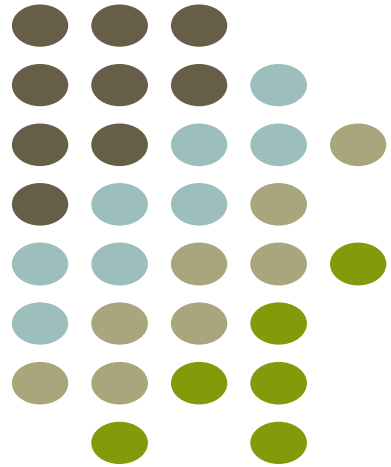
Magyar növekedési kilátások nemzetközi kontextusban

Horváth Ágnes
OGResearch Budapest
2015. November 5.



Előadás menetrendje

1. Nemzetközi környezet szerepe a magyar gazdaságban
2. Szimulációk során alkalmazott makromodell rövid bemutatása
3. Alappálya rövid ismertetése
4. Néhány külső forgatókönyv hatásának bemutatása a magyar növekedésre és az eladósodottságra

NEMZETKÖZI KÖRNYEZET SZEREPE

Milyen csatornákon keresztül hatnak a világgazdasági fejlemények Magyarországra

- Reálgazdaság (Külkereskedelem, árupiac, beruházások)
- Importált infláció
- Kockázati megítélés

Külkereskedelem, árupiac

Mit mond az elmélet?

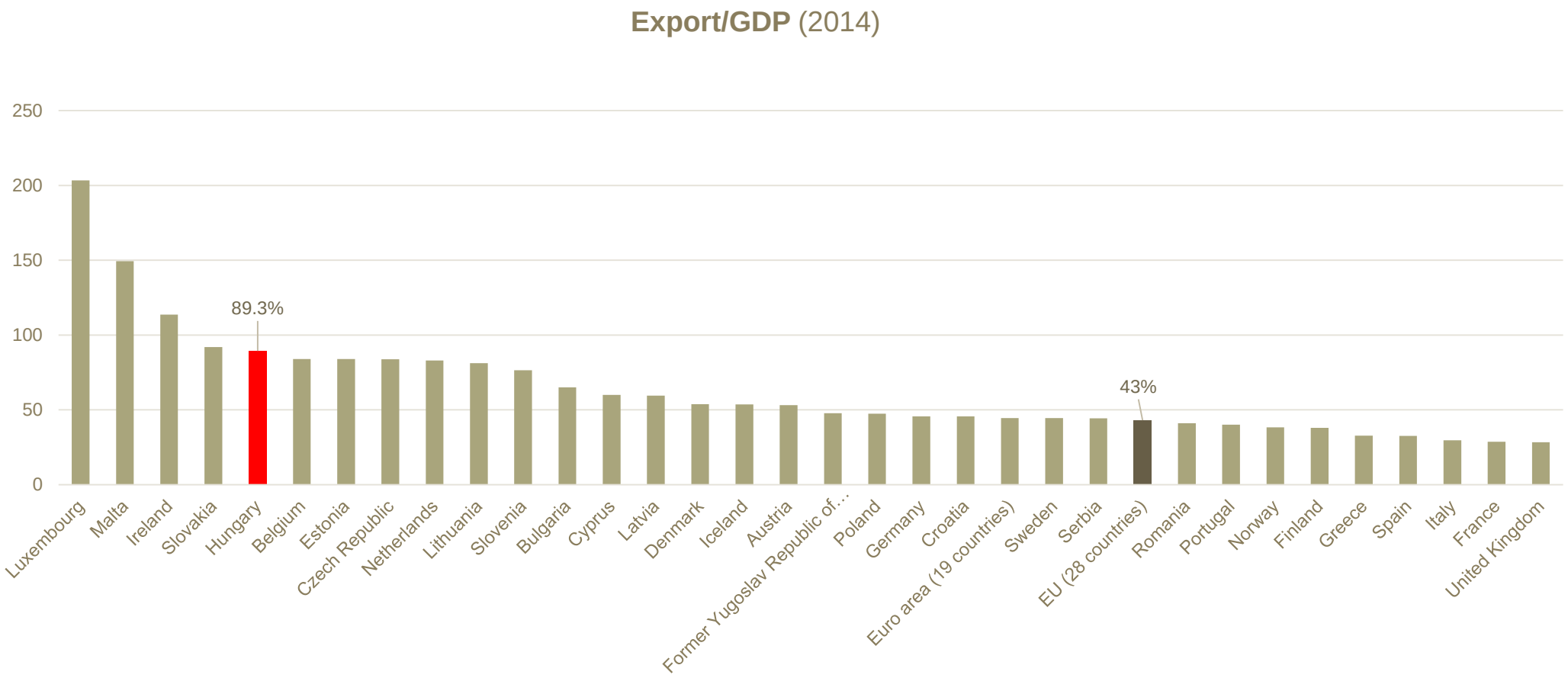
- Végtelenül rugalmatlan külső kereslet
- Nagyobb nyitottság mindenképpen pozitív: relatíve gyorsabb technológiai fejlődést tesz lehetővé (ha technológia importálása/másolása „olcsóbb”, mint az innováció)

Mit mond az empíria?

- 1960-as éveket követően a nagyobb nyitottság gyorsabb növekedéssel (jellemzően gyorsabb termelékenység-növekedéssel) párosul. Ld. Pl. Edwards (1998), Sinha et al (1999), Baldwin (2003)
- 90-es évektől pozitív korreláció kevésbé egyértelmű. Ld. Pl. Rodriguez (2007)

Mennyire nyitott Magyarország?

Mennyire nyitott Magyarország?



GGResearch

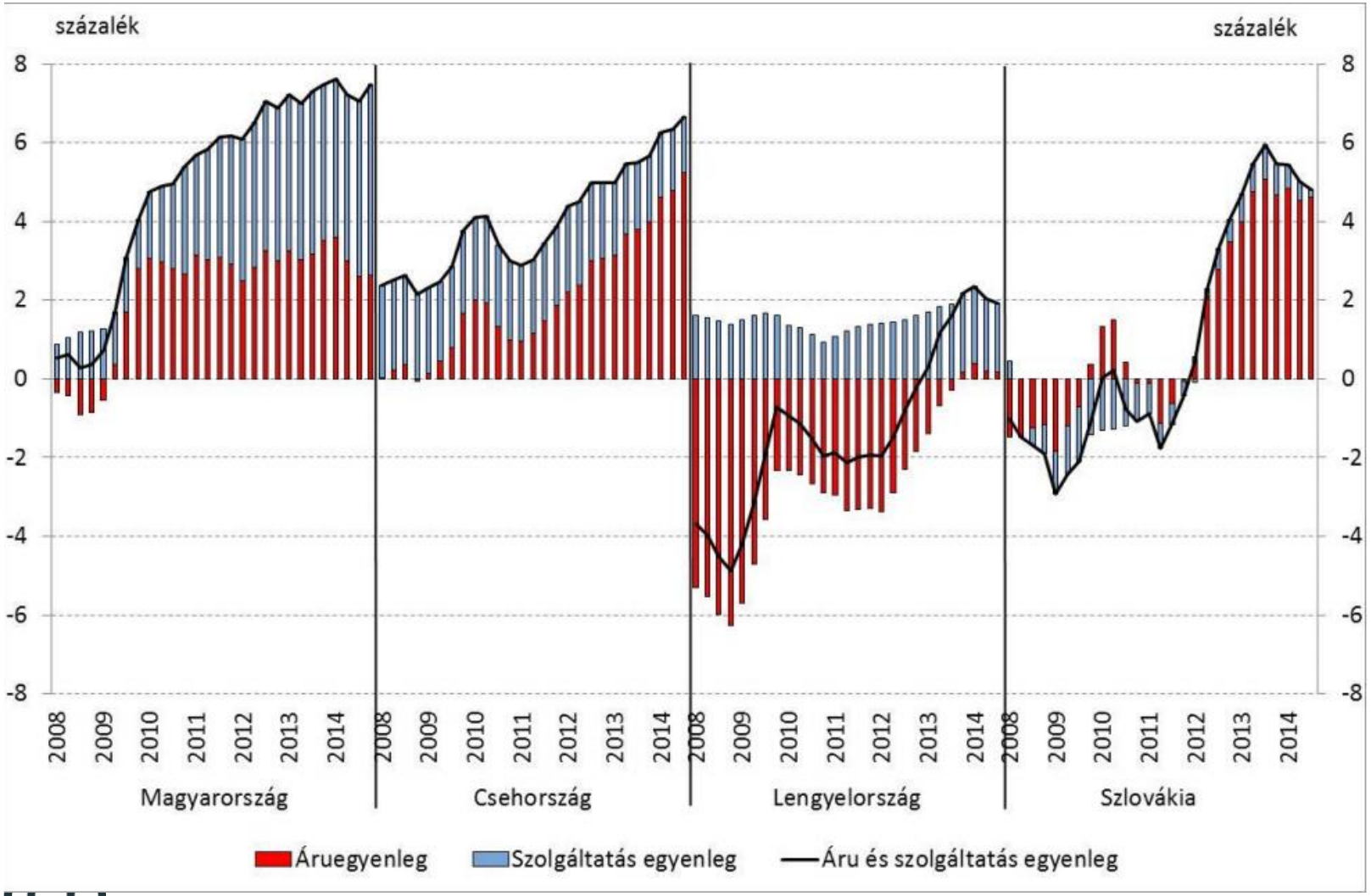
Áruexport koncentrált (autóipar)

A kivitel legnagyobb értéknövekedést elért termékei

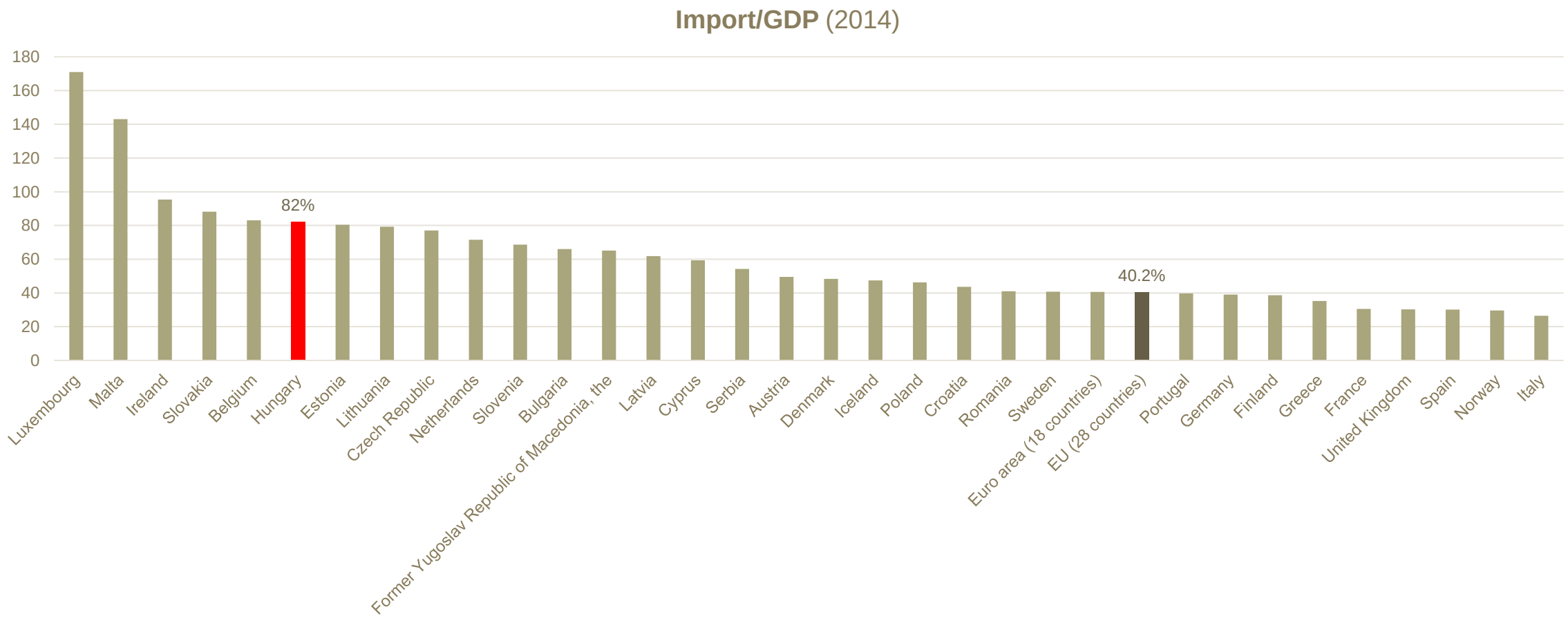
(milliárd forint)

Termék		2013	2014	Változás az előző évhez képest
kódja	neve			
8703	Személygépkocsi	1 690	2 560	870
8708	Alkatrész és tartozék gépjárműhöz	1 039	1 245	206
9032	Automata szabályozó- vagy ellenőrző műszer	459	566	107
8544	Elektromosan szigetelt huzal és vezeték	477	533	56
8414	Lég- vagy vákuumszivattyú	248	298	50
2710	Kőolajból és bitumenes ásványokból nyert olaj	463	510	47
8502	Elektromos áramfejlesztő egység	95	140	45
8537	Kapcsolótábla elektromos vezérlésre	253	292	39
3004	Gyógyszerek	879	915	36
3002	Hemoglobin és egyéb vérkészítmény	56	91	34

Külkereskedelmi többlet megbontása



Mennyire nyitott Magyarország?



Magas integráltság az EU-val

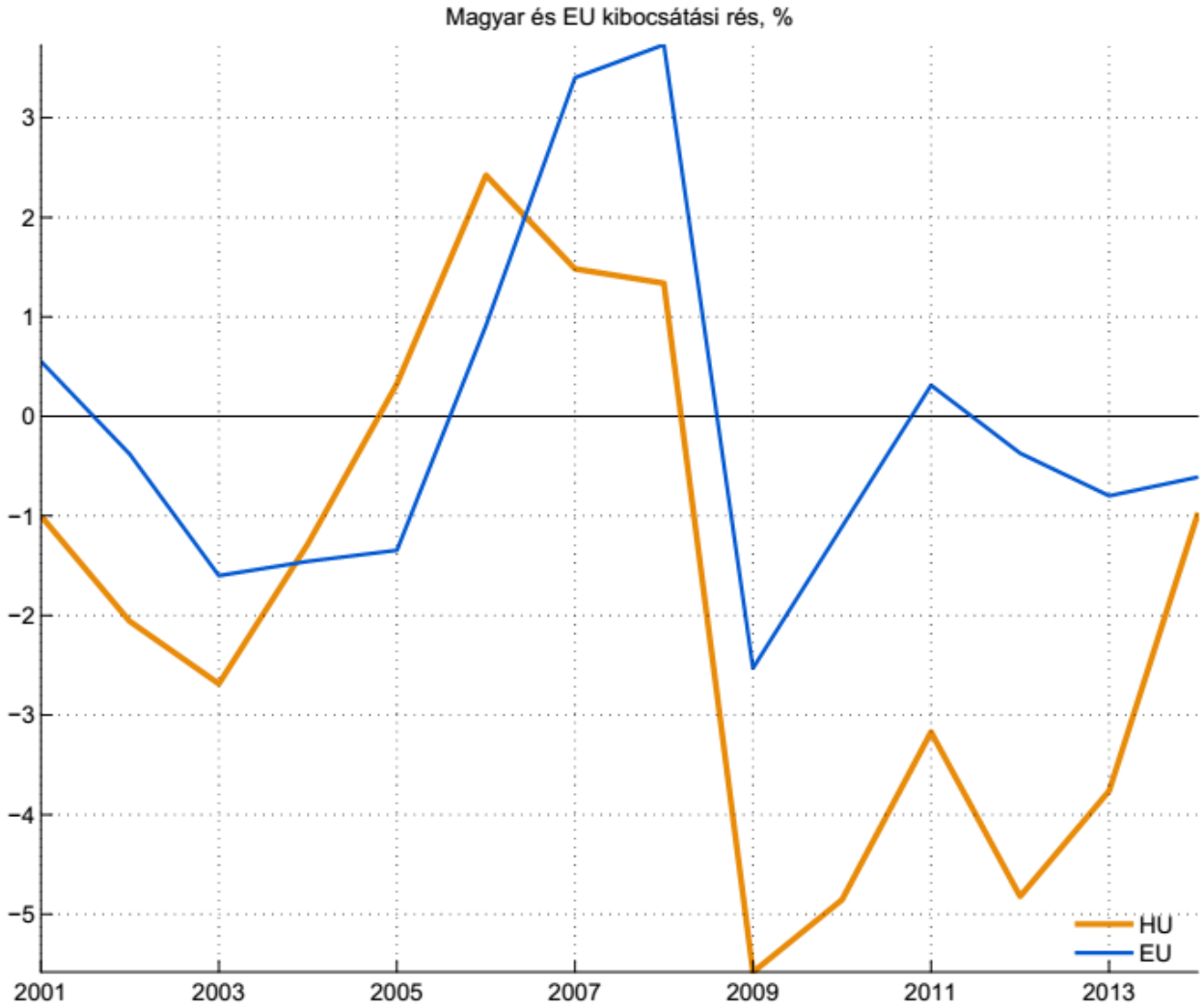
	Az EU-28 aránya a magyar exportban %	Az EU-28 aránya a magyar importban %	Magyarország súlya az EU exportban %	Magyarország súlya az EU importban %	Magyar külkeres-kedelmi mérleg-egyenleg milliárd USD
2001	84,53	66,10	0,92	1,08	3,52
2002	85,34	65,21	0,95	1,17	4,78
2003	85,14	64,66	1,00	1,22	5,78
2004	84,50	73,70	1,20	1,28	2,47
2005	82,22	70,12	1,16	1,27	4,98
2006	80,67	70,78	1,21	1,28	5,26
2007	80,67	70,33	1,27	1,42	9,74
2008	79,88	68,67	1,28	1,43	11,74
2009	80,38	69,10	1,19	1,46	12,97
2010	78,64	68,16	1,18	1,45	14,92
2011	77,61	69,82	1,20	1,45	15,54
2012	77,53	70,71	1,17	1,41	13,21
2013	77,22	71,74	n.a.	n.a.	9,34

Forrás: International Trade Centre Trade Statistics http://www.intracen.org/trade-support/trade-statistics/

Nemzetközi környezet meghatározó

- Gazdasági nyitottság nagyobb külső kitettséget jelent a külső keresleti ingadozásoknak
  - Külső kereslet felvevő képessége nem végtelen
  - Megfelelő hazai gazdaságpolitika mellett is alkalmazkodnunk kell a külső sokkokhoz
  - Túlzott specializáció „újfajta” sérülékenységet idéz elő
- Beruházások/FDI
  - Magas fennálló FDI állomány, rendszerváltás utáni felfutás óta érezhetően lassabb dinamika

Szoros együttmozgás az eurózóna üzleti ciklussal

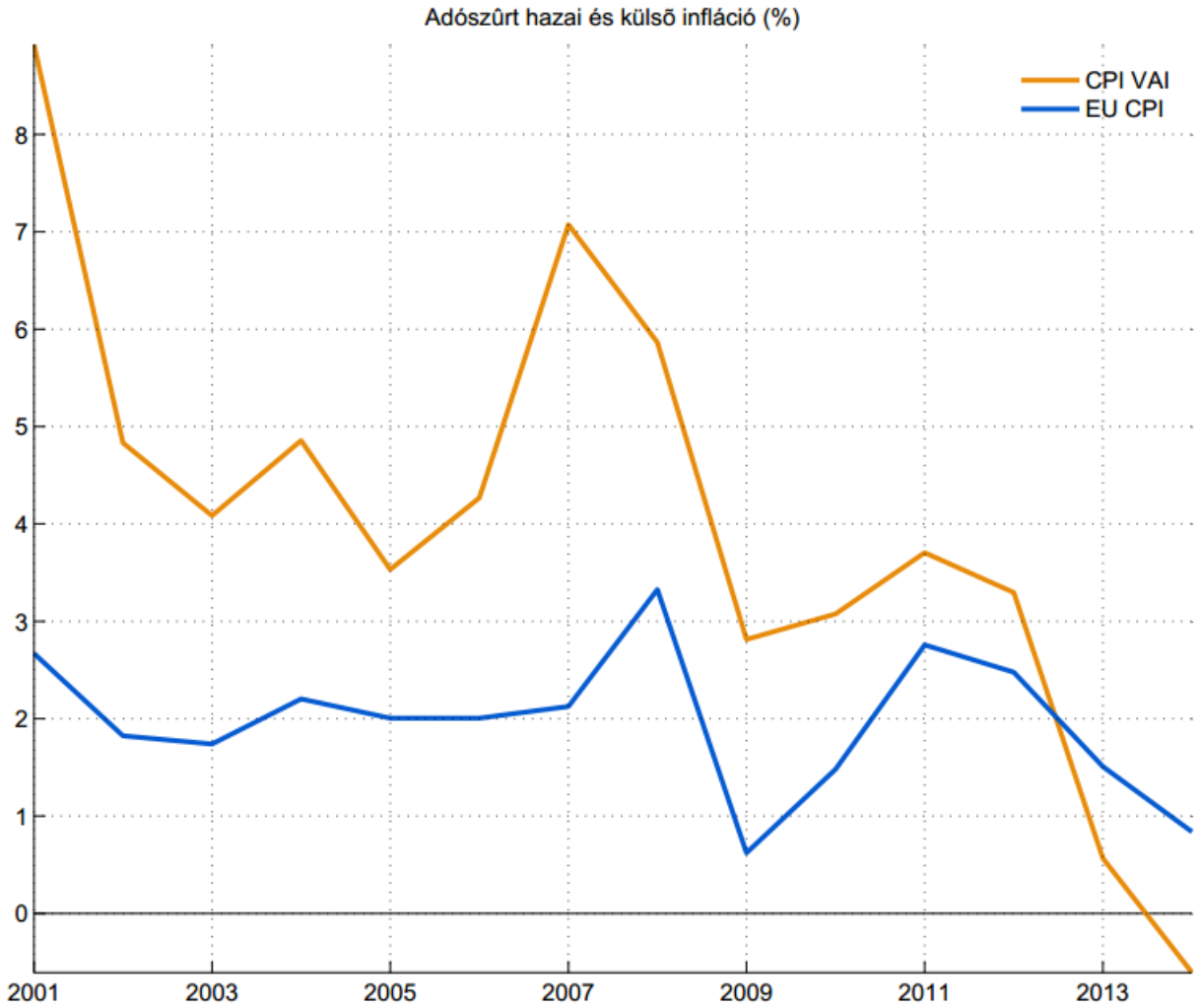


Importált infláció jelentősége

- Nyersanyag (olaj) és élelmiszer árak

- EU/Eurózóna infláció a traded szektorban (különös tekintettel az iparcikkekre)

Importált infláció hatása

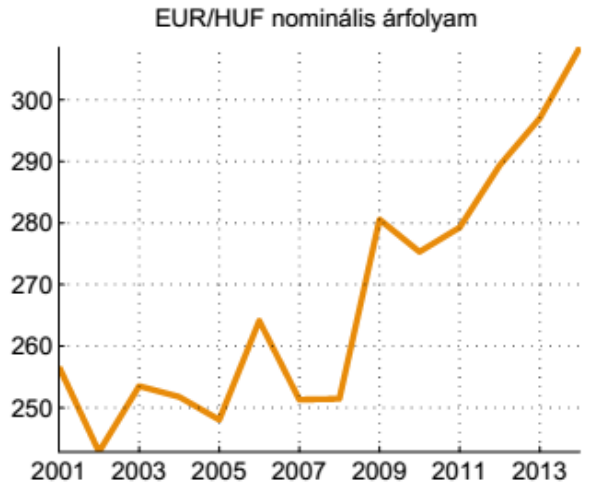


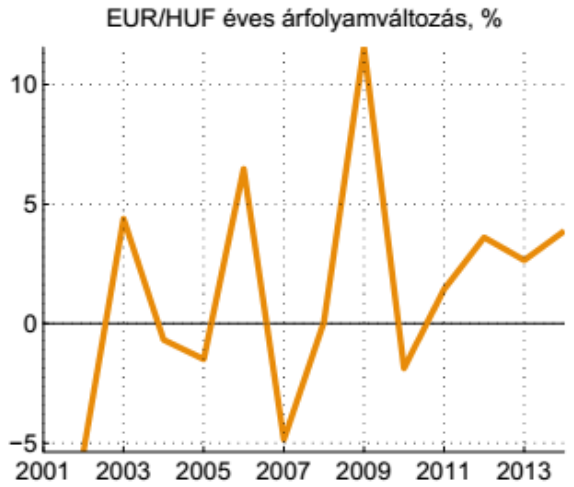
Pénzügyi kitettség szerepe

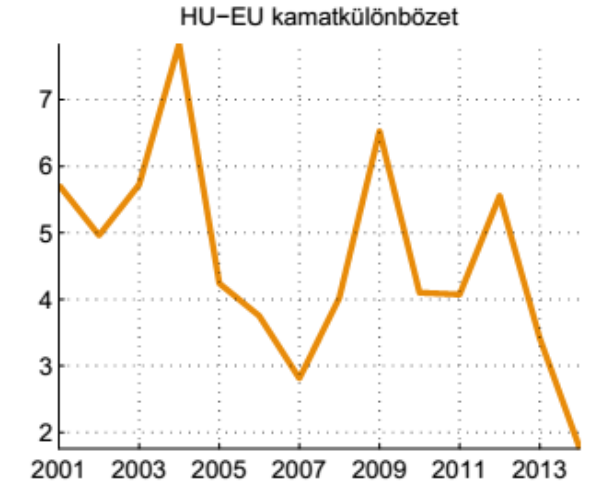
- Saját valuta fenntartása kis, nyitott agzdaságban önmagában is sokkokat generál
  - Pénzügyi fertőzések (kockázati prémium sokkok) valószínűsége/gyakorisága és mértéke
  - „Nem-fundamentális” árfolyamvolatilitás reálgazdasági hatása

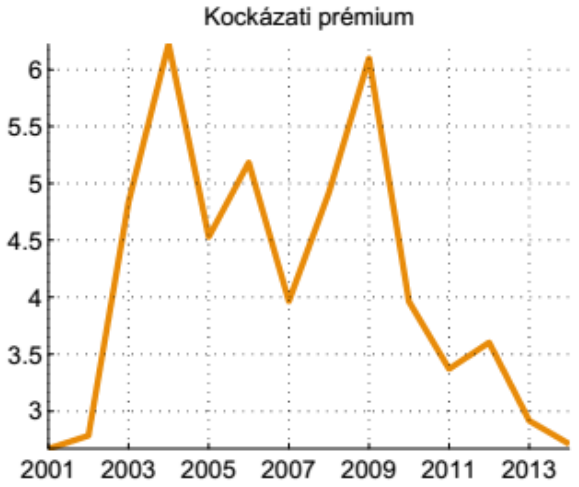
- Gazdasági szereplők eladósodottsága felerősíti a gazdasági ciklusok és a külső sokkok hatását

Árfolyamvolatilitás









KÖZÉPTÁVÚ MAKROMODELL

A modell fő jellemzői

- Kis makromodell, ami összekapcsolja a makrogazdaságot és a fiskális politikát (OGR modell magyar gazdaságra kalibrálva, kiegészítve endogén külső blokkal – Kamenik (2011))
- Standard új-keynesi alapokon nyugvó, nyitott gazdaságos semi-strukturális gap modell
  - Ragadós árak
  - Előretekintő várakozások
  - Endogén, hatékony monetáris politika

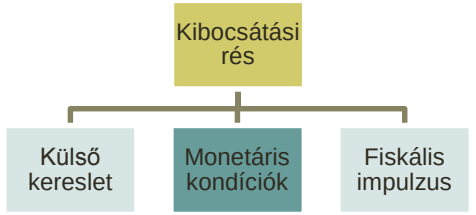
A modell fő jellemzői

- A költségvetés középtávon a kínálati oldalt is befolyásolja. Az államadósság szintje hatással van a kockázati prémium alakulására, ami a hozamszintre és így a potenciális kibocsátásra
  - Adósság-potenciális GDP kapcsolat bekalibrálása egy IMF-es papír (Debt and Growth: Is There a Magic Threshold? IMF WP 2014/34) alapján (+1 szp adósság 0.03%-kal alacsonyabb potenciális növekedés 5 éves időtávon)
- Adósságfinanszírozás: lehetőség többféle lejárat és devizaösszetétel szimulációjára

Fontosabb makro összefüggések

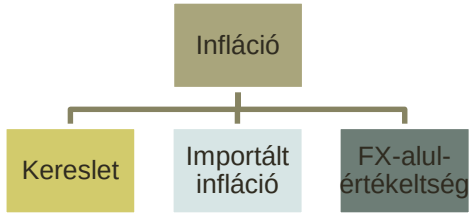
- Keresleti oldal – IS görbe

$$\hat{y}_t = k_1 \cdot \hat{y}_{t+1} + k_2 \cdot \hat{y}_{t-1} - k_3 \cdot (r_t - \bar{r}_t) + k_4 \cdot \hat{z}_t + k_5 \cdot \hat{y}_t^* + k_6 \cdot d_t^{imp} + \sigma_{\hat{y}} \cdot (\varepsilon^{\hat{y}}{}_t + \gamma_{g,\hat{y}} \cdot \varepsilon^{\bar{y}}{}_t)$$



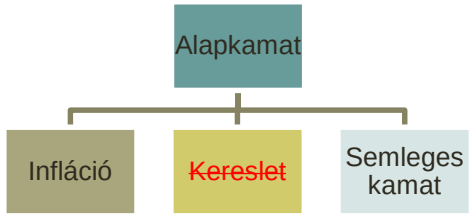
- Kínálati oldal és árak – Phillips görbe
  - Adószűrt fogyasztói árindex inflációjának céltól vett eltérésére felírva

$$\hat{\pi}_t^{vai} = e_1 \cdot \mathbb{E}[\hat{\pi}^{vai}]_t + e_2 \cdot \hat{\pi}_{t-1}^{vai} + e_3 \cdot (\pi_t^{imp} - \pi_t^{tar}) + e_4 \cdot \hat{y}_{t-1} + e_5 \cdot \hat{z}_t + \sigma_\pi \cdot (\varepsilon^{\pi}{}_t)$$



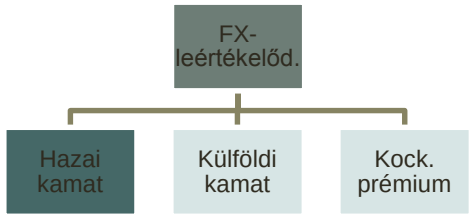
- Monetáris politikai szabály – Taylor szabály
  - A jegybank csak az (adószűrt) infláció céltól vett eltérésére reagál
  - A „policy kamat” az egy éves állampapírhozammal egyenlő

$$i_t^{des} = u_1 \cdot i_{t-1} + (1 - u_1) \cdot (\bar{r}_t + \pi_t^{tar} + u_2 \cdot \hat{\pi}_{t+1}^{vai}) + \sigma_i \cdot \varepsilon_t^i$$



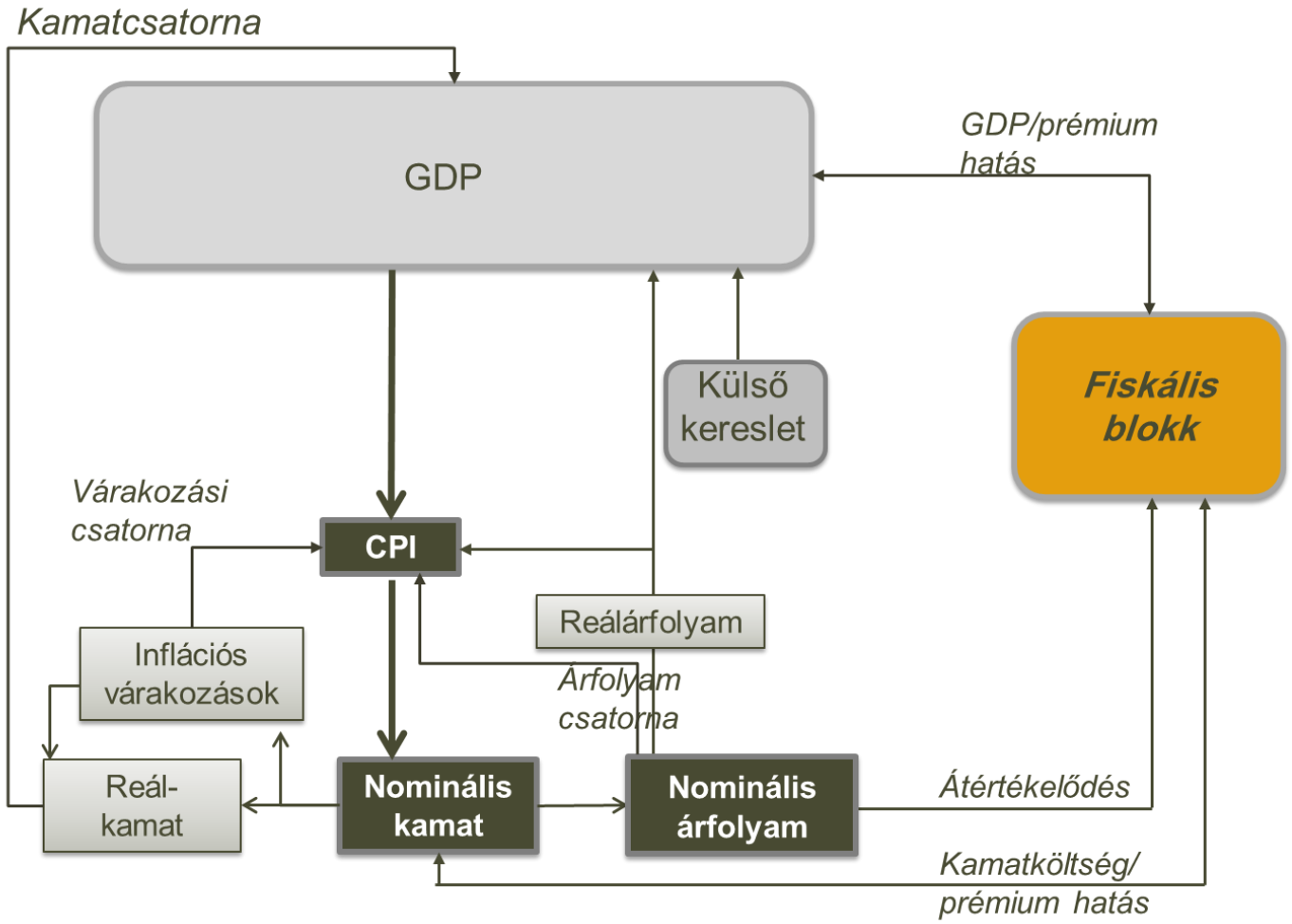
- Nemzetközi tőkepiac – fedezetlen kamatparitás

$$i_t = s_{t+1} - s_t + i_t^* + prem_t + \sigma_s \cdot \varepsilon_t^s$$



A modell szerkezete

- Egyidejű és dinamikus kapcsolatok a változók között



Külső blokk

- Kis, 3 egyenletes modell az eurózónára
- Kalibrálás eredményeként az impulzusválaszok közel az EKB NAWM modelljéhez
- Nem az eurózóna modellezése volt a cél, hanem az alternatív szcenáriók belső konzisztenciájának megteremtése a külső kibocsátási rés, a külső infláció és a külső kamat között

Külső forgatókönyvek számára releváns modellváltozók

- Külső keresleti gap
- Külső infláció
- Külső kamat
- Kockázati prémium
- Adósság átlagos hátralévő futamideje, devizaösszetétele

ALAPPÁLYA

OGResearch

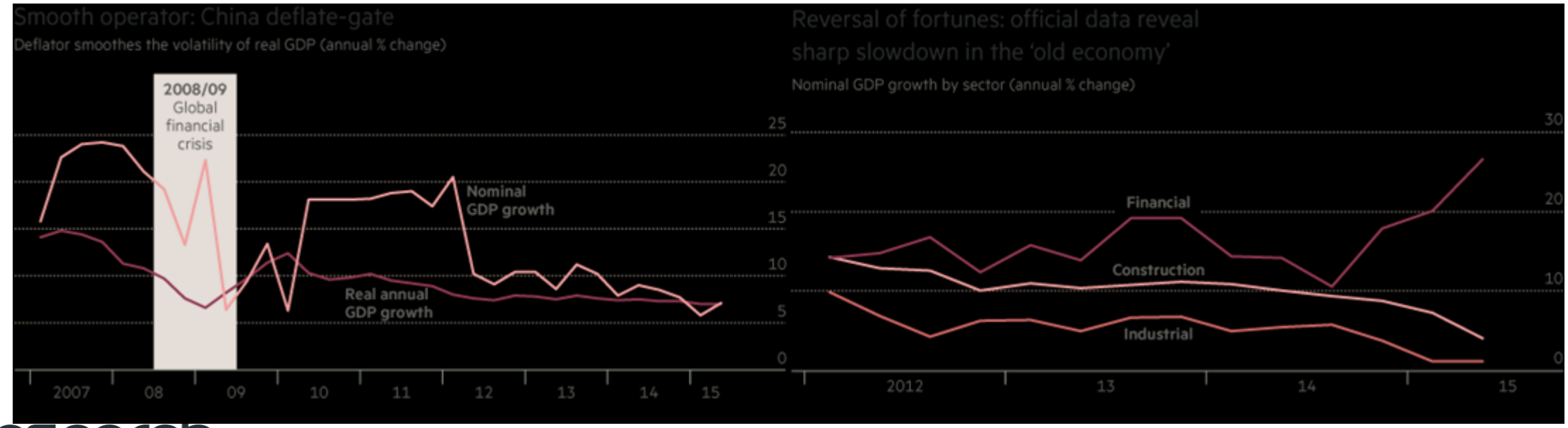
NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

Lassuló világgazdaság, tartósan alacsony infláció

- Visszafogott közép-távú növekedés a fejlett országokban (alacsony beruházási ráta és termelékenység-növekedés, kedvezőtlen demográfiai folyamatok)
- A lassuló kínai gazdaság miatt tartósan alacsony nyersanyag árak és érezhetően gyengébb odairányuló export (Németország különösen érintett)
- Tartósan laza monetáris kondíciók, nem hagyományos monetáris politikai eszközök alkalmazása

Kína kulcsszerepben

- Hiába a meglepően erős a 6.9%-os YoY GDP (2015Q3), a gazdaság tartós lassuláson megy keresztül
- Érdemes lehet a nominális statisztikákat figyelni
- Alacsony kereslet miatt tartósan alacsony nyersanyag árak

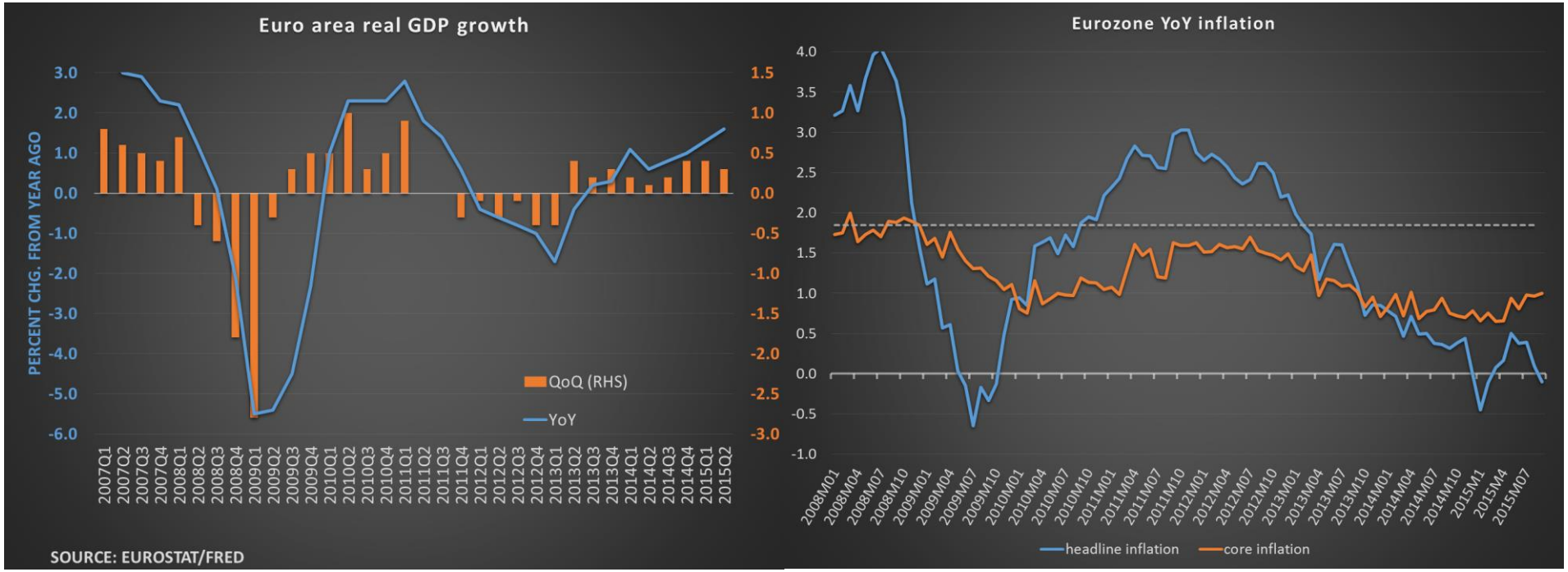


Fed kulcsszerepben

- Fed kamatemelési várakozások jelentős hatással lehetnek a nemzetközi tőkeáramlásokra, különös tekintettel a fejlődő gazdaságokra
  - Dollárban denominált eszközök relatíve keresettebbek lesznek
- A kamatemelés kitolódása és a csak óvatos, fokozatos emelés hangsúlyozása annak a jele, hogy a Fed nemcsak a hazai, hanem a nemzetközi fejleményeket is figyelembe veszi

EKB tehetetlen?

- „Élénkülő”, de alapvetően stagnáló gazdaság, továbbra is alacsony infláció
- Laza monetáris kondíciók



Alappálya külső feltevései

- A Fed fokozatosan és lassan kezd kamatot emelni, amit csak késve (és tartósan lemaradva) követ az EKB
- Az euróövezet növekedése visszafogott marad, a külső kibocsátási rés csak 2018-ra záródik
- Külső infláció ezzel összhangban csak 2018 körül éri el a 2%-os célt

HAZAI KÖRNYEZET

Sérülékenységünk jelentősen csökkent

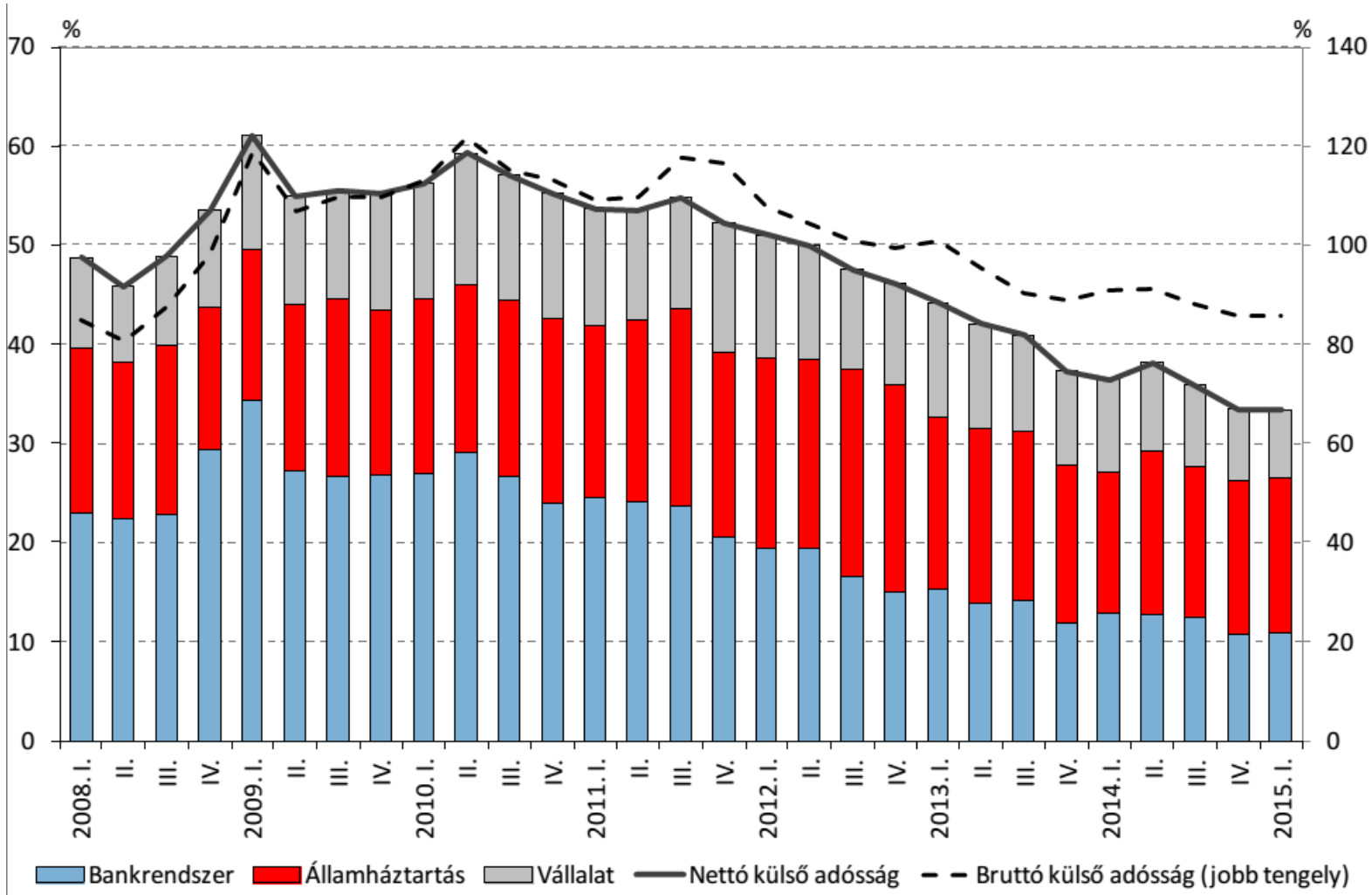
Adósságszerkezet

- Jelentősen mérséklődő a külső adósság (*deleveraging*)
- Külföldi szereplők magas tulajdonosi hányada lassan, de csökken
- Mérséklődött az éven belüli refinanszírozási kockázat
- Csökkent a devizarészarány az államadósság finanszírozásában, növekvő átlagos lejárat

Fegyelmezett költségvetési politika

Alacsony kockázati prémium

Nettó külföldi adósság szektorok szerint (GDP-arányos) - Magyarország

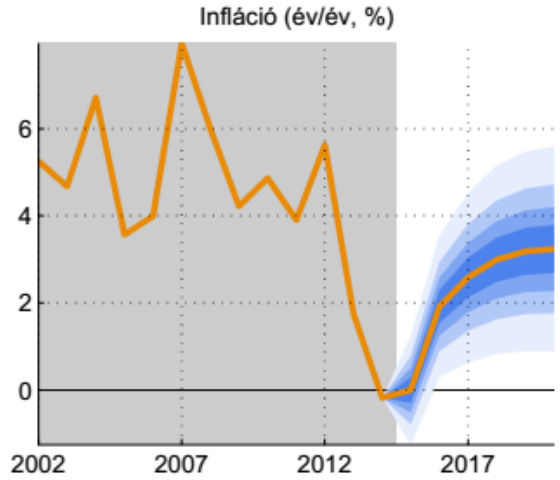


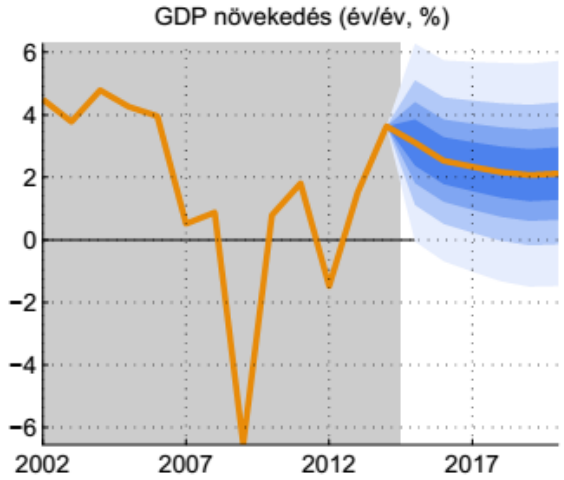
OGResearch

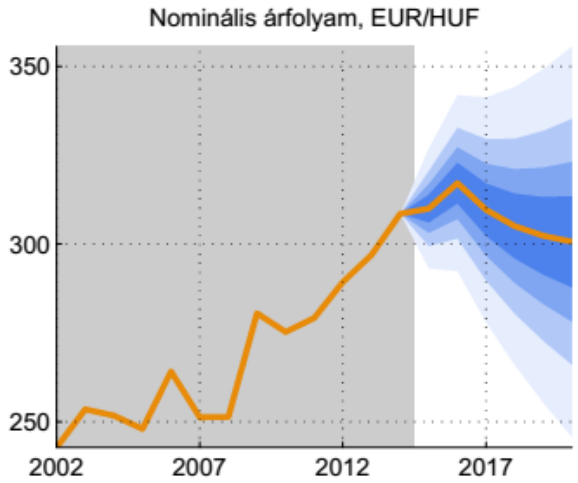
Alappálya feltételezései

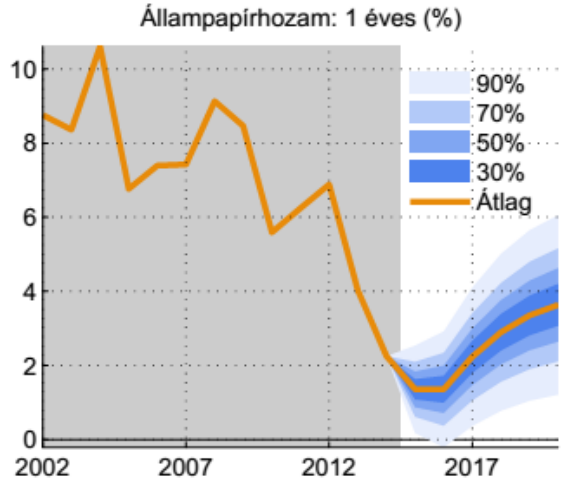
- Tartósan alacsony importált infláció
- EU-források által támogatott, lassuló GDP növekedés
- Tartósan laza monetáris politikai kondíciók

Előrejelzés a főbb változókra









ALTERNATÍV SZCENÁRIÓK

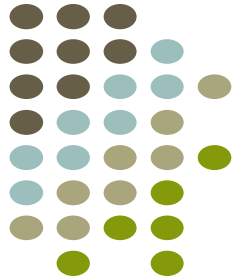
I. **USA kilábalás csak átmeneti**
II. **Overheating amerikai gazdaság**
III. **Kínai hard landing**
IV. **Fiskális expanzió Németországban**

I. USA KILÁBALÁS CSAK ÁTMENETI

USA kilábalás csak átmeneti

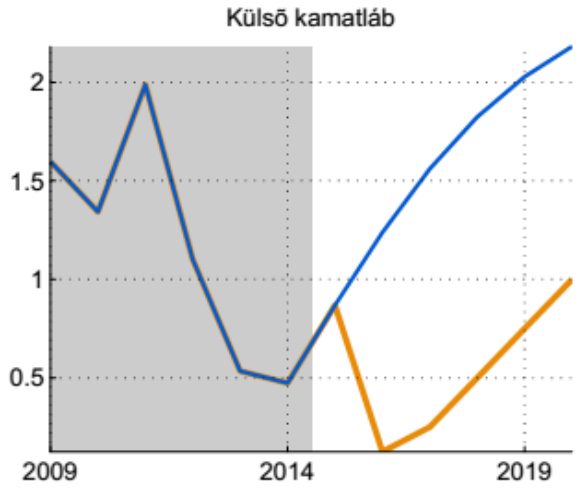
- Az USA növekedése visszaesik, így mind az amerikai, mind az európai monetáris politika rendkívül laza marad tartósan.
- A Fed - az alappályához képest - később kezd szigorítani és 2020-ra is pusztán 1,5%-os irányadó rátát ér el, amit az EKB késve követ.
- A hozamsivár környezetben a magyar kockázati premium jelentősen csökken.

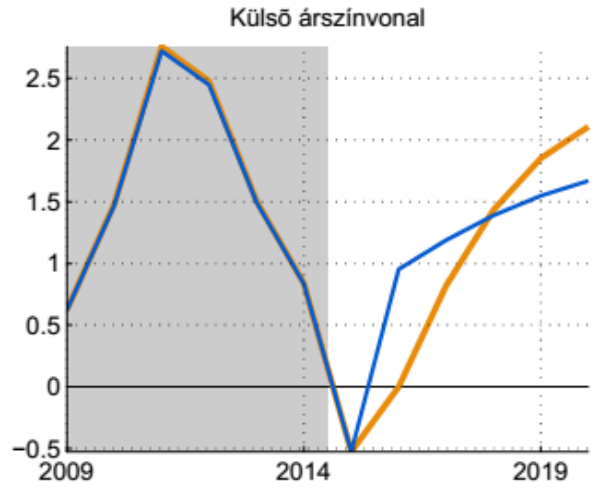
Forgatókönyv főbb jellemzői

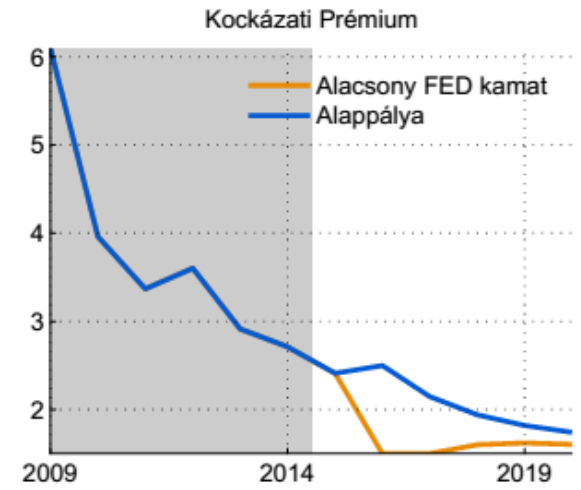


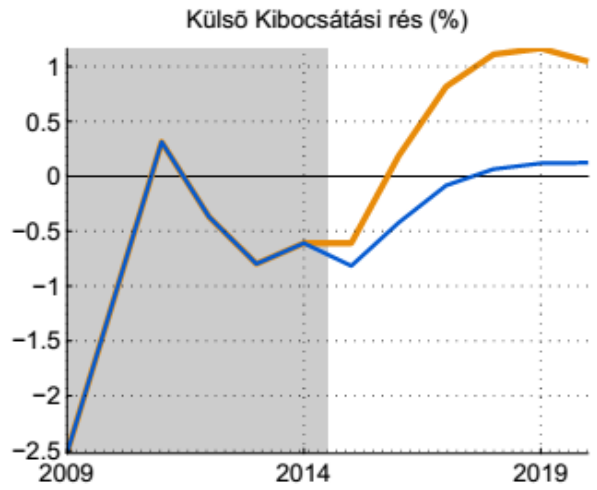
- Alacsonyabb külső kamatkörnyezet
- Alacsonyabb magyar kockázati prémium
- Hosszú távú forint állampapírok aránya relatíve megnő

Külső feltevések (euró zóna)







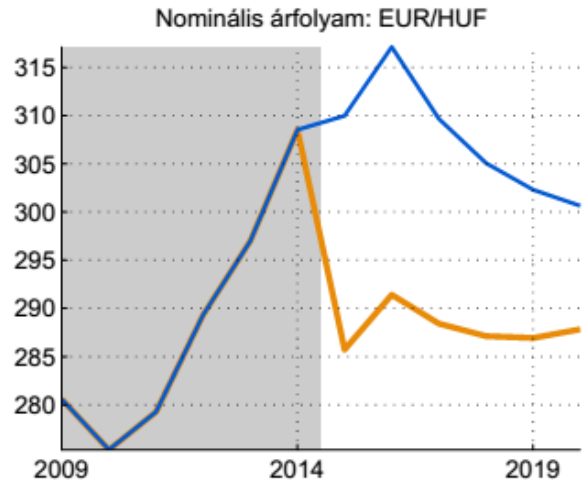


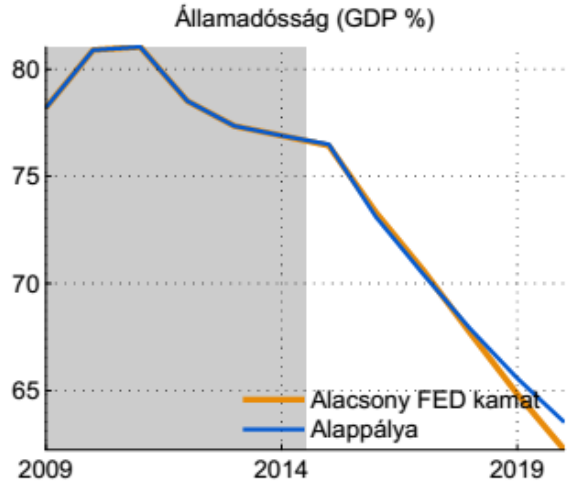
OGResearch

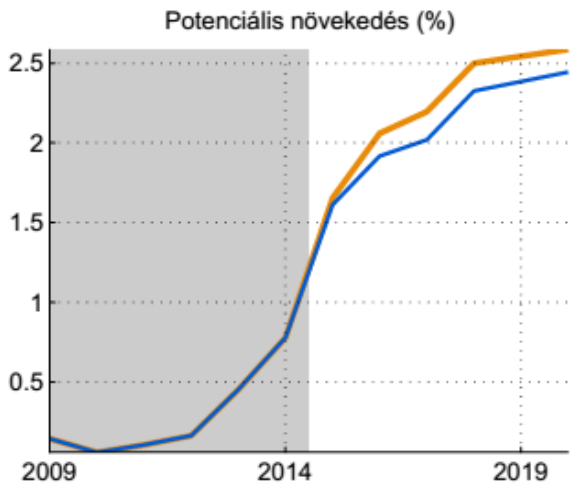
Forgatókönyv hatása a magyar gazdaságra

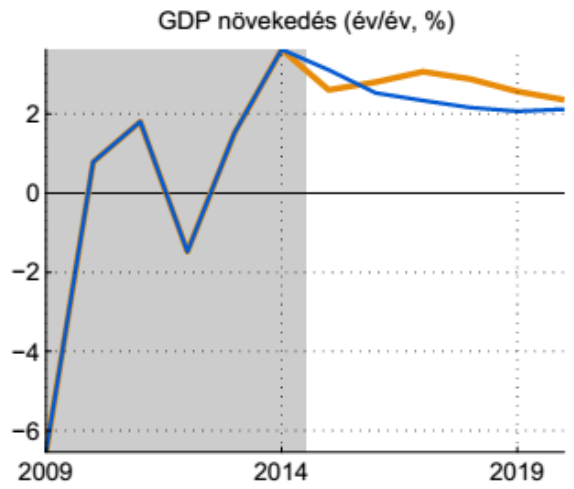
- Az államadósság az erősebb árfolyam (alacsonyabb prémium, magasabb kamatkülönbözet a további monetáris lazítás ellenére) és az alacsonyabb kamatkiadások miatt jobban csökkenhet, mint az alappályában...
- ... ami növeli a potenciális kibocsátást

Enyhén magasabb gazdasági növekedés









II. OVERHEATING AMERIKAI GAZDASÁG

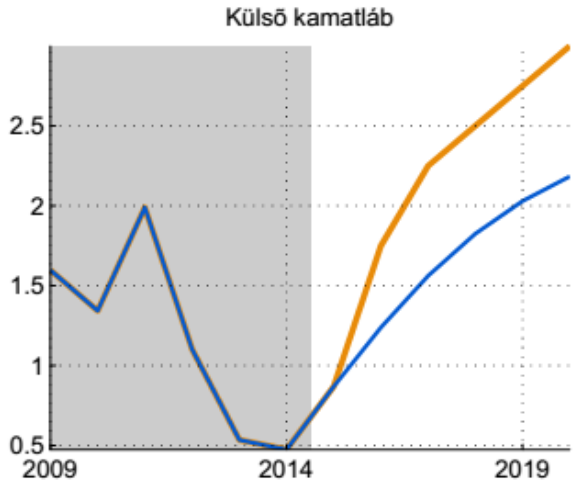
Hazai szemponotkat követő Fed

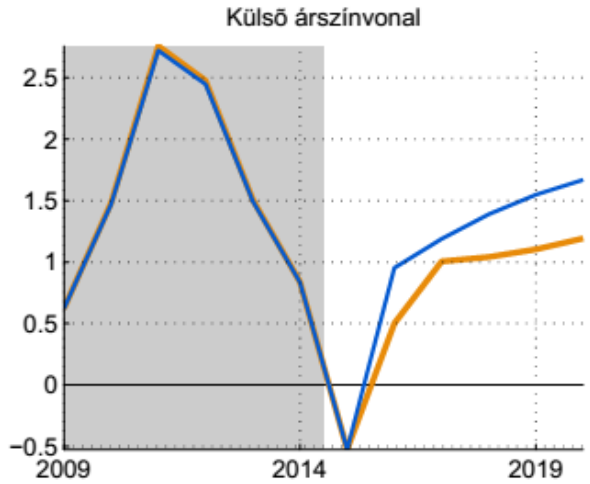
- A Fed félve a túlhevüléstől (erősebb gazdaság, vártnál nagyobb inflációs nyomás) - az alappályához képest - hamarabb kezd szigorítani, amit az EKB késve követ.
- A külső okok miatt szigorúbb monetáris kondíciók alacsonyabb kibocsátási rést és még alacsonyabb inflációt okoznak az euró zónában.

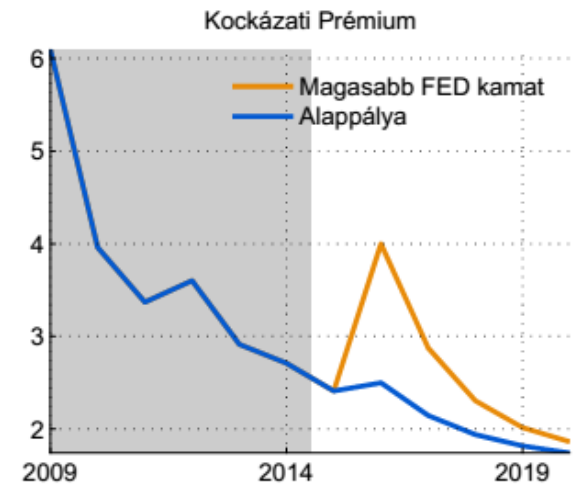
Forgatókönyv főbb jellemzői

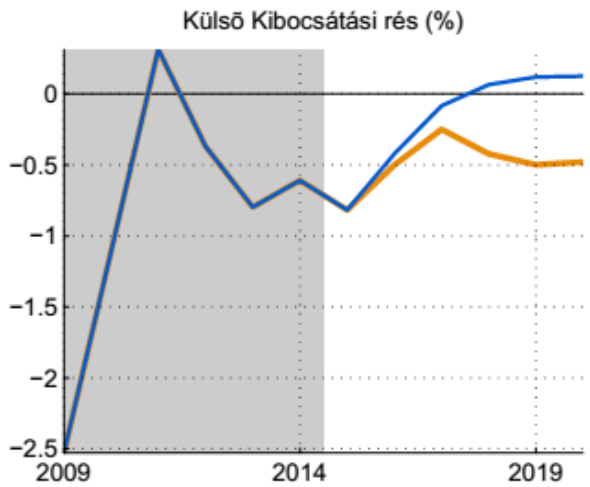
- Magasabb külső kamatkörnyezet
- Magasabb kockázati prémium (erősebb tőkekiáramlás miatt)

Külső feltevések (euró zóna)







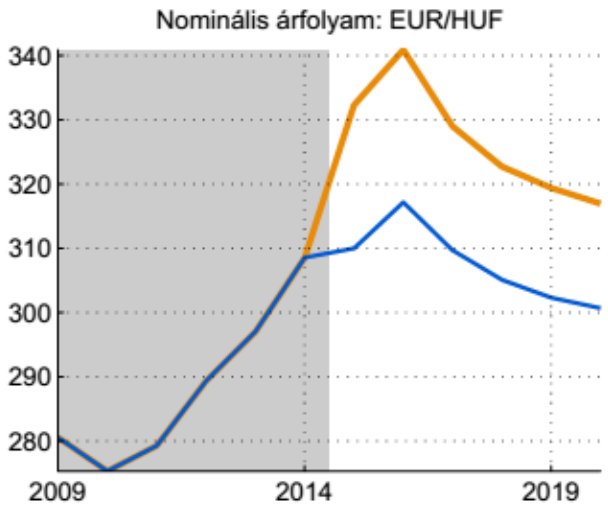


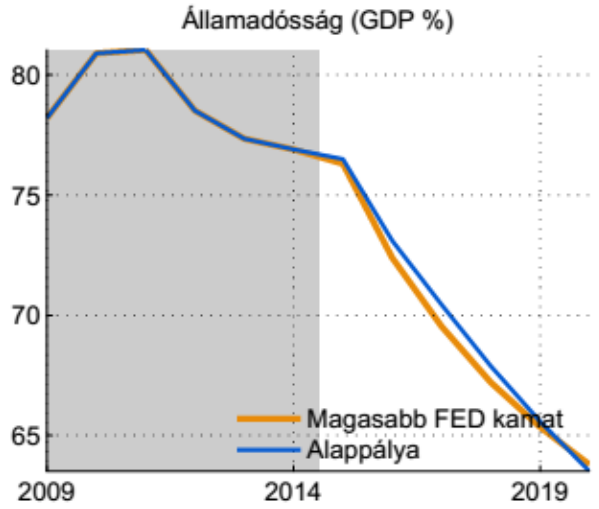
OGResearch

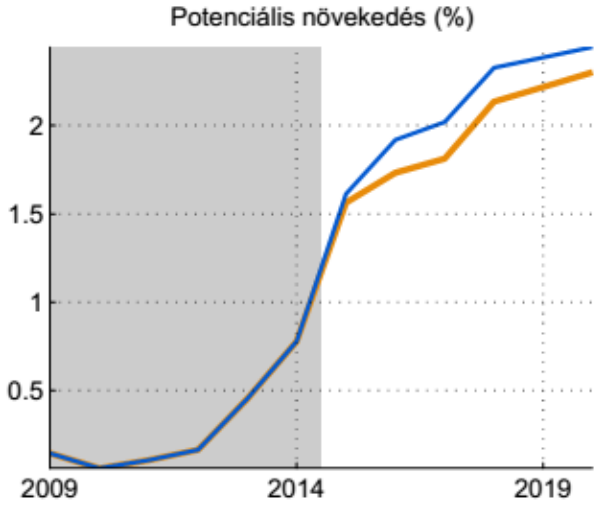
Forgatókönyv hatása a magyar gazdaságra

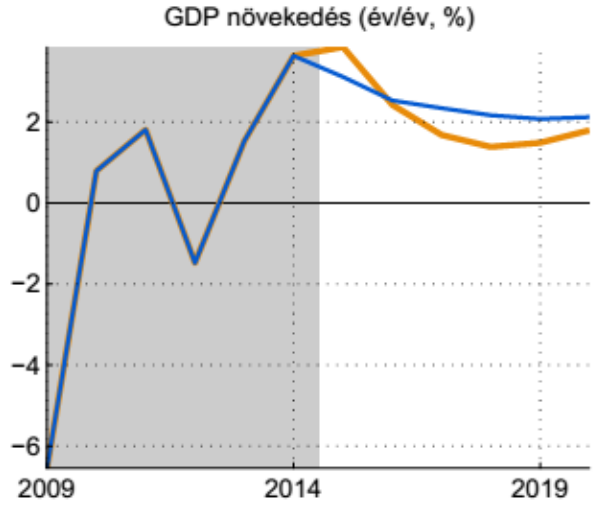
- A gyengébb árfolyam (alacsonyabb kamatkülönbözet) kezdetben élénkíti a növekedést...
- ... de hosszabb távon inkább kedvezőtlenebb vagy változatlan hatású a szigorúbb hazai monetáris feltételek miatt

Rövid távon magasabb, közép távon alacsonyabb gazdasági növekedés









OGResearch

III. KÍNAI HARD LANDING

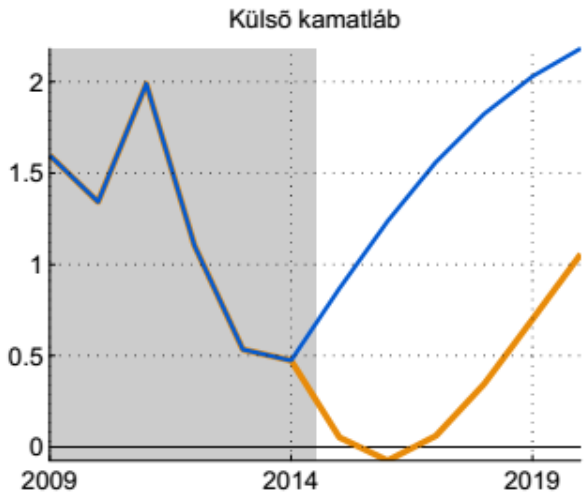
Vártnál nagyobb kínai lassulás

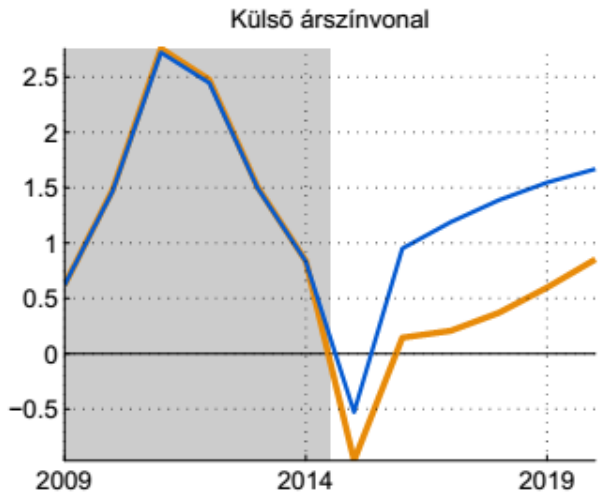
- A vártnál nagyobb lassulás egyrészt jelentősen visszaveti a német gazdaság és ezzel az eurózóna fejlődését,
- Másrészt tartósan alacsonyabban tartja a nyersanyag árak alakulását

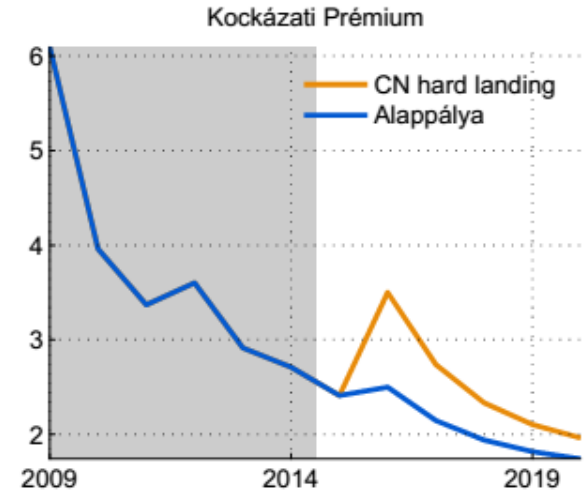
Forgatókönyv főbb jellemzői

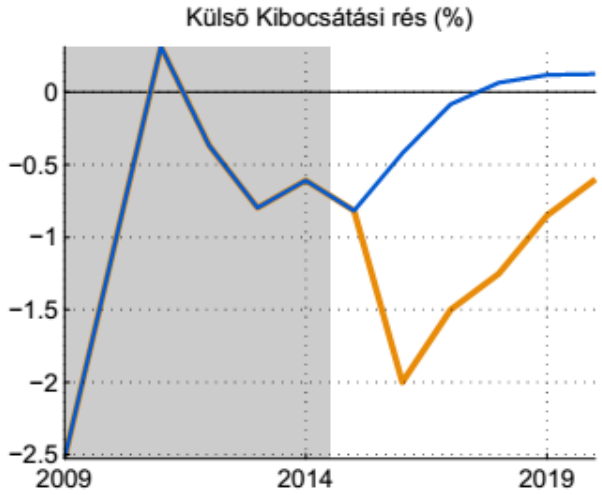
- Alacsonyabb külső kereslet
- Tartósan alacsony importált infláció
- Magasabb magyar kockázati prémium
- Rövid távú forint állampapírok aránya relatíve megnő

Külső feltevések (euró zóna)





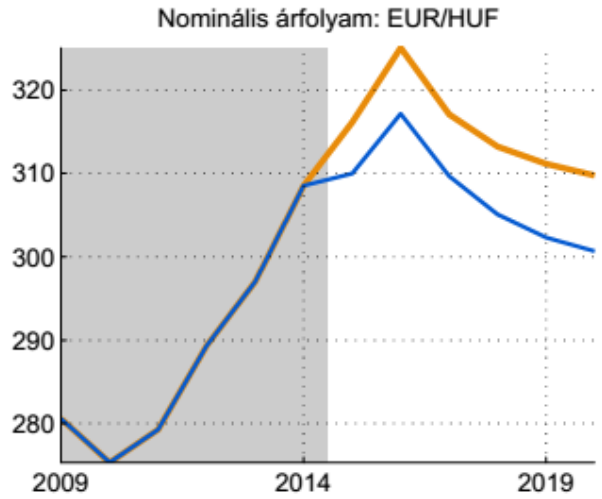


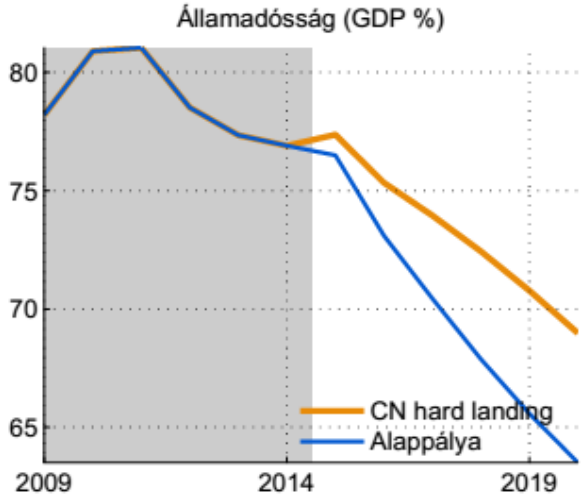


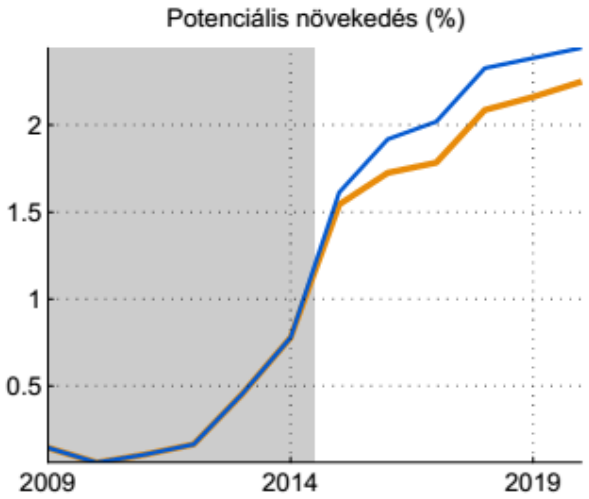
Forgatókönyv hatása a magyar gazdaságra

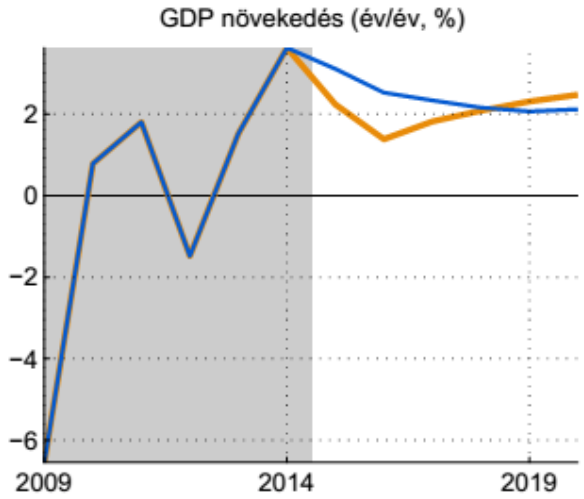
- Az államadósság jelentősen kisebb mértékben tud csak csökkenni a költségvetési hiány ciklikus komponensének emelkedése és
- a gyengébb árfolyam (magasabb prémium) miatt...
- ... ami mérsékli a potenciális növekedést a teljes horizonton

Alacsonyabb gazdasági növekedés









IV. FISKÁLIS EXPANZIÓ NÉMETORSZÁGBAN

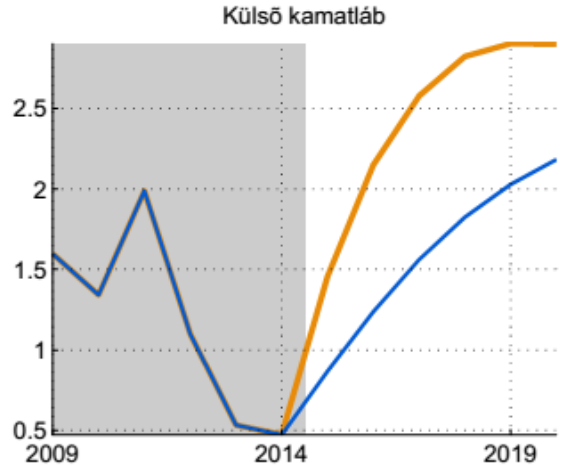
Fiskális expanzió Németországban

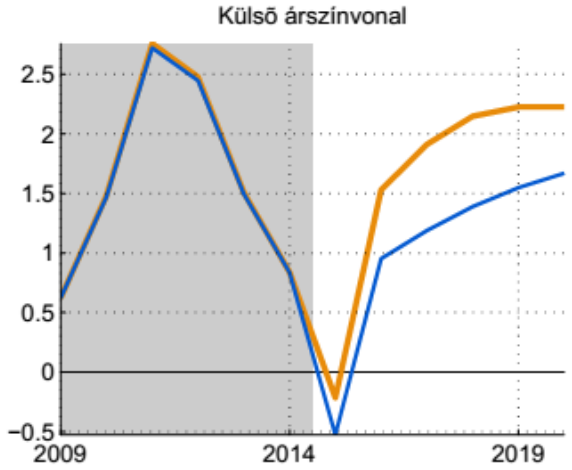
- A világgazdasági lassulásra a német gazdaságpolitika a belső kereslet élénkítésével reagál, ami
- A pozitív externáliákon keresztül a többi EU tagállamra is kedvező hatással van

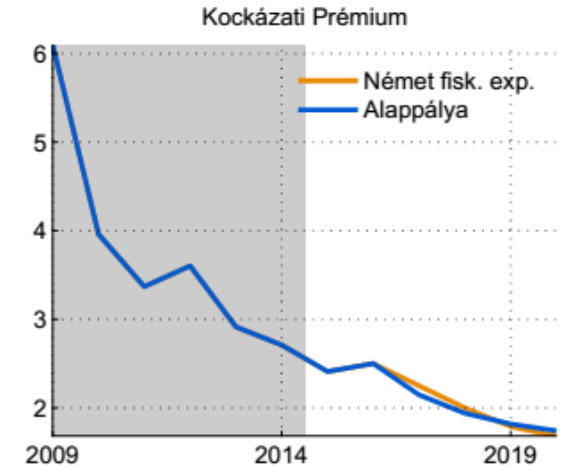
Forgatókönyv főbb jellemzői

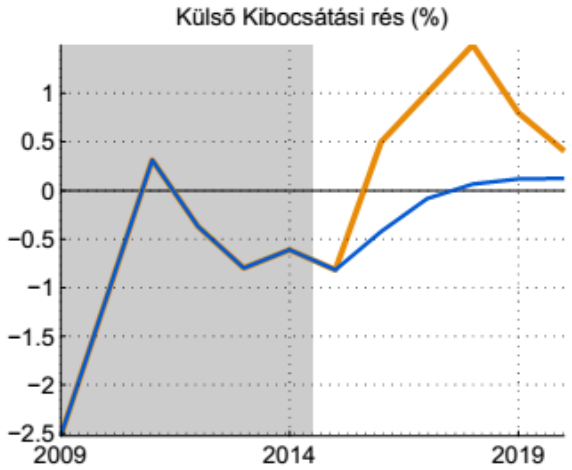
- Kedvezőbb külső kereslet
- Átmenetileg alacsonyabb magyar kockázati prémium

Külső feltevések (euró zóna)





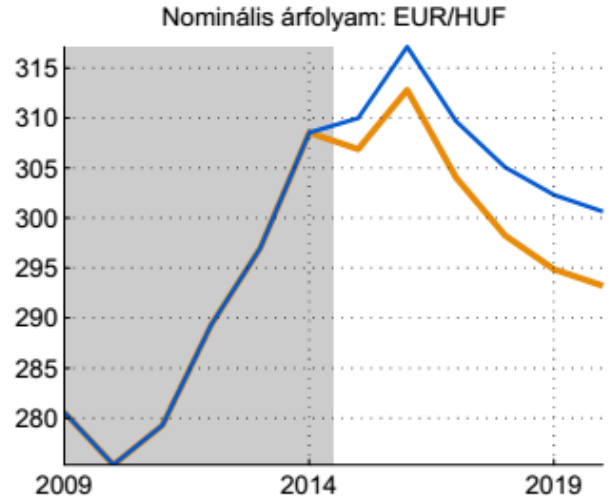


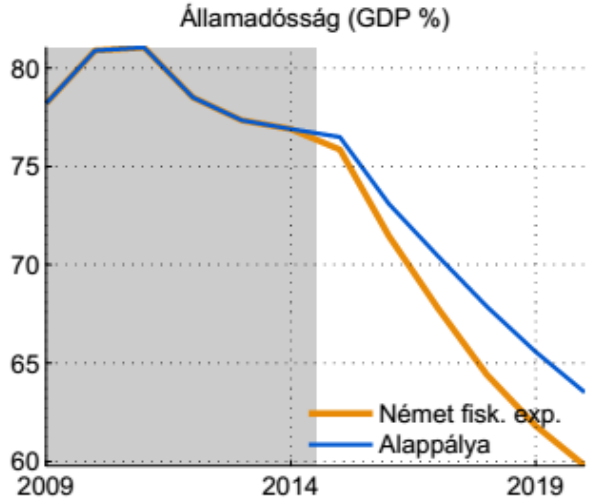


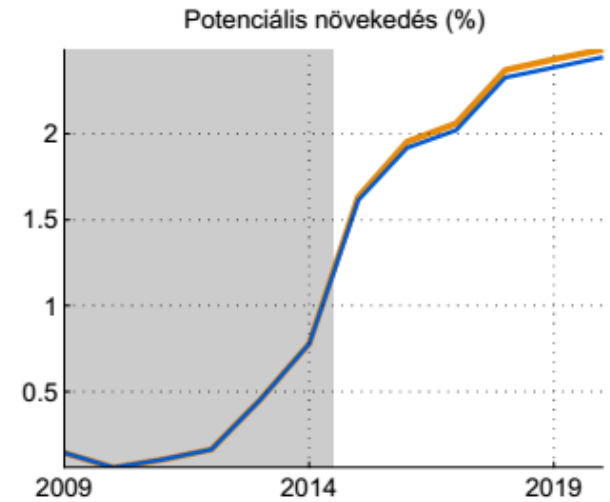
Forgatókönyv hatása a magyar gazdaságra

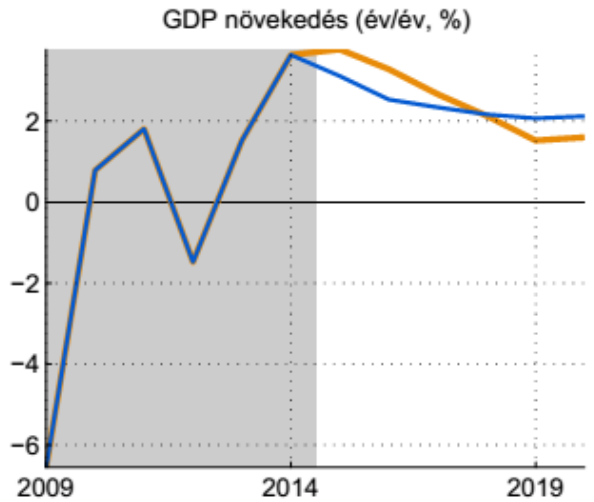
- Az államadósság gyorsabban tud csökkenni a költségvetési hiány ciklikus komponensének mérséklődése és
- Az erősebb árfolyam (alacsonyabb prémium) miatt...
- ... ami emeli a potenciális növekedést a teljes horizonton

Magasabb gazdasági növekedés



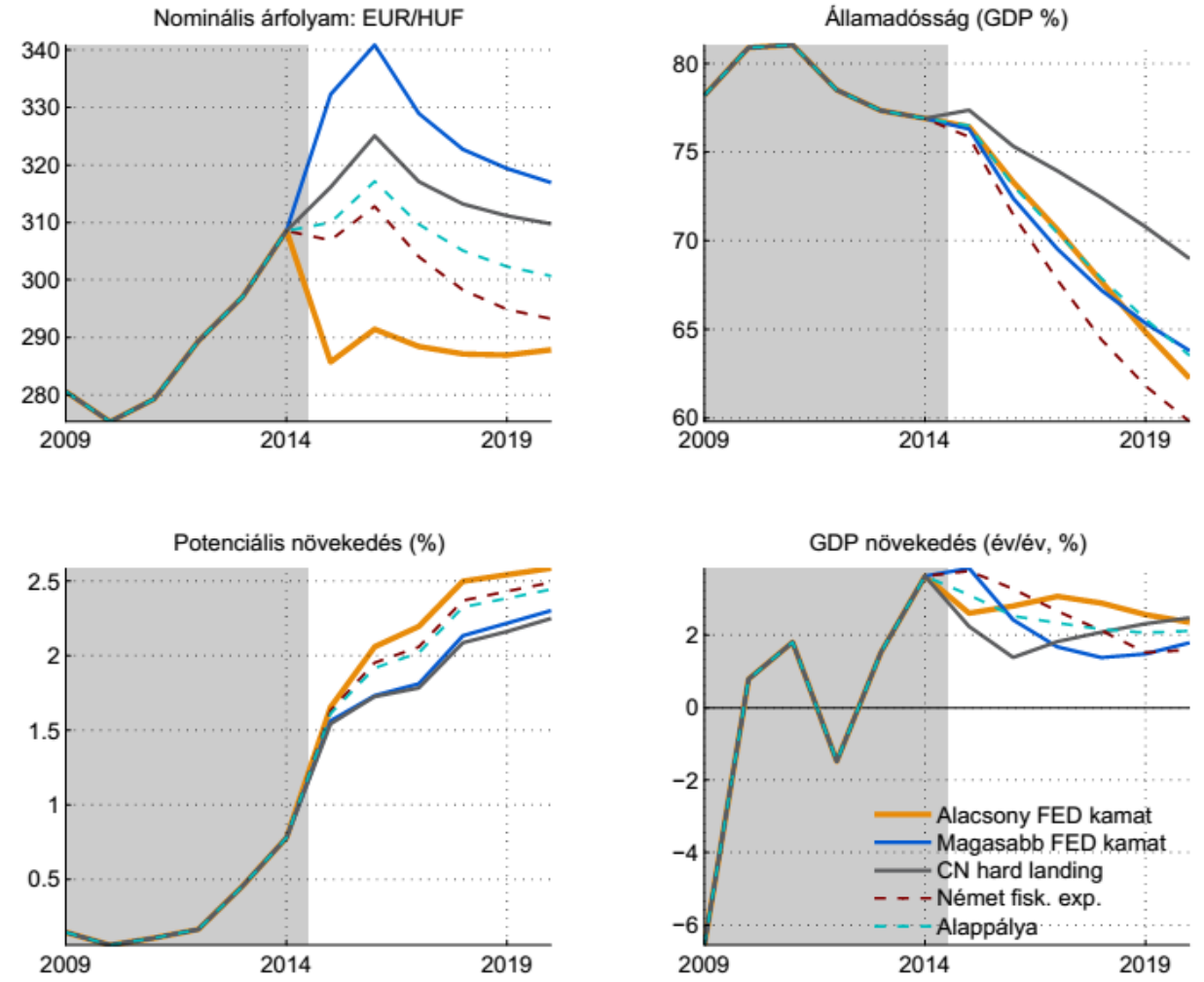






SZCENÁRIÓK ÖSSZEFOGLALÁSA

Realista külső forgatókönyvek is jelentős eltéréseket okozhatnak a magyar potenciális növekedés és az államadósság pályájában



Főbb tanulságok

- Realista alternatív forgatókönyvek (nem stresszszcenáriók!)
- Nagyobb ellenállóság a külső sokkokkal szemben
- Bár a reálgazdasági intergráltságunk folyamatosan nő, de
- A pénzügyi kitettségünk folyamatosan csökken
  - Kisebb sérülékenység (árfolyamingadozás reálgazdasági és adósságnövelő hatása kisebb)

KÖSZÖNÖM A FIGYELMET!

OGResearch