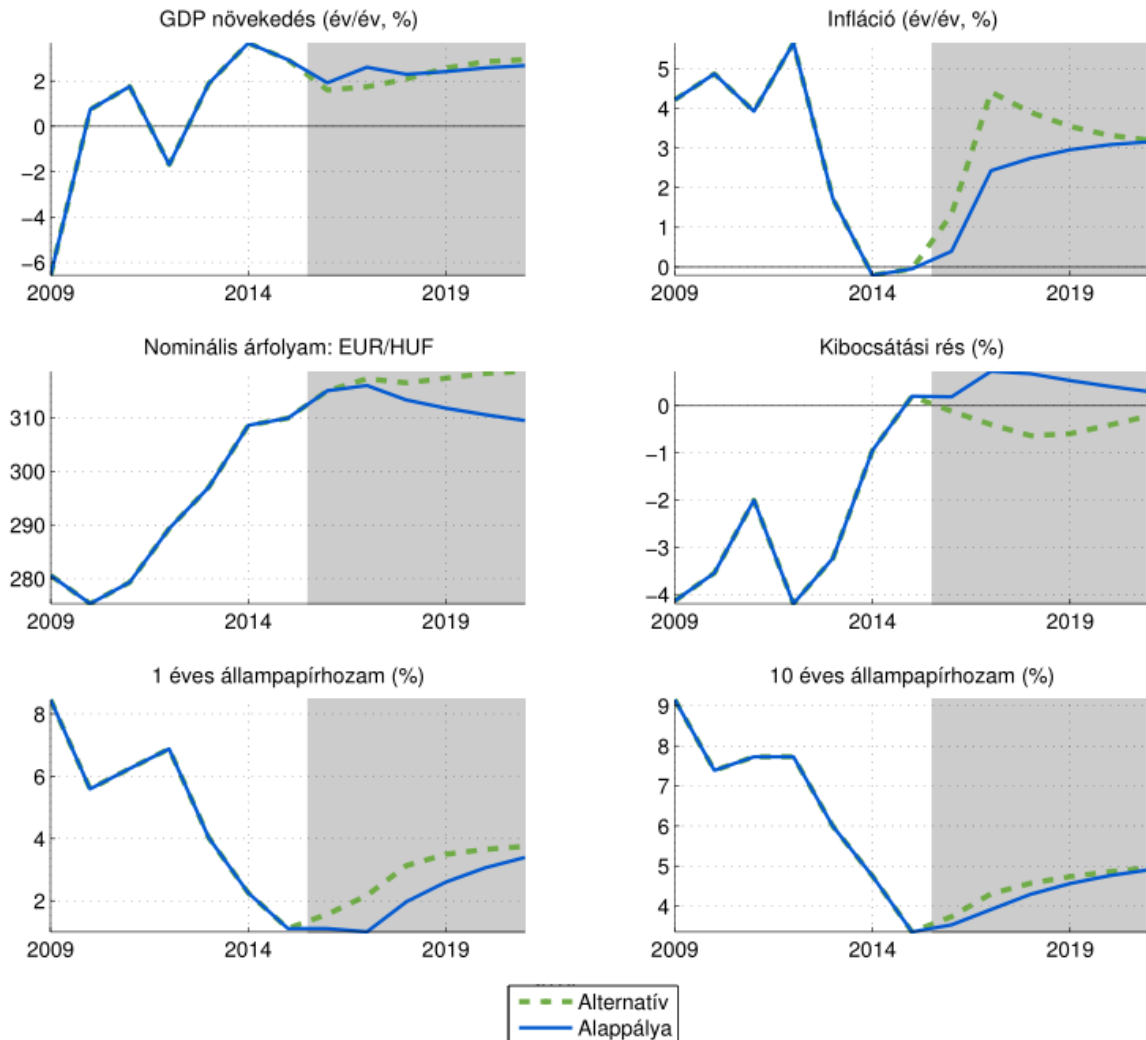
A külső kereslet csökkenése, valamint a tartósan szigorú monetáris politika következtében a GDP-növekedés jelentősen lassul. Az emelkedő kockázati prémium enyhén lassítja a hazai potenciális növekedést is. Összességében a kibocsátás ismét elmaradhat a potenciális

---

<sup>29</sup> Az olajárak külső inflációra és növekedésre gyakorolt hatását a modellben a következő tanulmányban összefoglalt következtetések alapján kalibráltuk: "Oil prices – their determinants and impact on euro area inflation and the macroeconomy", Monthly Bulletin, ECB, August 2010) ([https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201008en\\_pp75-92en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201008en_pp75-92en.pdf)).

szintjétől, azaz a kibocsátási rés negatív tartományba kerül és lényegesen alacsonyabb, mint az alappályában.

Ábra 30. Olajár-emelkedés – kínálati okokból: főbb hazai makrogazdasági változók



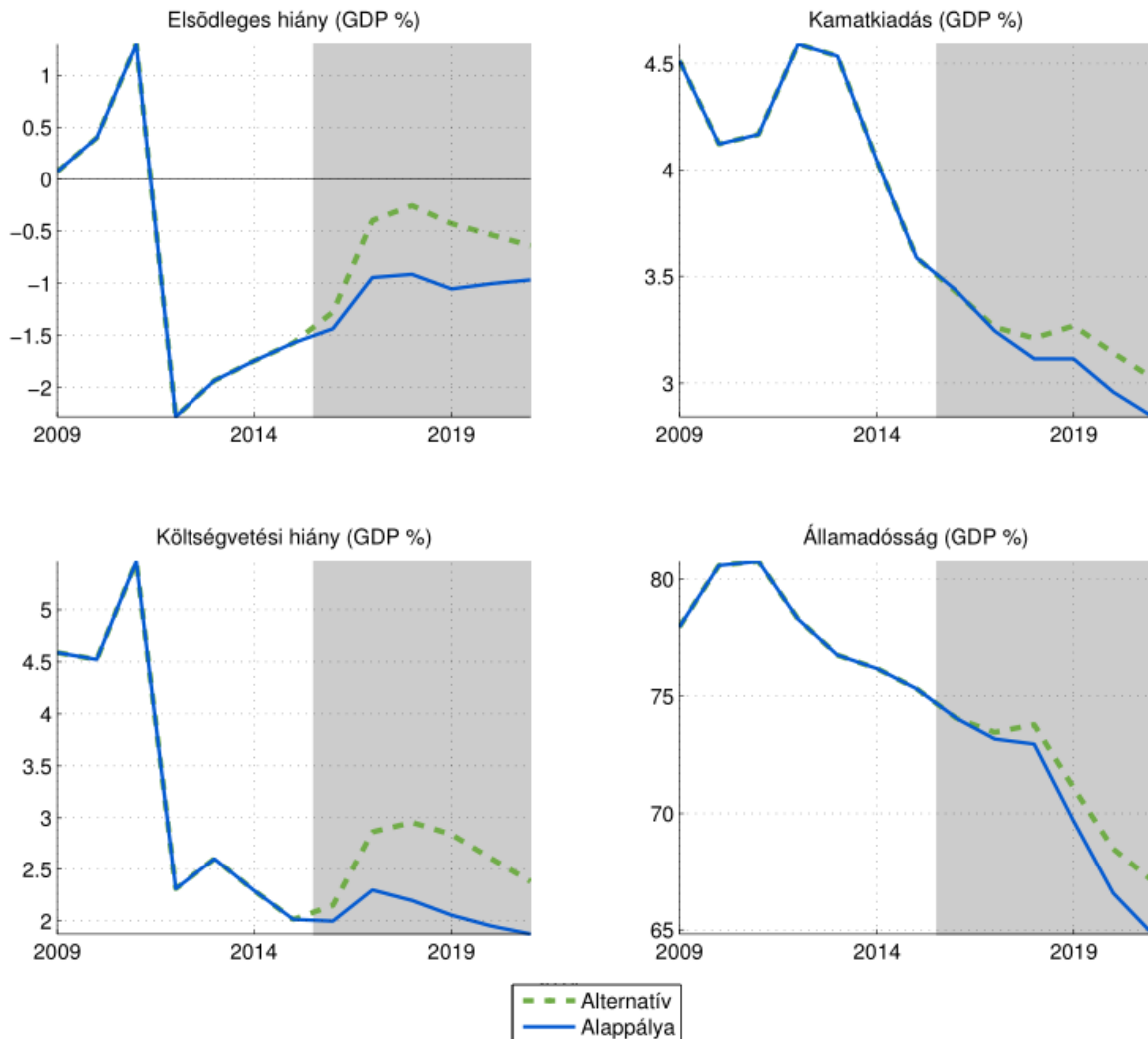
Forrás: OGRsearch

### Költségvetési folyamatok

A GDP-növekedés lassulása, a kibocsátási rés csökkenése következtében az adóbevételek kevésbé emelkednek, miközben a ciklusérzékeny kiadások (munkanélküli segély) magasabbak, mint az alappályában. Így a ciklikus komponens változása (az automatikus stabilizátor hatás) következtében a költségvetés kamatkülsővel vett, elsődleges többlete csökken. A csökkenés 2017-től éves szinten a GDP fél százaléka körül alakul. A felfelé tolódó hozamgörbe és a gyengébb nominális árfolyam következtében a kamatkülső a teljes előrejelzési horizonton magasabb, és még 2021-ben is meghaladhatja a GDP 3 százalékát. Az emelkedő kamatok és a csökkenő ciklikus komponens hatására a költségvetési hiány emelkedik, és

átmenetileg megközelíti a 3 százalékot, de a teljes horizonton a maastrichti hiánykritérium alatt marad. (Ábra 31)

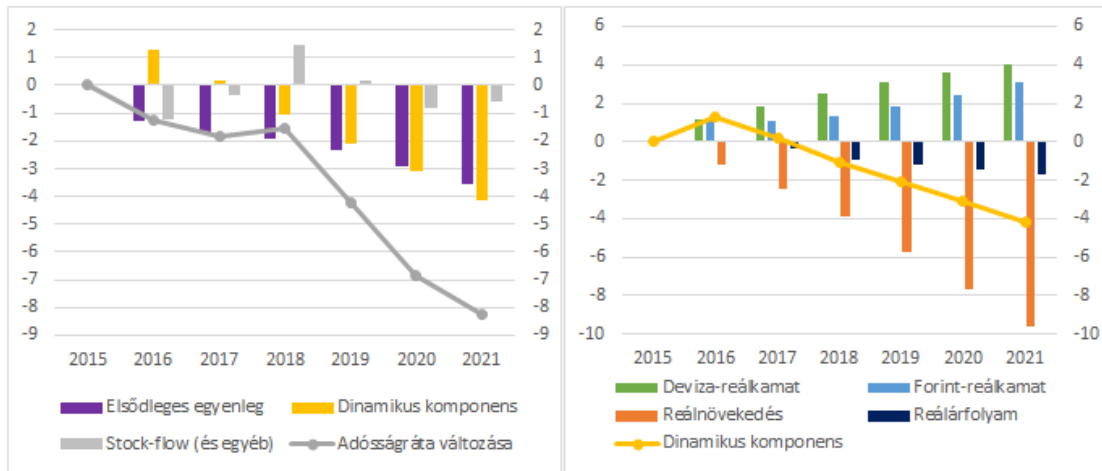
Ábra 31: Olajár emelkedés – kínálati okokból: költségvetési mutatók



Forrás: OGResearch

Az elődleges 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 növekedése irányába hatnak. Ezt a hatást ugyanakkor semlegesíti, hogy a magasabb infláció miatt az implicit finanszírozási költség reálértéke csökken. Az adósságpálya összességében enyhén feljebb tolódik, és az államadósság GDP arányos szintje a kivetítési horizont végén több mint 2 százalékponttal magasabb, mint az alappályában.

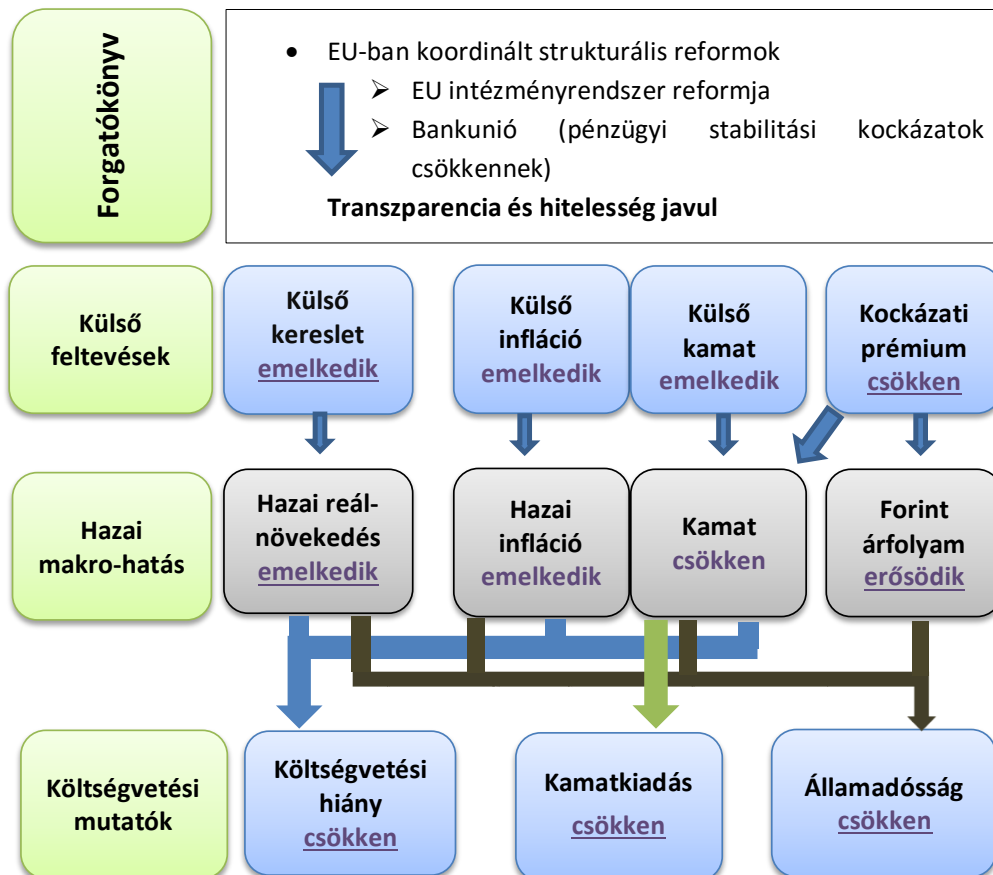
Ábra 32. Államadósság dinamika dekompozíciója  
(2015-től kumulált GDP-arányos változások, %)



Forrás: OGRsearch

## 5.4 Koordinált strukturális reformok az Európai Unióban

### Összefoglaló folyamatábra

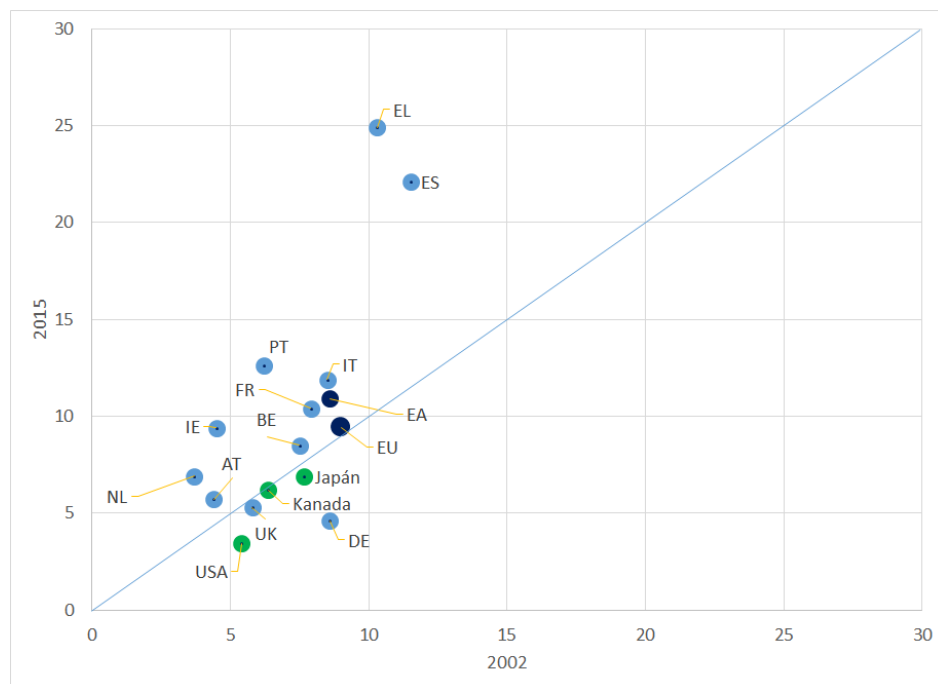


Memo: A folyamatábrában a nyilak csak a leglényegesebb ok-okozati kapcsolatokat jelenik meg. Aláhúzással jelöltük az erősebb hatásokat.

A Brexit középtávon számottevő kockázatot jelent a növekedés és az Európai Unió jövője szempontjából: a brit kiválás konkrét kivitelezést érintő bizonytalanság mellett növekedtek az unió kohéziójával kapcsolatos kockázatok is. A brit kiválás, a tartósan lassú potenciális növekedés, és magas munkanélküliség, a fejlett gazdaságok elhúzódó adósságválsága egyre nyilvánvalóbbá teszi, hogy a – második forgatókönyvünkben megfogalmazott – tartós stagnálással és az uniós összetartás gyengülésével jellemezhető scenárió csak a gazdaságpolitikák átgondolása, összehangolt strukturális reformok és az unió fiskális és pénzügyi stabilitási kereteinek megreformálása mellett kerülhető el.

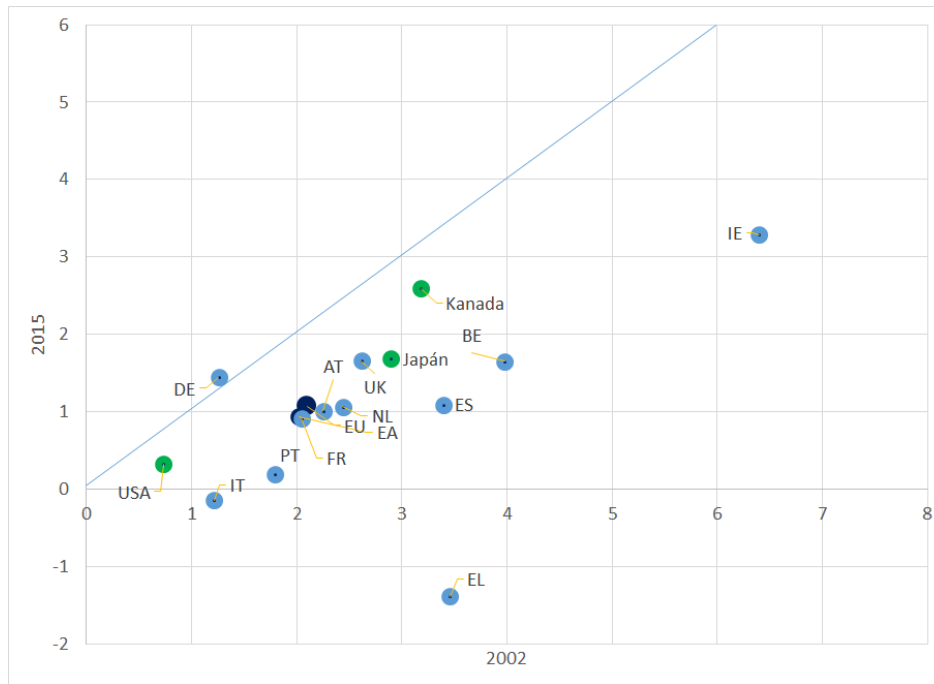
Az eurozóna potenciális növekedése már a pénzügyi válságot megelőző évtizedben lassult. A szuverén adósságválság csak felerősítette a strukturális reformok iránti igényt. A munkanélküliség a válság alatt számos fejlett eurozóna-beli tagországban drámai magasságokba emelkedett, illetve tartósan magasabb szinten alakult (Ábra 33). Az elhúzódó válság kedvezőtlenül befolyásolja a hosszabb távú növekedési kilátásokat. A lassú növekedés rontja az adósság-fenntarthatóságot, és a sérülékeny országokat nagyobb fiskális konszolidációra kényszeríti, ami ismét a lassabb bővülés irányába hat.

Ábra 33: Munkanélküliségi ráta 2002-ben és 2015-ben (százalék)



Forrás: AMECO

Ábra 34: Potenciális növekedési ütem 2002-ben és 2015-ben (százalék)



Forrás: AMECO

Ebből az ördögi körből kiutat jelenthet, ha a tagországok célzott strukturális reformokat hajtanak végre. A reformok az adott ország strukturális problémáitól függően a gazdaság számos területét érinthetik. A *foglalkoztatottság* növelését célozhatják a munkaerő-piaci merevségeket oldó reformok: a munkaerőköltség adóterheinek (tax wedge) mérséklése, a munkanélküli járadékrendszer átalakítása, az aktív munkaerő-piaci politikák átgondolása, célzottabbá tétele és az oktatás fejlesztése. A növekedést, valamint a technológiai fejlődést élénkíthetik a piaci *verseny* növelését célzó reformok: a vállalkozás-indítás adminisztratív és pénzügyi terheinek csökkentése, a tőke biztosítása a start-up vállalkozások számára, az adott termékpiacra való belépés korlátainak enyhítése. Emellett fontos szerepet kaphatnak a *kutatás és fejlesztés támogatását, a beruházás élénkítését* célzó reformok, valamint az *államigazgatás hatékonyságának növelése*.

Az egyes országokban bevezetendő, ideális esetben összehangolt reformcsomagok mellett az uniós szabály- és intézményrendszerek újragondolása is időszerű. A Stabilitási és Növekedési Paktumban lefektetett költségvetési szabályrendszer egyszerűsítése, transzparenciájának erősítése növelheti a tagországok elkötelezettségét, a szabályok kikényszeríthetőségét, ami javíthatja az uniós intézményrendszer hitelességét.

Hasonlóan kiemelt szerepe lehet az évek óta formálódó, a pénzügyi stabilitás fenntartását célzó intézményrendszer kiteljesítésének, a hiányzó láncszemek pótlásának (közös betétbiztosítási rendszer, bankszanálási rendszer létrehozása). A bankunió létrehozása a



pénzügyi közvetítő rendszer ellenállóságát növelné, hozzájárulna a szuverén felárak csökkenéséhez. A bankunió számára emellett fontos kihívása a bankrendszer portfóliótisztításának felgyorsítása, ami nélkülözhetetlen a feltétele a hitelezés érdemi élénkítésének.

A fenti lépések, egy EU szintű cselekvési terv kidolgozása és következetes végrehatása jelentős mértékben javíthatná hazánk növekedési kilátásait, mind a külső kereslet növekedésén, mind a kockázati prémium tartós csökkenésén, mind a pénzügyi stabilitási kockázatok mérséklésén keresztül.

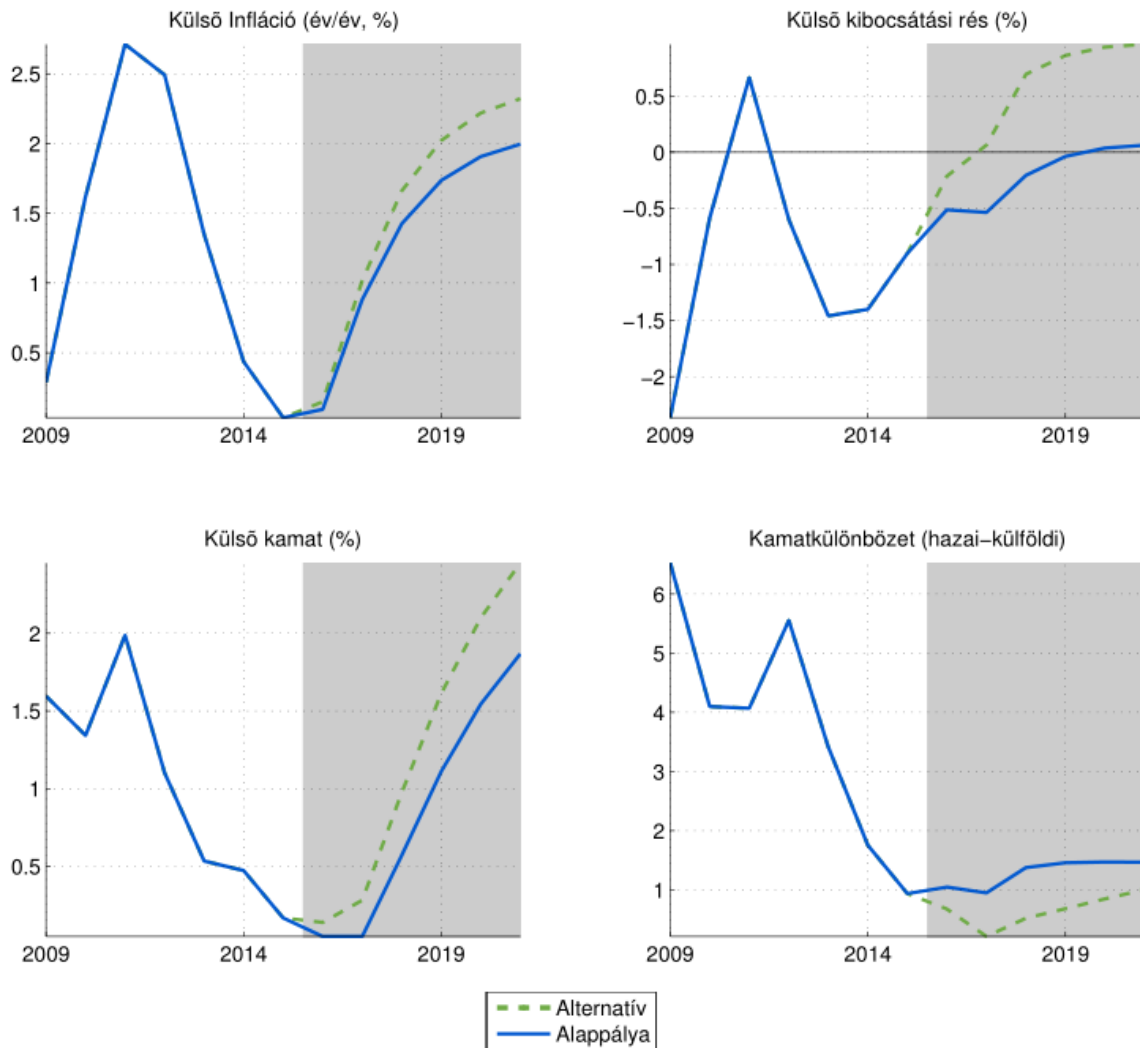
### *Külső feltevések*

Forgatókönyvünkben tehát azt feltételezzük, hogy az uniós tagországok koordinált válságkezelési tervet hajtanak végre, ami a strukturális reformok mellett az euroövezeti és uniós intézményi problémák kezelésében is áttörést hoz. Az intézkedések hatására a külső növekedési kilátások érdemben javulnak, és az Európai Unió jövőjével kapcsolatos bizonytalanság is csökken, ami egyben azt jelenti, hogy az alappályában a Brexittel összefüggésben szereplő negatív kimenet „kiárazódik”. Így a külső potenciális növekedés érdemben élénkülhet, míg a kedvezőbb ciklikus pozíció a külső kibocsátási rés emelkedésében tükröződik. Szenáriónkban azzal számolunk, hogy az összehangolt reformok hatására a külső GDP a kivetítési horizont végén 4 százalékkal meghaladja az alappályában feltételezett szintet. A gyorsabb növekedés elsősorban a potenciális növekedési ütem emelkedéséhez köthető, de külső kibocsátási rés is kedvezőbben alakul, mint az alappályában.<sup>30</sup> A külső kibocsátási rés pozitív tartományban történő lendületes nyílása következtében az infláció gyorsul, így a külső kamatpolitika tartósan szigorúbbá válik. (Ábra 35)

---

<sup>30</sup> Az összehangolt strukturális reformok külső növekedésre gyakorolt hatását a modellben a következő tanulmány alapján kalibráltuk: “The potential growth impact of structural reforms in the EU A benchmarking exercise Janos Varga and Jan in 't Veld (European Commission, Economic Papers 541 | December 2014, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2014/pdf/ecp541\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2014/pdf/ecp541_en.pdf)).

Ábra 35. Koordinált strukturális reformok az Európai Unióban: külső feltevések



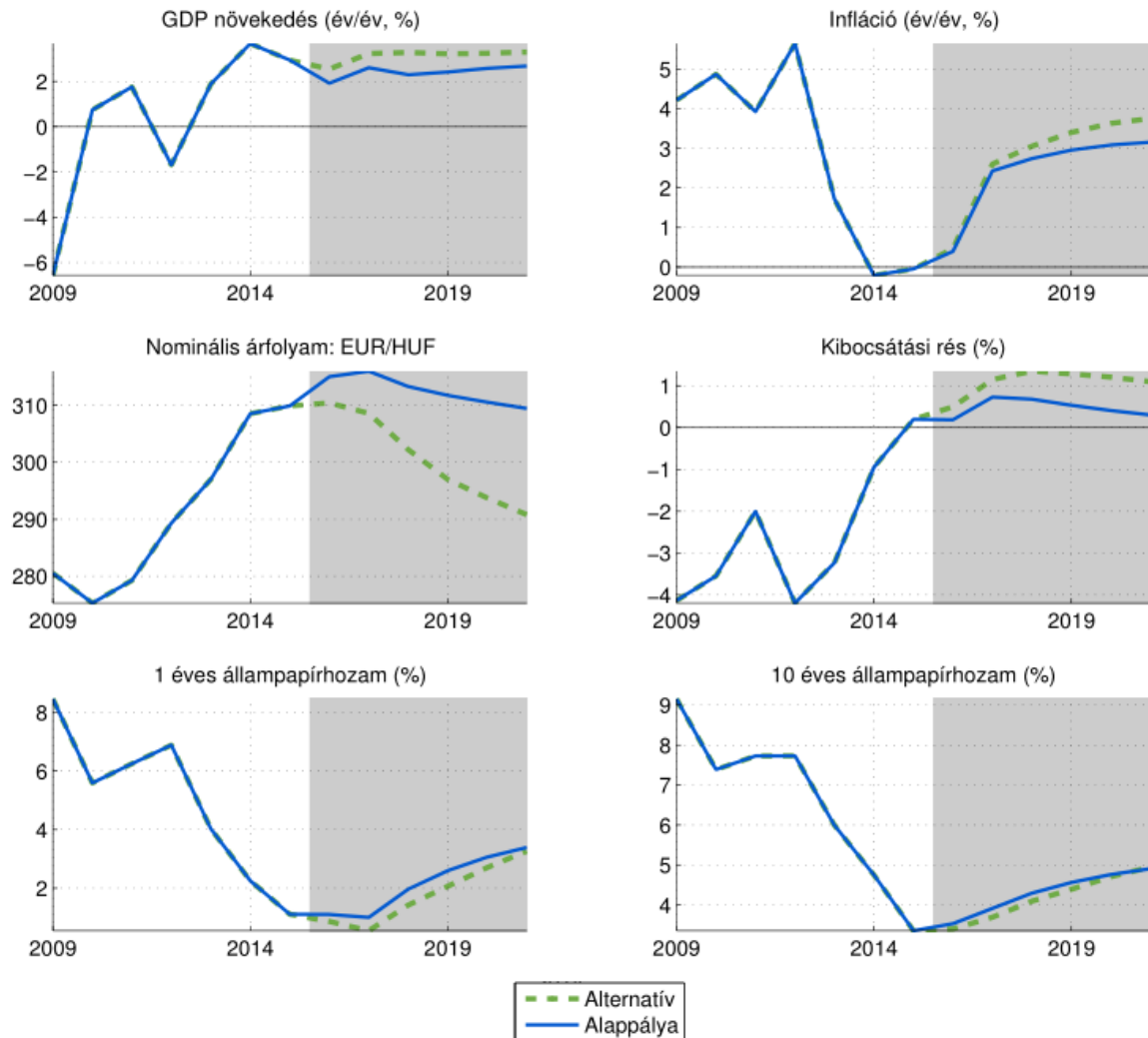
Forrás: OGREsearch

Memo: A modellben a külső feltevések az euroövezetre vonatkoznak.

### Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A külső potenciális növekedés gyorsulása, a külső kereslet tartós élénkülése, a pénzügyi stabilitási kockázatok mérséklődése és a kockázati prémium tartós csökkenése következtében a hazai potenciális növekedés érdemben gyorsul. Emellett a kibocsátási rés is magasabb, mint az alappályánkban. A GDP reálnövekedési üteme így a teljes horizonton emelkedik. Az élénkülő kereslet hatására nő az infláció. A csökkenő kockázati prémium következtében ugyanakkor a jegybank nem kényszerül kamatemelésre, sőt a kamatpálya enyhén lefelé tolódik. A devizaárfolyam így is erősödik. A hosszabb távon is gyorsabb felzárkózás lehetővé teszi az egyensúlyi reálárfolyam erősödését. (Ábra 36)

Ábra 36. Koordinált strukturális reformok az Európai Unióban: főbb hazai makrogazdasági változók

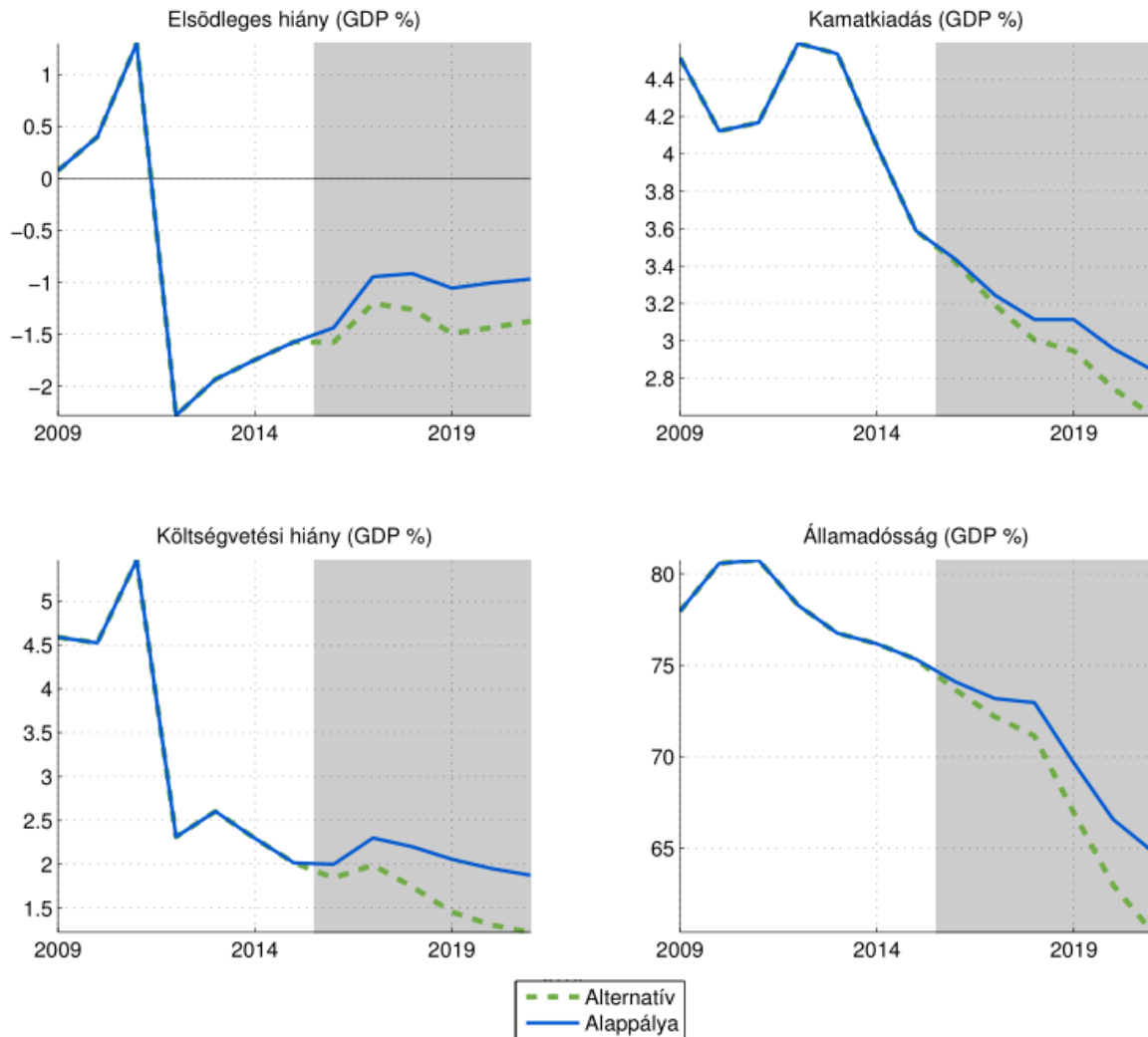


Forrás: OGResearch

### Költségvetési folyamatok

A gyorsabb növekedés hatására a költségvetés elsődleges többlete tartósan emelkedik és 2019-től mintegy 0,5 százalékponttal magasabb az alappályában megfigyeltnél. A GDP-arányos kamatkidások gyorsabban mérséklődnek, ami a devizaadósságra fizetett kamat csökkenésével, az erősebb devizaárfolyammal, de legfőképpen az államadósság meredekebb csökkenésével áll összefüggésben. A magasabb elsődleges többlet és a kamatkidások csökkenése tartósan alacsonyabb költségvetési hiánypályát eredményez. Az időszak végén a költségvetési hiány a GDP 1,3 százaléka alá mérséklődik. (Ábra 37)

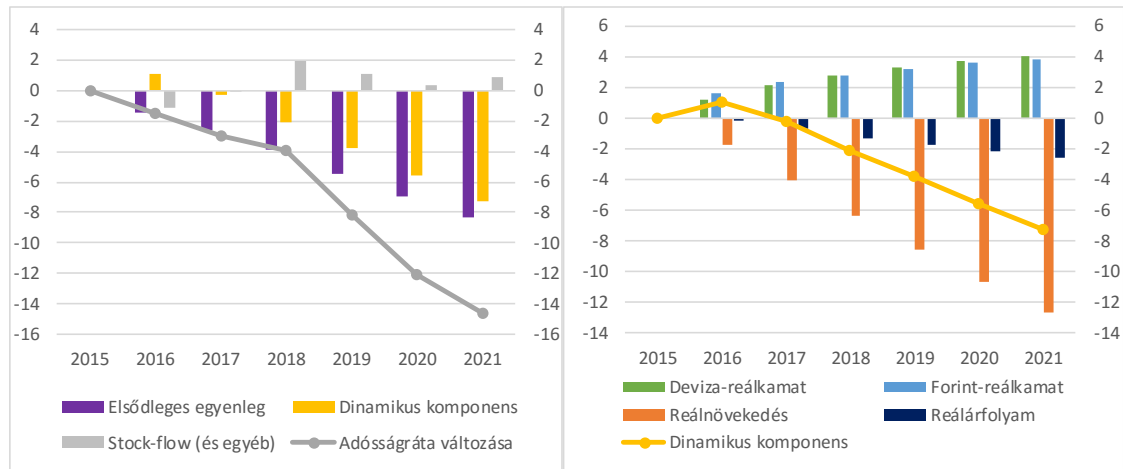
Ábra 37. Koordinált strukturális reformok az Európai Unióban: költségvetési mutatók



Forrás: OGREsearch

A költségvetési elsődleges többletének markáns emelkedése elősegíti az államadósság gyorsabb csökkentését. Bár az adósságra fizetett implicit reálkamrat nem csökken érdemben, a magasabb reál GDP-növekedés és a gyorsabb reálfelértékelődés csökkenti a múltban felhalmozott adósság terheit (Ábra 38). Így az államadósság-ráta az évtized végén 60 százalék alá süllyedhet, ami mintegy 5 százalékponttal marad el az alappályában kivetített értékétől. Az államadósság gyorsabb csökkenése segíti a kockázati prémium csökkenését, ami visszahat a hosszabb távú növekedésre.

Ábra 38. Államadósság dinamika dekompozíciója  
(2015-től kumulált GDP-arányos változások, %)



Forrás: OGResearch

## 6 Következtetések

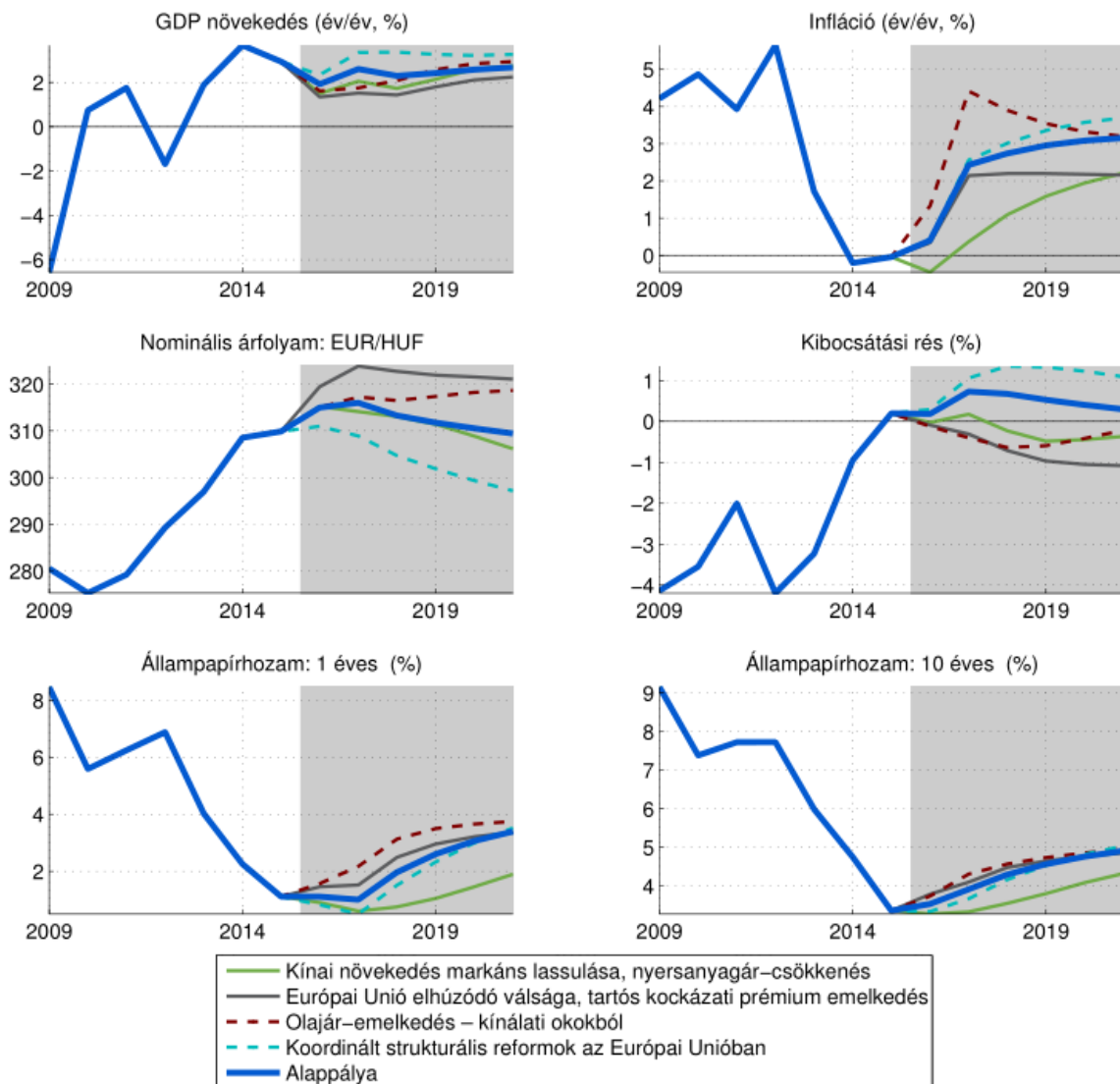
A 2008-ban kitört pénzügyi válság óta végbement jelentős mérlegalkalmazkodás, a szigorú költségvetési politika, valamint a kormányzat célzott intézkedései hatására érdemben csökkent hazánk sérülékenysége. Ennek ellenére, az ország nyitottságából, valamint fakadóan a világgazdasági folyamatok továbbra is meghatározó jelentőségűek mind a növekedés, mind a hosszabb távú fenntarthatóság szempontjából. Emellett a hasonló fejlettségű uniós országokhoz képest továbbra is magas adósságszintek és az ezzel összefüggésben keletkező, éves szinten számottevő bruttó finanszírozási igény következtében kiemelt szerepet kell szentelni a nemzetközi pénzügyi- és gazdasági folyamatok hatásvizsgálatának.

Így elemzésünkben a külső feltevések szempontjából konzervatív, hazánk középtávú növekedési lehetőségeivel kapcsolatban ugyanakkor bizakodó alappályánk mellett négy alternatív scenáriót mutatunk be. Ezek egy-egy olyan nemzetközi pénzügyi- illetve reálgazdasági forgatókönyvet dolgoznak fel, amelyek az alappályához képest érdemben alacsonyabb valószínűségűek, de egyikük sem tekinthető szélsőséges, válságszerű forgatókönyvnek.

A négy forgatókönyv közül kettő (*A kínai növekedés markáns lassulása, nyersanyagár-csökkenés; Olajár-emelkedés – kínálati okokból*) átmeneti negatív sokkok hatását térképezi fel, kettő pedig egy-egy markáns, perzisztens hatásokkal járó, erősen optimista, illetve pesszimista forgatókönyvet modellez (*Koordinált strukturális reformok az Európai Unióban; Az Európai Unió elhúzódó válsága, tartós kockázati prémium emelkedés*).

A négy forgatókönyvben vizsgált feltevések igen eltérő makrogazdasági pályákat vetítenek előre. A kínai növekedés markáns lassulását vizsgáló forgatókönyvben a GDP reálnövekedési üteme átmenetileg lassul, az infláció pedig tartósan alacsonyabb, mint az alappályában. Az olajárak számottevő emelkedése esetén az infláció megugrását a növekedés átmeneti visszaesése, majd korrekciója kíséri. Az unió elhúzódó válsága esetén azonban a kockázati prémium tartósan megemelkedik, a GDP reálnövekedése perzisztensen alacsonyabb az alappályában vártnál és a kibocsátási rés a negatív tartományba kerül. Ezzel szemben az unió koordinált reformját feltételező scenárió a külső növekedés gyorsulásával, a kockázati prémium tartós csökkenésével és ezzel összefüggésben a potenciális kibocsátás és a GDP-növekedés markáns gyorsulásával számol.

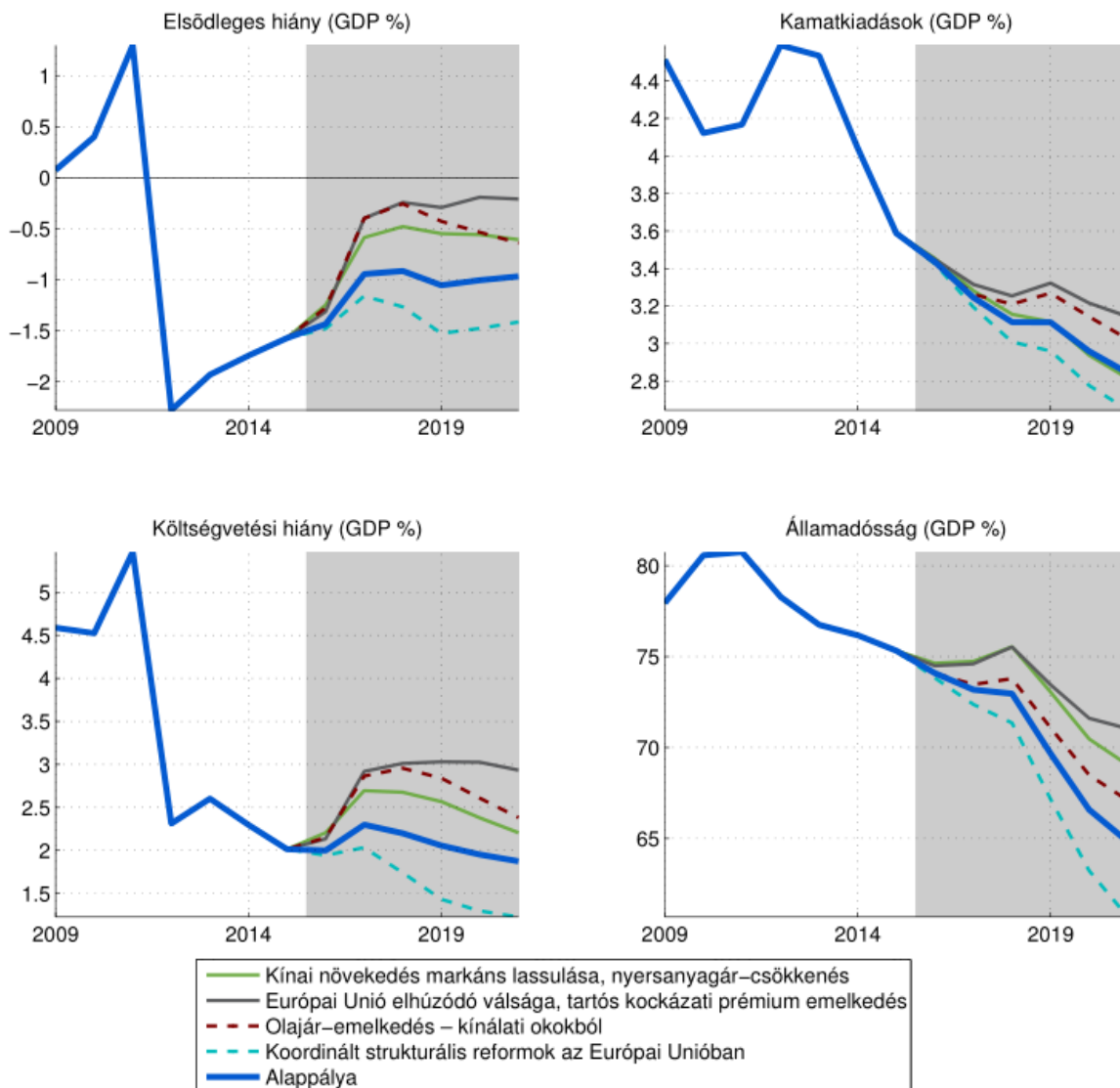
Ábra 39. Hazai makrogazdasági változók alakulása az alappályában és az alternatív forgatókönyvekben



Forrás: OGREsearch

Az eltérő növekedéssel, inflációs dinamikával, hozam- és árfolyam-alakulással jellemezhető forgatókönyvekben a fiskális mutatók és az államadósság-ráta dinamikája is igen különböző. (Ábra 40). A költségvetési hiány elsősorban a különböző növekedési pályák, valamint a kamatkidadások eltérő dinamikája miatt tér el egymástól. Az alappályában, a kínai növekedés lassulásáról, valamint az unió átfogó reformjáról szóló forgatókönyvekben a hiány átmeneti emelkedés után csökkenő pályára áll, és a teljes kivetítési horizonton biztonságos távolságban marad az unió fiskális szabályrendszerének sarokkövét jelentő 3 százalékos kritériumtól. Ezzel szemben az olajárak emelkedését, illetve az unió elhúzódó válságát vizsgáló forgatókönyvekben a költségvetési hiány rövidebb-hosszabb ideig 3 százalék közelében ingadozik, de tartósan nem haladja meg azt.

Ábra 40. Költségvetési mutatók alakulása az alappályában és az alternatív forgatókönyvekben



Forrás: OGRsearch

Ugyan igen eltérő mértékben, de mind az alappálya, mind az alternatív scenáriók az államadósság-ráta kumulált csökkenését vetítik előre a következő 6 évre. Míg az alappálya 10 százalékpont körüli kumulált adósságráta-csökkenést valószínűsít a 2016-2021 időszakban, az unió átfogó reformját feltételező optimista pálya ezt több, mint 14 százalékpontra becsüli. A leginkább pesszimista, az unió elhúzódó válságát vizsgáló forgatókönyv ezzel szemben a teljes időszakon csak 4 százalékpontos csökkenést vetít ki az adósságráta mérséklődése átmenetileg meg is törik. Míg a költségvetési hiány ebben a forgatókönyvben sem haladja meg tartósan és érdemben a 3 százalékos maastrichti hiánykritériumot, az adósságráta csökkenése várhatóan nem felel meg az unió szabályának.



*Táblázat 1: A dinamikus komponens tényezőinek kumulált hatása az adósságráta változására az egyes forgatókönyvekben (2016-2021, GDP-arányában, százalék)*

Forgatókönyv	Reál-kamat	Reál- árfolyam	Reál- növekedés
Alappálya	9.5	-1.6	-10.0
1. Kína markáns lassulása	13.8	-0.8	-9.1
2. EU elhúzódó válsága	12.3	-0.5	-7.5
3. Olajár emelkedés - kínálati okokból	7.1	-1.7	-9.6
4. Koordinált reformok az EU-ban	7.9	-2.6	-12.6

*Forrás: OGR Research*

Az eltérő adósságdinamikákat más-más tényezők magyarázzák (Táblázat 1). A jelentősebb infláció csökkenéssel kísért forgatókönyvekben az adósság csökkenését fékezi az adósságra fizetett reálkamat emelkedése (1. és 2. forgatókönyv). A reál finanszírozási költség emelkedése elsősorban ahhoz köthető, hogy az infláció csökkenésével párhuzamosan mérséklődő hozamok az adósság lassú átárazódása következtében csak késéssel hatnak az adósságra fizetett implicit kamatra. Az infláció emelkedése ugyanakkor középtávon kedvezően hat az adósságrátára (3. és 4. forgatókönyv). A markánsan lassabb növekedési pályák esetén a költségvetés alacsonyabb elsődleges többlete mellett az alacsonyabb reálnövekedés közvetett hatása (dinamikus komponens) is lassítja az adósság kinövését (1. és 2. forgatókönyv). A magasabb reálnövekedés mellett ezzel szemben az adósság kinövését az is gyorsítja, hogy a reálárfolyam is erősebb pályán alakulhat (4. forgatókönyv).

Összességében a pesszimista forgatókönyvek mellett is csökkenő adósságdinamika a folyamatok robusztusságára utal. Az államadósság-ráta még egy számottevően kedvezőtlenebb, az adósság „kinövését” kevésbé támogató külső környezetben is az évtized végére tovább csökkenhet. Ennek hatására az ország sérülékenysége mérséklődhet, ami a kockázati prémium csökkenésén keresztül támogatja a potenciális növekedést és a hosszú távú gazdasági kilátásokat. Fontos hangsúlyozni, hogy az általunk vizsgált forgatókönyvek egyik esetben sem tekinthetők szélsőségesnek. A külső környezet drámai változása esetén ugyanis olyan nemlineáris hatás-mechanizmusok lépnek életbe, amelyeket a modell nem képes kezelni.

## 7 Felhasznált irodalom

- Baksa, D., Á. Horváth, M. Kovács és P. Virovác (2015): "Középtávú modell Magyarország fiskális fenntarthatóságának értékelésére", kézirat, 2015. szeptember
- Czeti, T., M. Hoffmann (2006): „A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk”, MNB-tanulmányok, 50.
- European Central Bank (2010): "Oil prices – their determinants and impact on euro area inflation and the macroeconomy", Monthly Bulletin, ECB, August 2010.  
([https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201008en\\_pp75-92en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201008en_pp75-92en.pdf))
- European Central Bank (2013): „Commodity prices and their role in assessing euro area growth and inflation”, ECB Monthly Bulletin October 2013  
([https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201310en\\_pp53-68en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201310en_pp53-68en.pdf))
- European Central Bank (2016): Global implications of low oil prices, ECB Economic Bulletin, Issue 4/2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201604.en.pdf>)
- European Commission (2015): The 2015 Ageing Report, European Economy 3 | 2015,  
([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2015/pdf/e3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/pdf/e3_en.pdf))
- De Grauwe, P. (2015): "Secular stagnation in the Eurozone", Voxeu.org  
<http://voxeu.org/article/secular-stagnation-eurozone>
- Horváth, Á., A. Bence, B. Szabó (2015): Áttekintés a világgazdaság középtávú folyamatairól és a magyar gazdaságra (növekedésre, államháztartásra) gyakorolt hatásáról, Tanulmány a Költségvetési Tanács részére, OGRResearch Budapest, 2015. november 16.
- Dorrucci, E., G. Pula, D. Santabárbara (2013): "China's Economic Growth And Rebalancing", EKB, Occasional Paper No. 142.  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp142.pdf?e627863b2fce0a26dd6c2890dae23885>
- International Monetary Fund (2016a): World Economic Outlook, Too Slow for Too Long, 2016 April (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>)

International Monetary Fund (2016b): World Economic Outlook Update, Uncertainty in the Aftermath of the U.K. Referendum, 2016 July

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/update/02/pdf/0716.pdf>

International Monetary Fund (2016c): “2016 Article IV Consultation with the United States of America: Concluding Statement of the IMF Mission”, Imf.com

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/52/mcs062216>

International Monetary Fund (2016d): “Euro Area: Staff Concluding Statement of the 2016 Article IV Mission”, Imf.com

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/52/mcs061616>

International Monetary Fund (2016e): Asia and Pacific, Building on Asia’s Strengths during Turbulent Times, Regional Economic Outlook April, 2016

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2016/apd/eng/pdf/areo0516.pdf>

International Monetary Fund (2016f): Hungary, Article IV. Consultation, IMF Country Report 16/107 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16107.pdf>

Krugman, P. (1998): “Japan’s Trap”, Princeton University, Working Paper

[http://www.princeton.edu/~pkrugman/japans\\_trap.pdf](http://www.princeton.edu/~pkrugman/japans_trap.pdf)

Krugman, P. (2013): “Monetary Policy In A Liquidity Trap”, New York Times

[http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/04/11/monetary-policy-in-a-liquidity-trap/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/04/11/monetary-policy-in-a-liquidity-trap/?_r=0)

Krugman, P. (2015): “Rethinking Japan”, New York Times

[http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/10/20/rethinking-japan/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/10/20/rethinking-japan/?_r=0)

Krusper, B., K. Szilágyi (2013): Hogyan jelenhetnek meg a reálgazdasági szempontok egy kamatszabályban? MNB Szemle, 2013. május <https://www.mnb.hu/letoltes/krusper-szilagyi-1.pdf>

Magyarország Kormánya (2016): Magyarország Konvergencia Programja 2016 – 2020, 2016. április [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cp2016\\_hungary\\_hu.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cp2016_hungary_hu.pdf)

Magyar Nemzeti Bank (2016): Inflációs jelentés, 2016 június

<https://www.mnb.hu/letoltes/boritoval-hun-ir-jun.pdf>

Pritchett, L., L. H. Summers: Asiaphoria Meets Regression to the Mean, NBER Working Paper 20573, <http://www.nber.org/papers/w20573>.

Summers. L. (2016): ""The Age of Secular Stagnation", Foreign Affairs

<http://larrysummers.com/2016/02/17/the-age-of-secular-stagnation/>

Szilágyi, K., D. Baksa, J. Benes, Á. Horváth, Cs. Köber és G. D. Soós (2013): "The Hungarian Monetary Policy Model", MNB Working papers 2013/1.

Varga, J., J. in 't Veld,: The potential growth impact of structural reforms in the EU A benchmarking exercise (European Commission, Economic Papers 541 | December 2014,

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2014/pdf/ecp541\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2014/pdf/ecp541_en.pdf)).

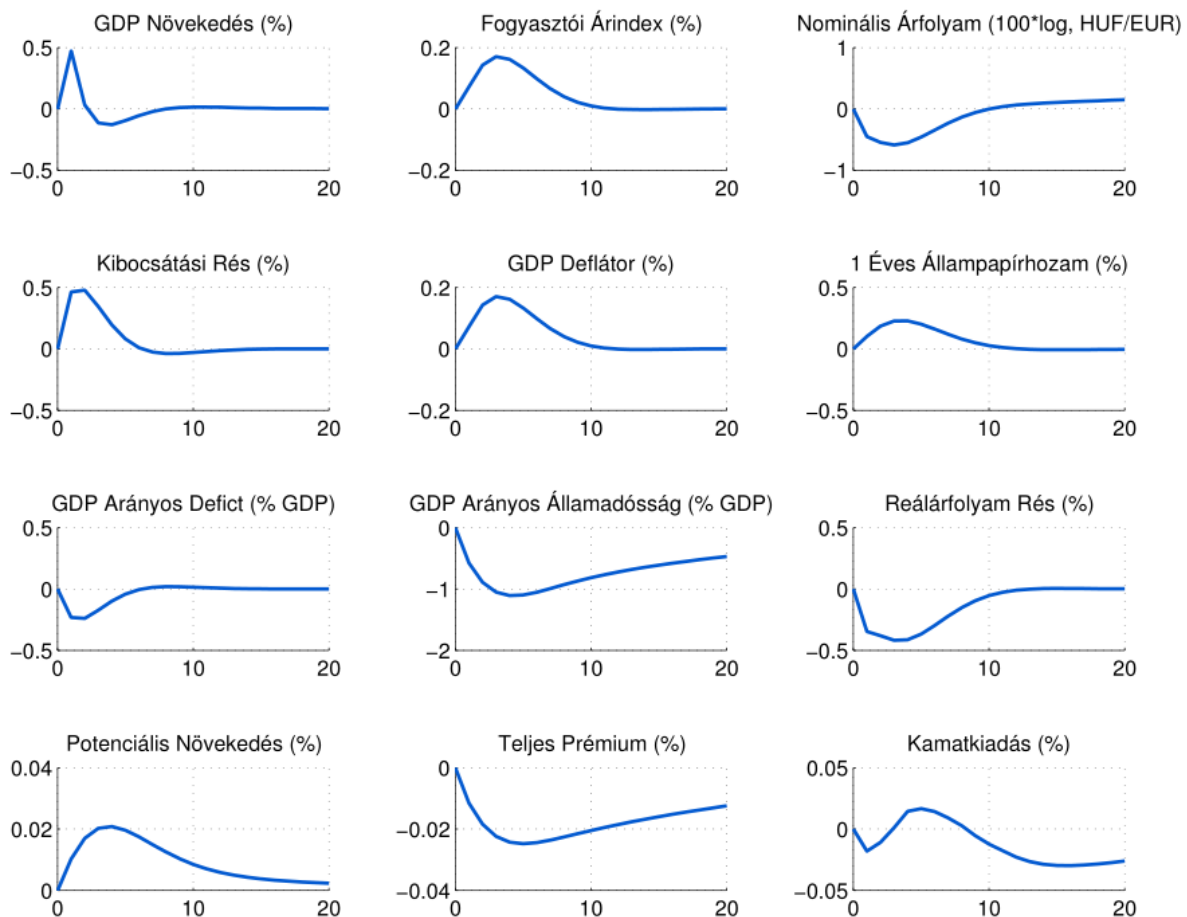
## 8 Függelék

### 8.1 Külső blokk impulzus válaszai

#### 8.1.1 Külső keresleti sokk

A pozitív külső keresleti sokk hatására a hazai kibocsátási rés átmenetileg emelkedik, a GDP reálnövekedése gyorsul. A növekvő kereslet átmenetileg gyorsítja az inflációt és ezzel párhuzamosan emeli a GDP-deflátort. A monetáris politika szigorít, ami a rövid kamatok átmeneti emelése hatására a devizaárfolyam erősödésében is megtestesül. A gyorsabb reálnövekedés kedvezően hat a költségvetési hiányra.

Az államadósság a csökkenő finanszírozási igény mellett a gyorsabb reálnövekedés és a nominális árfolyam erősödése következtében is tartósan alacsonyabb.

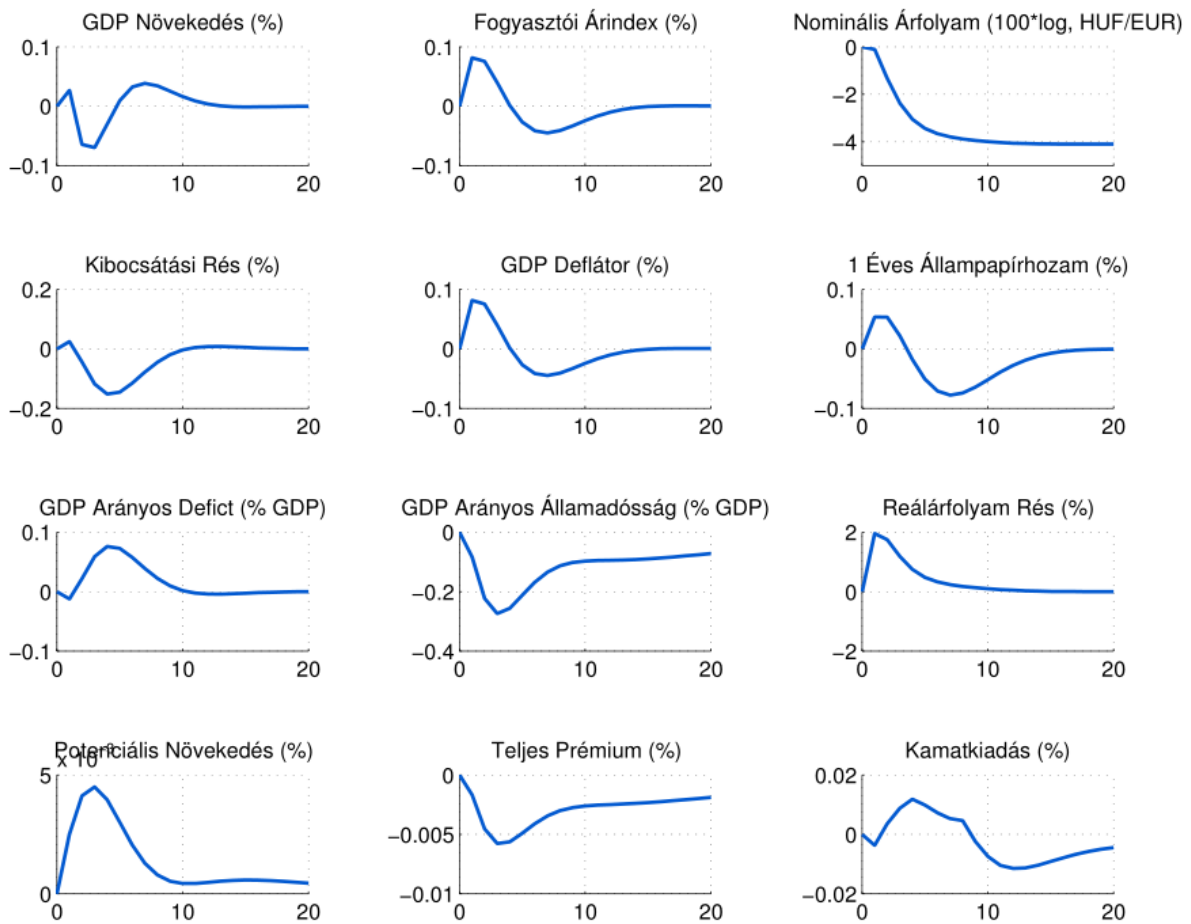


Forrás: OGResearch

### 8.1.2 Külső inflációs sokk

A külső inflációs sokk az importált infláción keresztül gyorsítja a hazai fogyasztói árnövekedést. A monetáris politika szigorít, ami a kibocsátási rés csökkenéséhez vezet. A magasabb importált infláció hatását így ellensúlyozza a negatív külső keresleti sokk belföldön. A nominális árfolyam a csökkenő inflációs különbség miatt erősödik.

A GDP-arányos államadósság elsősorban az árfolyam-erősödésnek köszönhetően csökken.

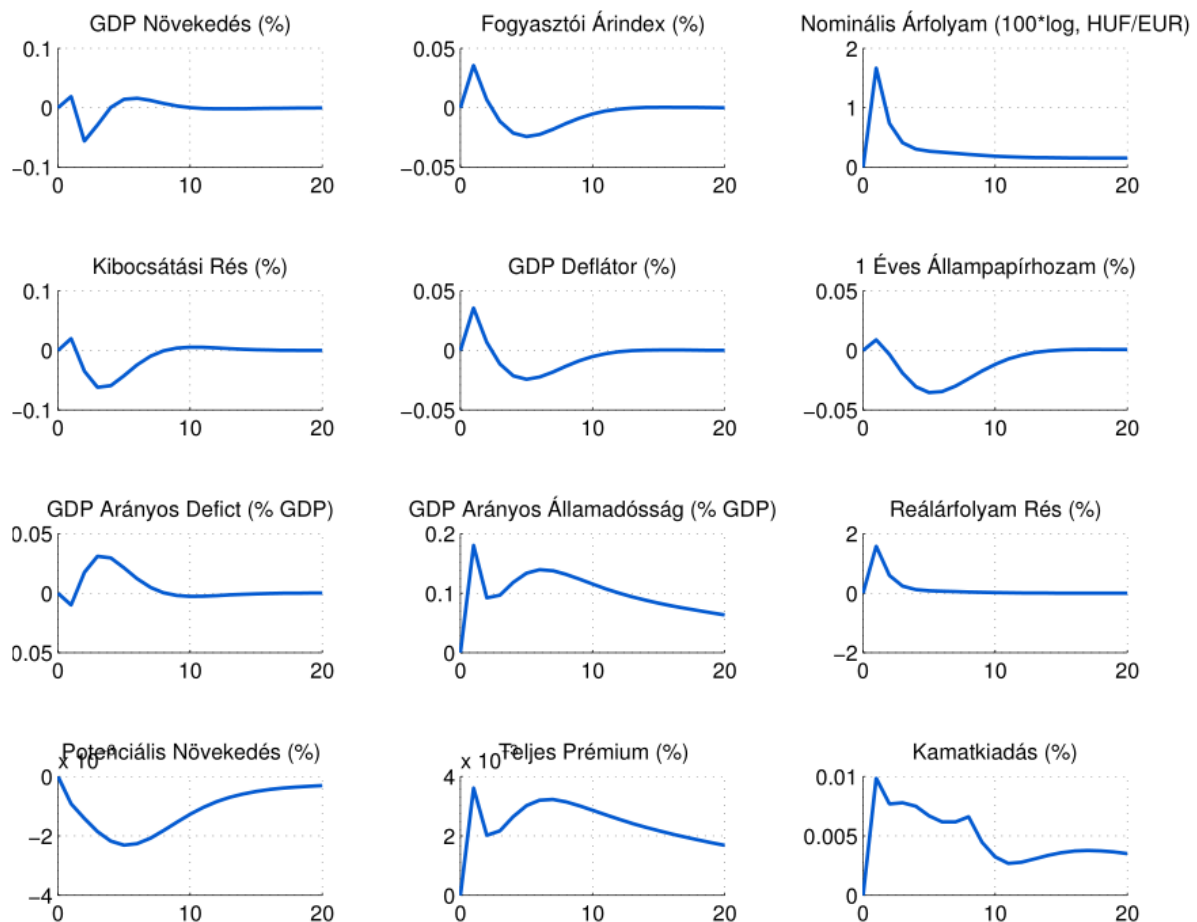


*Forrás: OGResearch*

### 8.1.3 Külső monetáris politikai sokk

A külső monetáris politikai sokk következtében csökken a kamatkülönbözet, ami a fedezetlen kamatparitáson keresztül a devizaárfolyam átmeneti gyengülését idézi elő. Miközben a külső infláció csökkenése mérsékli a hazai árnövekedést, az átmeneti árfolyamgyengülés hatására az infláció enyhén és átmenetileg emelkedik. A monetáris politikai sokk okozta külső kibocsátási rés csökkenés csökkenti a hazai kibocsátást. A marginális árhatások mellett a monetáris politikának van tere a lazításra. A költségvetési hiány átmenetileg enyhén emelkedik.

Az államadósság érzékenyebben reagál: elsősorban a gyengébb árfolyamszint hatására az adósságpálya feljebb tolódik.

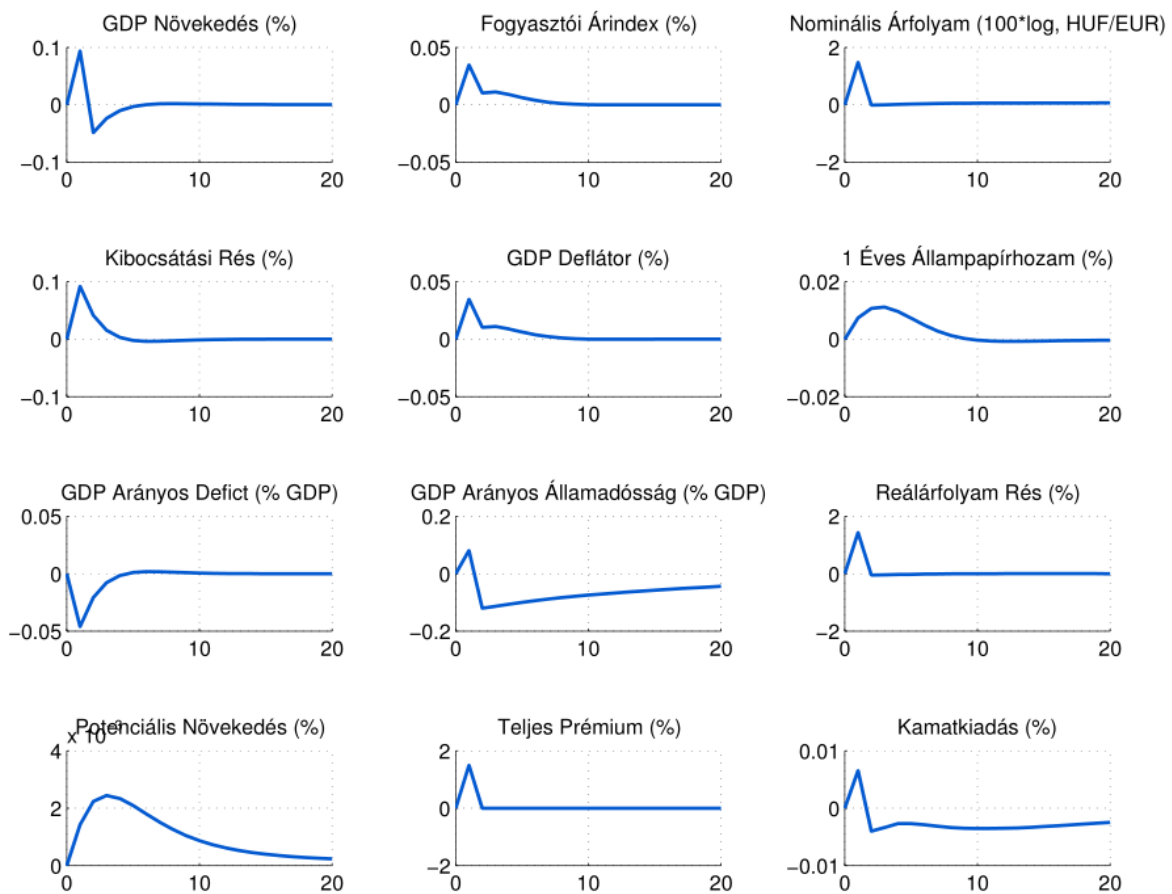


Forrás: OGRsearch

### 8.1.4 Átmeneti külső kockázati prémium sokk

A kockázati prémium váratlan és átmeneti megemelkedése a nominális árfolyam azonnali, azonban átmeneti leértékelődéséhez vezet. A gyengébb árfolyam rövidtávon élénkíti a gazdasági növekedést, ugyanakkor enyhén emeli az inflációt. Az átmeneti sokk csak enyhe és időleges monetáris politikai reakciót indokol.

A GDP arányos államadósság rövidtávon csökken, hosszabb távon azonban változatlan marad.



Forrás: OGResearch



## 8.2 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Nominális kamatláb</b>										
Hazai állampapírhozam: 1 éves	%	4.0	2.3	1.1	1.1	1.0	2.0	2.6	3.1	3.4
Külső kamatláb	%	0.5	0.5	0.2	0.0	0.0	0.6	1.1	1.6	1.9
<b>Árfolyam</b>										
Nominális árfolyam	EUR/HUF szint	297.0	308.5	309.9	315.0	316.0	313.3	311.8	310.5	309.4
	év/év, %	2.7	3.9	0.4	1.6	0.3	-0.9	-0.5	-0.4	-0.4
Reálárfolyam trend	%	1.7	1.4	0.6	0.0	-0.2	-0.5	-0.9	-1.2	-1.3
<b>Árak</b>										
Inflációs cél	év/év, %	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Fogyasztói árindex	év/év, %	1.7	-0.2	-0.0	0.4	2.4	2.7	3.0	3.1	3.2
GDP deflátor	év/év, %	3.1	3.2	1.8	0.9	2.6	2.8	3.0	3.1	3.2
<b>GDP</b>										
Reál GDP	év/év, %	1.9	3.7	2.9	1.9	2.6	2.3	2.4	2.6	2.7
Nominális GDP	év/év, %	5.0	7.0	4.8	2.9	5.3	5.2	5.5	5.7	5.9
Kibocsátási rés	%	-3.2	-0.9	0.2	0.2	0.7	0.7	0.5	0.4	0.3
<b>Fiskális változók</b>										
Költségvetési hiány	GDP %	2.6	2.3	2.0	2.0	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
Elsődleges hiány	GDP %	-1.9	-1.7	-1.6	-1.4	-0.9	-0.9	-1.1	-1.0	-1.0
Kamatkiadások	GDP %	4.5	4.0	3.6	3.4	3.2	3.1	3.1	3.0	2.8
Strukturális egyenleg	GDP %	1.5	1.7	1.9	1.8	2.6	2.5	2.3	2.2	2.0
Államadósság	GDP %	76.8	76.2	75.3	74.1	73.2	73.0	69.7	66.6	64.8
Fiskális impulzus	GDP %	-0.8	0.3	0.3	-0.2	0.7	0.1	0.0	0.0	0.0

Forrás: OGResearch