



Világgazdasági hatások – különösen a Brexitre tekintettel – az EU-ra, benne Magyarország gazdaságára, államháztartására

Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából

Készítették:

Bogóné Jehoda Rozália

Gebei Tamás

Nagy Katalin

Palócz Éva

Vakhal Péter

.....
Dr. Palócz Éva Mária, vezérigazgató

Budapest, 2019. június 28.

KészültKVT/16-1/2019. szerződés alapján

Dr. Palócz Éva Mária
vezérigazgató

KOPINT-TÁRKI
Konjunktúrakutatási Intézet Zrt.
1112 Budapest, Budaörsi út. 45.
1518 Budapest, Pf. 71.
Telefon: 309-2695
Fax: 309-2647
E-mail: info@kopint-tarki.hu
www.kopint-tarki.hu

Tartalom

<i>Vezetői összefoglaló</i>	1
<i>Bevezetés</i>	8
1. Nemzetközi gazdaság és növekedési folyamatok a világgazdaságban 2019 közepén	9
1.1. A világgazdasági helyzet.....	9
1.2. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok, az olajpiac sérülékenysége.....	12
1.2.1. Világkereskedelem alakulása 2000-től napjainkig.....	12
1.2.2. A nyersolajpiac alakulása.....	18
1.3. Új típusú kockázatok jellemzői.....	19
1.3.1. Kereskedelempolitikai feszültségek.....	19
1.3.2. A Brexit folyamata, a Brexit bekövetkezésének, illetve a folyamat elhúzódásának kockázatai.....	22
1.3.3. Az amerikai külpolitika kiszámíthatatlansága.....	25
1.4. Nemzetközi pénzügyi piacok, a monetáris politika jövőbeli alakulásával kapcsolatos bizonytalanságok	29
1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete	32
1.5.1. Az Egyesült Államok gazdasági helyzete.....	32
1.5.2. Japán.....	33
1.5.3. Oroszország.....	34
1.5.4. Fejlődő országok.....	36
1.5.4.1. A fejlődő országokba irányuló működőtőke szerepe.....	37
1.5.5. Kína.....	40
2. Az Európai Unió gazdasága	43
2.1. Növekedési tendenciák az eurózónában, különös tekintettel Németországra és Franciaországra.....	43
2.2. Az eurózónán kívüli országok gazdasági helyzete.....	49
2.3. A brit gazdaság helyzete, a Brexit körüli bizonytalanságok és azok hatása az európai-, illetve a magyar gazdaságra.....	50
2.4. Az Egyesült Királyság globális gazdasági jelentősége.....	56
2.4.1. Nagy-Britannia gazdaságának tovaryűrűző hatásai az értékláncok tükrében.....	62
2.4.2. Angol interregionális multiplikátorok.....	65
2.4.3. A Brexit várható hatásai az Európai Unióban.....	69
2.5. A közép-kelet európai új EU-tagállamok gazdasági helyzete.....	71
2.5.1. Konvergencia az Európai Unió viszonylatában.....	71
2.5.2. Jó növekedés, sokasodó problémák.....	73
2.5.3. Emelkedő maginfláció, kiváráó jegybankok.....	76
3. A világgazdasági környezet hatása a magyar makrogazdasági helyzetre és az államháztartásra	78

3.1. Makrogazdasági hatások.....	78
3.2. Költségvetési hatások.....	79
3.2.1. A költségvetés helyzete.....	79
<i>Mellékletek.....</i>	89
<i>Felhasznált források.....</i>	93

Vezetői összefoglaló

Az elmúlt egy évben egyre szaporodtak azok a félelmek, amelyek szerint a *globális gazdasági helyzet* a világkereskedelmi konfliktusok, a különböző regionális feszültségek, a Brexit tisztázatlansága következtében az elkövetkező években kedvezőtlenül alakul. A növekedési keretfeltételeket számtalan bizonytalanság jellemzi: a kiszámíthatatlan amerikai kereskedelempolitika következményei mind Ázsiában, mind Európában egyre inkább érezhetővé válnak; a monetáris politika továbbra is kényszerűen expanzív, az alacsony kamatok a vállalati szektor és a magánháztartások eladósodáshoz vezethetnek, a buborékképződés veszélye fokozódik; egyes országok esetében a felhalmozódott adósságállomány finanszírozási problémákhoz vezethet; az alacsony kamatszínvonal következtében a részvények túlárazottak, a piacokat jelentős volatilitás jellemzi. Egyre több olyan jelzés érkezik, miszerint a feldolgozóipari kibocsátás gyengül, és a piaci kilátások is romlanak. Ennek hatásai a beruházások lefékeződésében már látszanak, de előbb-utóbb az egyelőre még dinamikus teljesítményt produkáló szolgáltató szektorban is érezhetőek lesznek.

Az OECD legfrissebb előrejelzése szerint (OECD 2019) a *globális növekedés* a következő egy-két évben 3,2% körül várható, elmaradva a 2011-2018 évek átlagától, illetve a csúcsot jelentő 2017. év 3,7%-os növekedési ütemétől. A növekedéslassulás mind a fejlett, mind a feltörekvő országok esetében érzékelhető. A fejlett országok esetében ugyan az első negyedév teljesítménye ígéretes volt, különösen az USA-ban, azonban a rövidtávú kilátások meglehetősen vegyesek. A kapacitáskihasználtság visszaesése is annak a jele, hogy a továbbiakban lassúbb növekedésre számíthatunk. A fejlett országok tavalyi 2,3%-os GDP bővülése az idén 1,9%-ra, jövőre 1,6%-ra mérséklődhet, aminek a tova gyűrűző hatásai mindenütt érezhetőek lesznek. Az általában robusztus munkaerőpiacok a magánfogyasztást a legtöbb országban támasztani fogják, ezáltal kompenzálva valamennyire a külpiazi kereslet gyengülését. A feltörekvő országok esetében az év eddigi hónapjait is inkább mérsékeltbb növekedés jellemezte. A világgazdasági dinamika szempontjából különösen nagy jelentősége van, hogy a kínai növekedés 2016 óta folyamatosan lassul, amit az amerikai-kínai kereskedelmi konfliktusok mellett belső szerkezeti okok is magyaráznak. Kínán kívül a latin-amerikai országokban vagy Oroszországban is lassuló ütemű növekedésre lehet számítani a következő két évben. Egyes országokban (pl. Venezuela, Argentína vagy Törökország) a válságjelenségek nehezen kezelhetők.

A kereskedelmi háború, valamint a globális lassulás a világkereskedelem dinamikáját jelentősen lefékezte. A vámháború további alakulásának iránya tekintetében a G20 júniusi oszakai csúcstalálkozója halvány reményt jelent, mivel itt a kereskedelmi tárgyalások újraindításáról egyezett meg az Egyesült Államok és Kína. A világkereskedelem tekintetében a tavalyi 4%-kal szemben az idén 3,4%-os, jövőre 3,9%-os bővülés várható. A korábbi évektől eltérően, amikor a stagnálás, lassulás elsősorban csak a fejlett országokat érintette, s a feltörekvő államokban akár kétszámjegyű bővülés is tapasztalható volt a kereskedelemben, addig idén a stagnálás globális.

A világkereskedelem bővülése a WTO dohai fordulóját követően kapcsolt magasabb fordulatszámra, amelynek fő haszonélvezői a felzárkózó ázsiai országok voltak. Piaci részesedéséből a legtöbbet az euró-zóna vesztette (6 százalékpontot), és hiába a gyors exportbővülés, a kelet-európai térség nem volt képes nagyobb részt kiszakítani a világkereskedelemből. A felzárkózó régiók világpiaci integrációját a felgyorsult FDI áramlás is segítette, így például Dél-Kelet-Ázsiában a külföldi működő tőke aktívuma 20 év alatt a GDP 20%-áról 74%-ra emelkedett.

A V4 országokban a GDP arányos kivitel az elmúlt 20 évben megduplázódott, és mára a régió országai rendelkeznek az egyik legnagyobb export/GDP aránnyal az egész világon. Az exportbővülés mellett elmarad a termelékenység javulása. A felzárkózó országok (köztük a kelet-európai EU tagállamok is) komparatív előnye az alacsony bérköltség, amely termelési tényező terén a verseny nagyon éles. Hiába látnak el tehát több termelési feladatot ezek az országok, a termelési láncban nem tudnak feljebb lépni, sőt az ilyen típusú, exportbővülésre alapozott növekedési stratégia egyenesen a középjövedelmű országok csapdájába (middle income trap) sodorja az országokat.

Míndeközben egyre erősödnek azok a kereskedelmet fékező protekcionista hangok, amelyek a fejlett országok importkeresletét igyekeznek elfojtani. Emellett az elmúlt évek digitalizációs forradalma fokozatosan lehetővé teszi, hogy a keresletet a világ bármely pontjáról ki lehessen elégíteni, a materiális szükségleteket pedig a helyi gazdaság egyre inkább képes ellátni, így egyre nő a helyben előállított szolgáltatások súlya a kibocsátásban. Ennek ellenére a világkereskedelem bővülését nem sikerült visszafordítani, csupán lassítani, ami azonban már így is fájdalmas azoknak a kisebb országoknak, amelyek szinte kizárólag a bérmunkára rendezkedtek be. Az elmúlt 20 év során megnövekedett világpiaci kereslet nagy volumenű termelési kapacitások kiépítését igényelte, a verseny pedig az olcsóbb és kevésbé környezetbarát technológiák alkalmazása felé terelte azokat az országokat, ahol az alacsony termelékenység miatt más megoldásra nem volt lehetőség. Mindez ahhoz vezetett, hogy az üvegházhatású gázok éves kibocsátása 43 év alatt megduplázódott. Ennek következtében ma már a világkereskedelem 1%-os bővülése nagyjából 0,17%-kal emeli a károsanyag kibocsátást. Összehasonlításképpen 2010-hez képest a világ exportja 25%-kal növekedett.

A *nyersanyagok* ára az év első hat hónapjában átlagosan 4-6%-kal csökkent, ami elsősorban az ipari fémek árzuhanásának tudható be. A kereskedelmi háború egyik első lépése volt ugyanis az acél vámtételeinek drasztikus emelése, emiatt több termelő is visszafogta kibocsátását. A középtávú előrejelzések szerint a *nyersolajkereslet* növekedési üteme az elkövetkező években csökkenni fog. Ebben jelentős szerepet játszik a kínai növekedésllassulás. Indiában a gazdasági bővülés robosztus marad, és az előrejelzések szerint 2024-re az indiai olajkereslet bővülése a kínaival azonos mértékű lesz. A világ többi részén is lassuló ütemű keresletbővülés várható, amiben az amerikai gazdasággal kapcsolatos bizonytalanságok, illetve az ottani palaolajtermelés alakulása is szerepet játszik. Az idei évre vonatkozóan az IEA előrejelzése szerint a globális nyersolajkereslet napi 100,4 millió hordóra rúg, 1,2%-kal haladva meg az előző évi átlagot. A nyersolaj ára az év eleji 54 dolláros hordónkénti értékek után

emelkedni kezdett, ez a trend azonban június elejére ismét megfordult: az olajár jelenleg 62-65 dollár körül mozog, elmaradva a tavaszi 74 dollár körüli ideai csúcstól. Az idei évre hordónként 65 dollár körüli átlagos olajárra számítunk, s az ár nagyjából jövőre is e körül mozoghat. A politikai kockázatok ellenére számottevő kínálati kieséssel nem számolunk, a lanyguló nemzetközi konjunktúra következtében az olajkereslet sem nagyon élénkül meg, így a piac nagyjából kiegyensúlyozott marad.

A romló konjunkturális kilátások, az utóbbi időben csökkenő részvénypiaci árfolyamok következtében a fejlett országok jegybankjai *a megkezdett monetáris szigorítással felhagytak*. Az amerikai központi bank, a *FED* idén júniusban az előzetes várakozásoknak megfelelően 2,25-2,5%-on hagyta az irányadó kamatot. A *FED* dilemmája, hogy mindenki csökkenő kamatra spekulál, miközben a negatív várakozások ellenére az amerikai gazdaság erős. A jegybank egyelőre egyik irányba sem kívánja magát elkötelezni, hanem kivár. Az *EKB* az elkövetkező két évben alacsonyban tartja majd a kamatokat, és gondoskodik arról, hogy a bankok kedvező kondíciókkal jussanak likviditáshoz. Sőt az *EKB* elnöke kijelentette, amennyiben nem sikerül az inflációs célt elérni, újabb monetáris lazításra lehet szükség, s elképzelhetőnek tartja a kamatcsökkentést vagy az eszközvásárlások újraindítását, ha az infláció nem gyorsul, s a gazdasági kilátások nem javulnak. Japánban is marad az expanzív monetáris politika: A gyenge adatok rávilágítanak arra, hogy milyen nagy nehézségekkel küzd a *japán jegybank* az infláció élénkítésében miközben a kereskedelmi feszültségek és a világgazdasági növekedés lassulása recessziót eredményezhet Japánban. *Egyes kelet-közép európai országokban* kissé más a helyzet: így például a cseh jegybank májusban kamatot emelt, és az irányadó kamat 2%-on van. A többi kelet-közép európai országban a jegybankok kivárnak: az infláció még annyira nem indult meg, a konjunkturális kilátások, különösen a romló külpiazi helyzet következtében itt is pesszimistábbak.

Egyes OECD-országokban a *nem-pénzügyi vállalkozások eladósodása* jelenthet gondot. Ez az eladósodás nemcsak hitelek formájában történt, hanem jelentős volt a kötvényekbe és az egyéb – gyakran kétes minőségű – pénzügyi eszközökbe történő befektetés. Különösen a vállalati kötvényekben, részvényekben történő eladósodás lehet kockázatos, hiszen kampányszerű eladások esetében jelentős veszteségeket realizálhatnak a vállalatok. Ez a jelenség különösen Belgiumban, Hollandiában, Kanadában, Franciaországban vagy Svájcban okozhat problémát. De a nem pénzügyi vállalkozások adósságállományának szintje az USA-ban is igen magas. Az euróövezetben a gazdasági lassulással párhuzamosan a *hitelezési tevékenység* is lanygulni kezdett. Különösen a nem pénzügyi magánvállalkozásoknak nyújtott hitelek teljesítettek nagyon gyengén. A rövidtávú hitelezés visszaesett, középtávú stagnált, az öt éven túli hitelezés élénkült csak valamelyest. Pedig a kamatfeltételek – a bankok közötti erős verseny és a kedvező forrásfinanszírozási lehetőségek következtében – változatlanul jók.

Az Európai Unió külső környezetét tekintve általában a lassulás rajzolódik ki. Az *Egyesült Államok* vonatkozásában meglehetősen vegyes gazdasági helyzetkép alakult ki. Miközben a főbb makrogazdasági mutatószámok – főleg európai összehasonlítás-

ban – nem olyan rosszak, addig az előrejelzők egy része már a recesszió jeleit véli felfedezni. A szakértők leginkább az amerikai-kínai kereskedelmi feszültség, illetve az amerikai-mexikói konfliktus élesedésére vezetnek vissza pesszimista jóslataikat. Az amerikai piac rengeteg szállal fűződik a kínai gazdasághoz, az ázsiai ország számtalan amerikai cég beszállítója, az amerikai termékek számára óriási piacot jelent Kína. Az amerikai növekedés fő támasza a magánfogyasztás lesz, míg az export és a beruházási tevékenység jelentősen csökken. A fiskális expanzió némileg mérséklődik, ami szintén fékezi a növekedést. A *japán* gazdasági növekedés továbbra is mérsékelt marad. A prognózisidőszakban 0,7% körüli GDP bővülésre lehet számítani. (2018: 0,8%) A növekedés egyik legfontosabb fékje a Kínába irányuló export mérséklődése. *Kína* meglehetősen nagy nyomás alatt van az Egyesült Államokkal folytatott kereskedelmi háború miatt, azonban publikus gazdasági mutatóin ez egyelőre még csak mérsékeltet látszik. Az ipari termelés bővülése lassul ugyan, de továbbra is 6% körüli szinten mozog, miközben a kiskereskedelmi forgalom növekedési üteme 8% körül stagnál. Mindazonáltal a világgazdaság bővülése még mindig közel egynegyed részben Kína teljesítményének köszönhető. A kínai léptékekkel mérve lassú, idén várhatóan 6,2%-os GDP növekedés mögött szerkezeti változások bontakoznak ki, melyek fő mozgatórugója a hazai fogyasztás dinamikus bővülése és a szolgáltatások, különösen az e-gazdaság fejlesztése. Az *orosz* gazdasági növekedés továbbra is mérsékelt marad: a GDP az idén 1,3%-kal, jövőre 1,5%-kal bővíülhet. A szerkezeti problémák mellett az országgal szemben alkalmazott szankciók szintén lassítják a növekedést.

Az általános lassulás az *Európai Unió* országait is eléri. A gazdasági növekedés 2018 második felében lassulni kezdett, amiben a kereskedelmi folyamatok kedvezőtlen trendjei, a finanszírozás szigorodásától való félelem, a kereskedelmi háború veszélye, az általános helyzettel kapcsolatos bizonytalanságok, a Brexit tisztázatlansága mind szerepet játszottak. A feldolgozóipart jellemző általános gyengeség 2019-ben is jellemző marad. A tavalyi 2%-os GDP bővülés az idei évre mintegy 1,5%-ra mérséklődhet, és jövőre sem várható jelentősebb élénkülés.

Az *eurózóna* esetében a növekedési kilátások 2018 közepétől pesszimistábbakká váltak. A tavalyi 1,9%-os GDP bővülés után az idei évre már csak 1,2%-ot, jövőre pedig 1,4%-ot várunk. A lassulás a világkereskedelmet jellemző kedvezőtlen feltételekre és a feldolgozóipari teljesítmény lanygulására vezethető vissza. Ez utóbbi különösen a nagy országokban jelentkezett, s gyakorlatilag az összes fontos ágazatban (autóipar, járműgyártás, gyógyszeripar, vegyipar, elektronika) megmutatkozott. Az exportteljesítmény különösen az euróövezeten kívüli viszonylatban gyengült, ezen belül is Kína, az Egyesült Királyság és Törökország viszonylatában lassult jelentősen vagy effektíve csökkent a kivitel tavaly.

A *német* gazdasági növekedés 2018-ban 1,5%-ot ért el, jóval elmaradva a 2017. évi 2,5%-tól. A lassulás az idén is folytatódik, egyre pesszimistább prognózisok jelennek meg. Az első negyedévben még 0,4%-kal nőtt a GDP az előző negyedhez képest, ami azonban elsősorban az autóiparban bekövetkezett korrekciónak volt köszönhető. A második negyedévre már egy enyhe visszaesés rajzolódik ki. Az idei évre előre jelzett 0,5-0,8%-os nagyon mérsékelt GDP bővülés elsősorban annak hatását tükrözi, hogy a

fő német exportpiacok kereslete megcsappant, illetve az autóipar és a vegyipar nehézségein még nem sikerült úrrá lenni. A Brexittel kapcsolatos politikai bizonytalanságok az üzleti hangulatot egyre borúsabbá teszik, s így a hangulatindikátorok is lefelé tendálnak. Az export lassulása mellett várhatóan a beruházási javak iránti kereslet is mérséklődik. Németország számára az Egyesült Királyság az ötödik legfontosabb export partner (2018), amelyre az export 6,2%-a jut. A brit referendum óta folyamatosan csökken az ideirányuló német kivitel, amit a bizonytalanságok mellett a font leértékelődése is magyaráz. Különösen a német gyógyszeripar, illetve az autógyártás sínylették meg ezeket a folyamatokat.

Az *Egyesült Királyság* gazdasági helyzetére és a rövidtávú kilátások alakulására a Brexit körüli bizonytalanságok változatlanul negatív hatással vannak. A növekedés már tavaly is lelassult (1,4%-ra a 2017. évi 1,8%-ról), s a lassulás az idén tovább folytatódik. A jelenlegi növekedési előrejelzések az Egyesült Királyságra vonatkozóan az idén 1,2%, jövőre 1% körül mozognak. A Brexit körüli bizonytalanság a beruházások vonatkozásában is egyre mélyebb nyomott hagy. Az állam fiskális intézkedések segítségével próbálja fékezni a növekedésslassulást és ellensúlyozni a befektetői bizonytalan hangulatot. A Brexit a pénzügyi szektort érzékenyen fogja érinteni: London, mint európai pénzügyi központ elveszti közvetlen hozzáférését az európai pénzpiachoz; a pénzügyi szolgáltatások exportja, ami az egyik legfontosabb brit exportcikk, döntően az Európai Unióba irányul. Ennek a piacnak az elvesztése, vagy a piacra jutás korlátozása az amúgy sem kicsi folyó fizetési mérleg hiányt jelentősen megnövelné.

Továbbra is a nagy ismeretlen, hogy a *Brexit* milyen formában fog végbe menni. Politikailag, a britek kilépésével a korábbi integráció irányait meghatározó tagállami érdekcsoportoknak a befolyása változni fog. A szigetország ellensúlyként hatott a német-francia tengely dominanciája ellen, kiesésével az Unió két legnagyobb országa új irányba viheti az integrációt. Jelenleg a különböző kilépési scenáriók közül mindinkább a Hard Brexit tűnik a legvalószínűbbnek. Ennek következményeként a korábbi szabadkereskedelem helyett, a vámtarifák és a kereskedelmi kapcsolatok a WTO szabályok alapján alakulnának. A két oldal közül mindkettő veszteségesen kerül ki.

Az Egyesült Királyság a világ 5. és az Európai Unió 2. legnagyobb gazdasága mind a GDP mind a GNI szintje alapján. Kilépése a vámunióból mindenképpen fájdalmas mind a szigetországnak, mind a kontinensnek, sőt a Brexit miatt nagy valószínűséggel lelassuló brit gazdaságnak globálisan is érezhető multiplikátorhatásai lesznek. Ennek mértéke azonban kérdéses, hiszen továbbra sem ismert, hogy Nagy-Britannia milyen felételek mellett hagyja el az Európai Közösséget. A történet legnagyobb vesztese azonban egészen biztosan maga a kilépő lesz. A vállalatok számára jelentősen megnehezedik a beszerzés, a háztartások pedig jelentős áremelkedéseket tapasztalhatnak egy-egy, a fogyasztás szempontjából nem teljesen marginális termékcsoporthoz (pl.: háztartási nagygépek).

Az Európai Unióban a Brexit legnagyobb vesztese kétségkívül Írország lesz, ahol a GDP volumen akár fél százalékponttal is alacsonyabb lehet. Kis súlya miatt azonban önmagában még nem lenne hatással az EU egészére. Az Egyesült Királyság azonban, ha mérsékelten is, de beágyazódott a közös piacba, és ez különösen a kisebb, közeli országokat (Belgium, Hollandia, Skandináv államok) érinti kedvezőtlenül. Ezekben a tagállamokban 0,2-0,4 százalékpontos lassulással számolhatunk. A két nagy gazdaság, Németország és Franciaország esetében az angol importkereslet visszaesése közepesen fájdalmas lehet, itt 0,1-0,2 százalékpontos lassulást prognosztizálunk. Magyarország ebben a helyzetben a legkiszolgáltatottabb, mivel ahhoz az elektronikai gépipari értéklánchoz kötődik, amihez az Egyesült Királyság is. Ez a kapcsolat közvetlenül és áttételesen is megjelenik, igaz ez utóbbi csak jó néhány beszállítói kör után válik transzparenssé. Ez egyben egyfajta védettséget is nyújthat az országnak, hiszen az első és második körös beszállítók új partnereket kereshetnek, ebbe pedig továbbra is be tudják kapcsolni a magyar vállalatokat. A régióban arra számítunk, hogy a hatás legfeljebb 0,1 százalékpontos lassulás lehet a kibocsátásban, és ilyen értékre számítunk Magyarországon is.

Az új EU-tagállamok közül továbbra is Málta a legfejlettebb a Eurostat PPS alapú egy főre jutó GDP adatai alapján. A kis szigetországot Csehország, Ciprus és Szlovénia követi. Utolsó helyen Bulgária, Horvátország és Románia állnak. Hazánk a 10. helyen áll, holtversenyben Lettországgal. Magyarország az EU-28 reálfejlettségi szintjének 70%-át éri el, ezzel csupán 6 százalékponttal előzi meg a 11. helyezett Romániát, s 28 százalékponttal elmarad az első helyezett Máltától. A szintén 70%-on álló Lettország 14 évvel ezelőtt még csupán 46%-ot ért el (Magyarország akkor 61%-ot), jövőre pedig akár le is hagyhatja hazánkat.

Az idei első negyedévben folytatódott a tavalyi jó növekedési trend, a kelet-európai új EU tagállamok régiója 4,3%-kal bővült. A növekedés motorját továbbra is a magánfogyasztás jelenti, míg a nettó export a legtöbb tagállamban inkább negatívan járult hozzá a bővüléshez. A térség országai közül kiemelendő Magyarország, amely 5,3%-os első három havi növekedésével a régió élére került. E mögött a beruházások (jellemzően uniós forrásokból finanszírozva) és a magánfogyasztás látványos növekedése áll, amihez egy kis mértékű nettó exportbővülés is hozzájárult. Románia továbbra is erős, robusztusnak (látszó) 5%-os növekedést ért el, azonban egyre súlyosabb egyensúlyproblémákkal küzd. A folyó fizetési mérleg hiánya lassan a GDP 5%-ára rúg, amit a költségvetés 3%-os hiánya az ikerdeficit felé tol, így egyre fenntarthatatlanabb az erős dinamika. Közben a gazdaság finanszírozási képessége szinte teljes elapadt, s a magánszektor nettó megtakarításai olvadásnak indultak.

2019 első öt hónapjában a régióban az EU-13 átlagában az infláció 2,4% volt. Bár ez a szint magasabb, mint a korábbi években, a jegybankok a még nem eurót használó országokban várhatóan nem kezdik meg a monetáris szigorítást különösen, hogy a külső kamatkörnyezet lazulására lehet számítani. A fogyasztói árak emelkedése azonban később gondot is okozhat, mivel a monetáris szigorítás valószínűleg egybe fog esni a gazdaság lassulásával. Jövőre elsősorban a nettó export romlása és a

beruházások lassuló dinamikája következtében, a növekedést valamivel 3% fölé becsüljük.

A magyar gazdaság, mint kis nyitott gazdaság számára a világgazdasági feltételek alakulása döntő hatással van. Noha második helyét az EU-tagországok között (Szlovákia után) az exportnak a GDP-ben betöltött részaránya tekintetében 2018-ban Belgium vette át és Magyarország a harmadik helyre került, a magyar gazdaság kitettsége a világgazdasági körülményeknek továbbra is rendkívül erős.

A belföldi felhasználási komponensek (a háztartások fogyasztása és a beruházások) gyors növekedése miatt 2017-18-ban a nettó export hozzájárulása a GDP-hez negatívba fordult. A nettó export negatívuma ebben a két évben elsősorban az import meglódulásával és kisebb részben az export némi gyengélkedésével magyarázható.

2018-ban a költségvetés ESA-hiánya a GDP 2,2%-át tette ki, 2019-re pedig a költségvetési előirányzat 1,8%-ra várja a hiányt, ami az eddigi adatok alapján teljesíthetőnek tűnik. 2019 első 5 hónapjában a költségvetés központi alrendszere mindössze 176 milliárd forintos pénzforgalmi hiánnyal zárt. Ezen belül a központi költségvetés hiánya 253,4 milliárd forint volt, míg a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai közel 25,5 milliárd forintos, az elkülönített állami pénzalapok pedig 51,5 milliárd forintos többletet értek el. Ez a viszonylag alacsony hiány úgy alakult ki, hogy a költségvetés bevételei az első 5 hónapban 17%-kal magasabbak voltak, mint az előző évben, miközben a kiadások 3%-kal elmaradtak attól.

Az első öthavi költségvetésről összefoglalóan elmondható, hogy a bevételeknek a tervezettnél is lényegesen magasabb összegben való megvalósulása, lehetővé tenné, hogy a GDP-arányos ESA hiány a tervezett 1,8%-nál alacsonyabb szintet érjen el. Mivel az EU ajánlásai határozottan az államháztartási kiadások csökkentésére irányulnak 2019-ben, a kormány feltehetőleg törekedni fog a kiadások kordában tartására.

A cserearányok alakulása az elmúlt években számottevően befolyásolta a kereskedelmi egyenlegek alakulását. 2013-15-között az árnyereség 15-20%-kal, 2016-ban 40%-kal haladta meg a GDP reál-növekményét, ellenben 2018-ban, illetve 2019 első negyedében az árveszteség mintegy 20, illetve 25%-ot „vitt el” a GDP növekményéből. Azok, akik jelentős sikerként könyvelik el, hogy a GDP növekedési üteme 2017 és 2018 között 4,1-ről 4,9%-ra gyorsult, eltekintenek attól, hogy a bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) növekedése nem változott (4,0, illetve 3,9%). 2019 első negyedében pedig miközben (az előző év azonos időszakával összehasonlítva) a GDP növekedése 4,6-ről 5,3%-ra gyorsult, az RGDI növekedése 4,9-ről 3,9%-ra lassult. Az utóbbi mutató, vagyis a reáljövedelem bővülése jelzi a belföldön felhasználható jövedelem változását.

Bevezetés

Az elmúlt egy évben egyre szaporodtak azok a félelmek, amelyek szerint a globális gazdasági helyzet a világkereskedelmi konfliktusok, a különböző regionális feszültségek következtében az elkövetkező években kedvezőtlenül alakul. A növekedési keretfeltételeket számtalan bizonytalanság jellemzi: a kiszámíthatatlan amerikai kereskedelempolitika következményei mind Ázsiában, mind Európában egyre inkább érezhetővé válnak; a monetáris politika továbbra is kényszerűen expanzív, az alacsony kamatok a vállalati szektor és a magánháztartások eladósodáshoz vezethetnek, a buborékképződés veszélye fokozódik; egyes országok esetében a felhalmozódott adósságállomány finanszírozási problémákhoz vezethet; az alacsony kamatszínvonal következtében a részvények túlárzottak, a piacokat jelentős volatilitás jellemzi. Egyre több olyan jelzés érkezik, miszerint a feldolgozóipari kibocsátás gyengül, és a kilátások is romlanak. Ennek a hatásai előbb-utóbb az egyelőre még dinamikus teljesítményt produkáló szolgáltató szektorban is érezhetőek lesznek. Az USA kiszámíthatatlan kül- és kereskedelmi politikája globális következményekkel bír, és hatásai az amerikai gazdaságra is visszaütnek. A kínai lassulás, amelynek – a kereskedelmi háború következményein túlmenően – belső szerkezeti okai is vannak, szintén hozzájárul a globális növekedés lassulásához. Európában a Brexit elhúzódása, illetve a továbbra is tisztázatlan végkifejlett elbizonytalanítja a beruházókat, rontja a növekedési kilátásokat. Ebben a környezetben az egyelőre még dinamikus magyar növekedés lelassulása egyre valószínűbb. A tanulmány célja a megváltozott világgazdasági hangulat okainak és következményeinek feltárása, fókuszálva egyes speciális jelenségekre, mint a Brexit, vagy a kereskedelempolitikai háború veszélye, és azok tova gyűrűző hatásaira.

A tanulmány első része a világgazdasági növekedési fő trendjeit, kockázatait, illetve a középtávú kilátásokat befolyásoló új jelenségeket vizsgálja. A második rész az Európai Unió országainak gazdaságát elemzi, a külső feltételek és a belső feszültségek függvényében. A harmadik rész a világgazdasági változások Magyarországi hatásait mutatja, különös tekintettel a makrogazdaság állapotára és a költségvetés helyzetére.

1. Nemzetközi gazdaság és növekedési folyamatok a világgazdaságban 2019 közepén

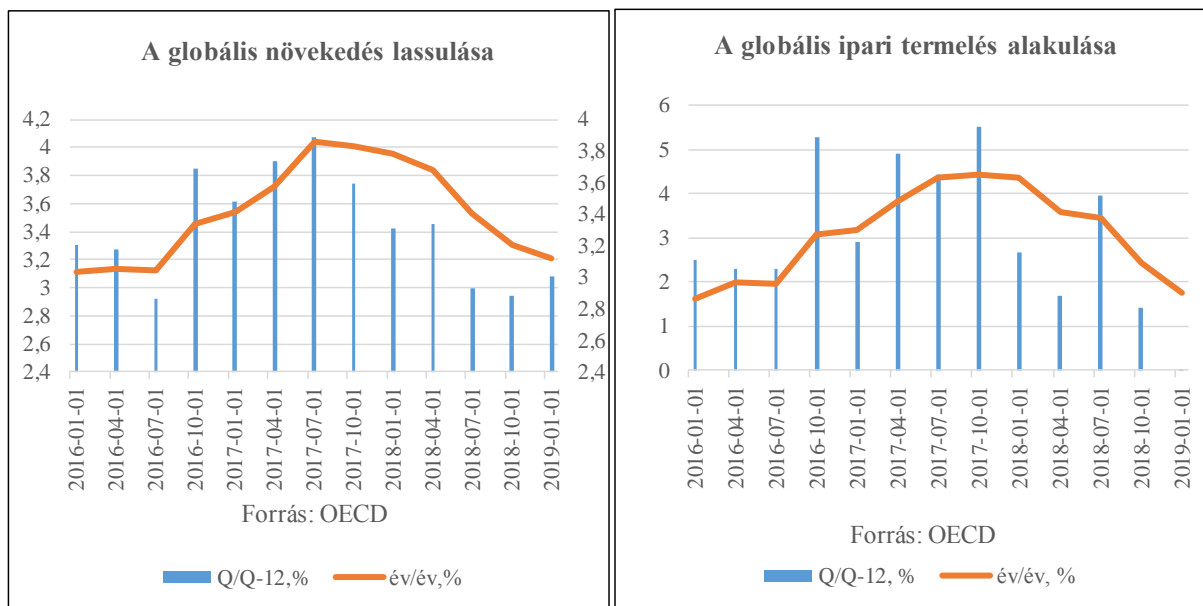
1.1. A világgazdasági helyzet

2018 második felében megindult a globális növekedés lassulása, s noha 2019 első negyedében biztató növekedési adatok voltak megfigyelhetők, a hangulatindikátorok jelenlegi trendje alapján arra lehet következtetni, hogy az év második felében már újra lassulás lesz jellemző. Az OECD legfrissebb előrejelzése szerint (OECD 2019) a globális növekedés a következő egy-két évben 3,2% körül várható, elmaradva a 2011-2018 évek átlagától, illetve a csúcsot jelentő 2017. év 3,7%-os növekedési ütemétől. A növekedéslassulás mind a fejlett, mind a feltörekvő országok esetében érzékelhető. A fejlett országok esetében ugyan az első negyedév teljesítménye ígéretes volt, különösen az USA-ban, azonban a rövidtávú kilátások meglehetősen vegyesek. A kapacitáskihasználtság visszaesése is annak a jele, hogy a továbbiakban lassúbb növekedésre számíthatunk. A fejlett országok tavalyi 2,3%-os GDP bővülése az idén 1,9%-ra, jövőre 1,6%-ra mérséklődhet, aminek a tovagyrúzó hatásai mindenütt érezhetőek lesznek. Az általában robusztus munkaerőpiacok a magánfogyasztást a legtöbb országban támasztani fogják, ezáltal kompenzálva valamennyire a külpiazi kereslet gyengülését. Az amerikai gazdasági növekedés lassulása mögött a költségvetési expanzió visszafogása is szerepet játszik. A tavalyi 2,9%-os GDP bővülés a következő években 2% körülire vagy akár az alá is mérséklődhet. Japánban a növekedés továbbra is lanyha marad, Európában pedig a nagy országokban mindenütt, de Németországban és az Egyesült Királyságban különösen lefékeződik a növekedés. Olaszországban az államháztartás alakulása, az adósságállomány kezelése – lassuló GDP bővülés mellett – belátható időn belül jelentős problémákhoz vezethet.

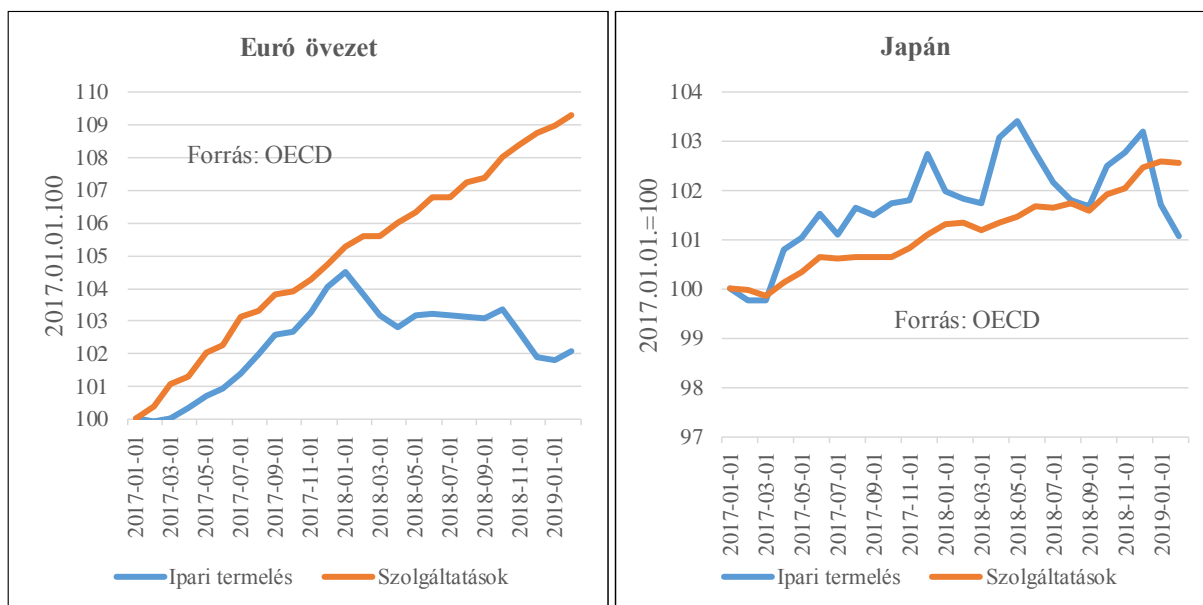
A feltörekvő országok esetében az év eddigi hónapjait is inkább mérsékeltebb növekedés jellemezte. A világgazdasági dinamika szempontjából különösen nagy jelentősége van, hogy a kínai növekedés 2016 óta folyamatosan lassul, amit az amerikai-kínai kereskedelmi konfliktusok mellett belső szerkezeti okok is magyaráznak. A kínai kormány számos fiskális intézkedéssel igyekszik enyhíteni a helyzetet, de a kínai-amerikai kereskedelmi konfliktus megoldatlansága, az amerikai kereslet csökkenése jelentős lefelé mutató kockázatokat képez. A kínai vállalati szektor eladósodottsága a kínai vállalatokat pénzügyileg sérülékennyé teszi, ami szintén fékezőleg hat a növekedésre. Kínán kívül a latin-amerikai országokban, Indiában vagy Oroszországban is lassuló ütemű növekedésre lehet számítani a következő két évben. Egyes országokban (pl. Venezuela, Argentína vagy Törökország) a válságjelenségek nehezen kezelhetők.

A globális ipari termelés lassulása a beruházások fékeződésében már jelentkezik, de a szolgáltató szektor továbbra is robusztus. Azonban egy tartós lassulás multiplikatőr hatásai mindenképpen előbb-utóbb a szolgáltató szektort is eléri.

1. ábra: Lanyhuló globális konjunktúra



2. ábra: Eltérő dinamika a szolgáltató szektorban és az iparban

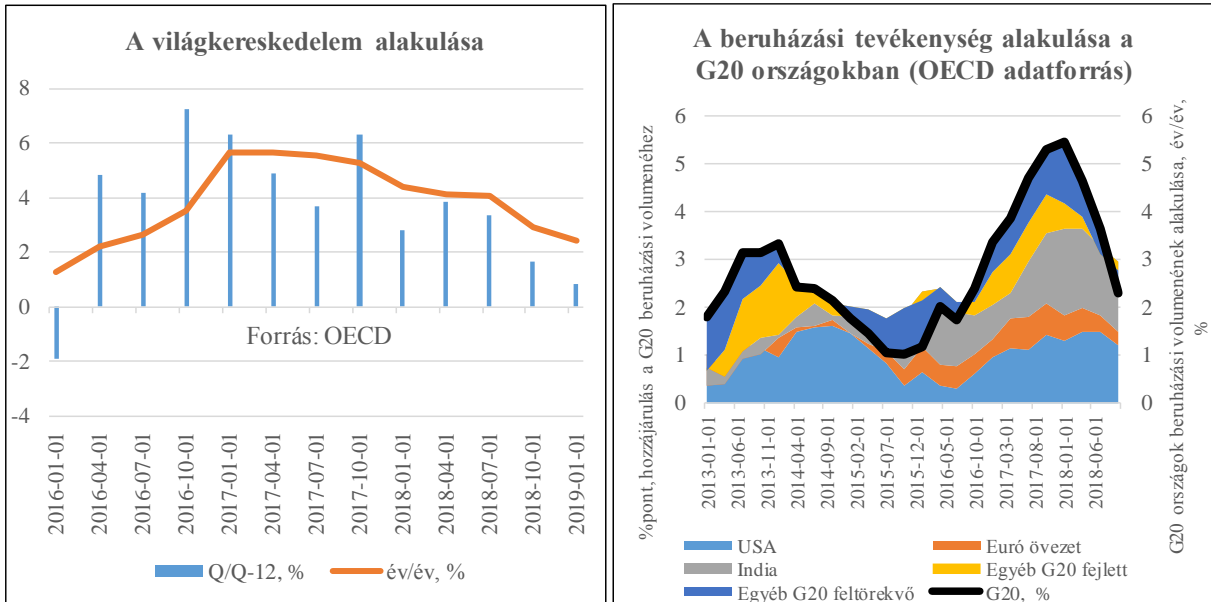


A globális válság után a beruházási tevékenység nagyon nehezen kapott erőre. 2017-ben úgy tűnt, hogy végre bekövetkezett a fordulat és a laza monetáris politika, a bő likviditás, az alacsony kamatok lökést adnak a beruházásoknak. A világgazdasági környezet romlása, a kilátások rosszabbodása, az erősödő bizonytalanságok aláásták a befektetők bizalmát, és ez a beruházások alakulásában is visszatükröződik. A beruházási javak iránti csökkenő kereslet pedig a világkereskedelem lassuló ütemű bővülésében is lecsapódik.

Az áremelkedés általában mérsékelt marad, kivéve néhány feltörekvő országot, ahol nagyon magas (esetenként kezelhetetlen mértékű) inflációs ráták figyelhetők meg. A pénzügyi szektor oldaláról is számtalan veszély, lefelé mutató kockázat fenyeget. A

továbbra is laza, expanzív monetáris politika következtében a részvény- és ingatlanárak erőteljesen emelkedtek.

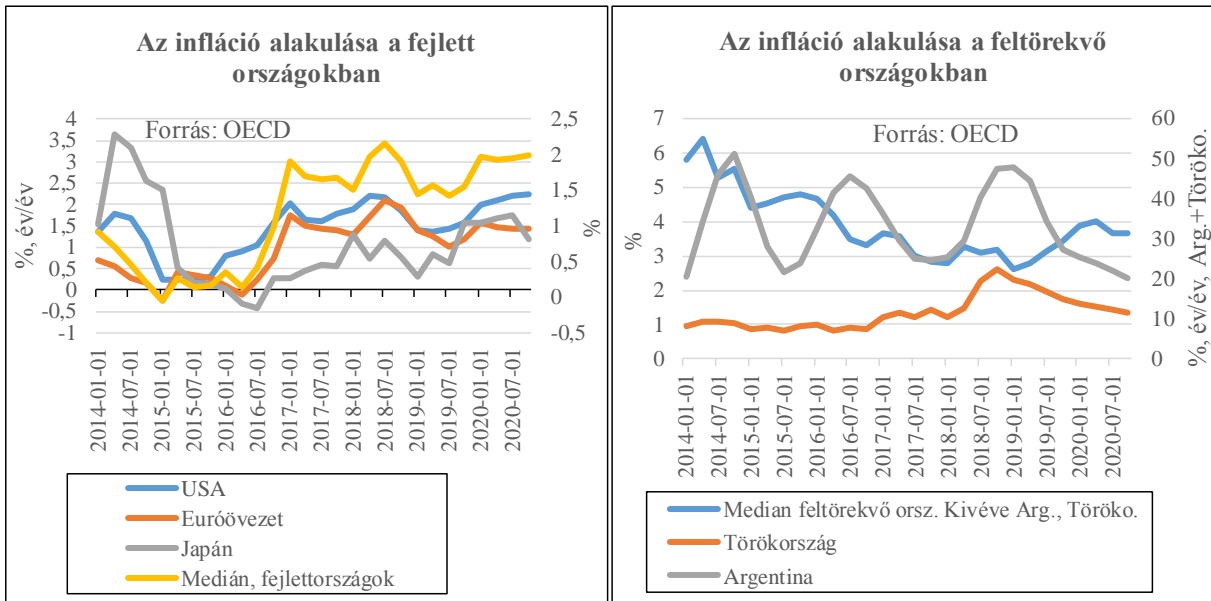
3. ábra: A beruházási tevékenység lanygulása a világkereskedelelem alakulásában is érezteti hatását



Megjegyzés: Kína és Szaúdi-Arábia hiányzik adathiány miatt. Euró övezet: Németország, Franciaország, Olaszország aggregált adatai. Egyéb G20 fejlett: Ausztrália, Kanada, Japán, Korea, Egyesült Királyság. Forrás: OECD Economic Outlook, Volume 2019 Issue 1, NO 105

Az alacsony kamatokra reagálva a befektetők egyéb vonzóbb, nagyobb hozamot ígérő befektetési lehetőségek után kutatnak. Ennek következtében a buborékképződés veszélye továbbra is jelentős. Az alacsony kamatszint az államháztartás szintjén sem ösztönözte a megtakarításokat, így egyes országok eladósodottsága az utóbbi időben erőteljesen megnőtt. Mindez az egyes országok pénzügyi sérülékenységét is jelentősen fokozza. Változó monetáris környezetben bekövetkező esetleges kényszerű korrekciók szintén visszafoghatják majd a növekedést.

4. ábra: Az infláció alakulása a világ főbb régióiban

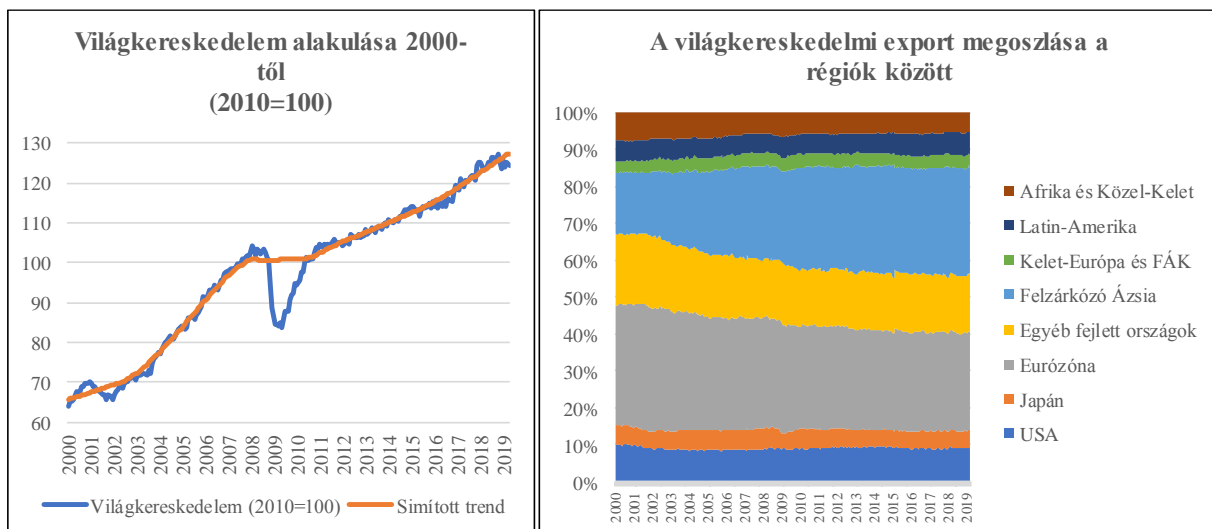


1.2. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok, az olajpiac sérülékenysége

1.2.1. Világkereskedelem alakulása 2000-től napjainkig

A világgazdasági válság után a világkereskedelem gyorsan regenerálódott, mindössze másfél év alatt visszatért a korábbi szintre, sőt mára már nagyjából 20%-kal nagyobb a volumene. A 2000-es évek eleji felfutás rendkívül dinamikus volt köszönhetően a kereskedelmi liberalizációknak, a gyors technológiai és logisztikai fejlődésnek. A WTO dohai fordulója után a kereskedelmi akadályok fokozatos lebontására került sor, aminek elsősorban a kevésbé fejlett országok voltak az azonnali haszonélvezői, külkereskedelmi forgalmuk a többszörösére emelkedett. Innentől datálható néhány népesebb fejlődő ország (pl.: India, Banglades) gyors nemzetközi felfutása, ami az erős növekedési számaikban is megmutatkozott. A felzárkózó ázsiai régió közel 20 év alatt mintegy 12 százalékponttal növelte részesedését a világexportban, jelenleg a teljes globális kivitel nagyjából harmada ebből a térségből származik.

5. ábra: A világkereskedelem alakulása az elmúlt 19 évben



Forrás: CPB adatok alapján saját számítás

Az elmúlt 20 év „vesztése” világkereskedelmi szempontból az eurózána, amelynek globális részesedése közel 6 százalékponttal csökkent. Kelet-Európa és a FÁK országok exportja pedig hiába emelkedett rakéta-szerűen, a térség nem tudott magának nagyobb piaci részt kiharítani a világexportból. Eközben a távol-keleti országokba évente átlagosan a GDP nagyjából 1%-ának megfelelő külföldi működő tőke áramlott be. A külföldi működő tőke állománya a fejlődő ázsiai országokban 1995 és 2015 között több, mint tízszeresére emelkedett, a GDP arányában mérve pedig megduplázódott. A térségből messze kiemelkedik Dél-Kelet-Ázsia¹, ahol a külföldi működő tőke aktívuma az említett időszakban a GDP 20,6%-áról 74%-ra emelkedett,

¹ Brunei, Kambodzsa, Indonézia, Laosz, Malajzia, Mianmar, Fülöp-szigetek, Szingapúr, Thaiföld, Kelet-Timor és Vietnám.

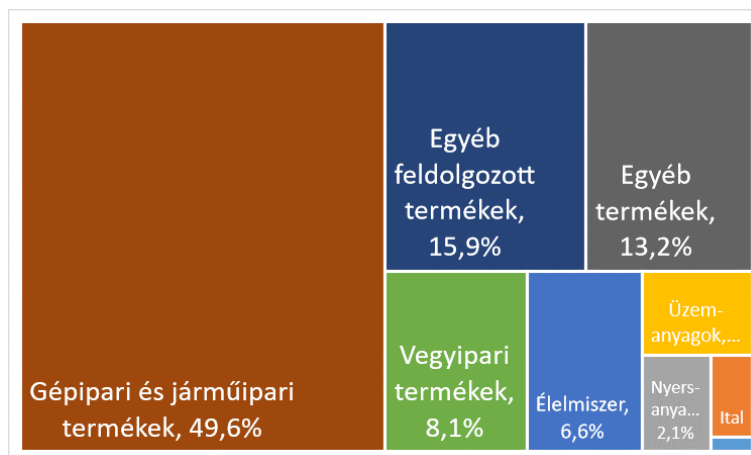
majd 2018-ra elérte a 81%-ot (ez elsősorban a Szingapúrban történő befektetéseknek köszönhető). A térség beruházói amerikai és európai vállalkozások, de a kínai részarány rohamosan emelkedik, különösen a kereskedelmi háború kitörése óta, különösen Vietnámban és Hong Kongban, mivel a világ legnépesebb országa így próbálja meg kikerülni a most kivetett vámokat.

A távol-keleti régió sokat profitált a Csendes-Óceániai Kereskedelmi Megállapodásból (TPP), mivel így a kereskedelmi akadályok egy jelentős hányada lebontásra került. Az Egyesült Államok kilépése az egyezményből ugyan komoly érvágás volt a térségnek, azonban az egyre élénkülő kínai kereskedelmi kapcsolatok jelentősen enyhítik az USA hiányát. Paradox módon a Kína-USA közötti vámháború fel is értékelte a délkelet-ázsiai kis államokat, mivel így ők jelenthetik a kaput a világkereskedelemben. A kínai befolyás erősödése azonban már korábban elkezdődött, mivel a délkínai fontos kereskedelmi központok szinte állandóan kapacitásaik felső határán vannak. Mindezek mellett Kína rohamos fejlődése a társadalom jólétének látható emelkedését is eredményezte, ezért a helyi vállalatok egyre nagyobb érdeklődést mutatnak az olcsóbb munkaerőköltségek mellett működő szomszédos gazdaságok iránt.

A kelet-ázsiai országok gyorsan bekapcsolódtak a globális kereskedelmi hálózatokba, és egyes alacsony hozzáadott értékű ágazatokban hamar komoly részt szakítottak ki maguknak. Ilyen volt például a textilipar, amelyet később az elektronikai és gépipari ágazat követett. Az export abszolút értékben gyorsan növekedett, a kivitt hozzáadott érték arány pedig csupán követni tudta a kivitel bővülését. Egyre több feladatot lát el tehát a térség, ám feljebb az értékláncban nem tudtak lépni. Az alacsony bérekre, mint komparatív előnyökre épített exportorientált növekedési stratégia egyenesen a középjövedelmű országok csapdájába (middle income trap) sodorta az országokat.

A gyors exportnövekedésből a kelet-európai térség is részesült. A V4 országokban a GDP arányos kivitel az elmúlt 20 évben megduplázódott, és mára a régió országai rendelkeznek az egyik legnagyobb export/GDP aránnyal az egész világon. A régió legfőbb exportcikke a gép- és járműipari termékek (a teljes export 50%-a), de jelentős része van a vegyipari és egyéb feldolgozott termékeknek is.

6. ábra: A Visegrádi országok exportszerkezete 2018-ban



Forrás: Eurostat

Ami a kelet-ázsiai országokra igaz, az nagyrészt teljesül a kelet-európai EU tagállamokban is; az óriási exportbővülést csupán lekövezték az értékláncba beszállított hozzáadott értékek, szintet lépni egyik országnak sem sikerült. Komoly probléma, hogy a legnagyobb exportáló ágazatokban a hazai hozzáadott érték igen alacsony, ahogy az a következő táblázatban látható:

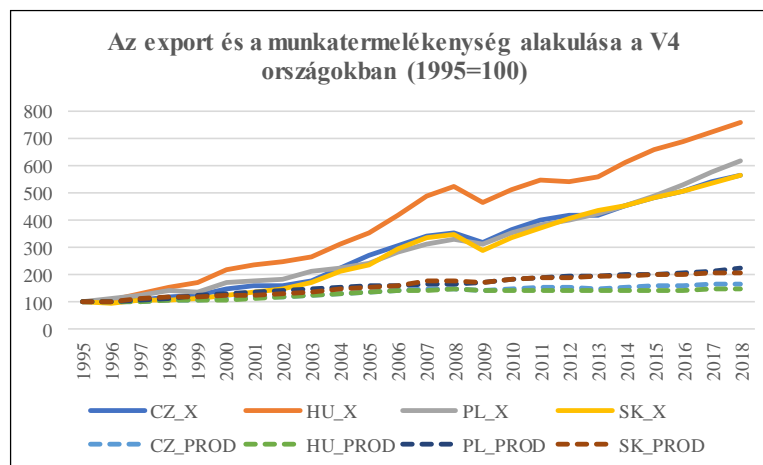
1. táblázat: A V4 országok hazai hozzáadott érték tartalma a bruttó exportban a legfontosabb exportáló ágazatokban (2015)

Ágazat	Lengyelország	Csehország	Magyarország	Szlovákia
Vegyipar	68%	50%	52%	31%
Fémipar	56%	57%	47%	48%
Elektronikai- és gépipar	63%	49%	22%	32%
Járműipar	57%	47%	23%	18%
Egyéb feldolgozóipar	65%	60%	32%	36%
Nemzetgazdasági átlag	61%	55%	40%	40%

Forrás: saját számítások Eurostat adatok alapján

A kelet-közép-európai külkereskedelmi versenyképesség hasonlóan az ázsiai országokhoz a munkaerőköltségre épül. Bár a növekvő kivitel erős versenyképesség javulásra utalna, a termelékenység az elmúlt 25 évben alig változott. Összehasonlításképpen az egy ledolgozott munkaóra jutó GDP 1995-höz képest Lengyelországban és Szlovákiában több, mint megduplázódott, addig Csehországban és Magyarországon alig másfélszeres volt csupán a növekedés. Az értékláncokba való beintegrálódás tehát nem hozta magával a jóval magasabb termelékenységet, innovációt, csupán éppen annyit, hogy a jelenlegi szinten tudjanak megmaradni az országok.

7. ábra: Az export és a termelékenység alakulása a V4 országokban



Forrás: AMECO alapján saját számítások

Megjegyzések: X: Export, PROD: munkatermelékenység (egy ledolgozott munkaóra jutó GDP)

Habár az elmúlt két évtizedben igen látványos volt a világkereskedelem bővülése, az utóbbi években lassulás mutatkozik, ami elsősorban a protekcionista kereskedelem-politikának és a Trump-adminisztráció Kínával folytatott kereskedelmi háborújának köszönhető. Ezzel párhuzamosan azonban megfigyelhető a világkereskedelem szerkezetváltozása, amelyben egyre kisebb szerep jut a feldolgozóipari termékeknek, és egyre nagyobb a szolgáltatásoknak. A folyamatos digitalizálódás fokozatosan lehetővé teszi, hogy a keresletet a világ bármely pontjáról ki lehessen elégíteni (ebben nagy szerepe van a 3D nyomtatók elterjedésének), a materiális szükségleteket pedig a helyi gazdaság egyre inkább képes ellátni. Mindez együtt jár az e-kereskedelem rohamos fejlődésével, a WTO becslése szerint 2016-ban a forgalom értéke elérte a 27,7 trillió (milliárdszor milliárd) dollárt. A digitalizálható áruk (pl.: könyvek, adathordozók) termelése és kereskedelme egyre inkább háttérbe szorul, a technológiai fejlődés pedig mind a termelést, mind a logisztikát jóval olcsóbbá tette. Mindez hosszú távon a hagyományos feldolgozóipari termelés lassú hanyatlásával jár majd, a versenyképesség pedig a munkaerőköltségről fokozatosan a tudás felé tolódik.

A jelenleg folyó kereskedelmi háború ilyen körülmények között katalizátorként hat. Rövid távon más piacokon való részesedés növelése segítheti a világkereskedelem bővülését, azonban az alacsony termelékenységű országok számára ez kevésbé járható út. A magas jövedelmű országok importkeresletének szűkülése egy olyan növekedési csatornát zár el, amelyet nem lehet pótolni, hiszen az alacsonyabb jövedelmű országokban (mint alternatíva) a piaci részesedés növelése egyrészt kérdéses, másrészt vélhetően az alacsony termelékenység további megtartásával jár. Mindez már középtávon is fúziók és erőteljes fejlesztések felé tereli az alacsonyabb jövedelmű országok hazai vállalatait, annak érdekében a világpiaci részesedést fenn lehessen tartani. A kínai termelők például megduplázták az elektronikai termékek exportjában lévő hazai hozzáadott értéket: 2000-ben még csupán 26% volt az arány 2015-ben már 49%.

2. táblázat: A hazai hozzáadott érték aránya az elektronikai ágazat bruttó exportjában

Ország	Hazai hozzáadott érték aránya az elektronikai ágazat exportjában	
	2000	2015
Kína	25,6%	48,3%
Japán	89,8%	79,5%
Németország	75,5%	76,2%
USA	77,4%	88,6%
Magyarország	26,2%	28,6%
Csehország	50,2%	32,3%
Lengyelország	66,2%	43,9%
Szlovákia	48,4%	35,4%

Forrás: OECD

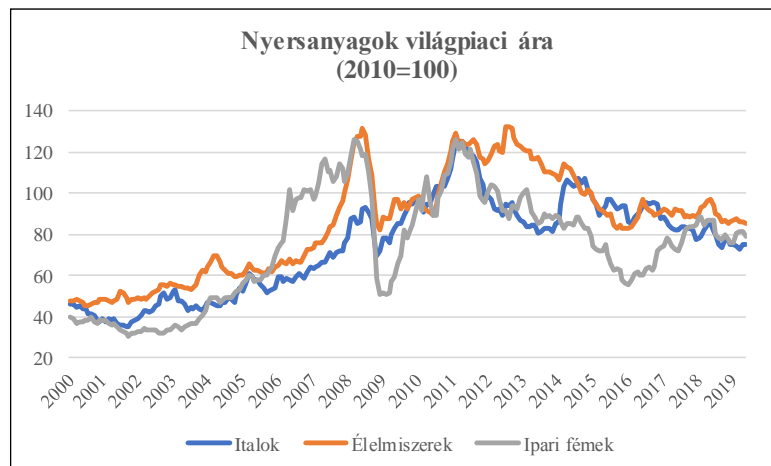
A hazai hozzáadott érték tartalom növelése már csak azért is szükséges, mert a külgazdasági versenyképesség, a világpiaci részesedés fenntartása, növelése egyre

nagyobb költséget jelent a feltörekvő országok számára. A kínai yüan reál-effektív árfolyama például 2010-hez képest 21%-ot gyengült, ami annak köszönhető, hogy a pekingi kormányzat szabályozni tudta a belső leértékelődést. Mindemellett, a növekedés fenntartása érdekében óriási volumenű állami infrastrukturális beruházásokat valósított meg, továbbá ösztönözte a lakossági és vállalati beruházásokat is. 2017-től a lakosság és a vállalatok adósságterhe már a kínai GDP 200%-át is elérte, ezért az adósságnövelő intézkedéseket beszüntették. A beruházások jó része olyan fejlesztéseket finanszírozott, amelyek lehetőséget teremtettek arra, hogy néhány kínai vállalat globális méretűvé nőjön, és felvegye a versenyt piacgazdaságokban működő nagyvállalatokkal. Ez az út azonban csak azon országok számára járható, amelyek méretgazdaságossági szempontból erre alkalmasak.

A világkereskedelem bővülését valamelyest visszafogja továbbá, hogy a különböző nem energiahordozó nyersanyagok ára 2012 óta folyamatosan csökken. Az élelmiszerárakra kettős lefelé nyomó hatást gyakorol az időjárás, valamint a kereslet lassú apadása. Az új évezred időjárása ugyan hektikusnak mondható, gyakrabban fordulnak elő szélsőséges viszonyok, átlagban azonban a mezőgazdasági termelésnek kedvező az idő, a természeti-időjárás szélsőségek pedig jellemzően lokálisak. Emiatt több növényből is túltermelés, de legalábbis elégséges kínálat alakult ki, ezért az árak inkább lefelé mozdultak az elmúlt években. Átalakulóban van a kereslet szerkezete is, részben a mezőgazdasági protekcionizmus, részben a táplálkozási szokások változása miatt. Az italok, azon belül is a kávé, tea, kakaó is hasonló helyzettel néznek szembe.

Az ipari fémek árindexe sokkal inkább kereslet-vezérelt, így jól tükrözi a világkereskedelem és a világgazdaság állapotát. A válság alatt a nyersanyagok ára drámaian visszaesett, majd a különböző keresletösztönző, likviditásbővítő programoknak köszönhetően hamar korrekcióra került sor. A legnagyobb felvásárlók (Kína, Egyesült Államok, EU stb.) esetében 2012 után újra lassulni kezdett a gazdaság, ami visszafogta a nyersanyagkereskedelmet is. Több termelő, főleg ausztrál bányavállalatok visszafogták a termelést, lelőhelyeket zártak be ideiglenesen, így a túlkínálat lassan elapadt. A kínai ösztönzőcsomagok hatására azonban aránylag hamar addicionális kereslet jelent meg a világpiacon, ami a legutóbbi időkig felfelé hajtotta az árakat. A kitermelők újraindították a termelést a korábban lezárt lelőhelyeken, így az árak emelkedése lassulni kezdett. Visszafogja továbbá az árak emelkedését és a keresletet az a technológiai átalakulás, amelynek más nyersanyagszükséglete van, mint a korábbi könnyű- és nehézipari termelésnek. A leglátványosabb, részben hazánkat is érintő változás a járműiparban zajlik, ahol a környezetvédelmi előírások egyre inkább az elektromos autók felé terelik a gyártókat. Az ilyen járművek akkumulátorainak előállításához korábban soha nem látott mennyiségű kobaltot igényel, valamint palládiumot, ami jelenleg a világ egyik legdrágább bányászott fémje.

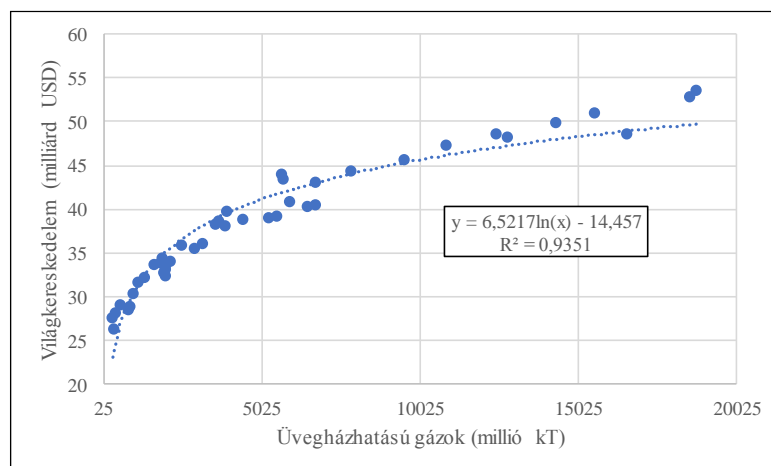
8. ábra: A nyersanyagok világszintű ára 2000 és 2019 között (2010=100)



Forrás: Világbank

A világkereskedelem rendkívüli bővülését vizsgálva az elmúlt több, mint 40 év során érdemes megemlíteni a károsanyag kibocsátást is. A világkereskedelem élénkítésére tett nemzetközi egyezmények sikeresek voltak, abban a tekintetben, hogy sok fejlődő, felzárkózó ország számára lehetővé tették, hogy csatlakozzon a kereskedelembe. A globális értékláncok elterjedése mindezt felerősítette, mivel már elegendő volt csupán egy-egy termelési fázisra szakosodni, aminek beruházási igényei jóval alacsonyabbak voltak, mint korábban. A kereskedelem jólétre gyakorolt hatása igen kedvező, a részt vevő felek számára a játék egyértelműen pozitív kimenetelű. A megnövekedett kereslet nagy volumenű termelési kapacitások kiépítését igényelte, a verseny pedig az olcsóbb és kevésbé környezetbarát technológiák alkalmazása felé terelte azokat az országokat, ahol az alacsony termelékenység miatt más megoldásra nem volt lehetőség. Mindez ahhoz vezetett, hogy az üvegházhatású gázok éves kibocsátása 43 év alatt megduplázódott. Mára elmondhatjuk, hogy a világkereskedelem 1%-os bővülése nagyjából 0,17%-kal emeli a károsanyag kibocsátást. Összehasonlításképpen 2010-hez képest a világ exportja 25%-kal növekedett.

9. ábra: A károsanyag kibocsátás a világkereskedelem volumene közötti összefüggés 1970 és 2012 között



Forrás: Világbank

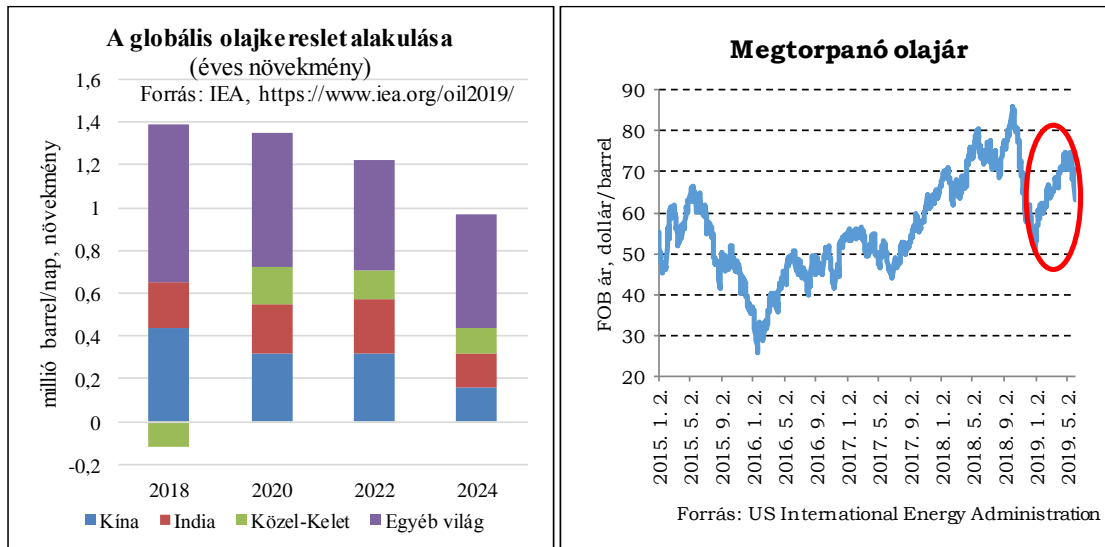
A világkereskedelem tavalyi volumenének becslését az IMF lefelé módosította a kereskedelmi háborúk miatt, így az a korábbi 4%-ról 3,8%-ra változott. Az idei és jövő évi előrejelzést pedig 3,4 és 3,9 százalékra korrigálta a Valutaalap. Az idei évre előre jelzett lassulás akár még alábecsült is lehet, tekintve, hogy az év első három hónapjában a világkereskedelem tulajdonképpen stagnált. A korábbi évektől eltérően pedig intő jel az is, hogy a stagnálás, lassulás elsősorban csak a fejlett országokat érintette, míg a feltörekvő államokban akár kétszámjegyű bővülés is tapasztalható volt, addig idén a stagnálás globális. Sőt, a feltörekvő országokban még kis mértékű visszaesés is tapasztalható, míg a fejlett országok esetében enyhe emelkedést regisztráltak.

1.2.2. A nyersolajpiac alakulása

Az elkövetkező években az olaj kínálat alakulására nagy mértékben hatással lesz az amerikai palaolajtermelés alakulása. A palaolajhoz kapcsolódó amerikai fejlesztések jelentős átrendeződéseket provokálhatnak a nyersolajpiacon. Az IEA előjelzése szerint 2024-ig az USA több olajat fog exportálni, mint Oroszország és megközelíti Szaúd-Arábia exportjának szintjét. (Oil 2019 (2019)) 2010 óta az amerikai palaolajtermelés a jelentéktelen szintről napi 7 millió barrelre emelkedett. Ennek egyik magyarázata, hogy a palaolajtermelés sokkal rugalmasabban reagál az árváltozásokra, mint a hagyományos kitermelés. A kereslet alakulása szempontjából további bizonytalanságot jelentenek az iráni, a líbiai és a venezuelai kitermelés kockázatai. Az OPEC továbbra is kitart eddigi politikája mellett, és a piaci egyensúly biztosítása és az árstabilitás megőrzése érdekében napi 36 millió barrel körül tartja a kibocsátást.

A középtávú előrejelzések szerint az olajkereslet növekedési üteme az elkövetkező években csökkenni fog. Ebben jelentős szerepet játszik a kínai növekedéslassulás. Indiában a gazdasági bővülés robusztus marad, és az előrejelzések szerint 2024-re az indiai olajkereslet bővülése a kínaival azonos mértékű lesz. A világ többi részén is lassuló ütemű keresletbővülés várható, amiben az amerikai gazdasággal kapcsolatos bizonytalanságok, illetve az ottani palaolajtermelés alakulása is szerepet játszik. Az idei évre vonatkozóan az IEA előjelzése (Oil Market Report (2019)) szerint a globális nyersolajkereslet napi 100,4 millió hordóra rúg, 1,2%-kal haladva meg az évi átlagot.

10. ábra: Lassuló bővülés az olajkereslet piacán



A nyersolaj ára az év eleji 54 dolláros hordónkénti értékek után emelkedni kezdett, ez a trend azonban június elejére ismét megfordult: az olajár jelenleg 62-65 dollár körül mozog, elmaradva a tavaszi 74 dollár körüli ideai csúcstól. Az idei évre 65 dollár körüli átlagos olajra számítunk, ami nagyjából jövőre is e körül mozoghat. A politikai kockázatok ellenére számottevő kínálati kieséssel nem számolunk, a lanyguló nemzetközi konjunktúra következtében az olajkereslet sem nagyon élénkül meg, így a piac nagyjából kiegyensúlyozott marad.

1.3. Új típusú kockázatok jellemzői

1.3.1. Kereskedelempolitikai feszültségek

A világon jelenleg 294 élő regionális kereskedelempolitikai megállapodás van érvényben. Ezek döntő többsége bilaterális szabadkereskedelmi megállapodás, vagy ennél egy fokkal mélyebb gazdasági integráció (szabadkereskedelmi övezet, közös piac stb.). Az ilyen szerződések a 2000-es években élték virágkorukat a WTO dohai fordulója után. Korábban inkább csak a nagy gazdaságokra volt jellemző, hogy preferenciális megállapodást (*preferential trade agreement* - PTA) kötöttek néhány geopolitikailag vagy kereskedelmileg fontos országgal (az EU például 1995-ben kötött szerződést Törökországgal), ami tulajdonképpen a vámuniók kiterjesztése volt. Az Európai Unió jelenleg több, mint 40 ilyen megállapodással rendelkezik, amelyet vagy egy országgal, vagy egy regionális gazdasági társulással kötöttek meg. A PTA-k keretén belül bonyolított kereskedelmi volumen döntő hányadát a több országra kiterjedő regionális integrációk adják. Ezek a következők:

- ASEAN (Brunei, Kambodzsa, Indonézia, Laosz, Malajzia, Mianmar, Fülöp-szigetek, Szingapúr, Thaiföld, Vietnám és társult államok). ASEAN megállapodása van Kínának, Japánnak, Koreának, Indiának, Ausztráliának és Új-Zélandnak.

- EU, EFTA, CEFTA. Az EU-nak világszerte vannak bilaterális PTA megállapodásai.
- NAFTA (Kanada, Mexikó, USA, jelenleg átalakítás alatt). A tagok a NAFTA-tól függetlenül köthetnek bilaterális megállapodásokat.
- MERCOSUR (Argentína, Brazília, Paraguay, Uruguay és társult államok)
- PAFTA (Bahrein, Egyiptom, Irak, Jordánia, Kuvait, Libanon, Líbia, Marokkó, Omán, Katar, Szaúd-Arábia, Szudán, Szíria, Tunézia, Egyesült Arab Emírségek, Jemen és társult államok)
- TPP (Ausztrália, Brunei, Kanada, Chile, Japán, Malajzia, Mexikó, Új-Zéland, Peru, Szingapúr, Vietnám)

A napjainkban kötött PTA-k jóval mélyebb integrációt irányoznak elő, mint egy egyszerű szabadkereskedelmi megállapodás. Az úgynevezett partnerségi megállapodások a vámtarifa leépítése mellett a befektetésvédelem, mezőgazdaság, szellemi tulajdonjog, szolgáltatások, vitarendezési mechanizmusok, versenyjog és jogharmonizáció területére is kiterjednek. Ezek a témák jellemzően komoly viták kísérette alkuk eredményei, megítélésük sokszor ambivalens, mivel részben a nemzeti szuverenitás feladásával járnak. Bár általánosságban elmondható, hogy a részvétel minden félnek előnyös, az olcsóbbá váló kereskedelem olyan strukturális átalakulásokat okozhat bármelyik részvevő fél gazdaságában, amelyek negatív fényt vethetnek a partnerségi megállapodásokra.

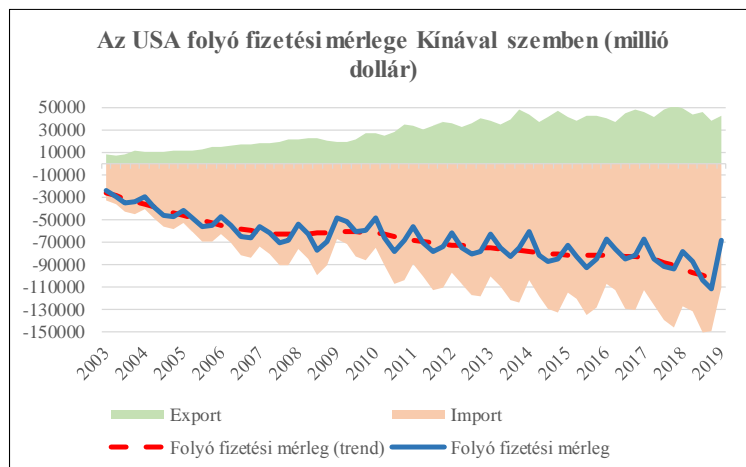
Az egyik ilyen változás a drágább hazai termelés kiváltása olcsóbb importtal, amely akár egész ágazatok, sőt régiók leépüléséhez, elszegényedéséhez vezethet. Ilyenkor úgy tűnhet a szenvedő hazai fél számára, hogy a partnerország „kihasználja” a gazdaság gyenge pontjait, így ezeket az iparágakat vámokkal szükséges védeni az olcsó import ellen. Ez az érvrendszer valóban igaz, ha a megállapodást két jelentősen eltérő bérszínvonalú ország köti. Ilyenkor az alacsony bérű partner termékei kiszoríthatják a magas bérszínvonalú, akár magasabb termelékenységgű hazai termelést. Ekkor az importáló gazdaságban a munkaerő más, versenyképesebb ágazatokba vándorol, ami a bérkülönbségeket a két ország között természetesen nem érinti. A vámok kivetése egy kevésbé versenyképes ágazat védelmében azonban komoly jóléti veszteséget okozhat a hazai gazdaságnak, míg az importőr gazdaság egy fontos bevételi forrástól eshet el. A bérkülönbségek, egyenlőtlenségek leküzdése ezért éppen az alacsonyabb bérszínvonalú állam érdeke.

A másik, leggyakrabban hangoztatott érv a szabadkereskedelmi megállapodások ellen, hogy a hosszú távon folyó fizetési mérleg többlettel rendelkező országok a deficitesek országok kárára gyarapodnak, a külkereskedelem pedig nem „fair”, amennyiben a bilaterális mérlegek az egyik fél számára billennek el. Ez kétségkívül igaz állítás, különösen az Egyesült Államok-Kína és az Egyesült Államok-Németország relációk esetén. A tartós folyó fizetési mérleg hiányok megítélése nem egyértelmű, mert

valóban utalhat versenyképességi problémákra, igaz, a gyors, dinamikus bővülés eredménye is lehet.

Az amerikai kormányzat ez utóbbi tartós fizetési mérleg hiányra hivatkozott, mikor kilépett a TPP-ből, illetve mikor kereskedelmi háborúba kezdett Kínával. A világ legnépesebb országával szemben ugyanis hosszú ideje igen tetemes folyó fizetési mérleg hiánya van az Egyesült Államoknak, amely 2018-ban 380 milliárd dollárra rúgott. Ez a mennyiség a teljes amerikai világgal szemben fennálló folyó fizetési mérleg hiányának több, mint fele. Kína háromszor többet exportál Amerikába, mint amennyit importál onnan, ez az arány pedig évről-évre emelkedik. A tartósan deficités folyó fizetési mérleg miatt az Egyesült Államok külső finanszírozási igénye 1989 óta folyamatosan növekszik, 2018-ban pedig elérte a 9500 milliárd dollárt. A tartós folyó fizetési mérleg hiány értékeléséről megoszlik a közgazdasági szakirodalom véleménye. Általánosság elmondható, hogy nem a hiány nagysága, hanem annak forrása és finanszírozása jelzi a valós helyzetet. A hiány utalhat a versenyképesség elégtelenségére (mint például Franciaország esetében a Németországgal fennálló deficit kapcsán), felelőtlen fiskális vagy monetáris politikára (ahogy Görögország példáján láthattuk), de a teljes kapacitáskihasználtság mellett működő, munkaerőhiánnyal küzdő gazdaságok esetén is kialakulhat (lásd Kelet-Európa).

11. ábra: Az USA folyó fizetési mérleg pozíciója Kínával szemben



Forrás: BEA

A fenti esetek egyike sem igaz teljesen az Egyesült Államokra. A biztos gazdasági alapokkal rendelkező ország a világ egyik legversenyképesebb állama, adósságának külföldi finanszírozása nem jelent problémát, reálárfolyama stabil. Ilyen körülmények között, egy jelentősen gyengébb termelékenységű, sokkal olcsóbb bérköltségű, alacsony hozzáadott értéket termelő országgal kialakult deficités folyó fizetési mérleg tulajdonképpen nem meglepő, kiváltképp, hogy Kína előszeretettel vásárolja fel az amerikai adósságot ezzel kvázi biztosítva az Egyesült Államok tartós importkeresletét.

A Trump adminisztráció érvelésében azonban mégis van logika, ugyanis míg az USA nem tarifális akadályokkal nem korlátozza a kínai importot, addig Kína számos akadályt állít az országba települni kívánó amerikai transznacionális vállalatok elé. A

kínai piacnyitás ugyan nem csökkentené a fennálló tetemes folyó fizetési mérleg hiányt, de növelné az Egyesült Államok nemzeti jövedelmét, ezzel pedig javulna az ország finanszírozási képessége.

Tavaly az USA az EU-val szemben is kereskedelmi háborút készült indítani, hasonló érvek alapján, mint amit Kína esetében már említettünk. Az Egyesült Államok EU-val való folyó fizetési mérleg hiánya tavaly 114 milliárd dollár volt, kevesebb mint fele a kínainak. Az EU tagállamok között ez nem arányosan oszlik el, mivel az EU oldaláról a szufficit nagy részben Németországnál keletkezik, ezért a támadások központjában Berlin állt. Washington azonban vélhetően nem is a folyó fizetési mérleg hiány aggasztotta, hanem az EU amerikai vállalatokkal szemben tanúsított bánásmódja, amely során a világ legnagyobb vállalataira vetett ki addicionális adókat, büntetéseket. Erre utal az is, hogy a magas szintű tárgyalások legfontosabb eredménye az EU szójabab importjának növelése volt, ami aligha ellensúlyozza a 100 milliárdos deficitet, azonban a versenyjogi eljárások lendületüket veszítették.

Az USA-EU között fennálló tartós folyó fizetési mérleg hiánynak elsősorban versenyképességi és gazdaság szerkezeti okai vannak. Bár az Egyesült Államok jellemzően jobb versenyképességgel, magasabb termelékenységgel rendelkezik, mint az EU, azonban bizonyos export szegmensekben (pl.: járműipar) egyes uniós tagállamok azonban jobb termelékenységgel és alacsonyabb bérköltségekkel működnek. Gazdaság szerkezetileg pedig (az energiahordozóktól eltekintve) az EU hasonlóan zárt ország kifelé, mint az USA, vagyis harmadik országból származó importokra kevésbé van rászorulva. Éppen ezért az EU-val szembeni kereskedelmi hadjárat kevésbé hatékony, inkább az amerikai érdekek ellen hat. A hiány csökkentésének módja paradox módon éppen az a TTIP lett volna, amely megkönnyítette volna az amerikai befektetéseket, beruházásokat a térségben, és amelynek tárgyalássorozatából Donald Trump egyik első elnöki intézkedésével kilépett.

1.3.2. A Brexit folyamata, a Brexit bekövetkezésének, illetve a folyamat elhúzódásának kockázatai.

A Brexit David Cameron hatalmpolitikai manőverezéseinek következménye, s a folyamat a 2016-os népszavazással vette kezdetét. Mivel a Brexit végrehajtását Cameron nem vállalta, utódja, Theresa May, aki elkötelezte magát a Brexit végrehajtása mellett, egy előrehozott választással próbálta megerősíteni pozícióját, s megnyerni a többség támogatását a brit parlamentben. Azonban, elszámította magát és kisebbségbe került a törvényhozásban, ami a lehető legkiszolgáltatottabb helyzetbe sodorta. May a Brexit párti Torykra és az észak-ír Demokratikus Unionista többségre kívánt támaszkodni, ám ez a két érdekcsoport egymást kizáró preferenciákkal rendelkezett: a keményvonalas Brexit párti Toryk az EU-val való teljes szakítást, az Unionisták pedig megnyugtató megoldást vártak az ír határkérdésre, ám a két érdek együtt nehezen volt összeegyeztethető.

Már a Brexit tárgyalások kezdetén meghúzta a határokat a miniszterelnök, követve a frakciója és a koalíciós partnere felé tett ígéreteit. Előbbinek, a vámunióból és a közös piacból való kilépést, utóbbinak pedig a fizikai határátkelők megakadályozását garantálta az ír határon. Ugyanakkor, a teljes szakítás az Unióval és az ír kérdés feloldása egyben nagyon bonyolult, ha nem lehetetlen feltétel, ahogy a tárgyalások ezt meg is mutatták. Hiszen, ha teljes kilépés azt jelenti, hogy az egyetlen közös határ két oldalán eltérő rendszerek lesznek érvényben, ami elkerülhetetlenné teszi az ellenőrző pontok létrehozását. Ezekkel a nehézségekkel kezdett neki May kormánya a Brexit tárgyalásoknak.

Theresa May Brexit megállapodása 2018 novemberében született meg. A tervezet szerint, az Egyesült Királyság egy átmeneti időszak keretében 2020-ig tagja maradna az Uniónak, hogy kellő idő legyen a jövőbeli kapcsolatok és az ír határ rendezésére. Utóbbira biztosíték a szerződésben levő „Backstop” mechanizmus, amely az Egyesült Királyságot a vámunióban, Észak-Írországot pedig a közös piacban tartaná, amíg nem tudnak olyan megállapodást kötni a tárgyalásokon, amely kizárja a fizikai határátkelőt. May ezzel a megállapodással – különösen a Backstoppal – a Konzervatív párt alsóházi frakciójának keményvonalas Brexit táborát és a koalíciós partnert is teljesen maga ellen haragította. A helyzeten tovább rontott, hogy az EU-27 többször is leszögezte: nincs mód a brit kilépés feltételrendszeréről novemberben elért, a londoni alsóház által háromszor is visszautasított megállapodás újra tárgyalására. A politikai viharban végül a 2019. március 29-i kilépési dátum október 31-ig tolódott ki, és ennek újabb módosítását is kizárta az EU-27. Theresa May számára a végjátékot a Munkáspárttal való egyezkedések összeomlása jelentette, s így májusban lemondott.

A Konzervatív párton belül megkezdődött May utódjának a kiválasztása: két jelölt maradt. A mindvégig toronymagasan vezető Boris Johnson és a mezőnyt túlélő, jelenlegi külügyminiszter, Jeremy Hunt. Az utód július 22-én lesz kihirdetve. Kérdés, hogy ha továbbra is nehezen biztosítható a (minimális) többség a parlamentben, és az Unió is kitart a korábbi megállapodás mellett, akkor tulajdonképpen a leendő miniszterelnök lehetőségei mit sem változnak Mayhez képest. A két versengő politikus közül Johnson várható győztes jelöltnek az előrejelzések alapján. A politikus mindenféleképpen el akarja hagyni az Uniót október 31-ével, megegyezéssel vagy anélkül. Elképzelései alapján a jelenlegi megállapodást újra akarja tárgyalni, s az ír-északi határellenőrzés fizikai visszaállításának elkerülését célzó megoldást majd az átmeneti időszak alatt akarja kialakítani. Ugyanakkor Johnsont már most megfenyegették, hogy ha egy megállapodás nélküli kilépés felé vinné az országot, megbuktatják egy ellenzéki bizalmatlansági indítvánnyal. Leo Varadkar ír miniszterelnök kijelentette, hogy előre kizár egy bilaterális szerződéssel való megegyezést az ír határkérdés rendezésére.

Eközben, a teljes brit pártrendszer átalakulás alatt van. A 2019-es Európai Parlamenti választásokon Nigel Farage Brexit Pártja a szavazatok 30,5%-át vitte el, legyőzve mind a Munkáspártot, mind a Konzervatívokat. Utóbbinak különösen szorító a helyzet, hiszen a Brexit Párt egzisztenciális veszélyt jelent a Toryk számára, ezért

sürgős mihamarabb lezárni a Brexitet, ami létjogosultságot ad Farage formációjának. A jelenlegi közvéleménykutatásokat figyelembe véve, egy esetleges parlamenti választásokkal se tudna egyik politikai formáció sem egymaga többséget képezni, ami erős fragmentáltságra utal a társadalomban.

Az Egyesült Királyság számára a Brexit esetleges újabb elodázása a szélsőséges politikai formációk megerősödésével, a vezető pártok további gyengülésével és a közöttük levő véleménykülönbségek mélyülésével járna. A gazdaság szereplői számára pedig teljes kiszámíthatatlansággal, ami a potenciális befektetések elhalasztását, sőt a tőkének az elvándorlását jelenti a szigetországból.

Politikailag, a britek kilépésével a korábbi integráció irányait meghatározó tagállami érdekcsoportoknak a befolyása változni fog. A szigetország ellensúlyként hatott a német-francia tengely dominanciája ellen, kiesésével az Unió két legnagyobb országának új lehetőségei nyílnak. Ugyanakkor, a német-francia ambíciók támogatottsága megkérdőjelezhető: a Visegrádi országok ellenállása vagy a Hollandia vezette „Hanza-szövetség” miatt, de akár Németországon belül is nem lebecsülendő ellenállás van a közös költségvetéssel szemben, de az olasz érdekek is számos ponton különböznek a német-francia elképzelésektől. És a francia miniszterelnök belpolitikai támogatottsága is gyengül. Összességében az inkább gazdasági liberalizmus pártiak a Brexittel egy fontos szövetségest veszítenek el, és az intervencionista országok irányvonala erősödhet meg az Unió gazdaságintegrációjának jövőjét illetően. Európa világpolitikai érdekérvényesítése azonban egyértelműen kárát látja a Brexitnek. A britek rendelkeznek Európában a legnagyobb hadikiadásokkal, állandó tagjai az ENSZ BT-nek és nettó befizetői az Unió költségvetésnek. Jelenleg, a különböző kilépési scenáriók közül mindinkább a Hard Brexit tűnik a legvalószínűbbnek. Ennek következményeként a korábbi szabadkereskedelem helyett, a vámtarifák és a kereskedelmi kapcsolatok a WTO szabályok alapján alakulnának. A két oldal közül mindkettő veszteségesen kerül ki, azonban Anglia számára a font további gyengülése, GDP-jének csökkenése várható. Az Unió részéről elsősorban azokra az államokra lesz negatív hatással az új helyzet, amelyek külkereskedelmében a szigetország nagy súlyt képvisel. Várhatóan, az EU-27 exportja a szigetországba harmadával csökkenne, az Egyesült Királyságé az öreg kontinensre pedig ötödével. Országoként nézve, Írország az egyik legérintettebb. Exportjának 14%-a irányul az Egyesült Királyságba és kereskedelmének két leghangsúlyosabb terméke – hús és tejtermékek – lesznek kitéve a legmagasabb vámtarifáknak. Németország széleskörben szállít ipari termékeket a szigetországba, köztük 800.000 autót évente, amelynek kiesése vagy csökkenése hazánkra nézve is következményekkel járna. Hollandiába nagyszámú brit cég telepedett le a Brexitre felkészülve, és a külkereskedelem szempontjából kiemelkedő szerepet játszó rotterdami kikötőben teljes erővel készülnek a Brexitre.

A jelenlegi parlamentnek három hónapja lesz a politikai helyzetben megoldást találni. A jelenlegi Tory frakció többszörösen megosztott a Brexit miatt, a többség pedig csupán négy fővel van meg. Mi több, számos képviselő kizárta annak a lehetőségét, hogy megegyezés nélkül hagyják el az Uniót, ami a választások kiírását hozhatja el

magával. Az EU és mellette a tagállamok kizárták a határidő meghosszabbítását következetesen, ugyanakkor egy új választás nyomós indokot adhatna a Brexit saga folytatására.

1.3.3. Az amerikai külpolitika kiszámíthatatlansága

A globális környezet alakulása szempontjából fontos tényező az amerikai külpolitika kiszámíthatatlansága, ami jelentős bizonytalansági elemeket visz a rendszerbe elbizonytalanítva a befektetőket is.

Donald Trump esetében nem igazán követhető nyomon egy koherens eszmerendszer, csupán ad hoc megnyilvánulásai alapján lehet következtetéseket levonni külpolitikája vonatkozásában. Trump inkább realistán szemléli az Egyesült Államok szerepét a világban, s prioritásának tekinti az amerikai érdekek mindenek fölött történő érvényesítését (America First). A nemzetközi kereskedelem területén a globalizáció ellenesség fogalmazódik meg, az amerikai gazdaság és az amerikai piac védelme érdekében egyes országokkal szemben az amerikai külkereskedelmi mérleg pozíciók javítására törekszik, illetve vámok emelésével, a kereskedelmi megállapodások újratárgyalásával igyekszik az USA versenyképességének javulását elérni. A Trump-adminisztráció külpolitikáját tekintve, továbbra is az autoriter vezetőkhez való közeledés, szigorú önérdekkövetés és globalizáció-szabadkereskedelem ellenesség jellemzi.

Az adminisztráció személyi állományában példátlan fluktuáció ment végbe. A külpolitika területén a fordulat az új Bolton – Pompeo – Kudlow hármassal állt be, akik kevésbé szállnak szembe az elnök elképzeléseivel, ugyanakkor még így is van megosztottság Trump és az őt támogató háttérszakértők között: például a Közel-Keletet érintő döntések tekintetében. Az elnök és a stábja közötti nézeteltérések gyakran teremtnek következtelen lépéseket, mint a korábban a Szíriában állomásozó katonák eleinte teljes visszavonása, majd mégis ott tartása, vagy a jelenlegi kiélesedő iráni helyzetben való katonai csapás elrendelése, aztán a végrehajtás elmaradása. A külpolitikát mindinkább befolyásolni fogják a közlegő választások, ahol Trump a népszerűségét növelő intézkedéseket akar hozni, míg különösen John Bolton nemzetbiztonsági tanácsadó és Mike Pompeo külügyminiszter arról ismert, hogy merész politikai manőverekre is elszánnák magukat, például Irán tekintetében.

Trump eddigi elnöksége során intézkedéseinek egy jelentős része az eddig megkötött egyezményeknek az újratárgyalását vagy éppen felrúgását jelentette. A TPP-tól való visszavonulás, a NAFTA megváltoztatása, a párizsi klímaszerződésből való kilépés és az iráni atomalku felfüggesztése összhangban vannak az általa meghirdetett „America First!” elvvel. Túl a nemzetközi egyezmények újratárgyalásán, Trump protekcionista eszközöket vetett be a nemzetközi kereskedelem terén, amire példa az USA-ba érkező alumínium importra kivetett vámtételek, amelyek Kanadát és az Európai Uniót is érintették. Trump kritikái ellenére, a NATO tekintetében megállapítható, hogy Washington nem hátrált ki a szövetség mögül. A katonai jelenlétét nem csökkentette, hanem növelte a kelet-közép-európai térségben, és számottevően nagyobb forrásokat

fordít a régióra, mint az Obama-adminisztráció. A 2018-as NATO csúcstalálkozó zárónyilatkozata példátlan előrelépéseket tartalmaz. Az orosz politikát tekintve, Trump legnagyobb ambíciói ellenére is keményvonalas policy van érvényben. Az adminisztráció alatt az USA többek között kilépett az INF szerződésből, hatékony tankelhárító rakétákat adott el Ukrajnának (amelyet az Obama-adminisztráció nem lépett meg), folytatódik a Nyugat-Balkán államok NATO csatlakozása, és nagy katonai mozgások vannak közel az orosz határhoz.

A 2018-as novemberi törvényhozási választások során megváltoztak az erőviszonyok a kongresszus alsóházában, ahol Demokrata többség alakult ki. Az új felosztás a Trump-adminisztráció utolsó két évét meg fogja nehezíteni, hiszen az új alsóház nagy valószínűséggel nyomást fog gyakorolni – többek között az orosz ügyek miatt – az Elnökre. Ugyanakkor az alsóház a külpolitika területén nem rendelkezik meghatározó jogkörökkel, így Trump a szenátus támogatásával a belpolitikai nyomás ellenére is folytatni tudja – időnként ad hoc megnyilatkozásokban testet öltő – saját politikai elképzeléseit. A közelgő 2020-as elnökválasztások felfokozott versenyhelyzetet teremtenek az amerikai bepolitikában, amelynek a külpolitikai irányvonalakra is hatása lehet. A 2019. évre szóló költségvetés alakításánál már konfrontációba került az adminisztráció az új alsóházzal, ami az USA történetének leghosszabb kormányzati leállásával járt. Veszélyes precedenst teremtve, az Elnök végül szükségállapot kihirdetésével kerülte meg a kongresszust. Mindeközben a kampány megindult az Egyesült Államokban. Donald Trump 2020 június 18-án indította meg hivatalosan a kampányát. A Demokrata előválasztás folyamatban van, amelynek első vitái lezajlottak június 26-27-én. A mezőnyt továbbra is Obama Barack volt alelnöke Joe Biden vezeti, mögötte pedig a vermonti szenátor Bernie Sanders és újabban a kaliforniai – szintén szenátor – Kamala Harris tűnik esélyesnek.

Az adminisztráció Obamától örökölte meg az iráni atomkutat, ami az ország atomfegyver kifejlesztésének a megakadályozását célozta. Komoly fegyverkezési verseny indulna el a térségben, amennyiben Irán atomfegyverekhez jutna. Donald Trump mindvégig ellenezte az iráni atomkutat, ám 2017-ben még – részben az akkor még hivatalban levő Rex Tillerson külügyminiszter és H.R. McMaster nemzetbiztonsági tanácsadó miatt – az Elnök meghosszabbította a megállapodást. A fordulat 2018 májusában következett be, amikor az USA egyoldalúan kilépett az atomkuból. A gazdasági szankciókat vetett ki Iránra és minden olyan entitásra, amely kereskedik az országgal. A megszorítások különösen az olajexportot érintik. Az európai országok törekedtek az egyezség fenntartására és Washingtonnal való egyezkedésre, hiszen a 2015-ös megegyezést követően számos európai vállalat fektetett be az egyébként ígéretes adottságokkal rendelkező perzsa országban, mindez nagy feszültségeket okozva az így is terhelt transzatlanti kapcsolatokban. A konfliktusok 2019-ben megint kiélesedtek, amikor a Perzsa-Öbölben több tankerhajót is támadás ért, amelyekért az USA Iránt tette felelőssé. A felek között kölcsönös fenyegetések hangzottak el, és Irán mindaddig elzárkózik a tárgyalásoktól, amíg a szankciók érvényben vannak. Ugyanakkor egyik fél sem érdekelt egy háborúban. Az

események csúcspontja egy elrendelt katonai csapásig jutott június 20-án, amelyet Trump rendelt el és vont is vissza még aznap. Az Elnök maximális nyomás taktikáját alkalmazza a rezsimmel szemben, abban bízva, hogy egy új megállapodást tud majd kötni, azonban ennek jelei nem mutatkoznak. Mi több fennáll a veszély, hogy csak agresszívabb magatartást vesz fel a sarokba szorított ország, ugyan mindkét fél a háború ellen van, de az agresszív üzenetek és a párbeszédre való hajlandóság hiánya kiélesítheti a konfliktust.

Az észak-koreai atom kérdés is terítéken van. A 2018-as évben Donald Trump és Kim Dzsongun két alkalommal is találkozott, utóbbi pedig egy közös – ugyan konkrétumoktól mentes – nyilatkozatot is eredményezett. 2019-ben februárban újabb konferencia volt Trump és Kim között, ám hamar kudarcba fulladt, mert az észak-koreai fél a nukleáris kapacitások részleges leépítésért a gazdasági szankciók teljes feloldását kérte. Mindinkább egyértelművé válik, hogy csak Kínával együttműködve oldható meg a Koreai-félsziget atommentesítése. Kína számára Észak-Korea pufferzónaként funkcionál a Dél-Koreában állomásozó amerikai katonákkal szemben, ugyanakkor az atomfegyver fejlesztések Peking számára is veszélyt jelentenek.

Az adminisztráció kereskedelem politikájában Európa és Kína gyengítése egyaránt fontos tényező. A transzatlanti kereskedelmi háború 2018. júniusi Juncker-Trump találkozó óta konstruktív pályára terelődött. A tárgyalási mandátumot Cecilia Malström ez év áprilisban kapta meg, azóta folynak az egyezkedések. Amerika számára cél, hogy az Unióval szemben fennálló 150 milliárd dolláros kereskedelmi deficitjét csökkentse, mindezt úgy, hogy elérje az mezőgazdasági piacának megnyitását és a kereskedelmi korlátozások leépítését olyan termékeken, mint pl. a hormonkezelt marhahús. Az Unió stratégiája, hogy a jelenleg kivetett amerikai vámok eltűnjenek, továbbá olyan érzékeny terület, mint a mezőgazdaság – főleg francia nyomásra – ne legyen része egy potenciális megegyezésnek. Ugyanakkor az egyezkedések elhúzódása magában rejtheti azt a veszélyt, hogy Trump elveszíti a türelmét és újra előállhat az autóiipart terhelő vámmal, amely a tárgyalások végét eredményezhetik.

Washington számára kihívást jelent Kína felemelkedése és hatalmi ambícióinak a kezelése. Kína gazdasági térnyerésének fékezését és az USA külpiaci pozícióinak javítását szolgálja a kereskedelmi háború. A 2017-es National Security Strategy is részletezi, hogy Kína az amerikai érdekeket sérti a szellemi jogok súlyos visszaélésével és világpolitikai manőverezéseivel. Trump kommunikációjában a 2018. évi 419 milliárd dolláros külkereskedelmi deficitet és az amerikai munkahelyek számának csökkenését rója fel legtöbbször Kínának. A már egy éve tartó konfliktus, decembertől ez év májusáig egy kicsit elcsitult, azonban a kínai fél az utolsó pillanatban a hosszas-kemény tárgyalássorozat eredményeit akarta megváltoztatni, ami miatt zátonyra futottak a tárgyalások. Az USA 250, Kína pedig 110 milliárd dollár értékű termékekre vetett ki vámot eddig. A vámháború további alakulásának iránya a júniusi oszakai G20 csúcs után körvonalazódhat. Halvány reményt jelent, hogy itt a kereskedelmi tárgyalások újraindításáról egyezett meg két ország. A Kínával való

konfliktusok egy másik oldala az Egy Övezet Egy Út nevezetű, egész eurázsiai kontinensre kiterjedő, infrastrukturális projektek sorozata. A gazdasági oldalon Kína a projekttel piacokhoz tud jutni és a különböző projektek szerződéseivel-hitelfeltételeivel politikailag is komoly befolyást tud nyerni. Az Egyesült Államok arra törekszik, hogy a felhívja szövetségesei figyelmét a kínai építkezések kivitelezési hiányosságaira vagy politikai hátrányaira, azonban kevés sikerrel. A nyugatot megosztják a befektetések, ennek ellenére Olaszország nemrégiben csatlakozott a projekthez.

Az amerikai külpolitika manőverezései 2019-ben eddig mindinkább nagyobb hatással voltak a világgazdaság alakulására. A Kínával és Európával való kereskedelmi háború a elbizonytalanította a piaci szereplőket. Az adminisztráció belső megosztottsága az Elnök és az emberei között akadályai lehetnek koherens és egyértelmű stratégiák kitalálásra olyan komplex kérdéskörökben mint az iráni válság. Nem hagyhatók figyelmen kívül az amerikai belpolitika változásai sem. Az elnök döntéseit bizonyosan befolyásolni fogják a közelgő választások, amelyek következtében a külpolitikai célokat mindinkább a belpolitikai népszerűség növelésének rendelik alá. Trump esélyeit javítja az amerikai gazdaság viszonylag jó állapota, illetve az, hogy az ellenzék szétforgácsolni látszik erőit; továbbá az a tény, hogy 1990 óta csak egy alkalommal nem választották újra az elnököt az állampolgárok. Az esélyek latolgatása azonban korai, hiszen még nem tisztázott a Demokrata kihívó sem. Ugyanakkor, az amerikai politikai rendszer sajátossága, hogy az elnökök második ciklusuk során révén, hogy nem érdekeltek megválasztásukban, felelőtlenebb politikát folytatnak. Mindez nem túl kecsegtető, tekintve a jelenleg is napirenden levő világpolitikai problémák megoldását illetően.

1.4. Nemzetközi pénzpiacok, a monetáris politika jövőbeli alakulásával kapcsolatos bizonytalanságok

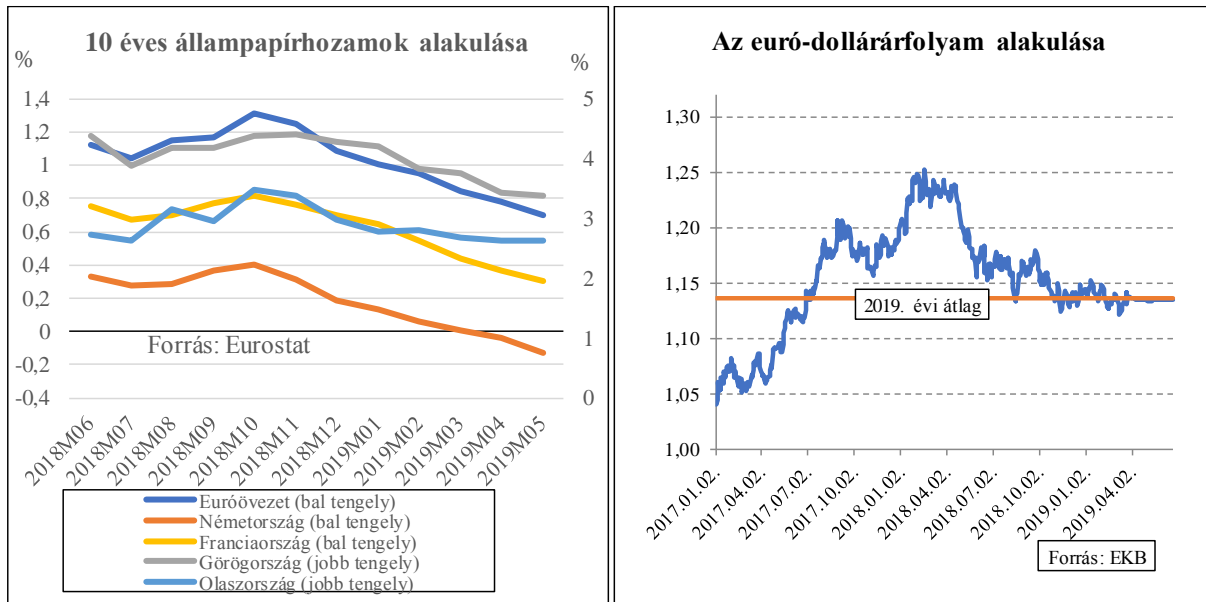
A romló konjunkturális kilátások, az utóbbi időben csökkenő részvénytőkepiaci árfolyamok következtében a fejlett országok jegybankjai a megkezdett monetáris szigorítással felhagytak. Az amerikai központi bank, a FED idén júniusban az előzetes várakozásnak megfelelően 2,25-2,5%-on hagyta az irányadó kamatot. A legutolsó kamatemelésre 2018. decemberében került sor. Azóta a jegybank folyamatosan óvatos politikát kommunikál, s jelzi, hogy nem tervez kamatemelést. A kedvezőtlen amerikai konjunktúra- és hangulatindikátorok az utóbbi hetekben újabb spekulációs hullámot indítottak el: egyre erősödtek a közlő kamatsökkentéssel kapcsolatos várakozások, ezekkel kapcsolatban nagyon megosztottak a döntéshozók. Az intézkedés a piacot nem nyugtatta meg: a július 31-i üléstől a piaci árazások alapján akkor 25 vagy 50 bázispontos vágásra számítanak a befektetők. Most nagyjából 75% a kisebb vágás esélye és 20-25% a nagyobbé, arra szinte senki sem számít, hogy másfél hónap múlva is szinten marad a kamat. Vita tárgyát képezi az is, hogy a jelenlegi 2%-os inflációs célkitűzés – amelyet egyébként az idén nemigen tudnak elérni – mennyiben reális. Egyes szakértők 4%-os inflációs célt tartanának hatékonynak, ami azonnali kamatvágást feltételezne. A FED dilemmája, hogy a negatív várakozások ellenére az amerikai gazdaság erős, de mindenki csökkenő kamatra spekulál. Nagy a nyomás a jegybankon az amerikai elnök részéről is, aki – az amerikai gazdaság külpiaci versenyképességének javítása érdekében – mindenképpen szeretne elérni egy kamatsökkentést. A jegybank egyelőre egyik irányba sem kívánja magát elkötelezni, hanem kivár.

Az EKB az elkövetkező két évben alacsonyban tartja majd a kamatokat, és gondoskodik arról, hogy a bankok kedvező kondíciókkal jussanak likviditáshoz. Sőt az EKB elnöke kijelentette, amennyiben nem sikerül az inflációs célt elérni, újabb monetáris lazításra lehet szükség, elképzelhetőnek tartja a kamatsökkentést vagy az eszközvásárlások újraindítását, ha az infláció nem pörög fel, ha a gazdasági kilátások nem javulnak. Erre a hírre reagálva a tízéves német, francia és osztrák állampapír hozama történelmi mélypontra zuhant: Franciaország és Ausztria tízéves állampapírjainak hozama történetük során most először negatív tartományba került, akárcsak az euróövezeten kívüli Svédországé. A pénzpiaci befektetők immár teljes mértékben beárazták, hogy az EKB kormányzótanácsa decemberben kamatsökkentést hajtott végre. Draghi kijelentése vegyes fogadtatásra talált: német politikusok élesen bírálták, amiért olyan jelzéseket küld a piacnak az eurózóna jövőbeli politikáját illetően, amivel gyakorlatilag megköti utódja kezét. Trump szintén támadta az EKB elnökét, arra hivatkozva, hogy politikájával szándékosan gyengíti az eurót. Az euró/dollár árfolyam az utóbbi időben 1,13 USD/EUR szinten mozog, s várhatóan belátható ideig gyenge marad.

Az eurózóna májusi és júniusi fogyasztói árindexe (év/év alapon) 1,2% volt, s noha a maginfláció kicsit emelkedett, minden szakértő arra számít, hogy az EKB júliusi

ülésén olyan jelzést ad, ami szerint szeptemberben kész a kamatsökkentésre, módosítva azon a kommunikáción, miszerint 2020 közepéig nem nyúl a kamatokhoz.

12. ábra: Csökkenő hozamok, ingadozó euróárfolyam



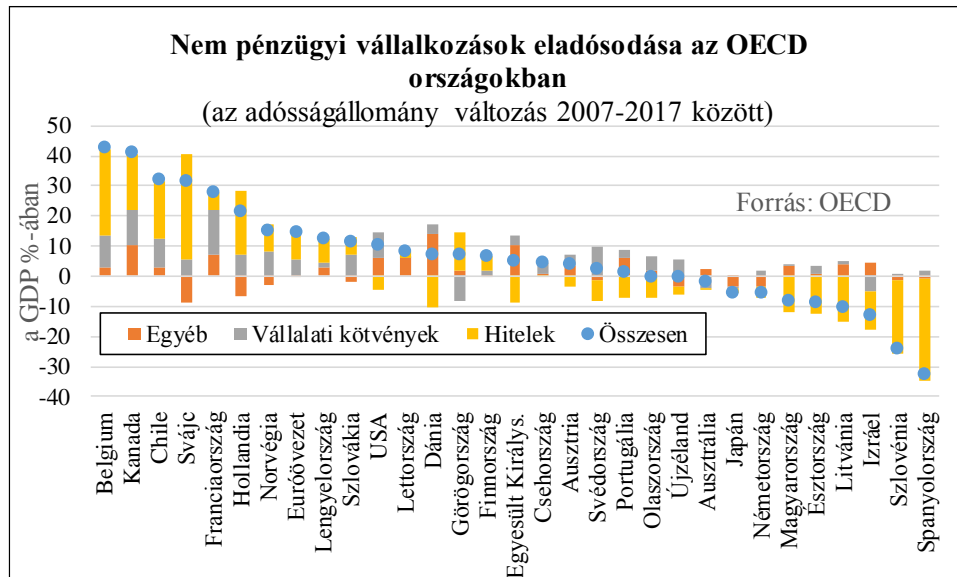
Japánban is marad az expanzív monetáris politika: A japán központi bank 2013 áprilisában indította el agresszív monetáris lazítási politikáját. A japán statisztikai hivatal legfrissebb adatai szerint májusban az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó maginfláció éves összevetésben 0,5 százalékkal emelkedett, az elkövetkező két évre 1% alatti inflációs rátára számítanak (szemben a 2%-os inflációs céllal) és a gazdasági kilátások nagyon gyengék. A gyenge adatok rávilágítanak arra, hogy milyen nagy nehézségekkel küzd a japán jegybank (BOJ) az infláció élénkítésében miközben a kereskedelmi feszültségek és a világgazdasági növekedés lassulása recessziót eredményezhet Japánban. A BOJ júniusi ülésén nem változtatott monetáris politikáján, de jelezte, hogy a világ más nagy jegybankjaihoz hasonlóan kész további gazdaságösztönző intézkedéseket tenni.

Egyes kelet-közép európai országokban kissé más a helyzet: így például a cseh jegybank májusban kamatot emelt, és az irányadó kamat 2%-on van. A többi kelet-közép európai országban a jegybankok kivárnak: az infláció még annyira nem indult meg, a konjunkturális kilátások, különösen a romló külpiaci helyzet következtében itt is pesszimistábbak.

Egyes OECD-országokban a nem-pénzügyi vállalkozások eladósodása jelenthet gondot. Ez az eladósodás nemcsak hitelek formájában történt, hanem jelentős volt a kötvényekbe és az egyéb – gyakran kétes minőségű – pénzügyi eszközökbe történő befektetés. Különösen a vállalati kötvényekben, részvényekben történő eladósodás lehet kockázatos, hiszen kampányszerű eladások esetében jelentős veszteségeket realizálhatnak a vállalatok. Az alábbi ábrán látszik, hogy ez a jelenség különösen Belgiumban, Hollandiában, Kanadában, Franciaországban vagy Svájcban okozhat

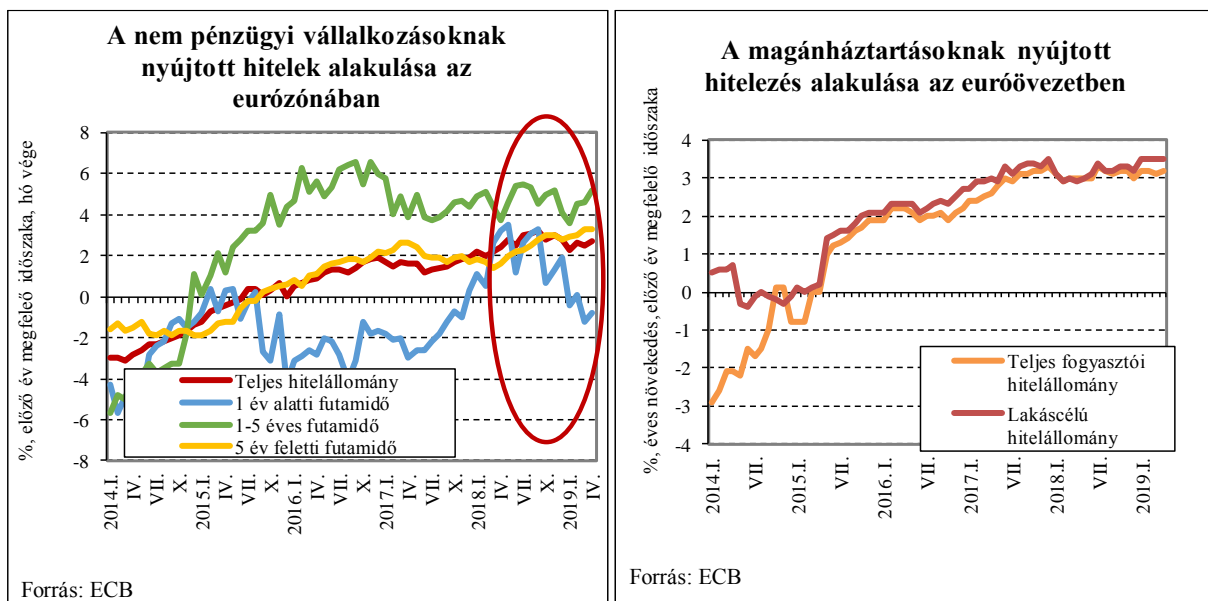
problémát. De a nem pénzügyi vállalkozások adósságállományának szintje az USA-ban is igen magas.

13. ábra: Fokozott kockázatot jelent a nem pénzügyi vállalkozások eladósodása



Az euróövezetben a gazdasági lassulással párhuzamosan a hitelezési tevékenység is lanyhulni kezdett. Különösen a nem pénzügyi magánvállalkozásoknak nyújtott hitelek teljesítettek nagyon gyengén. A rövidtávú hitelezés visszaesett, középtávú stagnált, az ötéven túli hitelezés élénkült csak valamelyest. Pedig a kamatfeltételek – a bankok közötti erős verseny és a kedvező forrásfinanszírozási lehetőségek következtében – változatlanul jók. Hasonló mondható el a magánlakásfinanszírozásról: itt is a kamatok az utóbbi időben estek és az egyéb finanszírozási feltételek is javultak. Ennek ellenére a hiteligeny mérsékelte, a lakáscélú hiteleknél valamivel dinamikusabban nő.

14. ábra: Az alacsony kamatok mellett is mérsékelt ütemben bővül a hitelkihelyezés az euróövezetben



1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete

1.5.1. Az Egyesült Államok gazdasági helyzete

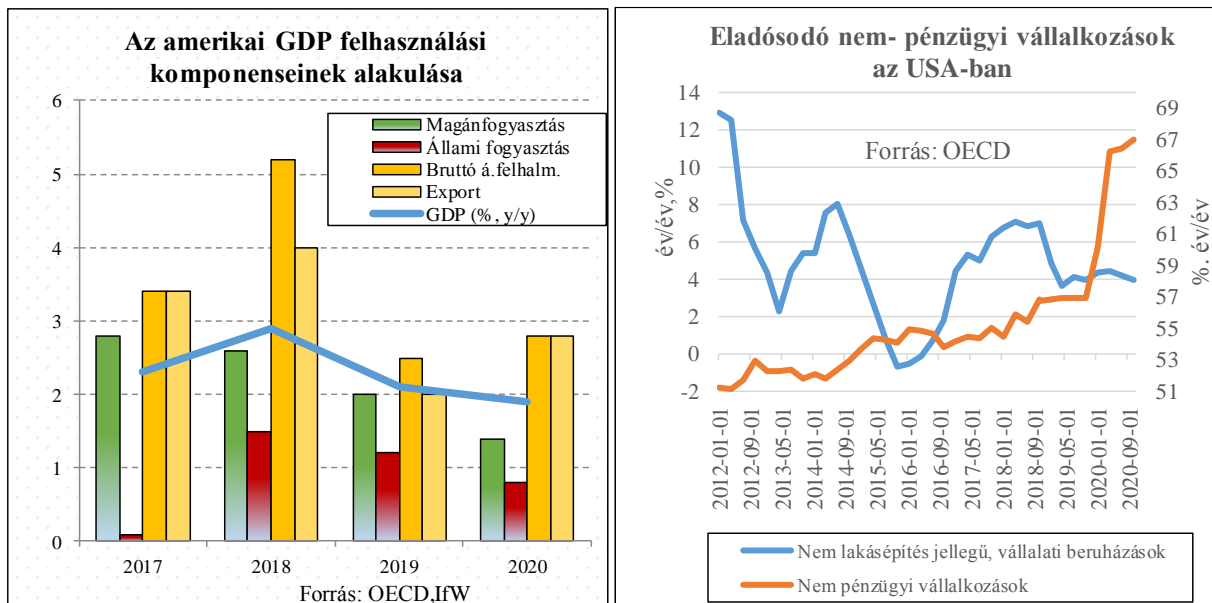
Az elkövetkező két esztendőben a fiskális expanzió némileg mérséklődik az USA-ban, ami a külső feltételek rosszabbodása, a politikai-kereskedelmi bizonytalanságok közepette a növekedés lassulásában csapódik le. A növekedés fő támasza a (lassuló) magánfogyasztás lesz, mivel – az ellentmondásos hírek ellenére – a munkaerőpiac továbbra is robosztus marad, noha az új állások száma már nem nő olyan ütemben, mint korábban, de a bérek tovább emelkednek és szemmel láthatóan a monetáris politika leállt a szigorítással és az elkövetkező időben támogató marad. A külső kereslet csökkenése, ami jelentős mértékben a kereskedelmi háború következményeire vezethető vissza, nemcsak az exportot, hanem a beruházásokat is fékezni fogja. Az infláció továbbra is 2% körül, sőt inkább alatta mozog, ami a FED-et kiváráásra készíti. Az idei GDP ráta kicsivel 2% fölött mozog majd (2,1-2,4% közötti prognózisok látnak napvilágot). A jövő évi növekedést illetően jóval nagyobb a bizonytalanság: 1,5%-2,3% között mozognak az előrejelzések. A bruttó állóeszközfelhalmozás a tavalyi 5,2%-ról 2% körüli ütemre süllyed a következő két évben. A magánfogyasztás is lassul: az idei 2%-ról jövőre 1,4%-ra mérséklődik, a fogyasztói hangulat mélypontra süllyedt. A GDP számla szerinti export a 2018. évi 4%-ról 2,2-2,5%-ra lassul. Az import bővülési üteme erőteljesebb lesz, ebből következően a nettó export negatív egyenlege fékezi majd a növekedést. Az USA a világ legeladósodottabb országa, az adósság szintjét tekintve (22,1 ezer milliárd dollár). Az államháztartás az elkövetkező években is jelentős hiányt produkál majd, és az államadósság folyamatosan emelkedik. Becslések szerint 2020-ra eléri a GDP 87%-át, ami előbb-utóbb korrekciós intézkedéseket kényszerít ki. A hosszabb távú jövőre nézve még borúlátóbb prognózisok kerültek nyilvánosságra: az amerikai Kongresszus Költségvetési Hivatalának (CBO) nemrég ismertetett előrejelzése szerint 2049-re az államadósság a hazai össztermék (GDP) 144 százaléka lesz. Jelenleg az arány 78 százalék, 2029-re várhatóan 92 százalék lesz.²

Az Egyesült Államok vonatkozásában tehát meglehetősen vegyes gazdasági helyzetkép alakult ki. Miközben a főbb makrogazdasági mutatószámok – főleg európai összehasonlításban – nem olyan rosszak, addig az előrejelzők egy része (Morgan Stanley, Goldman Sachs) már a recesszió jeleit véli felfedezni. A szakértők leginkább az amerikai-kínai kereskedelmi feszültség, illetve az amerikai-mexikói konfliktus élesedésére vezet vissza pesszimista jóslatait. Az amerikai piac rengeteg szállal fűződik a kínai gazdasághoz, az ázsiai ország számtalan amerikai cég beszállítója, az amerikai termékek számára óriási piacot jelent Kína. A kereskedelmi kapcsolatok gyors romlása azt eredményezheti, hogy igen sok amerikai cég beszállítói lánc megszakadhat, ezek kiépítése pedig sok időt venne igénybe, miközben az amerikai cég eladásai megnehezülnének a kínai piacon. Minden amerikai büntető intézkedés kínai retorziót vált ki, így viszonylag hamar lelehet rombolni az USA számára eddig oly

² <https://www.portfolio.hu/gazdasag/felrobbanhat-az-amerikai-allamadossag.329029.html>

értékesnek számító gazdasági kapcsolatokat. A feldolgozóipari teljesítményt illető májusi adatok kedvezőtlen képet sugallanak: a feldolgozóipari beszerzési index 10 éves mélypontra süllyedt, és félt, hogy a vállalatok termelés-csökkentésre és létszámleépítésre kényszerülnek. Az idén májusban az amerikai részvénypiacon is jelentős turbulenciák voltak megfigyelhetők, szakértők az idei év legrosszabb hónapjaként értékelik. A jövőre nézve egy további veszélyforrás lehet, hogy – becslések szerint – az amerikai magánháztartások jobban el vannak adósodva, mint a 2008. évi válság előtt; megváltozott kamatkörnyezetben hosszabb távon ez is kedvezőtlen folyamatokat indíthat el. A vállalatok adósságállománya szintén emelkedett az utóbbi időben, s a legfrissebb becslések további jelentős növekedéssel számolnak a következő két évben, ami fokozza a vállalati szektor sérülékenységét. A FED Nyíltpiaci Bizottságának júniusi döntése alapján 2,25-2,5%-on hagyták az irányadó kamatot; a kamatdöntést megelőzően élénk spekuláció indult meg egy esetleges kamatvágással kapcsolatban. Ez nem következett be, de, hogy ilyen jellegű várakozások egyre gyakrabban felbukkannak, jelzi, hogy az amerikai gazdaság állapota távolról sem olyan robusztus, mint ahogyan korábban gondolták.

15. ábra: Bizonytalan amerikai konjunkturális kilátások



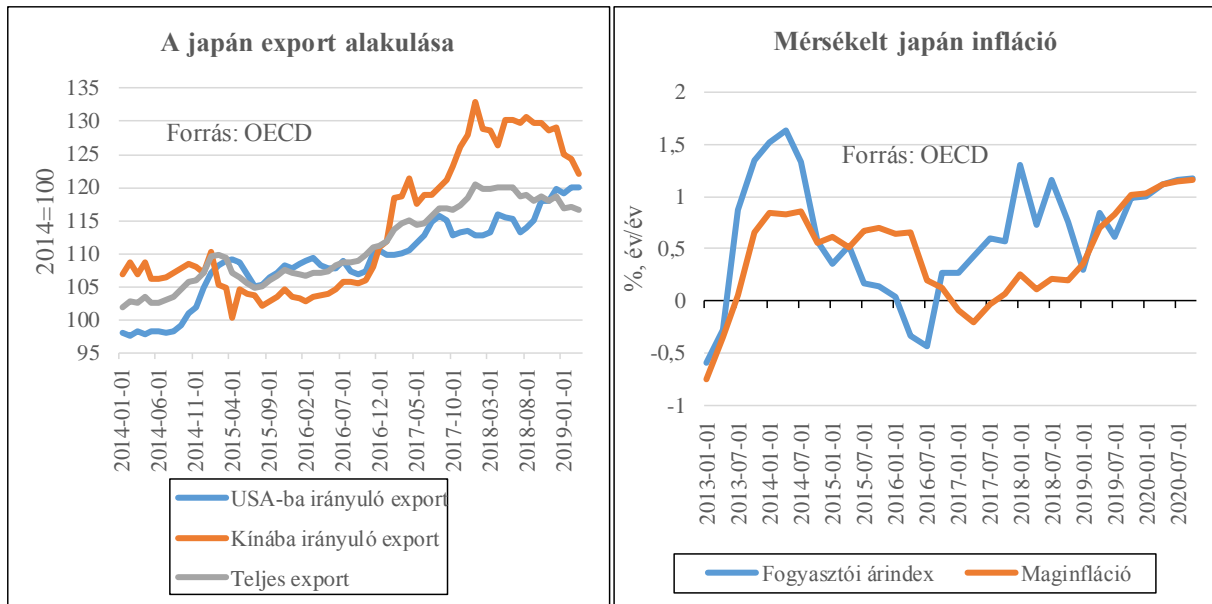
1.5.2. Japán

A japán gazdasági növekedés továbbra is mérsékelt marad. A prognózisidőszakban 0,7% körüli GDP bővülésre lehet számítani. (2018: 0,8%) A növekedés egyik legfontosabb fékje a Kínába irányuló export mérséklődése. Ez az egész export alakulását meghatározza: míg 2017-ben a GDP számla szerinti export 6,8%-kal bővült, addig tavaly már csak 3,1%-kal, míg az idén 1,4%-os csökkenés várható. Az általános munkaerő- és kapacitáshiány a béreket – még ilyen kedvezőtlen feltételek közepette is – felfelé nyomja, s kényszerből a beruházások is (noha csökkenő dinamikával), de bővülnek. (2019: 2,3%, 2020: 1,4%). A japán gyárilap új megrendelése az utóbbi

három leggyorsabb ütemével csökkentek, jelezve, hogy a kínai kereslet lassulása visszafogja az export-vezérelt japán gazdaság teljesítményét.

Az infláció mérsékelt marad: az idény 1% alatti áremelkedésre lehet számítani, jövőre kismértékben 1% fölért. A 2% körüli munkanélküliségi ráta is jelzi, hogy nagyon nagy a munkaerőhiány Japánban.

16. ábra: Lassuló export, mérsékelt infláció Japánban



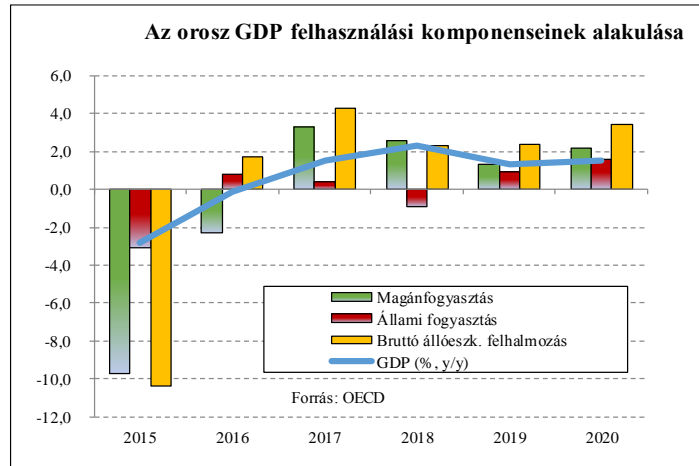
A monetáris politika továbbra is extrém expanzív kurzust követ, negatív tartományban tartva az irányadó kamatozatokat. A költségvetési politika egyfajta kényszerpályán van. Az államadósság a GDP 226%-ára rúg, ami csak azért finanszírozható, mert a belfölddel szemben halmozódott fel. A jegybank a mennyiségi lazítás jegyében rendkívül nagymennyiségű (a GDP 85%-ának megfelelő) állampapírt vásárolt fel, és a 10 éves állampapírok hozamát 0% körül tartja, ezzel is hozzájárulva a hatalmas államadósság finanszírozhatóságához. A fenntarthatóság érdekében – a lanya konjunkturális helyzet ellenére – a fogyasztást terhelő adók emelésre kerül sor. A másik nagy probléma a lakossági korfa: az előregedő lakosság nyugdíjigényének fedezése az államháztartást rendkívüli módon megterheli. A rendszerszintű kockázatok mérséklése érdekében olyan strukturális reformokra van szükség, amelyek segítségével növelni lehet a termelékenységet, illetve bővíteni a munkaerőkínálatot. Ez utóbbi érdekében a japán kormány 2019-24 között 345 ezer külföldi munkaerőt kíván letelepíteni az országban, hogy a legfontosabb szektorokban csökkentse a munkaerőhiányt.

1.5.3. Oroszország

Az orosz gazdasági növekedés továbbra is gyenge marad. A tavaly megindult enyhe élénkülés (amely meghaladta a várakozásokat) hamar alábbhagyott. A tavalyi élénkülés is inkább egyedi tényezők hatását tükrözte: az olajárak átmeneti emelkedése, a FIFA világ kupa szervezése, illetve egyedi nagyberuházások segítették a növekedést.

A növekedés motorja a belső kereslet volt. A GDP az idén 1,3%-kal, jövőre 1,5%-kal bővíülhet. A belső kereslet és az import gyengülése következtében a nettó export a növekedés legnagyobb támasza.

17. ábra: Lassuló növekedés, tartalékok nélkül Oroszországban



Különösen az ipari termelés veszített dinamikájából, a februári feldolgozóipari beszerzési menedzserindex stagnálásközeli állapotra utal. A növekedést fékezi az év elején bevezetett 2 százalékpontos értéktöbbletadóemelés. Az immár 20%-os értéktöbblet adó, illetve a gyengülő rubel felfelé nyomják az inflációs rátát, ami a jegybankot arra kényszerítette, hogy tavaly decemberben kamatot emeljen. Az OPEC-el kötött megállapodás értelmében a nyersolajtermelés visszafogása szintén fékezi a növekedést. A nyersolajár alakulása jelentősen befolyásolja a kormány pénzügyi mozgásterét. Általában jellemző, hogy hiányoznak azok az új kapacitások, amelyek egy dinamikusabb növekedés alapjait szolgálhatnának, és a szükséges szerkezeti reformok is váratnak magukra. A külföldi tőke továbbra is óvatos, pedig e nélkül nem várható tartós dinamikus növekedés. A munkanélküliség viszonylag alacsony, de a növekedésslassulás változtathat ezen a tendencián.

Az infláció valamelyest gyorsul 4-4,8% között mozog majd. Az orosz jegybank szigorú monetáris politikájának köszönhetően a korábbi nagyon gyors infláció elkerülhető, s a jegybank vissza tudott térni egy semleges monetáris politikához. Az irányadó kamatrátá jelenleg is viszonylag magas (7,75%), de a jegybank óvatos marad, mert csak így tudja az árak és a rubel árfolyam viszonylagos stabilitását biztosítani.

Az államháztartás helyzete kiegyensúlyozott: a tavalyi 1,5%-os GDP arányos deficit az idén többletbe váltott át, lehetőséget adva a kormánynak nagyobb infrastrukturális projektek megvalósítására.

Az országgal szemben alkalmazott gazdasági szankciók szintjén fékezik a növekedést. Az Európai Unió 2014 márciusa óta több lépésben vezetett be korlátozó intézkedéseket Oroszországgal szemben. Az EU egy évvel, 2020. június 23-ig meghosszabbította a Krím és Szevasztopol jogellenes annektálása nyomán Oroszország ellen hozott, uniós állampolgárok és uniós székhelyű vállalkozások orosz

kapcsolataira vonatkozó korlátozó intézkedések hatályát. A szankciók értelmében tilos a Krím félszigetről vagy Szevasztopolból származó termékek uniós behozatala. Tilos a Krímbe és Szevasztopolba irányuló beruházás, amely azt jelenti, hogy európai állampolgárok és uniós székhelyű vállalkozások nem vásárolhatnak egyebek mellett ingatlant a Krím-félszigeten, továbbá nem finanszírozhatnak krími vállalkozásokat, illetve azok számára nem nyújthatnak kapcsolódó szolgáltatásokat. Tilos turisztikai szolgáltatásokat nyújtani a Krím és Szevasztopol területén, így például európai kirándulójárok csak vészhelyzet esetén köthetnek ki a félszigeten. Tilos továbbá a közlekedési, távközlési és energiaágazatban használatos, valamint a kőolaj, a földgáz és az ásványi anyagok kutatásához, feltárásához, illetve kitermeléséhez szükséges bizonyos termékek és technológiák exportja krími vállalkozások részére vagy a félszigeten történő felhasználás céljából. A tilalom az ezeket az ágazatokat kiszolgáló infrastruktúrához kapcsolódó technikai segítségnyújtásra, brókertevékenységre, valamint építési és mérnöki szolgáltatásokra is vonatkozik. Az Európai Unió 2019 júniusi csúcstalálkozóján döntöttek arról, 2020. január 31-ig meghosszabbításra kerüljenek azok a korlátozó intézkedések, amelyek értelmében korlátozzák egyes orosz bankok és vállalatok hozzáférését az európai tőkepiachoz, valamint tiltják a fegyverek és a katonai jellegű végfelhasználásra szánt kettős rendeltetésű termékek, továbbá bizonyos energetikai technológia exportját Oroszországba.

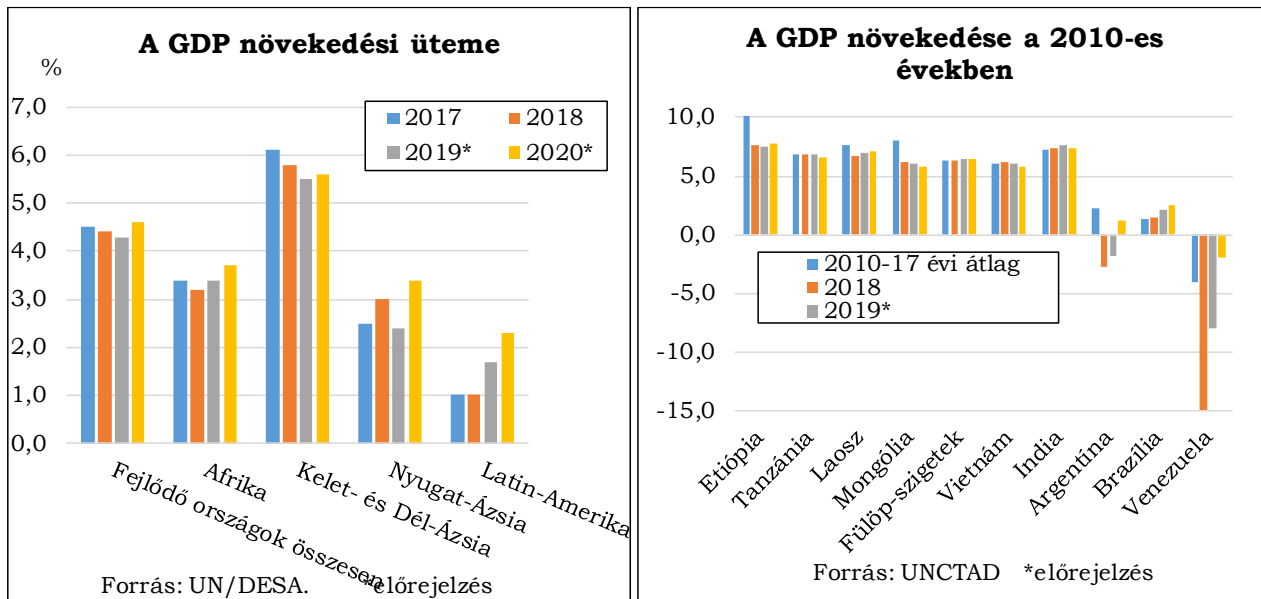
1.5.4. Fejlődő országok

A fejlődő országok összesített GDP-je 2018-ban is a világátlagot meghaladó ütemben, 4,4%-kal nőtt. Mindazonáltal számos olyan ország van, ahol az egy főre jutó GDP 2016 óta stagnál, vagy éppen csökkenőben van. A föld lakosságának 20%-a ilyen országokban él. Továbbá a gyorsan növekvő gazdaságú országokban is igen nagy a különbség az iparosodott városi és a perifériákon élő lakosság életszínvonala között.

A korábban megfigyelhető tendenciákhoz képest meglepő, hogy a 2010-es években a harmadik világ leggyorsabban növekvő régióját a kelet-afrikai országok alkotják. Közülük is kiemelkedő eredményei vannak a több mint százmilliós lakosságú Etiópiának, de Tanzánia és Kenya teljesítménye is figyelemre méltó. Bár egyelőre még mindig a mezőgazdaság a legfontosabb ágazat a térség országaiban a gyors növekedést elsősorban az építőipar, a kereskedelmi, közlekedési és az infokommunikációs infrastruktúra fejlesztése generálja.

A kelet- és délkelet-ázsiai országok közül az utóbbi években főleg a globális termelési és értékesítési hálózatokba később bekapcsolódott, a pionírokénál is olcsóbb munkaerővel és/vagy értékes nyersanyagokkal rendelkező országok értek el kiugróan jó gazdasági teljesítményeket. Jellemző rájuk, hogy szoros szálakkal kötődnek a kínai gazdasághoz, ezért amennyiben a világkereskedelemben tovább erősödik a protekcionizmus, rövidtávon minden bizonnyal súlyos problémákkal szembesülnek majd. Ugyanakkor néhány év múlva az olcsó tömegáruk előállítását illetően akár Kína helyébe is léphetnek. Erre elsősorban a Fülöp-szigeteknek, Vietnámnak, Laosznak és Kambodzsának vannak esélyei.

18. ábra: Dinamikus növekedés a fejlődő országokban



Az indiai gazdaság hosszú évek óta tartó 7% feletti növekedése az egyre élénkebb magánfogyasztás mellett olyan gazdasági reformoknak köszönhető, mint például a két éve bevezetett egységes áru- és szolgáltatásértékesítési adórendszer (GST), ami átláthatóbbá és „fehérebbé” teszi a folyamatokat. Továbbá mostanra érnek be az új gazdaság térnyerésének és ennek kapcsán a globális hálózatokba történő bekapcsolódásuknak a gyümölcsei is.

Latin-Amerikában az elmúlt öt évben stagnált az egy főre jutó GDP értéke, s több országban már évek óta tart a gazdasági visszaesés időszaka. A legsúlyosabb helyzetben Venezuela van, ahonnan az éhínség és a kilátástalanság elől milliók menekülnek el a környező országokba, s ezzel az ott élők életkörülményeit nehezítik tovább. Úgy tűnik, az IMF-fel kötött újabb egyezmény sem segít a permanens adósságválsággal küzdő Argentínán, s Brazília is csak apró lépésekkel képes kilábalni történelme leghosszabb ideig tartó recessziójából.

1.5.4.1. A fejlődő országokba irányuló működőtőke szerepe

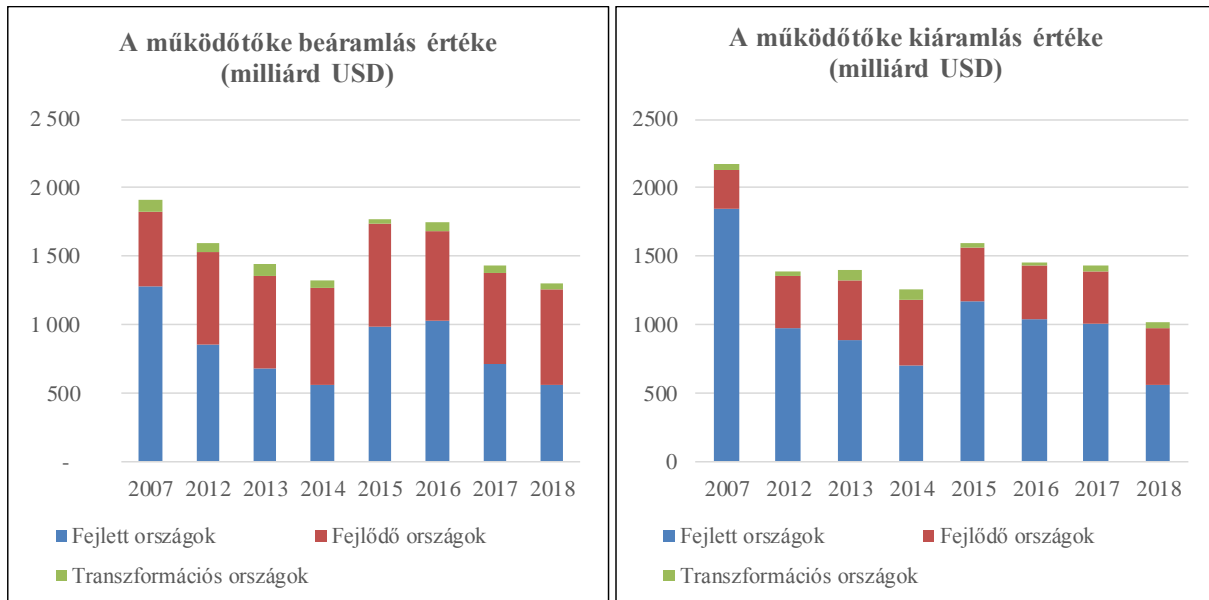
Figyelemre méltó jelenség, hogy miközben a közvetlen működőtőke (FDI) áramlás 2018-ban világviszonylatban 13 százalékkal csökkent, a fejlődő országokba irányuló FDI az előző évi értékéhez képest 2 százalékkal nőtt. A világgazdaság történetében először, több működőtőke áramlott a harmadik világba, mint a fejlett és a transzformációs országokba együttevén. Míg 2017-ben a világ teljes FDI beáramlásából a fejlődő országok 46, addig 2018-ban, az UNCTAD szakértőinek számításai szerint³, 53 százalékkal részesedtek.

Annak ellenére, hogy 2018-ban számottevő mértékben, az előző évi 277 milliárd dollárról 252 milliárdra csökkent az oda beáramló FDI összege, még mindig

³ World Investment Report 2019 - https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019_overview_en.pdf

toronymagasan az USA vezeti a közvetlen működőtőke befogadó országok listáját. A második helyen 139 milliárd dollárral Kína, a harmadikon 116 milliárddal Hongkong található. Tavaly fordult elő először, hogy ez a két, tulajdonképpen egynek számító ország együttesen több FDI-t fogadott be, mint az USA. (A lista negyedik helyén Szingapúr, az ötödik helyen Hollandia állt 2018-ban.)

19. ábra: A működőtőke áramlás alakulása



Az FDI áramlás lassulásában, időnkénti visszaesésében hosszútávon ható strukturális változásoknak is komoly szerepük van. A globális termelési és ellátási rendszerekben egyre nagyobb az immateriális tényezők szerepe. A kézzelfogható, hagyományos termelőeszközök, alkatrészek és anyagok egyre kisebb részét teszik ki az áruk és szolgáltatások értékének. Az országhatárokon átívelő termelési és értékesítési folyamatokban ma már az építési, gépi beruházásokban megtestesülő FDI-nál sokkal nagyobb értéket képvisel az a technológiai, szervezési és management tudás, ami a materiális javakat „mozgásba hozza”, vagyis a különféle rendszereket működtető programok, alkalmazások felhasználásáért fizetett szakértői- és jogdíjak, licence díjak. Ahogy a nemzetközi árukereskedelemben már hosszú ideje gyorsabban bővül a szolgáltatások kereskedelme, az utóbbi években úgy szárnyalják túl az immateriális javak vásárlására fordított összegek a működőtőke mozgások értékét.

Egyre nyilvánvalóbbá válik, hogy a működőtőke ki- és beáramlásának alakulásában fontos szerepet játszik az információs és kommunikációs technológia (IKT) fejlődése és térnyerése az élet szinte minden területén. Hálózatának és eszközeinek konvergenciája, mind a felhasználói, mind a szolgáltatói oldalon új helyzetet teremtenek. A hálózati infrastruktúra kiépítése még ösztönzőleg hatott az FDI áramlásokra, de azok az átalakulások, amelyeket a szélessávú internet és a mobil eszközök használatának elterjedése indukált fajlagosan már sokkal kevesebb külföldi beruházásmennyiséget igényelnek. Az ún. digitális multik, a különféle platformok működtetői, az e-kereskedelemben érdekelt cégek és a tartalomszolgáltatók

beruházásainak csak egy töredéke valósul meg külföldön, miközben értékesítésük közel háromnegyede a külpiacokra irányul.

Ráadásul a Big Data jelenségből, valamint a felhő technológia alkalmazásából, a közösségi média térhódításából fakadó lehetőségek átalakítják a hagyományos termelési és értékesítési struktúrákat és ezek a változások fékezőleg hatnak a nemzetközi működőkemozgásokra.

Az FDI beáramlás világszinten a válság óta csupán egy évben, 2015-ben haladta meg az utolsó „békeévben”, 2007-ben regisztrált mennyiségét. Ugyanakkor a fejlődő országokba évtizedünk valamennyi évében a válság előttinél jóval több külföldi működőtőke áramlott be.

A működőtőke kiáramlás vonatkozásában is hasonló tendenciával találkozunk. A fejlődő országokban letelepedett multinacionális cégek a válság előttinél jóval nagyobb mennyiségben ruháznak be külföldön, miközben a fejlett országok vállalatainak aktivitása egyetlen évben sem érte el a 2007 évit. 2018-ban különösen jelentős volt a visszaesés, ami legfőképpen az USA multijainak lázas profitrepatriálásának tudható be. 200 milliárd dollárnyi negatív FDI kiáramlás volt az USA-ból, ami azt jelenti, hogy az újonnan eszközölt beruházásoknál ennyivel többet utaltak haza a külföldön tevékenykedő amerikai cégek profit címén, illetve felszámolásukból fakadóan.

A fejlődő országok FDI kivitelét továbbra is a távolkeleti országok dominálják, ugyanakkor figyelemre méltó Szaúd-Arábia és az Egyesült Arab Emírségek, valamint Törökország előretörése. Az arab cégek különféle high-tech szolgáltatásokba, a törökök elsősorban afrikai infrastruktúra-fejlesztésekben igyekeznek érdekeltségeket szerezni.

2018-ban a világ legnagyobb működőtőke exportőr országa Japán volt, a második Kína, a harmadik Franciaország, s a negyedik Hongkong. A világ FDI értékének 40 százaléka Ázsiából származott. A fejlődő világ multinacionális cégeinek az UNCTAD által felállított 2018. évi százas toplistáján 75-nek az anyacége volt ázsiai.

A fejlődő országok közül az FDI áramlások főszereplője egyértelműen Kína. (Különösen, ha a vele szimbiózisban élő Hongkonggal együtt vesszük számba.) Mind a be-, mind a kiáramlások vonatkozásában messze a legnagyobb súlyt képviseli, s ennek az országnak a teljesítménye határozza meg a fejlődő világra jellemző trendeket. Befogadó országgént már több mint két évtizedes hagyományai vannak, küldőként viszont éppen abban az időszakban érték el látványos eredményeket, amikor a világ a visszaesés, illetve a lassú FDI bővülés időszakát élte. A kínai FDI áramlásokra nem hatott fékezőleg a világgazdasági válság. 2006 óta a beáramló FDI éves értéke a kétszeresére, a Kínából kiáramló működőtőkéké pedig közel a tízszeresére nőtt, és 2016-ban már közel 50 milliárd dollárral több FDI áramlott ki az országból, mint amennyi bement oda. Annak ellenére, hogy az utóbbi két évben megtört a

kiáramlás dinamikája Kínával, mint működőtőke exportőrrel és az általa alkalmazott sajátos eszköztárral a jövőben egyre inkább számolni kell.

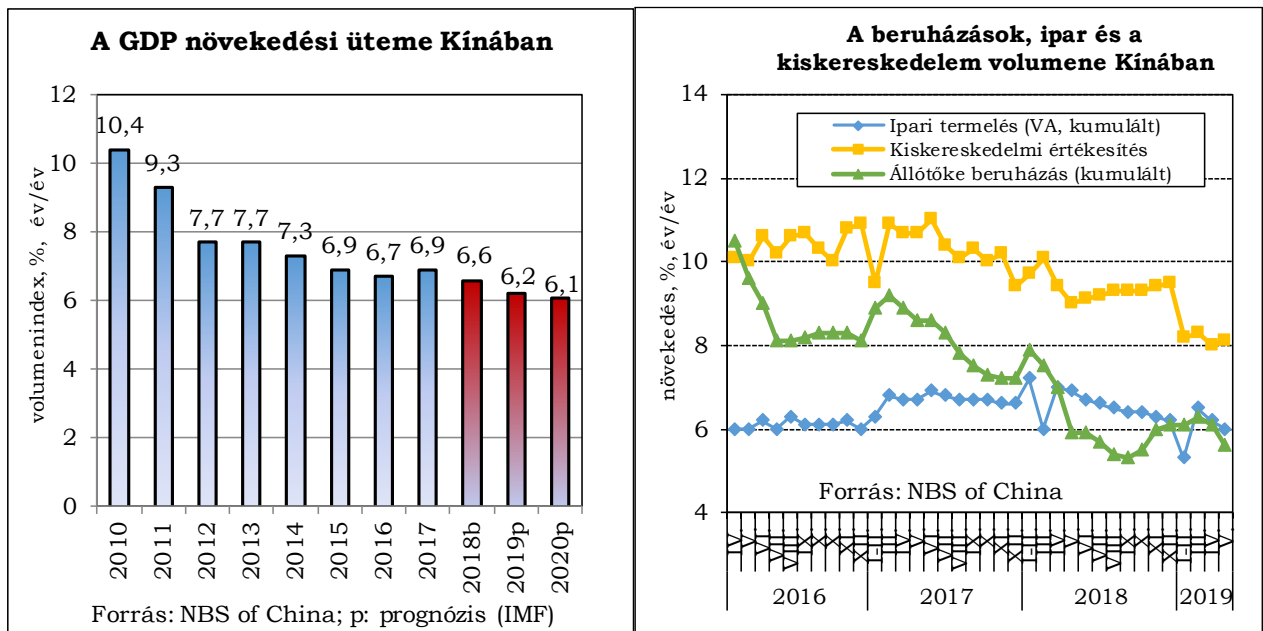
1.5.5. Kína

Annak ellenére, hogy folytatódik növekedésének mérsékelt lassulása, a világgazdaság bővülése még mindig közel egynegyed részben Kína teljesítményének köszönhető. A kínai léptékkal mérve lassú, idén várhatóan 6,2%-os növekedés mögött szerkezeti változások bontakoznak ki, melyek fő mozgatórugója a hazai fogyasztás dinamikus bővülése és a szolgáltatások, különösen az e-gazdaság fejlesztése. Kína meglehetősen nagy nyomás alatt van az Egyesült Államokkal folytatott kereskedelmi háború miatt, azonban publikus gazdasági mutatóin ez egyelőre még csak mérsékeltlen látszik. Az évtizedek óta tartó „egyke” korszak a munkaképes korú lakosság számának csökkenéséhez vezetett, s ez a korlátlanul rendelkezésre álló olcsó munkaerőn alapuló exportágazatokból a magasabb hozzáadottértéket termelő tevékenységek és szolgáltatások irányába történő erőforrás átcsoportosításhoz vezet. Az ipari termelés lassul ugyan, de továbbra is 6% körüli szinten mozog, miközben a kiskereskedelmi forgalom 8% körül stagnál. Nagyobb visszaesést egyedül a beruházási termékeknél lehetett tapasztalni, mivel májusban újra 6% alá esett a termelés, igaz tavaly ősszel is hasonlóan 5,5% körüli szinten állt.

Kína óriási erőket mozgató meg annak érdekében, hogy a belső kereslet bővülését ösztönözze. Az év elején Peking visszavonta az ösztönző csomag egy részét, mivel az USA-val folytatott tárgyalásoknak átmenetileg pozitív eredményei voltak. A várakozások nem váltották be a hozzájuk fűzött reményeket, a beruházások pedig esni kezdtek. A legnagyobb kínai telekommunikációs technológiai vállalat Amerikából való kitiltása, továbbá az EU egyes tagállamainak közbeszerzésekből való kizárása komoly gondot okozhat Kínában. Jelenlegi információk szerint Peking óriási beruházási projekteket tervez annak érdekében, hogy a növekedést fenn tudja tartani. Ezt segíti, hogy a jegybank nem állja útját a yüan gyengülésének, ami tovább enyhíti a nyomást.

A bérek és jövedelmek dinamikus növekedése, az e-kereskedelem világszinten élenjáró mértékű térnyerése keresleti oldalról biztosítja a fogyasztás intenzív bővülését, ugyanakkor egyre súlyosabb veszélyt jelent a lakosság, a vállalkozások és egyes önkormányzatok eladósodása. A különösen vidéken elterjedt ún. árnyékbankok visszaszorítása révén a hitelezés állami csatornába terelése ugyan elősegíti a folyamat ellenőrzését, ugyanakkor a keresletösztönzés céljából foganatosított fiskális intézkedések újabb kölcsönök felvételére csábítják a gazdaság szereplőit.

20. ábra: Lassuló kínai GDP



Világ gazdasági szempontból veszélyes, hogy csökken a kínai folyó fizetésimérleg korábban megszokott markáns aktívuma, sőt a legfrissebb előrejelzések szerint az idei évre csekély mértékű passzívum várható. Ez egyrészt a kiutazó turizmus igen erőteljes növekedésének, másrészt a kereskedelmi mérleg romlásának tudható be. Amennyiben az USA folytatja Kína elleni kereskedelmi háborúját, könnyen azzal találhatja magát szemben, hogy állampapírjait Kína piacra dobja.

Kínának az újjazdaságban elfoglalt erős pozícióját jelzi, hogy a hegemoniáját féltő USA a protekcionizmus arzenálját veti be ellene. Mivel az 5G-s technológiában az USA nem elég versenyképes, a kínaiak zászlóshajójának, a Huaweiinek elsüllyesztésére törekszik. Az OECD szakértőinek számításai szerint, csupán attól, hogy nem sikerül korlátok közé szorítani a két nagyhatalom harcát, a világ GDP-je évente 0,6 százalékponttal csökkenhet az elkövetkezendő 2-3 év folyamán⁴.

3. táblázat: A kínai gazdaság főbb mutatói

	2016	2017	2018	2019*	2020*
	Növekedési ütem, év/év, százalék				
GDP	6,7	6,8	6,6	6,2	6,1
Belföldi kereslet	7,7	5,9	7,5	6,5	6,1
Áru- és szolgáltatás export volumene	1,9	11,0	4,0	1,6	3,6
Áru- és szolgáltatás import volumene	6,3	6,9	8,1	2,8	3,6
Nettó export	-0,7	1,0	-0,6	-0,2	0,1

* Előrejelzés Forrás: OECD

⁴ https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b2e897b0-en/index.html?itemId=/content/publication/b2e897b0-en#_ga=2.205555798.478965478.1559211695-2085572203.1559211693

Bár a fiskális stimulus jó megoldásnak tűnik, hatása csupán átmeneti, a kockázatok pedig továbbra is lefelé mutatnak. A legnyomasztóbb kockázati tényező, hogy az USA lépései kiszámíthatatlanok, ami a globális gazdaságot is nagymértékben fenyegeti. Egyes szakértők felhívták a figyelmet, hogy Kína mintegy 1,1 trillió dollár értékben tart amerikai államkötvényeket, amelyeket szükség esetén piacra tud dobni. Ez a lépés az egész amerikai és globális pénzügyi rendszert destabilizálná, természetesen köztük Kínát is. Éppen ezért nem valószínű, hogy Peking élne ezzel a lehetőséggel, azonban már történtek jelzésértékű lépések, hiszen tavaly szeptember óta időről időre nagyobb mennyiségben jelennek meg amerikai állampapírok a másodlagos piacon. A FED ezeket kénytelen felvásárolni, ami növeli az amerikai inflációt és destabilizálja a dollárt. Félő azonban, hogy már egy tömeges eladási hullámtól való pánik is végig söpörhet a világgazdaságon, elsősorban a felzárkózó államokat gyengítve ezzel.

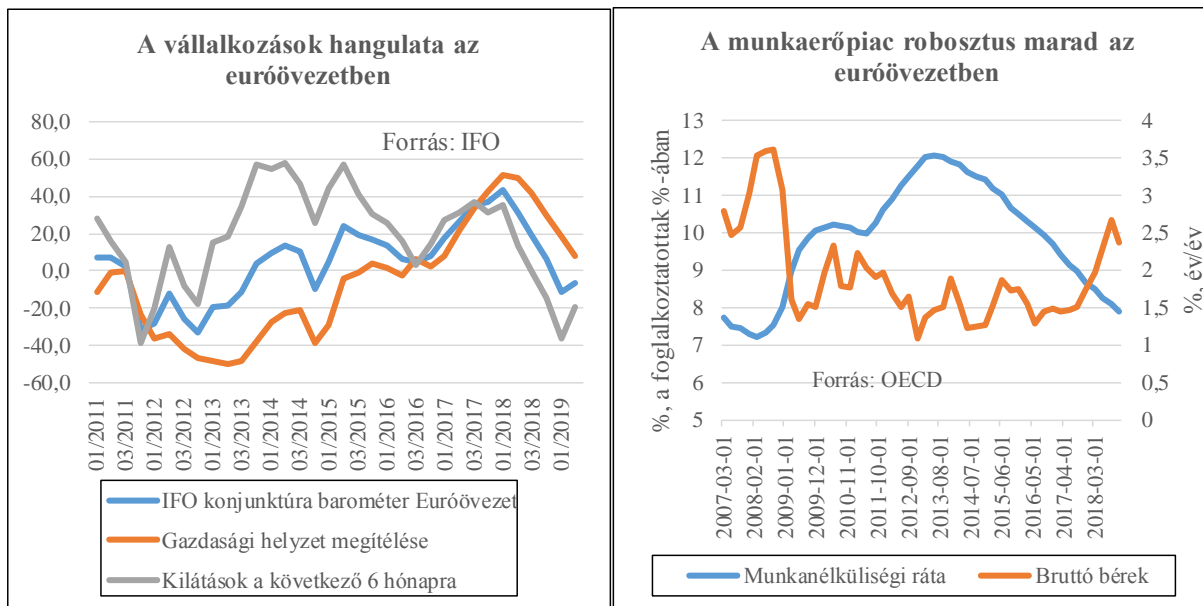
2. Az Európai Unió gazdasága

Az általános lassulás az Európai Unió országait is eléri. A gazdasági növekedés 2018 második felében lassulni kezdett, amiben a kereskedelmi folyamatok kedvezőtlen trendjei, a finanszírozás szigorodásától való félelem, a kereskedelmi háború veszélye, az általános helyzettel kapcsolatos bizonytalanságok mind szerepet játszottak. A feldolgozóipart jellemző általános gyengeség 2019-ben is jellemző maradt. A tavalyi 2%-os GDP bővülés az idei évre mintegy 1,5%-ra mérséklődhet és jövőre sem várható jelentősebb élénkülés. A növekedéslassulás elsősorban az euróövezet nagy országai-ban kialakuló konjunkturális helyzet hatásait tükrözi. Az euróövezeten kívüli országok esetében különösen a brit növekedési kilátások rosszabbodnak. A lassuló tendenciák ugyan a közép-kelet-európai országok körében is megjelennek, de sokkal kisebb mértékben. A romló külpiaci környezet, a Brexittel kapcsolatos bizonytalanságok elsősorban a beruházásokat ássák alá, miközben értelemszerűen az exportra is kedvezőtlen hatással vannak. A növekedés támasza a belső kereslet marad. Az emelkedő bérek, egyes országokban az expanzív fiskális politika a magánfogyasztásra továbbra is ösztönzőleg hat. A változatlanul kedvező finanszírozási környezet valamelyest ellensúlyozhatja, hogy a beruházók várakozásai egyre pesszimistábbra fordulnak. Az infláció továbbra is mérsékelt marad (1,6% körül). És egyelőre a munkapiaci helyzet sem változik jelentősen.

2.1. Növekedési tendenciák az eurózónában, különös tekintettel Németországra és Franciaországra

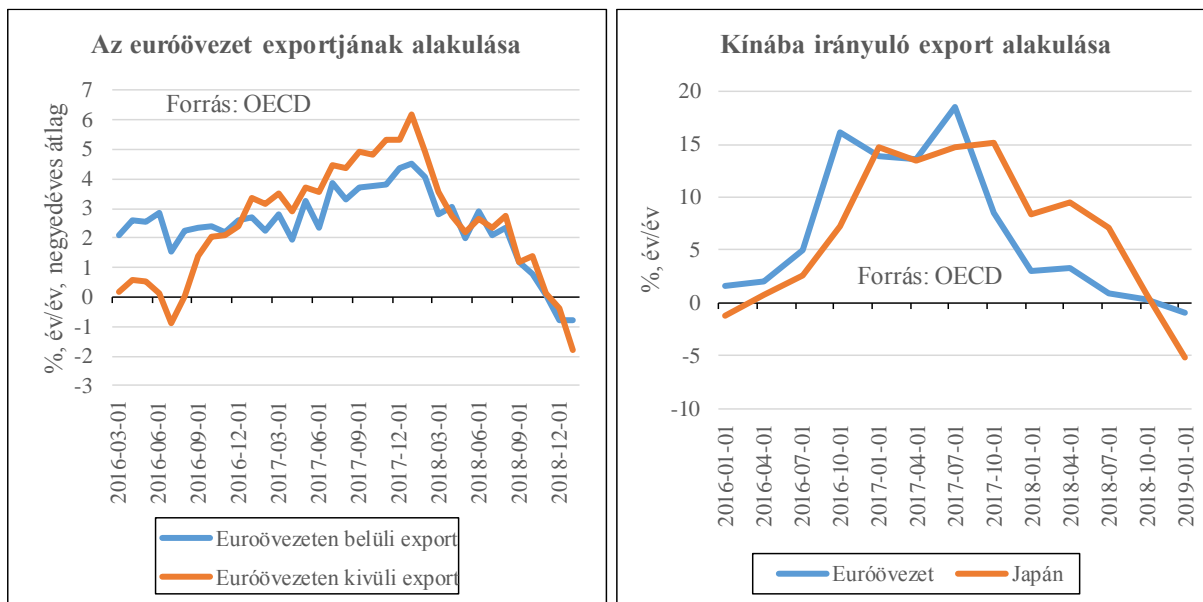
Az *eurózóna* esetében a növekedési kilátások 2018 közepétől pesszimistábbakká váltak. A lassulás ilyen mértéke minden elemzőt meglepett, és elsősorban a világkereskedelmet jellemző kedvezőtlen feltételekre és a feldolgozóipari teljesítmény lanyhulására vezették vissza. Ez utóbbi különösen a nagy országokban jelentkezett, s gyakorlatilag az összes fontos ágazatban (autóipar, járműgyártás, gyógyszeripar, vegyipar, elektronika) megmutatkozott. Az exportteljesítmény különösen az euróövezeten kívüli viszonylatban gyengült, ezen belül is Kína, az Egyesült Királyság és Törökország viszonylatban lassult jelentősen vagy effektíve csökkent a kivitel tavaly. Németország, mint az Európai Unió legnagyobb feldolgozóipari termelője, illetve exportőre, különösen nagy szerepet játszott az említett lassulásban. A német feldolgozóipari termékek iránti kereslet mind belföldön, mind külföldön jelentősen lanyhult tavaly, de a trend az idén sem állt meg, amiben az autóipar mizériája döntő szerepet játszik. A német autóipar problémái erőteljes hatással vannak az autóipari beszállító országokra is. Az autógyártás visszaesése mintegy 0,5 százalékpont GDP veszteséget okozott Németországban, és spill-over hatásai következtében hasonló vagy akár ennél is nagyobb veszteséget Magyarországon, Szlovákiában, Csehországban, illetve ennél valamivel kisebbet Ausztriában, Lengyelországban, Szlovéniában és Romániában. (European Commission [2019]) Az autóipar válsága természetesen az egyéb beszállító ágazatokra (mint gumiabroncsgyártás, fémmegmunkálás, műanyaggyártás) is kihatott.

21. ábra: Romló üzleti hangulat az euróövezetben



A lanyha külpiaci kereslet és a befektetők bizalmatlansága elsősorban a beruházások mérsékelt növekedésében fog lecsapódni. A magánfogyasztás összességében élénk maradhat, tekintve a bérek emelkedő tendenciáira, a továbbra is kedvező munkapiaci helyzetre. A bruttó állóeszközfelhalmozás már az idén is, de különösen jövőre lassul. Az export bővülési üteme már tavaly is jelentős lassulást mutatott, s ez a trend idén is folytatódik. Az áruk és szolgáltatások exportja az euróövezet esetében 2019-ben már csak 2,7%-kal bővül, s túlzott élénkülés jövőre sem várható.

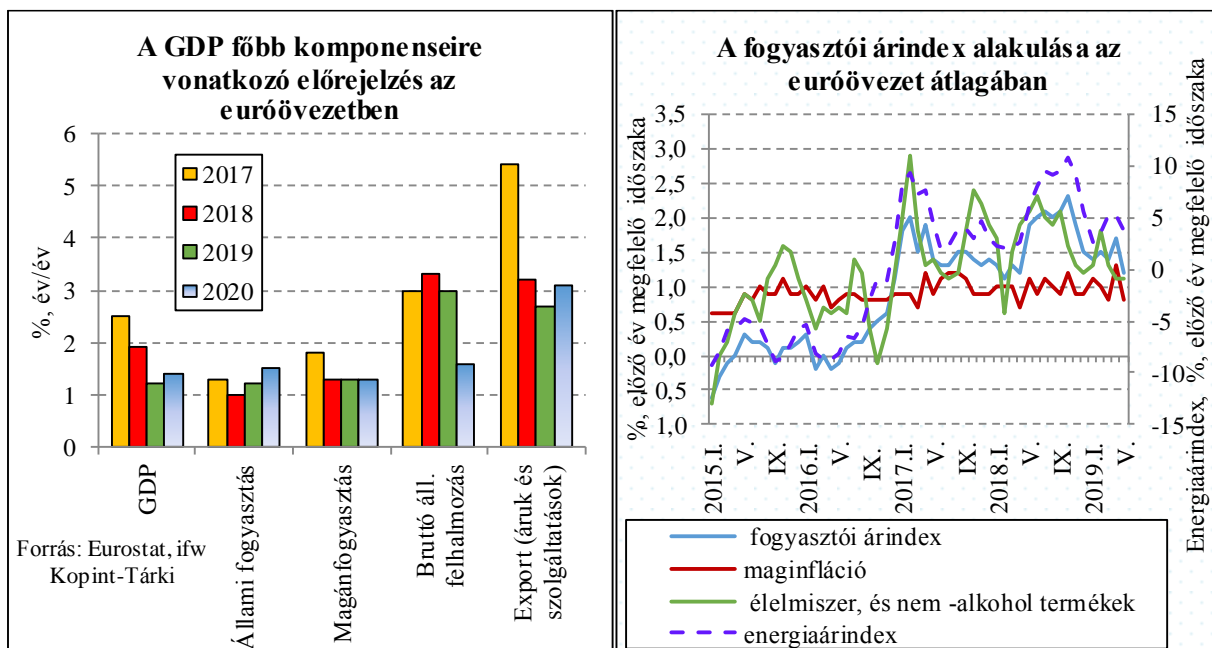
22. ábra: Lanyha külpiaci kereslet



Az infláció csak mérsékelten emelkedik, a maginfláció továbbra is viszonylag alacsony marad: májusban és júniusban 1,2 százalékra csökkent az infláció az euróövezetben az áprilisi 1,7 százalékról. Ez a ráta tavaly április óta a legalacsonyabb.

Az áremelkedés csökkenését elsősorban az energiaárak és a szolgáltatások árának lassabb növekedése magyarázza. Az infláció csökkenése az Európai Központi Bankot is kényszerhelyzetbe hozhatja: a legutóbbi megnyilatkozások szerint, ha nem indul meg az áremelkedés, akkor különféle intézkedéseket helyeznek kilátásba a 2%-os inflációs cél megközelítése érdekében. Ebből következően minden jel arra utal, hogy a monetáris politika az elkövetkező két évben is támogató marad, szigorodás nemigen várható. Összességében a tavalyi 1,8%-os növekedéssel szemben a GDP ráta az idén 1,2%-ot, jövőre pedig 1,4%-ot érhet el az export és a beruházások mérséklődő bővülésének hatására.

23. ábra: Kedvezőtlenebb konjunkturális feltételek, lassú infláció az euróövezetben

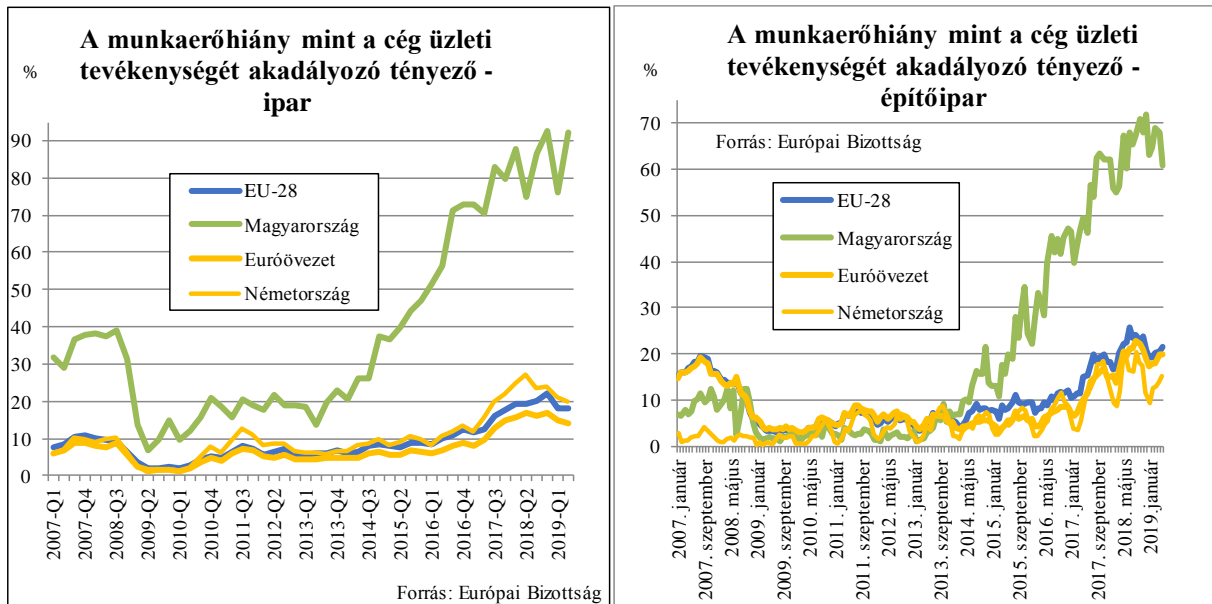


Ismét aktuálissá válik az a kérdés, hogy milyen eszközökkel lehet a növekedést az euróövezet országai között élénkíteni olyan feltételek közepette, amikor a külső helyzet romlik. Az OECD javaslata, hogy azok az országok, ahol az államháztartás viszonylag alacsony – a fiskális politikai eszközei segítségével – élénkíthetnék a beruházásokat, aminek spill-over hatásai más euróövezeti országban is érezhetővé válhatnak. Itt különösen Németországra mutatnak, ahol az államháztartás egyenlege továbbra is pozitív és a fiskális politika elegendő tartalékokkal rendelkezik gazdaságélénkítő akciók finanszírozására. Persze mindez nem, vagy csak korlátozottan segít akkor, amikor a befektetők el vannak bizonytalanodva, a hangulat romlik, és a várakozások egyre pesszimistábbak.

A munkaerőpiacok általában robusztusok Európában. A munkanélküliség – egy-két kivétellel – viszonylag alacsony. A munkanélküliségi ráta az EU-19 átlagában 7% körül mozog, az EU-28 átlagában ennél is alacsonyabb: 6,5%. A munkaerőhiány ugyan mindenütt probléma, de a nagy országokban már csökkenő mértékben. Az euróövezet országai között megkérdőjelezett feldolgozóipari cégeknek csak 14-15%-a tartja a

munkaerőhiányt a legfontosabb növekedést fékező akadállyal, sokkal inkább a kereslet csökkenésére panaszkodnak. Magyarország extrém kivételt képez: itt a megkérdezett feldolgozóipari cégek 92%-a, az építőipari cégek 61%-a tartotta a munkaerőhiányt a legjelentősebb növekedést korlátozó tényezőnek.

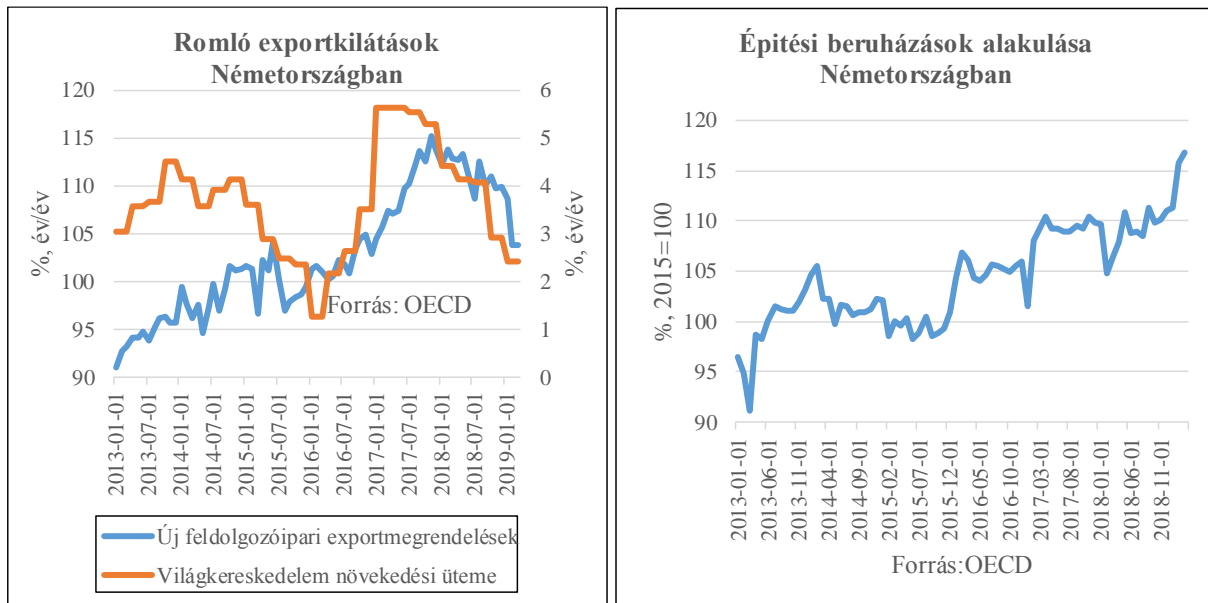
24. ábra: Magyarország kivételével enyhül a munkaerőhiány Európában



A német gazdasági növekedés 2018-ban 1,5%-ot ért el, jóval elmaradva a 2017. évi 2,5%-tól. A lassulás az idén is folytatódik, egyre pesszimistább prognózisok jelennek meg. Az első negyedévben még 0,4%-kal nőtt a GDP az előző negyedhez képest, ami azonban elsősorban az autógyártásban bekövetkezett korrekciónak volt köszönhető. A második negyedévre már stagnálás vagy akár egy enyhe visszaesés rajzolódik ki. Az idei évre előre jelzett 0,5-0,8%-os nagyon mérsékelt GDP bővülés elsősorban annak hatását tükrözi, hogy a fő német exportpiacok kereslete mérséklődött, illetve az autógyártás és a vegyipar nehézségein még nem sikerült úrrá lenni. A Brexittel kapcsolatos politikai bizonytalanságok az üzleti hangulatot lefelé nyomják, egyre inkább lefelé tendálnak a hangulatindikátorok. Az irányadónak számító IFO konjunktúra barométer – egy hónap kivételével – tavaly augusztus óta folyamatosan csökken. Így várhatóan az export lassulása mellett a beruházási javak iránti kereslet is lassul. Az új feldolgozóipari exportmegrendelések dinamikája számottevően lassult. A továbbra is alacsony munkanélküliség és a bérek emelkedése a személyi fogyasztást a következő két évben is magasán tartják, a kedvező finanszírozási feltételek mellett az építési beruházások dinamikusan bővülnek. A nyugdíjak emelése, a családtámogatási eszközök bővülése, a foglalkoztatást terhelő adók mérséklése mind javítják a magánháztartások jövedelmi helyzetét. Ugyanakkor a munkaerőpiacon megjelentek az első olyan jelek, amelyek arra utalnak, hogy a kedvező munkapiaci folyamatok megfordulhatnak. (A betöltetlen állások száma csökkent, kevesebb cég panaszkodik munkaerőhiányra, a munkanélküliek száma nem csökkent tovább, a külpiacon a kereslet alakulása következtében egyre több cég jelzi, hogy munkaerőleépítésre készül.)

Ugyanakkor egyes területeken a speciális szaktudással rendelkező szakemberek hiánya továbbra is jellemző.

25. ábra: Romló exportpiaci kilátások, erőteljes belső kereslet Németországban

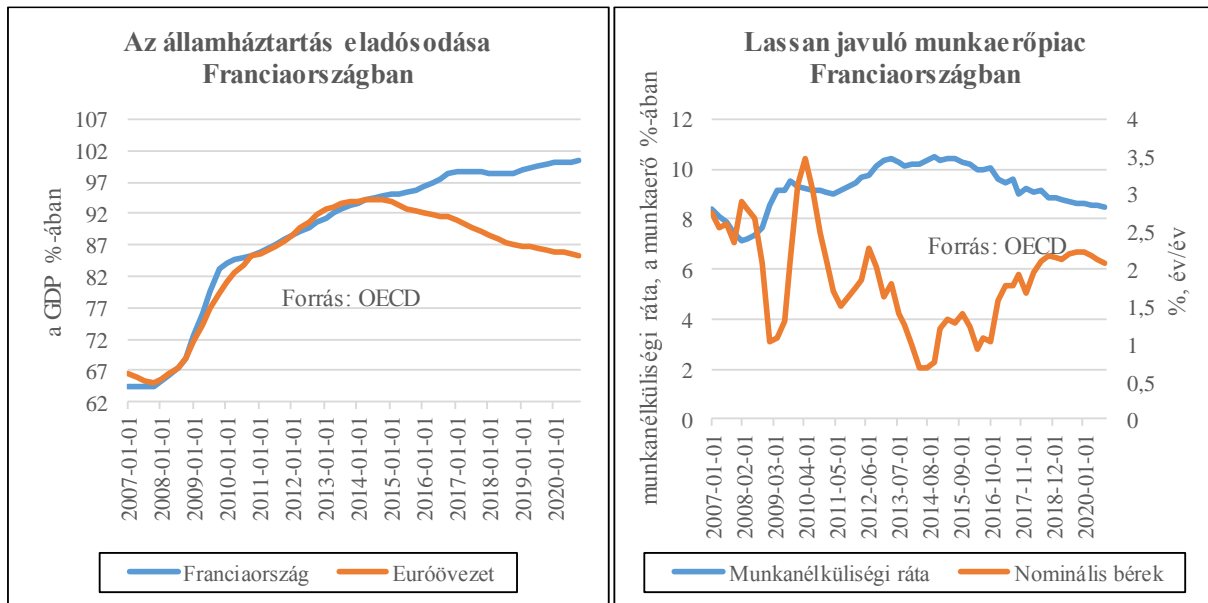


A növekedési kilátások szempontjából az exportorientált Németország számára a legnagyobb kockázatot – a Brexit következményei mellett – kereskedelmi kapcsolatok alakulása jelenti. Az amúgy is jelentős problémákkal küszködő autóiipart a vámok emelése nagyon kedvezőtlenül érintené, és tovagyűrűző hatásain keresztül az egész gazdasági növekedésre kihatna. A szolgáltató szektor szintén lanyha teljesítményt mutat, ugyanakkor az építőiparban a boom tovább folytatódik (Ademmer, M. et al. [2019])

Mind az idén, mind jövőre kicsivel 1% fölötti növekedés várható *Franciaországban*. A növekedés fő motorja a belső kereslet: a magánfogyasztás erőteljes növekedést mutat; a kedvező munkapiaci helyzet és a különböző adócsökkentések kedvezően befolyásolták a jövedelmek alakulását. A munkanélküliség csökkent, a határozott időre szóló, alacsony jövedelmű vagy támogatott állások száma mérséklődött. A magánfogyasztás a következő két évben is robosztus marad, ugyanakkor a beruházási tevékenység a bizonytalan külpiazi kilátások és a romló üzleti környezet hatására kismértékben lanyhulni kezdett. Az állami beruházási tevékenység és a lakásberuházások is egyre mérsékeltebb ütemben bővülnek. A lakáseladások egyelőre még dinamikusak, de a trend bizonytalan. A hitel kondíciók egyelőre kedvezőek, ami a vállalati beruházásokat ösztönzi. Az export szintén lassúbb ütemű bővülést mutat, de egyes szektorokban (hajóépítés, légieszközök) továbbra is nagyon dinamikus a kivitel. A Brexit alakulása, esetleges pénzügyi turbulenciák és a kereskedelmi kapcsolatok feszültségei az export szempontjából lefelé mutató kockázatokat jelentenek. A 2017-ben elindított munkapiaci reformok, adócsökkentések kedvezően befolyásolják az üzleti környezetet, javíthatják az a befektetők hangulatát. Az adócsökkentések a

viszonylag lanya növekedés feltételei mellett az idén 3,2%-ra emelik az államháztartás hiányát és az államadósság is magas, eléri a GDP 100%-át.

26. ábra: Magas adósságállomány Franciaországban

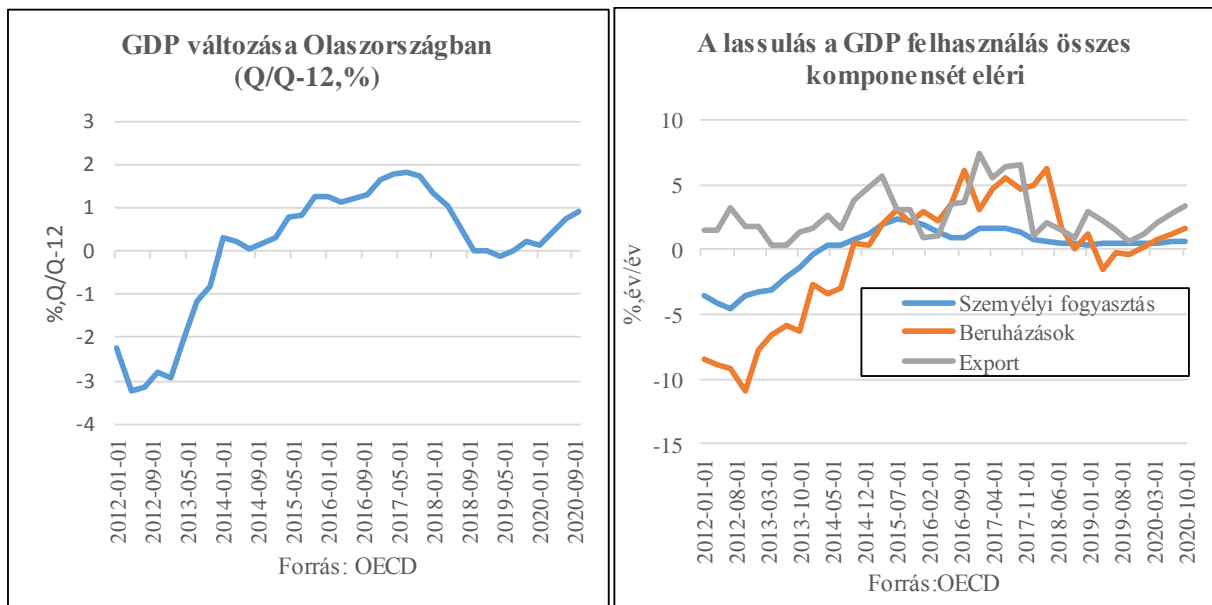


Olaszország az euróövezet harmadik legnagyobb országa. Az olasz gazdaság a globális válság után nagyon nehezen szedte össze magát, a bankrendszer konszolidációja nehezen haladt előre, és azóta is jelentős kételyek vannak az olasz bankrendszer stabilitását illetően annak ellenére, hogy a nem teljesítő hitelek volumene az utóbbi időben lecsökkent és arányuk újra a válság előtti szintre süllyedt. Ebben az is szerepet játszik, hogy a kedvező hitelfeltételek ellenére a nem pénzügyi vállalkozások hitelkereslete az idén számottevően mérséklődött.

A magas munkanélküliség és az államadósság kiemelkedően magas szintje jelentős szerkezeti problémákat tükröznek. Miközben Németországban vagy a kelet-közép-európai államokban a munkaerőhiány okoz gondot, addig Olaszországban még most is 12% körüli munkanélküliségi ráta jellemző. A Maastrichti kritériumok alapján definiált államadósság a GDP 132%-ára rúgott 2018-ban, ami a második legmagasabb volt az EU-ban, és a következő években tovább fog nőni.

A 2017. évi 1,8%-os GDP növekedés már 2018-ban is lelassult, 2018 második felében már technikai recesszióról beszélhetünk, s az idén stagnálás várható. A növekedéslassulás a GDP minden felhasználási komponensét eléri. A lanya külső és belső kereslet következtében a beruházások lassulni kezdtek, s várhatóan visszafogott ütemben bővülnek a következő két évben. Az üzleti hangulat jelentősen romlott. A fogyasztói bizalom is gyengülni kezdett, a magánháztartások takarékoskodni kezdtek, míg a magánfogyasztás üteme számottevően lassult. A termelékenység stagnál, a bérek nem igazán emelkednek, a munkaerőpiaci helyzet rosszabbodni látszik.

27. ábra: Romló konjunkturális helyzet Olaszországban



A lassú növekedés és az expanzív fiskális politika következtében az államháztartás folyó hiánya az idén a GDP 2,4%-át éri el. A tervezett szociális intézkedések, a minimális jövedelem szint újra szabályozása jelentős ellenkezést váltott ki az Európai Bizottság részéről, s a Bizottság az európai szemeszter kapcsán legutóbb közzétett csomagjában adósságalapú túlzottdeficit-eljárás megindítását javasolta Olaszországgal szemben az államháztartási helyzet romlása miatt. A magas államadósság Olaszországot sérülékennyé teszi esetleges kamatkiigazításokkal szemben. A tízéves olasz állampapírokkal szembeni hozamelvárások (2019.04.: 2,69%) jóval meghaladják az euróövezet átlagát (2019.04.: 0,78%).

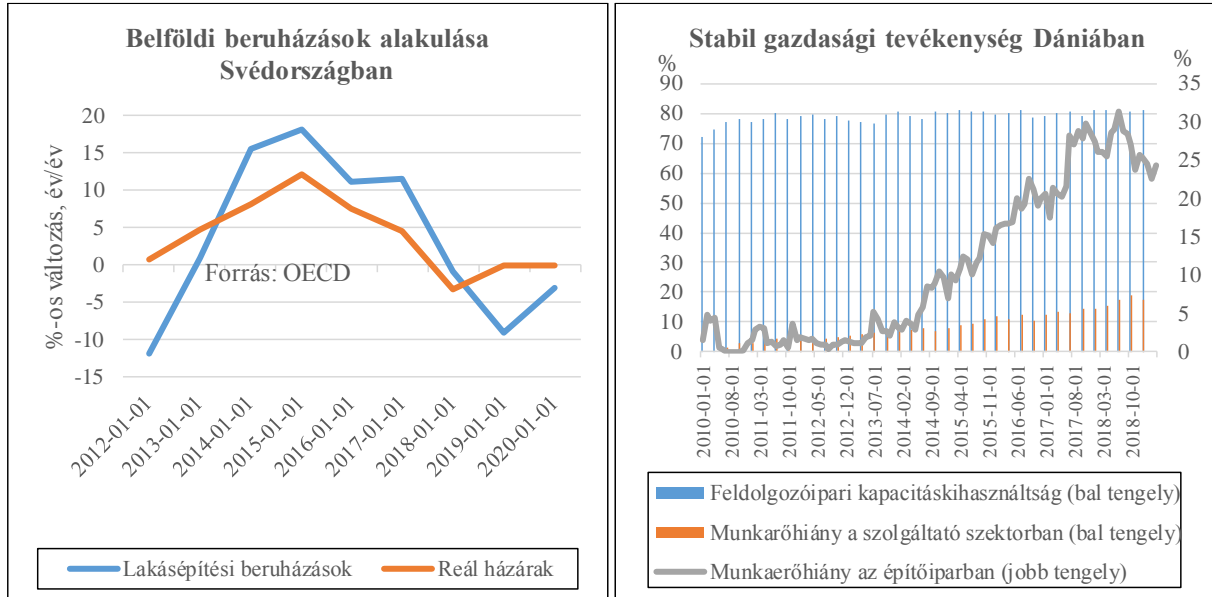
2.2. Az euró zónán kívüli országok gazdasági helyzete

Az euróövezeten kívüli országok⁵ közül *Dániában* a növekedés viszonylag erőteljes marad. A tavalyi 1,4%-os GDP bővüléssel szemben az idén 2,1%-os növekedés várható. A feldolgozóipari kapacitáskihasználtság, illetve a munkaerőhiány alakulását jellemző adatok jelzi, hogy stabil a gazdasági teljesítmény, de nem túlfűtött a gazdaság. Ugyanakkor a termelékenység lassú emelkedése versenyképességi problémákat tükröz. Az emelkedő foglalkoztatottság, a növekvő bérek erősítik a magánfogyasztást, s támasztják az általános növekedést. A beruházási tevékenységen itt is érződik a globális körülmények változása: a tavalyi 5,1%-os beruházási bővüléssel szemben az idén 1,9%-os visszaesés várható, ami jövőre azonban újra erőre kap. A tavaly gyakorlatilag stagnáló export az idén valamelyest megélénkül, az alacsony importnövekedés következtében a nettó export támasztja a növekedést. A tavalyi 0,8%-os inflációs ráta az idén 1% fölé emelkedik, ennek következtében a jegybank továbbra is fenntartja a monetáris expanzió politikáját. Tekintve, hogy a dán korona árfolyama az euróhoz van kötve, a jegybanknak nagyon más választása nem is

⁵ A kelet-közép európai országokról, illetve az Egyesült Királyságról külön fejezetben írunk.

marad. A fiskális politika támogató marad. A termelékenység javítása mellett a gazdaság legnagyobb problémája a magasan kvalifikált munkaerő hiánya bizonyos szektorokban.

28. ábra: Stabil növekedés Dániában, némi lassulás Svédországban



A svéd gazdasági teljesítmény az idén és jövőre is valamelyest lassulni fog: a korábbi 2% feletti növekedési ráták után az idén csak 1,6%-kal bővül a GDP, s jövőre sem várható nagyobb teljesítmény. Akárcsak Dániában, itt is a beruházások visszaesése jelzi, hogy problémák vannak a gazdaságban. A lassulás egyik oka, hogy a korábbi építési boom kifutott, a másik, hogy a globális bizonytalanságok hatására a beruházók inkább kivárnak. A bérek szerényebb ütemű emelkedése visszafogja a magánfogyasztást, illetve a lakásberuházásokat. A munkanélküliség csökkenése várhatóan megáll, mivel a munkaerőkínálat strukturálisan nem követi a kereslet alakulását. A svéd jegybank elkezdte az óvatos kamatemelést, mivel tavaly az infláció elérte a 2%-os célértéket. Tavaly december óta azonban nem nyúlt a kamatokhoz, mivel az infláció újra lassulni kezdett, a növekedési kilátások pedig romlottak.

2.3. A brit gazdaság helyzete, a Brexit körüli bizonytalanságok és azok hatása az európai-, illetve a magyar gazdaságra

Az Egyesült Királyság gazdasági helyzetére és a rövidtávú kilátások alakulására a Brexit körüli bizonytalanságok negatív hatással vannak. A növekedés már tavaly is lelassult (1,4%-ra a 2017. évi 1,8%-ról), s a lassulás az idén tovább folytatódik. A jelenlegi növekedési előrejelzések az Egyesült Királyságra vonatkozóan az idén 1,2%, jövőre 1% körül mozognak. (Ezek az előrejelzések is inkább csak technikai prognózisoknak tekinthetők, tekintve, hogy még mindig nem világos a Brexit menete, így annak gazdasági következményei sem becsülhetők meg.) A reálbérek emelkedése a magánfogyasztást valamelyest támasztja, de ennek ellenére lanyhulás várható. A Brexit körüli bizonytalanság azonban a beruházások vonatkozásában egyre mélyebb nyomott hagy. Tavaly egész évben csökkent a brit gazdaságban végrehajtott

beruházások értéke, ami példátlanul számíthat nem recessziós időszakokban. Az állam fiskális intézkedések segítségével próbálja fékezni a növekedéslassulást és ellensúlyozni a befektetői bizonytalan hangulatot. Ennek ellenére bruttó állóeszközfelhalmozás a tavalyi stagnálást követően az idén már visszaesik, és a GDP számla szerinti export is gyakorlatilag stagnálni fog. Jelentősebb változás jövőre sem várható. Az infláció a jegybank 2%-os célértéke körül mozog, a bizonytalan hangulat és a kedvezőtlen gazdasági kilátások következtében a jegybank nem nyúl az irányadó kamathoz, amely tavaly augusztus óta 0,75%-on áll. A folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 4,5%-ára emelkedett, az export lassabb ütemben bővül (különösen az autóiipari export esett vissza), mint az import, a font leértékelődése pedig a cserearányokat rontja. Egy megállapodás nélküli Brexit a kockázatokat mindenképpen növeli. Egy ilyen szcenárió különösen a pénzügyi szektorban okozna jelentős turbulenciákat.

A brit munkaerőpiacon egyelőre még nem látszanak ezek a feszültségek. A foglalkoztatási ráta 78,7%, a munkanélküliségi ráta 4%-on van. A Brexittel kapcsolatos további kérdés, hogy az Egyesült Királyságban foglalkoztatott külföldi munkaerő sorsa a továbbiakban hogyan alakul majd.⁶

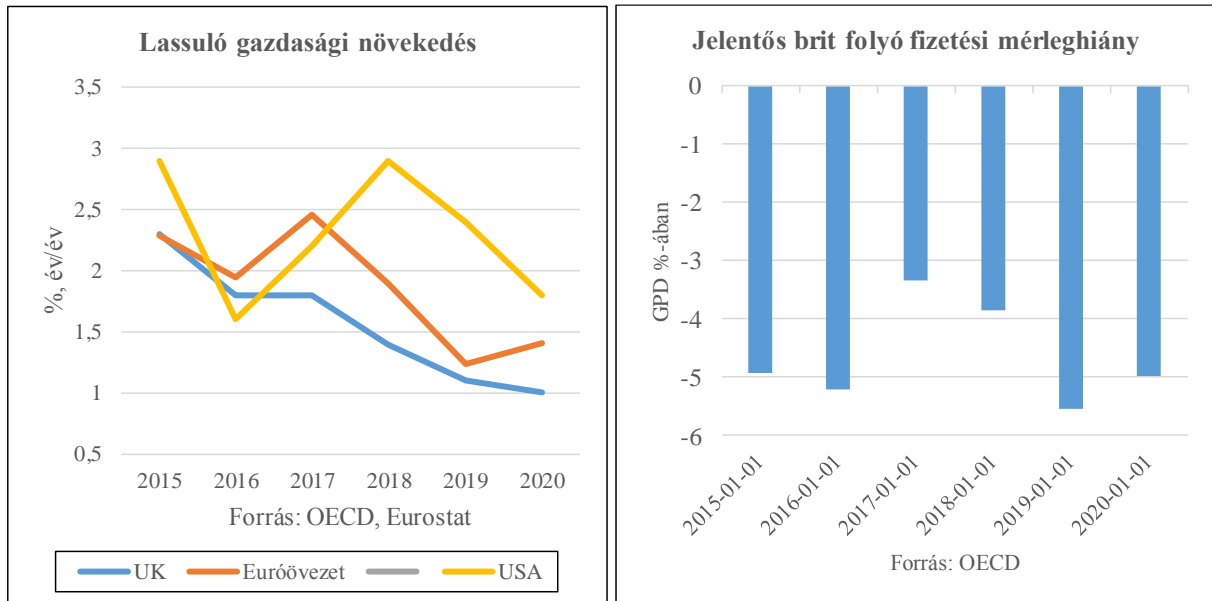
Májusban minden várakozáson alul teljesített a brit feldolgozóipar, ami a külső kereslet lassulásával és a Brexittel kapcsolatos bizonytalansággal van összefüggésben. A BMI 49,4 pontra csökkent az áprilisi 53,1 pontról, és az irányadónak tekintett 50 pontos határ alá került. Ilyen gyenge brit feldolgozóipari BMI-t 2016 júliusa, vagyis a Brexit-népszavazást követő hónap óta nem tapasztaltak az Egyesült Királyságban. A brit gazdaságban végrehajtott beruházások értéke elindult lefelé, és mind a négy tavalyi negyedévben folyamatosan csökkent. Recessziós időszakokon kívül még nem volt példa a beruházások ilyen hosszú folyamatos visszaesésére a brit gazdaságban. A Brit Iparszövetség (CBI) nyilatkozata szerint a szövetség tagvállalatainak 80 százaléka máris halasztja, sőt törli nagy-britanniai beruházásait a Brexit-folyamat bizonytalanságai miatt. Az iparszövetség vezetője szerint a megállapodás nélküli Brexit gazdasági válságot okozna Nagy-Britanniában.

A brit kilépés közvetlen és közvetett hatásai Európa más országaiban is nyomott fog hagyni. Németország számára az Egyesült Királyság az ötödik legfontosabb export partner (2018), amelyre az export 6,2%-a jut. A brit referendum óta folyamatosan csökken az ideirányuló német kivitel, amit a bizonytalanságok mellett a font leértékelődése is magyaráz. Különösen a német gyógyszeripar, illetve az autógyártás sínylették meg ezeket a folyamatokat. 2015-18 között az Egyesült Királyságba irányuló német gyógyszeripari export 40%-kal, az autóiipari export 20%-kal csökkent. A Deutsch-Britische Industrie und Handelskammer felmérése szerint a megkérdezett német vállalatok 41%-a a kilépést követően súlyos gazdasági visszaesésre számíthat az Egyesült Királyságban, és a várható kereskedelmi korlátozások, adminisztratív akadá-

⁶ Ezzel kapcsolatban a legújabb információ: miszerint a brit kormány döntése alapján azok a külföldi EU-polgárok, akik törvényesen és életvitelszerűen Nagy-Britanniában laknak, a brit EU-tagság megszűnése (Brexit) után is maradhatnak az országban, és érvényben maradnak jelenlegi jogosultságaik is, de letelepedett státusért - vagyis meghatározatlan időre szóló tartózkodási engedélyért - kell folyamodniuk a brit belügyminisztériumhoz.

lyok, illetve árfolyamingadozások jelentősen növelik majd az üzleti kockázatokat. Különösen az Egyesült Királyságban letelepedett vállalatok aggnak a jövő miatt.

29. ábra: Lassuló növekedés az Egyesült Királyságban



A japán cégek még sokkal pesszimistábbak, mint az európaiak. Japán az EU piac kapujának tekintette Nagy-Britanniát, ezért a japán cégek egy része már elkezdte áttenni székhelyét más EU országba. Japán ma az Egyesült Királyság tizedik legfontosabb kereskedelmi partnere, évente 13,7 milliárd font értékben importálnak japán termékeket, a Nagy-Britanniában működő mintegy ezer japán cég hozzávetőlegesen 140 ezer embert alkalmaz. A japán működőtőke-befektetések értéke a brit gazdaságban csaknem 47 milliárd font. A brit autógyártás fele a japán cégeken múlik. Mindeközben részben elindult a japán cégek kivonulása a szigetországból. A Mitsubishi UFJ bank például már bejelentette, hogy Londonból Amszterdamba helyezi át a székhelyét. Más cégek Frankfurtot szemelték ki új központjuknak, a Nissan pedig mindjárt a 2016-os népszavazás után jelezte, hogy kivonul, amennyiben a brit kormány nem tudja garantálni a versenyképességet a brexit után.

A kilépést követően a brit pénzügyi szektor is súlyos problémákkal fog szembenézni. London, mint európai pénzügyi központ elveszti közvetlen hozzáférését az európai pénzügyi piacokhoz: a pénzügyi szolgáltatások exportja, ami az egyik legfontosabb brit exportcikk, döntően az Európai Unióba irányul. Ennek a piacnak az elvesztése, vagy a piacra jutás korlátozása az amúgy sem kicsi folyó fizetési mérleg hiányt jelentősen megnövelné. Az európai pénzügyi piacokhoz való közvetlen hozzáférés elvesztése azt jelentené, hogy a brit pénzügyi szolgáltatók új feltételekkel új leányvállalat-hálózatot lennének kénytelenek kiépíteni Európában, aminek jelentős költség- és befektetési vonzatai lennének.

Az Egyesült Királyság kilépésének feltételei továbbra sem tisztázottak. Hogy a legújabb, őszi határidő hoz-e valami konkrét eredményt, azt egyelőre nem lehet még tudni. Ebből következően a következmények vonatkozásában is csak találgatás zajlik.

A legutóbbi hírek szerint mind az uniós intézmények, mind a tagállamok vezetői kizárják, hogy újranyissák és újratárgyalják a brit EU-tagság megszűnésének feltételrendszerét rögzítő, az Európai Unióval novemberben elért megállapodást. A konjunkturális kilátások szempontjából ez a bizonytalanság a legrosszabb, ez fogja vissza a befektetőket, hiszen nem tudják, mire kell készülni, mihez próbáljanak alkalmazkodni. A kiváró taktika, illetve a feltételek nem ismerése következtében hozott elhamarkodott döntés egyaránt káros, egyaránt fékezi a növekedést külföldön és belföldön egyaránt. A brit gazdaság erős európai integráltsága következtében a kedvezőtlen spill-over hatások Európa szerte érezhetőek lesznek.

Ma még nehéz megállapítani, hogy a Brexit milyen hatással lehet a *magyar gazdaságra*, mivel az a kilépés – ma még nem ismert – feltételeitől függ, különös tekintettel a kereskedelmi megállapodás jellegére. Egy azonban bizonyos: a hatás mindenképpen negatív, csak annak mértékét nehéz még meghatározni. Nem ismerünk ugyanis egyetlen szempontot sem, amely a Brexit-tel kapcsolatban kedvező lenne a magyar gazdaságra, potenciálisan negatív hatás azonban bőven azonosítható. Az is viszonylag bizonyos, hogy ez a negatív hatás nem lenne drámai, különösen, ami a közvetlen hatást illeti. A közvetett, az egész európai gazdaságra gyakorolt hatások közepesen súlyosak lehetnek.

Nagy-Britannia a magyar áruexportban a 8. legnagyobb partner, részaránya az Európába irányuló exportban az elmúlt évek átlagában 4% körül ingadozott (2018-ban 4,1%). A teljes magyar exportban a brit kivitel részesedése 3,7%.

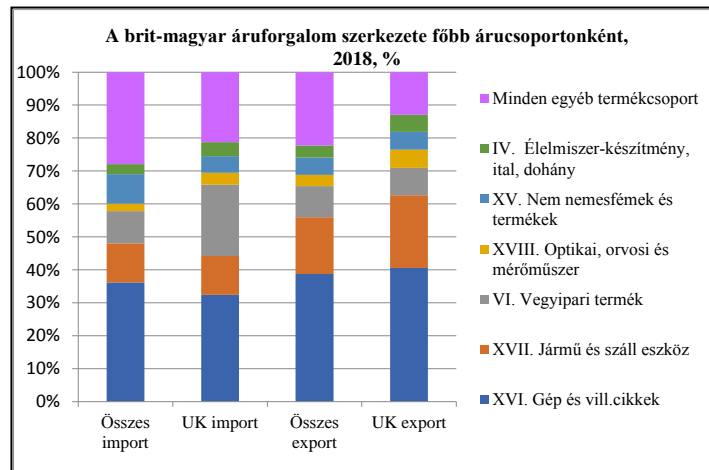
A magyar importban a brit részesedés az exporténak nagyjából a fele: az Európából származó import 2,2, a teljes magyar importnak az 1,8%-a jön az Egyesült Királyságból, amely a 12. legnagyobb partner a magyar importban.

A Nagy-Britanniából származó behozatal (1,8 milliárd euró) az oda irányul kivitelnek (3,8 milliárd euró) kevesebb, mint a felét teszi ki.

A brit-magyar kereskedelemben a magyar többlet 2018-ban átlépte a 2 milliárd eurót, az ezt megelőző években valamivel alatta volt. A teljes magyar áru-külkereskedelmi szufficit 36%-a tehát a brit kereskedelemről származik, ennél nagyobb „magyar” többlet csak a német-magyar kereskedelem produkál (konkrétan, a Magyarországra települt német vállalatok).

Mint az alábbi ábrából megállapítható, a brit-magyar kereskedelmi forgalom áruszerkezete nagyban hasonlít a teljes magyar külkereskedelem szerkezetére, azonban még nagyobb mértékben koncentrált, mint a teljes forgalom. Exportban az első 5 termékcsoport (amelynek a részaránya az 5%-ot meghaladja) a teljes kivitel majdnem 90%-át adja, importban a 80%-át.

30. ábra: A brit-magyar áruforgalom szerkezete főbb árucsoportonként



A Nagy-Britanniába irányuló magyar exportban 40%-ot képviselnek a gépek és villamossági eszközök, és 22%-ot a járművek és szállítási eszközök. Ez a két termékcsoport, amelynek termelői szinte kivétel nélkül külföldi multinacionális vállalatok, egyedül a magyar–brit export majdnem kétharmadát adja. Az optikai, orvosi és mérőműszerek, valamint az élelmiszer-készítmények, italok és dohányárak exportja is Nagy-Britanniába magasabb részaránnyal bír, mint a teljes exportban.

Ugyanakkor, két termékcsoport, az élelmiszer-készítmények és az orvosi és egyéb műszerek kivételével a Nagy-Britanniába irányuló export egyik termékcsoportban sem képvisel 5%-nál magasabb részarányt. A két említett ágazatban azonban a vámok esetleges bevezetése már érzékelhető károkat okozna.

A szolgáltatások kereskedelme a két ország között nagyobb súllyal bír, mint az áruk forgalma. A teljes magyar szolgáltatásexport 8,5-9%-a irányul a brit piacra, és az import 7,5%-a származik onnan. A teljes magyar szolgáltatásexport-többlet kb. 11%-a a brit piachoz kapcsolódik. Az elmúlt években mind a magyar szolgáltatásexport, mind az import emelkedett és az többlet is nőtt. A szolgáltatások bilaterális forgalma az ágazat minden területére kiterjed, a professzionális szolgáltatásokra, az internetes kereskedelemre, a szállítás-hírközlésre, valamint a turizmusra.

A bilaterális szolgáltatásforgalom előtt álló adminisztratív akadályok erősödése és a forgalom esetleges visszaesése tehát igen érzékenyen érintené a magyarországi szolgáltató cégeket.

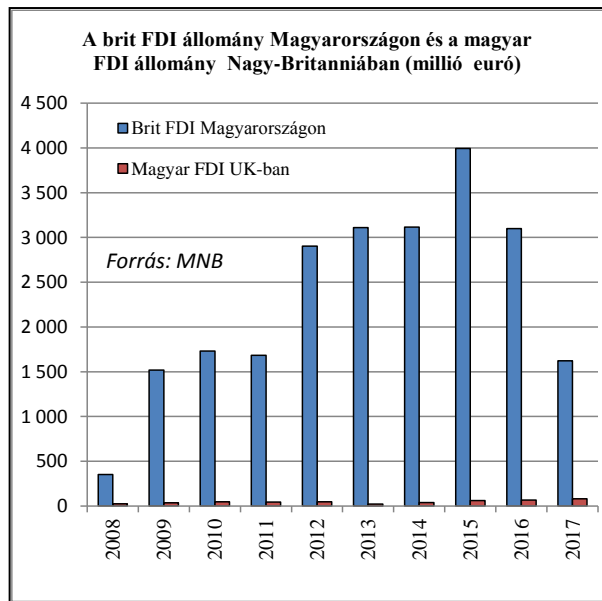
A Magyarországra érkező brit turisták száma az elmúlt években folyamatosan emelkedett (2018-ban 828 ezer fő) és az általuk eltöltött vendégéjszakák száma is nőtt. Míg a teljes beutazó turistaforgalomban az átlagosan eltöltött idő 2,3 nap, addig a brit beutazó turisták esetében ez 5 nap. Igaz, az utóbbi csökkenő tendenciát mutat, 2010-ben még 6,8 nap volt. Ezzel szemben az 1 napra jutó költség a brit turisták esetében az egyik legmagasabb (26,2 ezer forint), ami jócskán meghaladja az összes turisták átlagosan 15,9 ezer forintos napi költségét (2018-ban). Hozzá kell tenni, hogy a turizmus-forgalmat a Brexit feltehetőleg nem befolyásolná közvetlenül (Nagy-

Britannia eddig is a Schengeni határon kívül volt), közvetett hatása legfeljebb a Brexit által okozott gazdasági problémákból eredően a brit polgárok turizmusra fordítható vásárlóerejének a csökkenésében jelentkezhet.

A brit cégek jelentős szereppel bírnak a magyarországi FDI állományban is. Vállalatok magyarországi közvetlen tőkebefektetéseknek állomány 2 milliárd euró körül mozog. Ez az összes magyar bejövő FDI állomány 2%-a. A magyar vállalatok külföldi befektetéseiből pedig a brit piac mindössze 0,3%-kal részesedik. A magyarországi brit befektetések állománya 2015-ben tetőzött, majdnem 4 milliárd euró szinten, azóta határozottan csökken az állomány.

31. ábra: Brit-magyar FDI áramlás

Az Opten adatai szerint jelenleg mintegy 2300 olyan cég található Magyarországon, amelynek közvetlen tulajdonosai között nagy-britanniai címmel rendelkező céget vagy magánszemélyt találunk. Ha hozzávesszük az összetett tulajdonosi láncokat és a közvetett kapcsolatokat is, akkor összesen 2900 cég köthető a brit befektetőkhez. Nem csak a befektetett tőke és a cégek száma mutat 2016 óta csökkenő tendenciát, hanem az általuk foglalkoztatottak száma is visszaesett. Míg 2016 júniusában még 73 ezer alkalmazottat foglalkoztattak



a brit érdekeltségű cégek Magyarországon, addig 2019 elején már csak 69 ezret, ami ellentétes a magyarországi foglalkoztatási trenddel, amely jelentős létszám-növekedést mutat ebben az időszakban. Amennyiben ez a trend a Brexit tényleges megvalósulása esetén folytatódna, az negatív hatással lenne a magyarországi termelésre és foglalkoztatásra egyaránt.

Összefoglalóan: a magyar árukereskedelmet összességében a Brexit viszonylag csekély mértékben érinti közvetlenül. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy egyes cégek, amelyek számára a brit piac fontos volt, ne kerülhetnének nehéz helyzetbe. Különösen az élelmiszeripar és az orvosi, optikai és mérőműszerek gyártását érintheti érzékenyen a vámok bevezetése.

Közvetve pedig, a globális kereskedelmi csatornák megnehezülése, a határokon átvívelő termelési értékláncok meglazulása már jóval érzékenyebben érintené a gazdasági nemzetközi kapcsolatba mélyen beépült magyar gazdaságot. Különösen erősen érintett lehet a magyar szolgáltatás-export. A brit működőtőke-befektetések állománya a Brexit folyamat megindulása óta csökkent Magyarországon, ami feltehetőleg a Brexit körüli bizonytalansággal függ össze. Amennyiben a két ország

között vámok kerülnének bevezetésre, az az anyavállalat és a leányvállalatok közötti áruforgalmat adminisztratív megnehezíté, valamint meg is drágítaná

2.4. Az Egyesült Királyság globális gazdasági jelentősége

Az IMF adatai szerint 2018-ban az Egyesült Királyság a világ 5., és az Európai Unió 2. legnagyobb gazdasága (Németország után), mintegy 2800 milliárd dollár nagyságú bruttó nemzeti összterméssel. Ezzel a globális GDP mintegy 3,3%-át, az EU teljes GDP-jének pedig 15%-át teszi ki. Összehasonlításképpen a visegrádi országok teljes bruttó nemzeti összterméke „csupán” 5,8%-a az Európai Unió egészének. Világbanki statisztikák alapján a brit GNI⁷ 2016-ban 5%-kal volt magasabb a GDP-nél, nominális értéke mintegy 2778 milliárd dollár volt. Ezzel – hasonlóan a GDP-hez – a világ 5. legnagyobb GNI-t előállító országa volt (Németország után szintén a második legnagyobb az EU-ban). A szigetországban rezidens külföldi vállalatok, valamint a Nagy-Britannián kívül működő brit érdekeltségű cégek által termelt jövedelem egyenlege 130 milliárd dolláros többletet mutatott, amely a GNI 4,7%-át tette ki. Ez a többlet nem sokkal marad el Németországtól és Franciaországtól, vagyis az angol érdekeltségek jelentősége a világban nagyjából azonos az EU két másik nagy gazdaságával.

A legnagyobb angol érdekeltségű magánvállalatok jelenléte a világgazdaságban igen jelentős. A Financial Times adatai szerint a top 100 angol vállalat globálisan mintegy 6 millió embert foglalkoztatott 2015-ben. A legtöbb munkavállalót a biztonsági szolgáltatásokat nyújtó G4S foglalkoztatja, mintegy 570 ezer főt. A Tesco 460 ezer embert alkalmaz globálisan, a hazánkban nem jelenlévő, de egyébként 50 országban működő Compass Group pedig 560 ezret. A top 10 legnagyobb angol vállalatot a következő táblázat foglalja össze:

4. táblázat: A 10 legnagyobb angol vállalat jellemzői (2018)

Vállalat neve	Ágazat	Árbevétel (milliárd dollár)	Alkalmazottak száma (ezer fő)	Globális jelenlét (ország)	Magyarországi jelenlét
G4S	biztonságtechnika	9,5	570	90	igen
Compass Group	szolgáltatások	38	560	50	nem
Tesco	kiskereskedelem	73	460	7	igen
HSBC	pénzügyi szolgáltatások	53,8	235	67	nem
Glencore	bányászat	220	189	40	igen
Sainsbury's	kiskereskedelem	36	187	1	nem
Unilever	feldolgozóipar	57	155	81	igen
WPP	média	19	130	112	igen
Morrison	kiskereskedelem	n/a	110	1	nem
Barclays	pénzügyi szolgáltatások	27	80	55	nem

Forrás: Financial Times, vállalati közlések

⁷ A Világbank Atlas módszere alapján, amely arra törekszik, hogy a GNI adatok nemzetközileg összehasonlíthatók legyenek. Az eljárás az árfolyamingadozások kiigazítására épül. A simító módszerek alkalmazása miatt a Világbank, valamint a nemzeti statisztikai hivatalok által számolt GNI értéke eltérő.

2017-ben az Egyesült Királyság külföldi működő tőke (FDI) kintlévőségének állománya 1532 milliárd dollárt tett ki, ez a teljes európai állomány 14%-a (forrás: UNCTAD). A legfontosabb befektetési célszörzrgek Anglia számára az USA, Luxemburg, Hollandia, Franciaország és Írország voltak. Magyarország a teljes angol külföldi FDI állomány 0,1%-át fogadja be, amelynek értéke 1,7 milliárd dollár volt, a teljes magyarországi külföldi FDI állomány 2,1%-a. (Lásd még a 2.3. fejezetet.)

A hagyományosan nagy volumenű FDI befektetéseket végrehajtó országokkal ellentétben az Egyesült Királyság kedvelt befektetési célpont is. 2017-ben a külföldi FDI befektetések értéke 1563 milliárd dollár volt, vagyis 32 milliárd dollárral több, mint a külföldi állomány szintje. Összehasonlításképpen a Franciaországban lévő külföldi FDI állomány értéke csupán fele a külföldön lévő francia működőtőkének csakúgy, mint Németország esetében. A legnagyobb befektetők az Amerikai Egyesült Államok, Hollandia, Franciaország, Németország és Luxemburg. A Magyarországhoz köthető FDI állomány értéke Nagy-Britanniában elenyésző, mintegy 88 millió dollár volt 2017-ben.

Az Egyesült Királyság globális pénzügyi központjának jelentőségét mutatja, hogy az egyéb aktívák (jellemzően hitelek és betétek) állománya az összes pénzügyi aktíva (FDI + portfólió befektetés + egyéb aktívák) 40%-át teszi ki, mintegy 5200 milliárd euró értékben. Ez az érték pontosan akkora, mint az egész euró zóna egyéb aktíváinak értéke. Ezzel szemben a pénzügyi instrumentumok (jellemzően értékpapírok) aktívája ennek fele, 2800 milliárd euró. Ami az egyéb passzívákat illeti (külföldiek egyéb aktívái) 2018-ban értékük 4600 milliárd euró volt, vagyis az egyéb befektetések terén Angliának (egyre növekvő) aktívuma van, mintegy 600 millió euró értékben.

Az ország nemzetközi befektetési pozíciójának szerkezete kis mértékben átalakult elmúlt évek során. Elsősorban a működő tőke terén figyelhető meg enyhe változás; miközben az aktívum értéke az elmúlt két évben lényegében változatlan volt, addig a külföldiek szigetországi befektetése a korábbi évek trendjének megfelelően mintegy 10%-ot meghaladó mértékben emelkedett. A portfólió befektetések passzívumának állományában nem figyelhető meg jelentős változás, ahogy az egyéb befektetések terén sem. A Brexit népszavazás után tehát az Egyesült Királyság nem szenvedett el jelentős külföldi bizalomvesztést, azonban a rezidensek óvatosabbá váltak, FDI befektetéseiket nem növelték, amiben a gyengülő árfolyam is szerepet játszott.

Anglia külkereskedelmi szerkezete jelentősen eltér az EU több tagállama által mutatott képtől, mivel az importot tekintve az ország inkább az EU-ra támaszkodik, míg a legfőbb exportpiacok az EU-n kívül helyezkednek el. 2018-ban a teljes kivitel 52%-a származott az EU-n kívülről, miközben az importban a nem EU tagállamok súlya 47%. Bár az eltérés nem nevezhető jelentősnek, a többi tagállam esetén az EU súlya a külkereskedelemben mindkét irányban jellemzően jóval 50% fölötti. A szigetország jó kereskedelmi kapcsolatokat ápol az USA-val, egymásnak különösen fontos partnerei, amelyben a közös nyelv éppúgy kulcsszerepet játszik, mint a jó földrajzi elhelyezkedés, a hasonló mértékegységek és a sok átfedést tartalmazó angolszász

jogrendszer. Az Európai Unió az amerikai áruexport 13%-át az Egyesült Királyságon keresztül bonyolítja, miközben Anglia részesedése a teljes EU exportból 8%.

5. táblázat: Az Egyesült Királyság top 5 áruexport- és importpartnere 2018-ban

Export		Import	
Ország	Részesedés a teljes exportból	Ország	Részesedés a teljes importból
1. USA	13,3%	1. Németország	13,6%
2. Németország	9,8%	2. USA	9,7%
3. Hollandia	7,1%	3. Kína	9,3%
4. Franciaország	6,6%	4. Hollandia	8,3%
5. Írország	5,9%	5. Franciaország	5,4%
34. Magyarország	0,4%	31. Magyarország	0,5%

Forrás: Eurostat

Ami a termékszerkezetet illeti, az ország külkereskedelme főleg magas hozzáadott értékű feldolgozóipari termékekből áll. Külön kiemelendő az arany kivitele, amelyből az Egyesült Királyság a világ harmadik legnagyobb exportőre (Svájc és Hong Kong után). Az Északi-tenger, illetve a skót olajmezők biztosította termelés a világ 19. legnagyobb olajexportáló országává, egyben pedig Norvégia után a második legnagyobb európai kitermelővé teszi Angliát. Az EU teljes olajkitermelésének kb. 70%-a a szigetországból származik, a tartalékok pedig valószínűsítőleg ennél is nagyobb arányt tesznek ki. A járműgyártás terén az angol vállalatok a múlt század vége felé folyamatosan veszítettek versenyképességükből, jelenleg csupán a McLaren az egyetlen olyan angol tulajdonban lévő márka képes kis számú gépjárművet gyártani, míg több brit márka mára külföldi tulajdonban van. Ez utóbbiak közül a legjelentősebb a Mini (BMW tulajdon), a Jaguar (Tata Motors), a Rolls-Royce (BMW), a Bentley (Volkswagen) és a Vauxhall (Opel). A Nissan és a Honda pedig nagykapacitású gyárat nyitott az Egyesült Királyságban, hogy az európai piac egy részét kiszolgálják.

6. táblázat: Az Egyesült Királyság legfontosabb külkereskedelmi árucikkei 2018-ban

Export		Import	
Árucikk (SITC kategória)	Részesedés a teljes exportból	Árucikk (SITC kategória)	Részesedés a teljes importból
1. Közúti jármű (78)	10,9%	1. Közúti jármű (78)	10,6%
2. Kőolaj és kőolajtermék (33)	8,8%	2. Kőolaj és kőolajtermék (33)	7,3%
3. Energiafejlesztő gép és berendezés (71)	7,5%	3. Villamos gép és berendezés (77)	5,3%
4. Nem monetáris arany (97)	6,6%	4. Egyéb feldolgozóipari termék (89)	5,1%
5. Gyógyszer, gyógyszerészeti termék (54)	6,5%	5. Energiafejlesztő gép és berendezés (71)	4,6%

Forrás: Eurostat

Az Egyesült Királyság fizetési mérleg szerinti exportjának nagyjából fele szolgáltatás, amelynek nagy része a különböző biztosítási, pénzügyi és egyéb üzleti szolgáltatásokból származik. Ezzel szemben az importnak 73%-a árucikk, ezért Anglia kereskedelmi egyenlege negatív, míg a szolgáltatások mérlege egyértelműen szufficites. A folyó fizetési mérleg hagyományosan deficites, nagysága 2018-ban a GDP 3,9%-ára rúgott, azonban magánszektor nettó finanszírozási képessége határozottan pozitív.

Az angol export többségében a hazai termelői bázisra épül, amit jól mutat, hogy az exportált hozzáadott érték 72%-a Angliából származik (Magyarország esetében ez az érték csupán 40%). A kibocsátásban ez az arány természetesen jóval alacsonyabb, átlagosan csupán 53% volt 2015-ben, az iparcikkek nagyjából negyede-ötöde import alapanyagokból, alkatrészekből és szolgáltatásokból áll össze.

7. táblázat: Az angol gazdaság által előállított iparcikkek egyes jellemzői (2015)

	Kibocsátás		Teljes felhasználás	
	Hozzáadott érték arány	Importhányad	Exporthányad	Végső felhasználás
Élelmiszer- és dohányipari termékek	27,2%	10,1%	10,8%	53,9%
Textil- és bőripari termékek, ruházati cikkek	39,0%	18,4%	18,5%	81,2%
Faipari termékek	30,2%	17,9%	2,8%	15,0%
Papíripari termékek	25,6%	25,0%	9,0%	11,1%
Nyomdaipari termékek	34,4%	14,5%	0,5%	8,3%
Kocsz és finomított tüzelőanyagok	9,2%	37,3%	16,8%	44,5%
Vegyipari termékek	24,4%	21,1%	35,5%	46,7%
Gyógyszeripari termékek	44,3%	19,5%	38,2%	69,1%
Gumi- és műanyagipari termékek	32,5%	22,6%	20,6%	28,8%
Egyéb nemfém ipari termék	27,7%	14,6%	10,0%	12,2%
Fémipari termékek	16,5%	27,9%	41,0%	37,1%
Feldolgozott fémipari termékek, kivéve gépek és szállítóeszközök	41,5%	16,0%	12,2%	27,8%
Számítástechnikai és optikai termékek	31,8%	20,8%	30,0%	53,0%
Elektromos termékek	30,4%	21,3%	28,9%	56,2%
Gépipari termékek	26,2%	21,2%	43,0%	72,3%
Gépjárművek	18,8%	26,7%	32,1%	76,8%
Egyéb közlekedési eszközök	28,6%	18,1%	52,7%	87,4%
Bútorok és egyéb feldolgozott termékek	43,6%	12,6%	22,2%	70,7%

Forrás: Eurostat adatok alapján saját számítás

Az Egyesült Királyságnak jelentős mennyiségű importigénye van jármű- és gépipari termékek előállítása során, hangsúlyosan ideértve a fém- és gumiipari termékeket, vagyis ezen iparcikkek gyártásakor gyakorolják a legnagyobb hatást a külföldi beszállítókra. Kiemelendő még a gyógyszeripari termékek csoportja, amelynek jelentős része végső felhasználásra kerül az országban, azonban itt jelentkezik a legkisebb importigény is, miközben az exporthányad ebből a termékcsoporthoz igen

magasnak számít. Ez utóbbi azt jelenti, hogy elsősorban a gyógyszeripari ágazat lesz az, amelyet az esetleges exportkereslet visszaesés a legkedvezőtlenebbül érinthet. A két legnagyobb gyógyszeripari vállalat az Egyesült Királyságban a *GlaxoSmithKline*, valamint az *AstraZeneca* amelyek a világpiac kb. hatodát birtokolják, az európai piacon részesedésük pedig ennél is nagyobb. A szolgáltatások jellegüknél fogva természetesen nagyobb hozzáadott értéket tartalmaznak, átlagosan nagyjából 40-50%-ot, importigényük pedig jóval alacsonyabb. A legnagyobb mennyiségben exportált szolgáltatások a pénzügyi és biztosítási termékek, valamint az ezekhez kapcsolódó egyéb banki, illetve pénzügyi szolgáltatások.

A gazdaság legnagyobb importmultiplikátora a fémipari termékek, valamint a gépjárművek előállításánál lép fel, ilyenkor a kibocsátás volumenváltozásának nagyjából feleakkora mennyiségében indukált importot (*ceteris paribus*). Az alábbi táblázatból látható, hogy csak ezen terméktípusokból való beszállítás is elsősorban európai országokból történik.

8. táblázat: 1-es típusú importmultiplikátorok és beszállítók Nagy-Britanniában (2015)⁸

Előállított terméktípus	Import multiplikátor	Legfontosabb beszállítók (top5)
Koksz és finomított tüzelőanyagok (SITC 2)	0,46	Norvégia, Oroszország, USA, Hollandia, Belgium
Fémipari termékek (SITC 67-69)	0,45	Németország, Kína, Dánia, Olaszország, Hollandia
Járműipari termékek (SITC 78-79)	0,44	Németország, Belgium, Spanyolország, Franciaország, USA
Papíripari termékek (SITC 64)	0,39	Németország, Svédország, Kína, Finnország, Franciaország
Vegyipari termékek (SITC 5)	0,36	Németország, Hollandia, Belgium, Franciaország, USA
Gumiipari termékek (SITC 62)	0,36	Németország, Kína, Franciaország, USA, Csehország

Forrás: Eurostat adatok alapján saját számítások

A legnagyobb importmultiplikátorral rendelkező termékek esetében elmondható, hogy a földrajzi távolság mellett a komparatív előny is dominál (elsősorban Kína és az USA esetében). Amennyiben a vámtételek növekedése miatt az alkatrész és alapanyag inputok ára emelkedik, vagy a lassuló gazdaság visszafogja a végső fogyasztást és a termelőfelhasználást, úgy az angol kibocsátás (teljes felhasználás) csökkenésének várhatóan globális hatásai lesznek. Az angol fogyasztókra nézve a vámtételek emelkedése különösen érzékeny pont lehet, mivel bizonyos késztermékből az Egyesült Királyság szinte teljes egészében importra szorul. A következő táblázat ezeket foglalja össze:

⁸ Termelőfelhasználás multiplikátorai (1-es típus), többkörös (1-10), *ceteris paribus* hatások egységnyi teljes felhasználás növekedés hatására.

9. táblázat: Az Egyesült Királyságban számottevő mennyiségben nem gyártott és nagy mennyiségben importált háztartási fogyasztási cikkek (2017)

Termék	Importvolumen (millió EUR)	Legfőbb beszállítók
Karórak	1600	Svájc, Franciaország, Kína, Németország, Hong Kong
Digitális adattárolók	1069	Hollandia, Németország, Tajvan, Kína, Csehország
Háztartási nagygépek	1000	Kína, Németország, Törökország, Lengyelország, Olaszország
Ruházati cikkek	552	Kína, Banglades, Törökország, Olaszország, India
Pezsgőfélék	332	Franciaország, Olaszország, Spanyolország, Németország, Belgium

Forrás: Eurostat

A jelenleg nem gyártott termékek ára a vámunióból való kilépést követően nagy valószínűséggel azonnal megemelkedik, ami rövid távon szinte biztosan mérsékli az exportkeresletet a kibocsátó országokban. Ez elsősorban a kisebb gazdaságokra nézve jár negatív következményekkel. Például a teljes Egyesült Királyságba áramló lengyel exportnak 3%-át teszik ki a háztartási nagygépek, és közel 8% a különböző, ezekhez kapcsolódó elektronikai alkatrészek, termékek aránya. A francia pezsgőexport 15%-a irányul Angliába, igaz, a teljes francia áru kivételnek ez csupán a 1,5%-a. Beszédes az az adat is, hogy a Svájc-ból származó áruimportnak 7,5%-át teszik ki az órák és hasonló típusú termékek.

A Brexit miatt az Egyesült Királyság importigénye a gazdasági lassulás, valamint az importárindex emelkedése miatt várhatóan csökkenni fog. Ez számos, jellemzően kisebb ország számára, amelyeknek a szigetország fontos exportpartner, komoly problémát okozhat. Elsősorban Írország az, ahol a negatív hatások már rövid távon is jelentkezhetnek, hiszen a teljes ír áruexport kb. 10%-a irányul Angliába. Az ír fogyasztók és termelők számára pedig szintén igen kedvezőtlen, hogy a teljes ír áruimport 25%-a Nagy-Britániából származik, vagyis az importált termékek negyedének ára valószínűleg jelentős mértékben emelkedni fog Írországban. A helyzet súlyosbodik, ha a szolgáltatásokat is figyelembe vesszük. Ugyan a szolgáltatásokat nem terhelik vámtételek, azonban a kereslet rugalmassága nem független a termékek árának változásától. Írország példájánál maradva a teljes import (árúk és szolgáltatások) kb. 35%-a származik Angliából, az exportnak pedig nagyjából 30%-a köthető a szomszédos országhoz.

A Brexitnek leginkább kitett országok közül meg kell említenünk Máltát, amely számos szállal kötődik az Egyesült Királysághoz. A máltai áruimport 5%-a származik Angliából, ami nem jelentős (még csak nem is a legnagyobb partner), azonban a szolgáltatásokkal együtt már az import kb. 14%-a érkezik Nagy-Britanniából. Ellenkező irányban Málta teljes áru és szolgáltatás exportjának 7,2%-a áramlik angol fogyasztókhoz és termelőkhez. Hasonló okokból kiemelendő Ciprus is (a teljes import 10%-a, a teljes export 15%-a irányul Angliába).

Az európai vámunióban lévő országok közül Hollandiát és Norvégiát kell még a Brexit által közvetlenül különösen fenyegetett országok közé sorolni. Mindkét ország exportjában nagyjából 10%-nyi súlyt képvisel Anglia, az importjukban a részesedés ennél valamivel alacsonyabb (7-8% körüli). Hazánk közvetlen kitétsége nem nevezhető jelentősnek, az export kb. 3%-a, az importnak nagyjából 3,6%-a köthető az Egyesült Királysághoz (ez utóbbi főleg szolgáltatás).

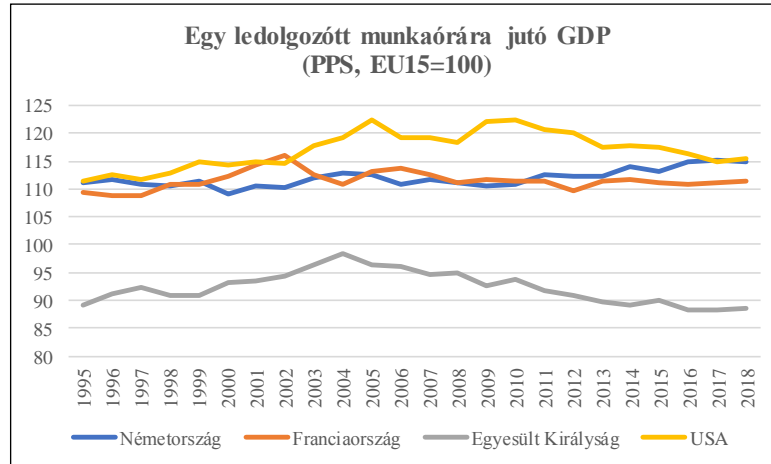
A tanulmány világgazdasági jellege miatt meg kell említenünk azokat az igen kicsi, nagy részben volt angol gyarmatokat, amelyek gazdasága erősen kötődik a szigetországhoz. A Brexit után ezek az országok elvesztik Angliával szemben az eddigi EU-val kitárgyalt vámokat, azonban a Brit Nemzetközösségen belül valószínűleg rövid távon könnyedén köthetnek új kereskedelmi megállapodásokat. Veszélyt jelenthet ugyanakkor a brit gazdaság várható lassulása, amely ebben az esetben az egyik legfontosabb kereskedelmi partner importkeresletének lassulását jelenti a kis gazdaságok számára. Ennek a leginkább a következő államok vannak kitéve (zárójelben az országok angol exportkitétsége 2015-ben, áruk és szolgáltatások együtt): Mauritius (20%), Seychelle-szigetek (13%), Izland (11%), Guyana (11%), Sri Lanka (10%), Kenya (9%), Jamaica (9%), Fidzsi-szigetek (9%).

2.4.1. Nagy-Britannia gazdaságának tovagyrűző hatásai az értékláncok tükrében

Ahogy korábban is említettük, a brit gazdaság közvetlen külkereskedelmi kapcsolatai által kevésbé kötődik az Európai Unióhoz, mint más EU-s tagállamok. Multiplikátor hatásai azonban igen nagy jelentőségűek, így a szigetországot ért sokkhatások tovagyrűző hatásai valószínűleg minden uniós tagállamot érinti fognak, sőt a kiválás okozta káosz valószínűleg globálisan is kifejti hatását. Ennek oka, hogy az Egyesült Királyság gazdasága rendkívül fejlett, az előállított termékek hozzáadott érték tartalma az átlagnál jóval magasabb. A termelékenység azonban nem kiemelkedő, sőt rosszabb az EU-s átlagnál. Az angol munkaerő termelékenységi különbsége (*productivity gap*) a legfőbb versenytársakhoz képest folyamatosan emelkedik, jelenleg nem éri el az EU-15 átlagának (PPS alapon számolva) a 90%-át. A probléma mögött álló okok igen összetettek, és összefüggésbe hozhatók az angol nehézipar hanyatlásával az 1970-es évektől kezdődően, amit a 2008-as világgazdasági válság csak felerősített, és amelyből az angol gazdaság igazából a mai napig nem épült fel⁹. Óriási a termelékenységbéli kontraszt a rezidens és külföldi vállalatok, valamint a különböző régiók között. Az oktatási rendszer nem tud versenyképes munkaerőt kibocsátani, a tanulók kompetenciái az OECD PISA felmérése alapján legfeljebb a középmezőnybe sorolhatók (igaz, így is az OECD átlag felett található a pontszámuk).

⁹ A témáról bővebben lásd Patrick Schneider: The UK's productivity puzzle is in the top tail of the distribution című írását (<https://bankunderground.co.uk/2018/03/29/the-uks-productivity-puzzle-is-in-the-top-tail-of-the-distribution>)

32. ábra: A termelékenységbeli különbség alakulása Németországban, Franciaországban, az Egyesült Királyságban és az USA-ban 1995 és 2018 között



Forrás: AMECO

A fentiek ellenére az Egyesült Királyság továbbra is a világgazdaság fontos központja, ám a Brexit hatáselemzéseinek készítésekor figyelembe kell venni, hogy a gazdaság hanyatlása jóval korábban kezdődött.

Az OECD adatai alapján az Egyesült Királyság 2015-be összesen 630 milliárd dollár értékben szállított be angol hozzáadott értéket a nemzetközi értékláncokba, ezzel pedig az USA, Kína, Németország és Japán után az ötödik legnagyobb hozzáadott érték exportőrnek számít a világon (összehasonlításképpen a magyar hozzáadott érték beszállítás értéke 58 milliárd dollár volt). A legnagyobb exportált hozzáadott értéket az elektronikai ágazat állítja elő, mintegy 150 milliárd dollár értékben (bruttó ágazati export 75%-a), amit a vegyipari és olajipari ágazatok követnek 110 milliárd dollárnyi angol hozzáadott értéket exportálva (ágazati bruttó export 80%-a).

Az angol elektronikai és gépipari ágazat egyértelműen része a legnagyobb elektronikai beszállítókat tömörítő értékláncnak, ám annak korántsem központi tagja, sőt megelőzi a kínai, német, francia, olasz és ír elektronikai ágazat is beágyazottságban. Az ágazatba tartozó brit vállalatok legnagyobb értékben a kínai elektronikai és gépipari ágazatba szállítanak be hazai hozzáadott értéket, többet, mint amennyit a német vagy a francia partnereknek. Sőt, az európai iparágakba beszállított brit elektronikai és gépipari hozzáadott érték nagysága kisebb, mint amennyi a kínai vegyiparban és textiliparban van. Az ágazat értékláncának ábrája a mellékletben található.

Az Egyesült Királyság másik nagy hozzáadott értéket beszállító ágazata a vegyipar, amely nagy részben a British Petrol vállalatra és leányvállalataira épül, amely egykoron a világ legnagyobb olaj- és vegyipari vállalata volt. Bár napjainkra piaci részesedése jelentősen megkopott, az ágazat befolyása a globális vegyipari és petrokémiai ágazatban továbbra is számottevő. Ez nem kis részben köszönhető a volt

gyarmati országokban (különösen Malajziában) található lelőhelyeknek, amelyek továbbra is nagy volumenű nyersanyagellátást biztosítanak az egykori anyaországnak. Ennek következtében a brit vegyipar globális beágyazottsága már jóval nagyobb, mint az elektronikai ágazaté, még ha a beszállított hozzáadott érték valamelyest kisebb is. A vegyipar hazai jelentőségét mutatja, hogy jelentős mértékben támaszkodnak rá más hazai ágazatok is, úgymint az elektronikai és gépipari ágazat, valamint a járműipari ágazat is (az értéklánc ábrája a mellékletben található).

Bár a hozzáadott érték nagyságát nehéz mérni, ki kell térnünk az angol pénzügyi és üzleti szolgáltatások ágazatra is, mivel a világ egyik legnagyobb pénzügyi központja Londonban található. Bár a *City* kétségkívül komoly pénzügyi forgalmat bonyolít le, a hozzáadott érték nagysága eltörpül a feldolgozóiparhoz képest, sőt az egyik legalacsonyabb az összes ágazat közül. Modellszámítások alapján az angol pénzügyi és üzleti szolgáltatások ágazat a legtöbb hozzáadott értéket az angol elektronikai és gépipari ágazatnak szállítja be, amit a francia és német járműipari és elektronikai ágazatok követnek. Ahogy korábban is említettük Nagy-Britannia inkább befektetési célpont, mint kifizető ország, így a biztosítási, pénzügyi és üzleti szolgáltatási ágazatot a Brexit elsősorban szabályozási szempontból érinti negatívan, mivel se a be-, se a kiáramló hozzáadott érték nagysága nem számottevő.

Megfordítva az eddigi vizsgálatot a brit értékláncba való hozzáadott érték beszállítást is értékelni szükséges. Az angol export aránylag alacsony mennyiségben tartalmaz külföldi hozzáadott értéket, mintegy 25%-ban (összehasonlítva a magyar érték kb. 50%). A feldolgozóipari kivitel külföldi hozzáadott érték igénye többszöröse a szolgáltatásoknak, ami a szolgáltatások jellegét tekintve nem meglepő. A feldolgozóiparon belül a vegyipar (az export 23%-a) és a járműipar (az export 34%-a) emelendő ki, mint a külföldi beszállításra leginkább rászoruló ágazat. A vegyipari és petrokémiai iparág elsősorban német és ír hozzáadott értéket fogad be, igaz az angol elektronikai ágazat beszállítása e kettőnél jóval nagyobb (ám ez hazai hozzáadott értéknek számít). A brit járműipar elsősorban a német és a spanyol járműipari hozzáadott értéket építi be az exportba, amit a francia járműipar követ. Bővítve a hálózatot a magyar járműipar is megtalálható a rendszerben, ám az angol termelők számára exportált magyar hozzáadott érték nagysága jelentősen elmarad a korábban említett országokétól (az angol járműipar és a vegyipar értékláncának ábrái szintén a mellékletben találhatók).

A következőkben megvizsgáljuk az angol gazdaság nemzetközi multiplikátor hatását, amelyből következtetni lehet a Brexit lehetséges hatásaira. Számításainkat a multi-regionális input-output multiplikátorok módszertana alapján készítettük¹⁰. Az általunk használt adatbázis a háztartások tekintetében meglehetősen hiányos volt, ezért az 1-es típusú multiplikátorokra koncentráltunk, azaz a modellt nem zártuk le a háztartásokkal. Ez természetesen torzításokat okoz az eredményekben, azonban a torzítás mértéke nagy valószínűséggel nem befolyásolja az interregionális multiplikátorok relatív

¹⁰ A módszertanról lásd bővebben Miller, R., E. és Blair, P., D. (2009): Input-Output Analysis című könyvének 6. fejezetét. A módszertan az alábbi egyenletre épül: $x=(I-CA)^{-1}Cf$

pozícióját. Az elemzés első részében nem éltünk semmilyen feltételezéssel a Brexit hatását illetően, modellünk csupán a Nagy-Britanniát érintő sokkok lehetséges tovaryűrűző hatását kívánta szemléltetni. Hasonló vizsgálatot végzett el az EBRD, azonban csupán az EBRD tagállamokat vizsgálták, így számos jelentős ország kimaradt a kutatásukból (pl.: Brazília)¹¹.

Az multiregionális input-output modell segítségével figyelembe tudjuk venni a globális értékláncok hatását. Két típusú hatást számoltunk:

1. Intraregionális és interregionális multiplikátorok, háztartások keresletének figyelme vétele nélkül.
2. 1%-os angol kibocsátás változás (azaz nem hozzáadott érték) hatása a partnerországokra a multiplikátor hatásokon keresztül.

2.4.2. Angol interregionális multiplikátorok

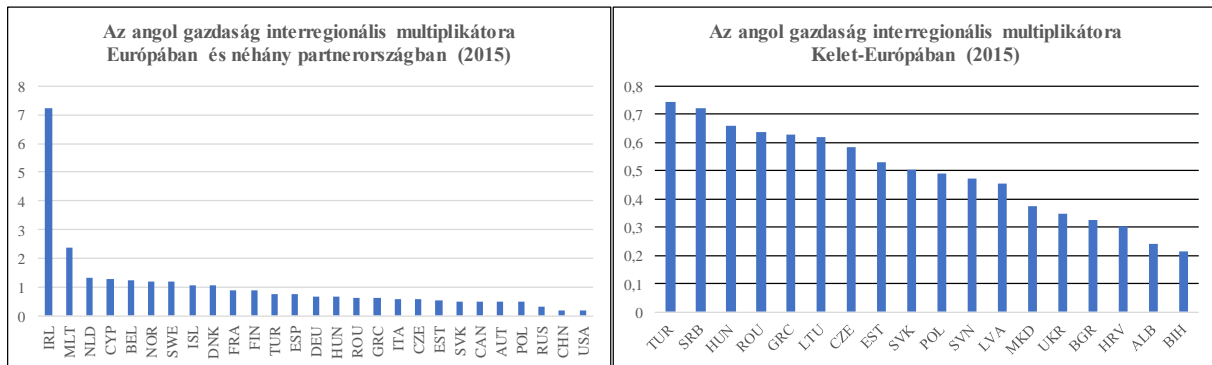
Nem meglepő módon az Egyesült Királyság legnagyobb interregionális multiplikátor hatása Írországban van, méretét tekintve csak 7-szer kisebb, mint az angol intraregionális mutató (más országokban a hatás 20-30-szor kisebb). Írországot Málta követi, majd jellemzően kisebb, volt gyarmati országok következnek. A földrajzi távolság egyértelműen megmutatkozik a multiplikátor hatások nagyságán. Európai országok esetén minél távolabb van az adott gazdaság, annál kisebb a hatás. Általánosan jellemző, hogy az angol gazdaság interregionális multiplikátorának nagysága két dologtól függ; attól, hogy mennyire kötődik a partnerország az Egyesült Királysághoz (kereskedelmi, történelmi múlt stb.), illetve attól, hogy mekkora méretű a partnerország gazdasága. Ez utóbbi ellentétesen hat, hiszen minél nagyobb a partnerállam, annál nagyobb kereskedelmi hálózattal rendelkezik, és annál hatékonyabban tudja diverzifikálni beszállítói hálózatát. Értelemszerűen az amerikai, kínai és német gazdaságra kifejtett hatás ilyenkor jóval kisebb, mint például Máltára, Ciprusra stb.

A kelet-európai országok ilyen esetben meglehetősen rossz pozícióban vannak. Földrajzilag relatív közel fekszenek Angliához, ami akár jelentős beágyazottságot is eredményezhet a szigetország gazdaságában, ugyanakkor eléggé kicsik is, ami komoly kockázatot hordozhat magában. A térség vállalatainak többsége ugyanis jóval kisebb kapacitással rendelkezik, mint a nagyobb gazdaságokban működő cégek, ennél fogja exportkeresletük feltehetően jóval kevésbé szegmentált. Az angol piac egy-egy kelet-európai vállalat számára akár az egyetlen exportpiacot is jelentheti, ami egy német, amerikai, kínai nagyvállalat esetében feltehetően nem áll fenn.

A következő két ábra az angol gazdaság interregionális multiplikátorainak nagyságát mutatja be Európában és a világ néhány országában.

¹¹ <https://www.ebrd.com/news/2019/nodeal-brexit-could-affect-value-chains-in-the-ebd-regions.html>

33. ábra: Nagy-Britannia gazdaságának nemzetközi multiplikátora néhány kiemelt országban



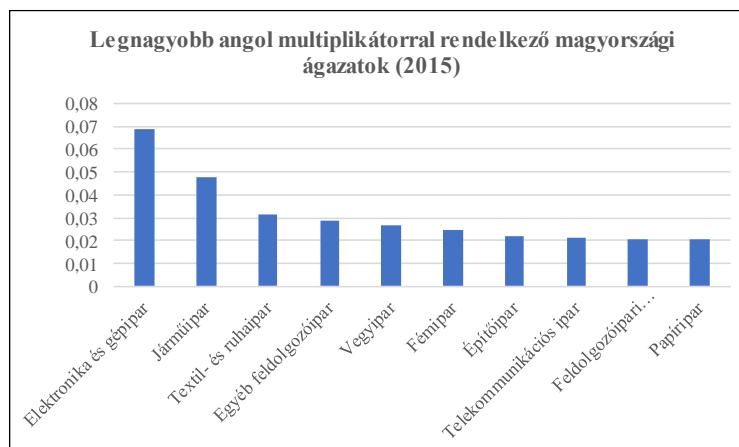
Forrás: saját számítások Eurostat és nemzeti statisztikai hivatalok adatai alapján

Az ágazati bontásokat vizsgálva az ír gazdaságban leginkább a feldolgozóipar, azon belül is a járműgyártás, az elektronikai és gépipar, valamint a vegyipar van kitéve leginkább az angol gazdaság ingadozásainak, miközben a szolgáltatások jóval kevésbé. Hollandia esetében a petrokémiai ágazat erősen összefonódott az angol gazdasággal, de erős a befolyás a holland posta és telekommunikációs szolgáltatásokban is. E mögött elsősorban a Rotterdami kikötő regionális szerepe állhat, mivel az Európába érkező tengerentúli termékek jelentős része a holland postán keresztül jut el a fogyasztókhoz (különösen igaz ez a Távols-Keletről érkező csomagokra). A skandináv államokkal nem csupán az olajiparon keresztül erős a kötődés, hanem a kis- és nagykereskedelmen keresztül is. Az EU15 nagyobb államaiban a multiplikátor hatás jóval kisebb, még akkor is ha kereskedelmi forgalom volumene jóval nagyobb. A német, francia, spanyol járműipar, bár jelentős az angol kitettségük, a hatás mégis kisebb, mint azokban a kelet-európai országokban, ahol az összeszerelés folyik. Természetesen, ha a brexit miatt az angol fogyasztók, illetve termelők járműipari importkereslete visszaesik, azt a német, francia és spanyol márkatulajdonosok is megérik, azonban jóval kevésbé lesznek rá érzékenyek, mint a magyar, cseh vagy szlovák termelők.

A kelet-európai EU tagállamok közül leginkább Magyarország van kitéve az angol gazdaság hatásainak, igaz ez multiplikátor jóval kisebb, mint Németországé vagy éppen Ausztriáé. Összehasonlításképpen az angol multiplikátor nagysága Magyarország esetében 0,65, míg a német 4,4, az osztrák pedig 1,28, ellenben az is igaz, hogy az angol magasabb, mint a román (0,33) vagy a szlovák (0,56).

Hazánkban leginkább az elektronikai és gépipari ágazat van legjobban kitéve a Brexit hatásainak, amit a járműgyártás és a textilipar követ. Meg szükséges jegyezni, hogy a privát háztartások is jelentős jövedelemtől eshetnek el, ha a hazautalások volumene lecsökkenne. A szolgáltatások jóval ellenállóbban, csupán a telekommunikációs ágazat emelendő ki, amelyben nagy szerepe van az angol tulajdonú szolgáltatónak.

34. ábra: Angol multiplikatorkok magyar gazdasági ágazatok esetén (Top10, 2015)



Forrás: saját számítások Eurostat és nemzeti statisztikai hivatalok adatai alapján

Az Egyesült Királyságba messze a legnagyobb magyar exportot az elektronikai és gépipari ágazat szállítja (a teljes angol export valamivel több, mint 50%-át), míg a járműipari ágazat ennél jóval kevesebbet teljesít (az Angliába folyó exportnak csupán tizedét adja). A telekommunikációs ágazat is jelentős szolgáltatás kereskedelmet bonyolít Nagy-Britanniával, azonban a német hegemonia mellett az angol export eltöprel. Megjegyezzük, hogy ennek ellenére egy egész piaci szegmens érintett lehet Magyarországon a Brexit folyamán.

A továbbiakban az Egyesült Királyságban a gazdaság 1%-os volumenváltozásának hatását vizsgáljuk meg: megoszlását az ágazatok között egyenletesnek tételezve fel (vagyis minden ágazat 1%-kal növekszik). Ez annyiban különbözik az előbbi elemzéstől, hogy az 1%-nyi változás a kibocsátás abszolút értékében mérve ágazatonként nagyon különböző (más abszolút értékű kibocsátás változást jelent 1% a járműiparban, mint a mezőgazdaságban). Így a multiplikatork hatások növekedés szempontjából realisabb becslésre van lehetőség. Az eredmények többféleképpen értelmezhetők. Az abszolút növekmény azt mutatja meg, hogy mennyivel emelkedik a partnerország kibocsátása abszolút értelemben akkor, ha a brit gazdaság 1%-kal növekszik (közvetett és közvetlen hatások együtt). A relatív értelmezés pedig arra mutat rá, hogy ez az abszolút növekmény hány százalékkal növelte a partnerország kibocsátását. Eredményeink *ceteris paribus* értelmezendők, vagyis kizárólag az angol gazdaság parciális hatását mutatják meg, figyelmen kívül hagyva a saját, és más gazdaságok növekedési impulzusát.

10. táblázat: Abszolút és relatív multiplikatorkok a legfőbb partnerországokban a brit gazdaság egyenletes 1%-os növekedése esetén (2015)

Partnerország	Abszolút multiplikatork (ezer dollár)	Relatív multiplikatork (kibocsátási növekmény)
Írország	841174,2	0,17%
Belgium	1405963	0,10%
Hollandia	1914087	0,10%
Norvégia	532108,8	0,07%

Partnerország	Abszolút multiplikatőr (ezer dollár)	Relatív multiplikatőr (kibocsátási növekmény)
Dánia	468540,6	0,06%
Finnország	352286,2	0,06%
Németország	5267360	0,06%
Svédország	628305,7	0,06%
Csehország	305313,4	0,05%
Portugália	234053	0,05%
Magyarország	163487,9	0,05%
Svájc	535351,6	0,04%
Franciaország	2209174	0,04%
Izrael	227100,4	0,04%
Ausztria	327873,2	0,04%
Spanyolország	1127251	0,04%
Olaszország	1607457	0,04%
Lengyelország	313274,7	0,03%
Oroszország	1011030	0,03%
Kína	5001828	0,02%
Törökország	187442,2	0,02%
Japán	1328472	0,01%
USA	3830338	0,01%
Kanada	469292	0,01%

Forrás: saját számítások Eurostat és nemzeti statisztikai hivatalok adatai alapján

A fenti táblázatból látható, hogy a legnagyobb relatív hatás nem azonos a legnagyobb abszolút hatással, sőt éppen ellenkezőleg, a második legnagyobb hatás Kína esetén lép fel, ez azonban a kínai kibocsátást csak alig észrevehető módon befolyásolja.

Az ágazati súlykülönbségek miatt a sorrend a nyers multiplikatőrökhoz képest valamelyest megváltozott. Írország ebben az esetben az első, majd a földrajzilag közel fekvő kisebb gazdaságok következnek. Ezek az államok vannak leginkább kitéve a Brexit gazdasági következményeinek. A kelet-európai országok között nincs lényegi különbség a cseh és lengyel relatív multiplikatőrök között, azonban aggodalomra ad okot, hogy ez a hatás megközelítőleg ugyanakkora, mint a német vagy a francia esetben.

Magyarországon leginkább a fémipar, az elektronikai és gépipar, valamint a papíripar van legjobban kitéve a Brexit által okozott gazdasági változásoknak. Érdekes, hogy a relatív változások között feltűnik a közlekedési ágazat is. Magyarország a teljes közlekedési exportjának (fizetési mérleg szerint 2018-ban) 10%-át közvetíti angol rezidensek felé, ez az arány pedig egyre növekszik, és mára a harmadik legnagyobb exportpartner ország az EU-s tagállamok között ebben a termékcsoportban. Ennek nagy része feltehetően a turizusból származik, amihez egyébként az Egyesült Királyságban tartózkodó hazalátogató magyarok is jelentősen hozzájárulhatnak. Szerepel még a listán a nagykereskedelem (ami feltehetően a Magyarországon működő angol tulajdonú kiskereskedelmi hálózathoz is köthető), valamint a pénzügyi

szolgáltatások ágazat is. Ez utóbbi valószínűleg a hazánkban működő külföldi vállalatok finanszírozása, valamint a nagy üzleti tanácsadók miatt került be a táblázatba.

11. táblázat: Magyarország ágazatok abszolút és relatív multiplikátorai a brit gazdaság egyenletes 1%-os növekedése esetén (2015)

Ágazat	Abszolút multiplikátor (ezer dollár)	Relatív multiplikátor (kibocsátási növekmény)
Fémipari termékek gyártása	12288,35	0,10%
Elektronikai és gépipar	34896,85	0,08%
Fa- és papíripar	6507,163	0,07%
Vegyipar	17891,58	0,07%
Telekommunikációs ipar	4810,493	0,06%
Közlekedés és szállítás	8542,508	0,06%
Pénzügyi és üzleti szolgáltatások	26096,55	0,06%
Járműipar	8778,28	0,05%
Nagykereskedelem	6183,758	0,05%
Elektromos áram, gáz, víz előállítás	4823,466	0,05%

Forrás: saját számítások Eurostat és nemzeti statisztikai hivatalok adatai alapján

2.4.3. A Brexit várható hatásai az Európai Unióban

Az Egyesült Királyság kiválása az Európai Unióból rendkívül összetett probléma, a várható következményekre vonatkozóan pedig még megközelítő becsléseket is igen nehéz adni. A legfőbb problémát az jelenti, hogy jelen tanulmány írásakor sem tisztázott, hogy milyen feltételek mellett lépne ki a szigetország az EU-ból, és utána milyen feltételek mellett kereskedhet, fektethet be az unió tagállamaiban, ahogy az sem, hogy az EU-s tagállamok milyen feltételekkel tehetnek ugyanezt Nagy-Britanniában. Az egyedi vámtételek nagysága, az életbe lépés időrendje (azonnal, halasztással, lépcsőzetesen stb.) mind alapjaiban határozzák meg azt az alappályát, amin Anglia a kilépés után haladni fog.

Annak érdekében, hogy a világ vezető gazdaságait, az EU-t és azon belül szűkebb térségünket érintő hatásokat fel tudjuk vázolni, a legegyszerűbb feltételezésekkel élünk:

- a kilépés lassítani fogja az Egyesült Királyság gazdaságát;
- a kilépés valamilyen megállapodás mellett fog megtörténni, vagyis a hatások időben eloszlanak majd, és a változás „puha” lesz (*soft Brexit*);
- a fogyasztás visszaesése csökkenteni fogja az ország importkeresletét;
- a vámtételek miatt csökken az ország exportkereslete;
- mindez a kibocsátás átmeneti visszaesésével jár az Egyesült Királyságban.

A fenti feltételezések plauzibilisek, amennyiben a Viner-i vámunióelmélet szerint vizsgáljuk kérdést (amelyben a vámok eltörlése pozitív jóléti hatásokkal jár), és

kellően robusztusak is az aggregálás miatt (mindegy, hogy az importkereslet mely termékcsoporthoz tartozik).

Ilyen feltételrendszer esetén az összehatás a világban *ceteris paribus* egyértelműen negatív, azonban ez a kedvezőtlen hatás nem egyenlően oszlik el az országok között. A földrajzilag távolabb eső nagyobb gazdaságok számára, mint az USA, Kína, Kanada, Ausztrália, Japán stb., a hatás valószínűleg igen csekély mértékű lesz, kibocsátásuk feltehetően alig észrevehetően fog változni, mivel az eddig vámtételek alig, vagy csak nagyon kis mértékben fognak emelkedni. Az Egyesült Királyság bár fontos, de korántsem a legnagyobb kereskedelmi partnerük, ezért a közvetlen hatás szinte minimális.

Az Európai Unió számára már sokkal érzékenyebb lesz a kiválás utáni időszak. Ez egyrészt abból fakad, hogy feltehetően Írország lesz az, amelyet a legkedvezőtlenebb hatások fognak érni, az ír GDP volumen akár fél százalékponttal is alacsonyabb lehet. Kis súlya miatt azonban önmagában még nem lenne hatással az EU egészére. Az Egyesült Királyság azonban, ha mérsékelten is, de beágyazódott a közös piacba, és ez különösen a kisebb, közeli országokat (Belgium, Hollandia, Skandináv államok) érinti kedvezőtlenül. Ezekben a tagállamokban 0,2-0,4 százalékpontos lassulással számolhatunk. A két nagy gazdaság, Németország és Franciaország esetében az angol importkereslet visszaesése közepesen fájdalmas lehet, itt 0,1-0,2 százalékpontos lassulást prognosztizálunk.

Kelet-Európa különösen nehéz helyzetben lesz a fenti feltételezések megvalósulása esetén. Bár a közvetlen kapcsolatok nem jelentősek az szigetországgal, a közvetett, értékláncokon keresztül tovagyrúzó hatások már jóval erősebbek. Térségünk elsősorban a német és francia lassulást érzi majd meg, a gazdaság kisebb mérete miatt azonban relatíve akár nagyobb lassulást is eredményezhet, mint az EU15 tagállamaiban. Magyarország ebben a helyzetben a legkiszolgáltatottabb, mivel azon az elektronikai gépipari értékláncon van rajta, amin az Egyesült Királyság is. Ez a kapcsolat közvetlenül és áttételesen is megjelenik, igaz ez utóbbi csak jó néhány beszállítói kör után válik láthatóvá. Ez egyben egyfajta védettséget is nyújthat az országnak, hiszen az első és második körös beszállítók új partnereket kereshetnek, ebbe pedig továbbra is be tudják kapcsolni a magyar vállalatokat. A régióban arra számítunk, hogy a hatás legfeljebb 0,1 százalékpontos lassulás lehet a kibocsátásban, és ilyen értékre számítunk Magyarország esetében is.

Fontos újra kihangsúlyozni, hogy a fenti becslések a puha kilépés feltételezése mellett készültek. Ha ebben változás áll be, akkor a hatások növekedni fognak, és egy kemény kilépés esetén akár az 1 százalékpontos lassulás is előfordulhat az EU GDP dinamikájában (Írországban ebben az esetben 2-2,5 százalékpontos lassulás sem kizárt). Amennyiben a megállapodás nélküli, legrosszabb forgatókönyv lép életbe, úgy – elsősorban a hazatérő vendégmunkások miatt – Kelet-Európában sem kizárt 1 százalékpontos lassulás.

Mivel a kilépési körülmények nem ismertek pontosan, így a felkészülés is nehéz Magyarország számára. Mindenekelőtt a kapcsolatok megtartása az elsődlegesen fontos, így a térségben működő angol érdekeltségű vállalatok elvándorlásának megelőzése kardinális kérdés. Ezen kívül a közvetett negatív hatás minimalizálása érdekében új partnerek felkutatására van szükség. A várható kedvezőtlen következmények tehát inkább vállalatok szintjén kezelendők, a kormányzat ráhatása valószínűleg csekély, így sokkal inkább a jó gazdaságdiplomáciai kapcsolatok megőrzése lehet cél.

2.5. A közép-kelet európai új EU-tagállamok gazdasági helyzete

2.5.1. Konvergencia az Európai Unió viszonylatában

Az Európai Unió statisztikai hivatala mindegy nyár elején közzéteszi az előző évi reálfejllettségi adatokat. 2017-hez képest a rangsor csak két helyen változott, Lettország (10-ről 9-re) és Litvánia (6-ról 5-re) is egy hellyel javítani tudott pozícióján. Ezzel azonban hármas holtverseny alakult ki, így igaz, hogy két ország javított helyzetén, ám egy ország sem rontott pozícióján. Litvánia Észtországgal együtt az ötödik, míg Lettország Magyarországgal közösen osztozik a 9. helyen (Ciprus és Szlovénia változatlanul együtt a harmadik).

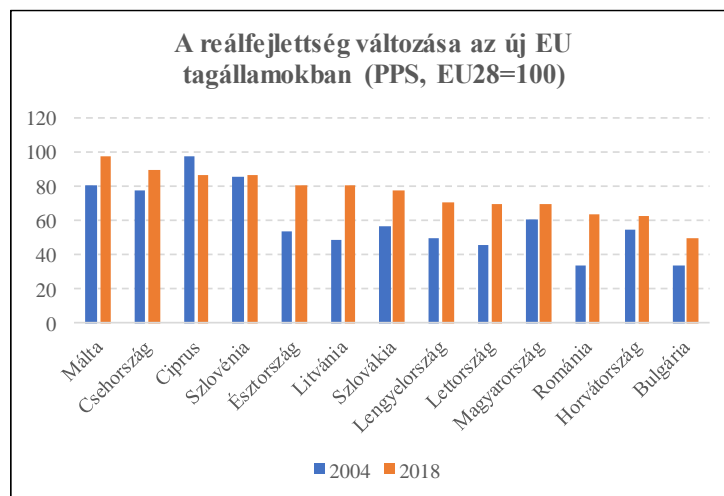
A vásárlóerő paritáson számolt egy főre jutó GDP alapján a legfejlettebb továbbra is Málta. A szigetország az EU-28 átlagának 98%-át éri el. Második helyen Csehország (90%), harmadik helyen pedig a már korábban említett Ciprus és Szlovénia páros áll (87%). A 13 kelet-európai tagállam közül Bulgária (50%) Horvátország (63%) és Románia áll (64%) az utolsó helyen. Magyarország esetében ez az érték 70%, ami Lettországgal közösen a 9. helyet jelenti.

Az elmúlt 14 évben a legnagyobb fejlődést Litvánia érte el, amely a csatlakozás idején elért 49%-ról 81%-ra tudta növelni az egy főre jutó PPS alapú GDP szintjét az EU-28%-ában, ezzel pedig a 10. helyről az 5.-re ugrott. A második legnagyobb fejlődést Románia érte el, ahol 30,3 százalékpontos volt 2004-hez képest a fejlettség javulása, igaz olyan alacsony szintről, hogy a rangsorban ez a gyors növekedés sem ért jelentős előrelépést a relatív pozíciókban. Továbbra is Ciprus az egyetlen tagállam, ahol a reálfejllettség csökkent 2004-hez képest, tavaly mintegy 10 százalékponttal. A válság idején a kis földközi-tengeri országban jelentősen esett a GDP volumene, köszönhetően az óriási görögországi kivettségnek. 2015 óta azonban már mintegy 6 százalékpontot sikerült visszanyerni (kicsivel kevesebbet, mint Magyarország 14 év alatt) így bár a csatlakozáskori szint továbbra is messze van még, az újraindult konvergencia így is látványos. Azon országok közül, ahol a válság idején nem volt visszaesés a reálfejllettségben, a legkisebb fejlődést Magyarország érte el. Mindössze 9 százalékponttal kerültünk közelebb az EU-28 átlagához, ezzel pedig 4 helyet rontottunk 2004-es eredményünkhöz képest.

Az EU-hoz való csatlakozás idején Magyarország az ötödik legfejlettebb ország volt, az egy főre jutó PPS alapú GDP az EU-28 61%-át érte el. Hazánkhoz akkor a legközelebb Szlovákia (57%) és Csehország (78%) volt. Az eltelt 14 év során északi

szomszédunk reálfejlettsége 21 százalékponttal, Csehorszáé pedig 12 százalékponttal javult. Jelenleg Lettországgal együtt 70%-on áll Magyarország (a lettek 46%-on voltak 2004-ben), azonban a balti állam feltehetően az tavalyi holtverseny után jövőre le fogja hagyni hazánkat az Európai Bizottság előrejelzése szerint. Amennyiben ez valóban megtörténik, úgy Magyarország a 10. helyre csúszik vissza, valamivel Románia elé. Keleti szomszédunkban a fejlődés igen látványos volt az elmúlt években, ez azonban komoly egyensúlyi problémák kialakulásával járt, így nem valószínű, hogy egy lassabb magyar fejlődés esetén a román fejlettség elérné a magyart az elkövetkezendő néhány évben.

35. ábra: A reálfejlettség változása az új EU tagállamokban 2004-ben 2018-ban (PPS, EU28=100)

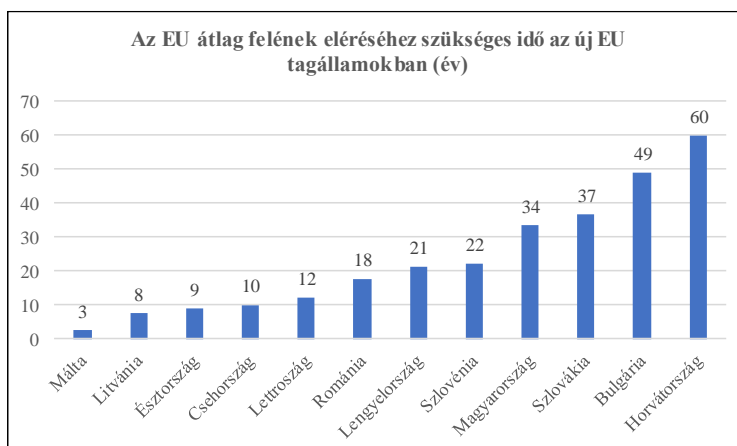


Forrás: Eurostat

A konvergencia sebessége hazánkban a leglassúbb, feltéve, ha a divergáló Ciprust és az átmenetileg lemaradó Szlovéniát nem számítjuk. Hazánk jelenleg 30 százalékponttal van lemaradva az EU-28 átlagától a PPS alapú reálfejlettségi mutató alapján számítva. A 14 év alatt elért 9 százalékpontnyi konvergencia mellett szinte beláthatatlan időnek tűnik az uniós átlag elérése. A tavalyi évben tapasztalt igen gyors növekedés és mérsékelt árindex megtartása mellett a felzárkózás akár gyorsabb is lehetne (ceteris paribus nagyjából 15 év), azonban a 2018-as növekedés után egyértelműen lassulás és áremelkedés várható. Ez utóbbi emeli a fogyasztói kosarak árát, és visszafogja a forint hazai vásárlóerejét, vagyis a PPS alapú fejlettség minkét komponense kedvezőtlen irányba fog változni. A 2010-től számított átlagos konvergencia ütemmel számolva az EU-28-hoz történő felezési felzárkózás felezési ideje (a hátralévő távolság felének eléréséhez szükséges idő) 34 év, ami jelenleg a negyedik leghosszabb idő az új EU tagállamok között¹².

¹² A divergáló Ciprusra ilyen mutatót jelenleg nem lehet számolni.

36. ábra: Az EU28 átlagától való távolság felének eléréséhez szükséges idő a 2010-2018-as időszak fejlődési trendje alapján

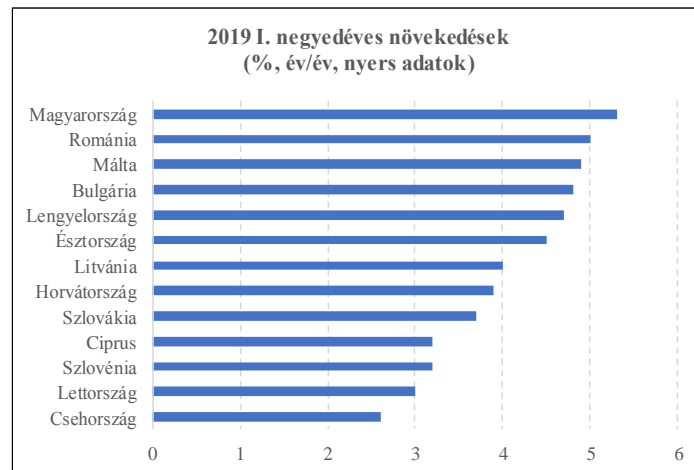


Forrás: Eurostat adatok alapján saját számítás

Az ábrán kitűnik, hogy Románia esetében az EU-28 átlagától való távolság felének eléréséhez szükséges idő 18 év, ami 16 évvel kevesebb, mint a magyar adat. Nem szabad azonban elfelejteni, hogy az elmúlt években tapasztalt román növekedés az erős egyensúlytalanságok kialakulása mellett történt, ami fenntarthatatlanná teszi a gazdaság működését, így keleti szomszédunk esetében is jelentős lassulás várható. A konvergencia ütemét felgyorsítani csak úgy lehetséges, hogy a növekedést nem kíséri külső vagy belső leértékelődés, azaz stabil makro-pénzügyi mutatók mellett fenntartható növekedés megy végbe. Ennek hosszú távon egyetlen módja, ha a termelékenység folyamatosan emelkedik, a versenyképesség pedig jelentősen javul, és a fiskális politika stabil, kiszámítható.

2.5.2 Jó növekedés, sokasodó problémák

Az idei év első három hónapjában az új EU tagállamok átlagosan 4,3%-kal növekedtek, ez a tavalyi növekedési ütem fenntartását, sőt kis mértékű javulását jelenti. A legnagyobb volumenváltozás Magyarországon volt, mintegy 5,3%-os, amivel az ország 0,5 százalékponttal járult hozzá az új EU tagállamok növekedéséhez. Ez egyébként a harmadik legnagyobb hozzájárulás volt Lengyelország és Románia után. Ez utóbbi két tagállam a nagyobb súly miatt, továbbra is a régió növekedésének több, mint felét adja, hiszen Lengyelország 4,7%-kal (1,7 százalékpontos hozzájárulás), Románia pedig 5%-kal (0,7 százalékpont), jóval az átlag felett bővült.

37. ábra: GDP dinamika 2019 első negyedében az új EU tagállamokban

Forrás: Eurostat

Csehország továbbra sem tud a térség átlagát megközelítő növekedést produkálni, sőt mintegy 0,26 százalékponttal lejjebb is húzza a régió növekedését. Annak ellenére, hogy a cseh gazdaság látszólag teljes kapacitás mellett működik, a növekedési ütemet külső tényezők rontják. A munkanélküliség 2,2% (ami gyakorlatilag megfelel a teljes foglalkoztatottnak), a további bővülésnek már komoly korlátai vannak, mivel már csak termelékenységjavulás mentén tartható fenn a növekedés. A német gazdaság gyengélkedése, továbbá a Brexit körüli bizonytalanság nem tesz jót az üzleti klímának Csehországban (sem), ami azonban a fejlesztések, beruházások elhalasztásával jár. A magas foglalkoztatottság mellett a keresetek is jelentősen emelkedtek, ami jelentősen emelte az ingatlanárakat. A megnövekedett keresletnek az építőipari vállalkozások nem tudnak eleget tenni, részben a munkaerőhiány miatt is, ami tovább növelte az ingatlanárakat, illetve az egyéb, főleg élők munkát igénylő beruházási költségeket is. Részben ennek tudható be, hogy a magánszektor nettó megtakarításai 11%-kal csökkentek az elmúlt 3 év során. Tompítandó a gazdaság munkaerő igényét, a cseh jegybank 2019 májusában 25 bázisponttal emelte az irányadó kamatozat, ezzel 2%-ra emelve az alapkamat megfelelőjét, a 2 hetes repo kamatozatot. Mindeközben a kormányzat hosszú távú infrastrukturális projektekkal igyekszik csökkenteni a vállalkozások szállítási költségeit, ami rövid távon azonban szintén munkaerőt szív el. Csehország az első olyan Visegrádi ország, amely középtávon lépéskényszerbe kerül a gazdaság szerkezetét illetően. A növekedésbe több erőforrást nem lehet bevonni, miközben a fogyasztás bővülése további keresletet teremt, a folyó fizetési mérleg korábban 1% körüli GDP arányos többlete idén várhatóan eltűnik, így a termelékenység javulása égető problémává vált. Ehhez azonban átfogó oktatási, egészségügyi és társadalmi reform és politikai elkötelezettség szükséges.

Románia az első negyedévben 5%-kal növekedett, vagyis sikerült fenntartania az elmúlt évek bővülési ütemét, igaz egyre nagyobb áldozatok mellett. A fogyasztásbővülésre épülő növekedési politika egyre komolyabb egyensúlyproblémákat okoz az országban. Ezek közül talán a legsúlyosabb, hogy Románia nettó finanszírozási igénye tavaly a GDP 3,1%-ára nőtt, messze meghaladva a többi új

tagállamot a térségben. A nemzetgazdaság nettó megtakarításai közel a felükre estek vissza, a folyó fizetési mérleg GDP arányos hiánya pedig ötszörösére nőtt néhány év alatt, és 2018-ban már elérte az 5%-ot. A helyzetet némiképp enyhíti, hogy a beruházások egy részét az EU kohéziós alapjából finanszírozzák. A román költségvetés GDP arányos egyenlege 3%-os hiány mutat, az elmúlt évekhez képest a mérleg romlása számottevő, és várhatóan tovább fog folytatódni. A bruttó államadósság GDP arányos szintje egyelőre stabil, ám mindez nem mérsékli az ország sérülékenységét, amelyet a folyó fizetési mérleg és a költségvetés hiánya okoz. Romániának minél hamarabb fiskális kiigazító lépéseket kell tennie, ellenkező esetben a mérlegalkalmazkodás súlyos károkat okozhat.

Lengyelország 4,6%-os növekedése valamelyest elmarad a várakozásoktól, hiszen az elmúlt években rendre jóval a térség átlaga felett tudott bővülni a gazdaság. A gyors lengyel dinamika részben az EU-s transferek beáramlásának, részben a kiváló külső környezetnek volt köszönhető, amihez hozzájárult a kormányzat fogyasztásösztönző tevékenysége is (átalakítások az adók és szociális juttatások rendszerében), most azonban az EU-tól érkező impulzusok ritkulni kezdtek. Mindezt súlyosbítja a Brexit körüli bizonytalanság, mivel Lengyelország sok szállal kötődik a szigetországhoz, nem csupán az export, hanem a vendégmunkások révén is, akik jelentős mennyiségben teljesítenek hazautalásokat. Mindemellett az fiskális politika által közvetített ösztönzők hatása is kezd elmúlni. A lengyel gazdaság kevésbé küzd munkaerőhiánnyal, mint a cseh vagy a magyar, mivel az Ukrajnából érkező vendégmunkások be tudják tölteni a nyitott állásokat. Ugyanakkor a lengyel gazdaság is szenved a magas inaktivitási aránytól, főleg a korábban jellemző alacsony nyugdíjkorhatár miatt, ami komoly terhet ró a költségvetésre. A varsói kormányzat többek között ezért is vezette be a kötelező magánnyugdíjpénztári rendszert, ami azonban nem váltotta fel a korábbi állami nyugdíjkasszát, hanem emelte az adóéket a nettó és bruttó jövedelmek között. Ez csökkenti a jelenleg egyébként túlfűtött fogyasztást, ám növeli a megtakarításokat, bővíti a hitelezést, így várhatóan valamelyest visszafogja a lengyel gazdaság növekedését.

A tagállamok többségében a magánfogyasztás jelenti a növekedés motorját. Bár a beruházások volumene egyes tagállamokban jelentősen növekedett, a kisebb súly miatt igazán csak Horvátországban tudtak hozzájárulni jelentős mértékben a gazdaság növekedéséhez (közel 2%-kal). A nettó export igazán csak Lettországra (4,4%) és Bulgáriára (2,1%) járult hozzá jelentősen a bővüléshez, míg Romániára (-7,9%) és Horvátországra (-3,1%) negatív volt a hozzájárulás. Érdemes megemlíteni Szlovákiát, ahol a magánfogyasztás csupán 1,2%-kal növekedett az első negyedévben, amely jelentős lassulás az elmúlt évekhez képest, így északi szomszédunk az egyetlen olyan új EU tagállam, ahol a magánfogyasztás hozzájárulása a GDP-hez 1 százalékpont alatt volt (egész pontosan 0,46 százalékpont). A beruházások 6,6%-kal emelkedtek, amihez erősen köthetők az EU-s források. A nettó export egyelőre ellensúlyozza a fogyasztás visszaesését, azonban a járműipari átalakulások miatt időnként meg-megtorpanó iparág még komoly gondokat okozhat Szlovákiának.

2.5.3. Emelkedő maginfláció, kiváráó jegybankok

Január és május között térségünkben az infláció 2,4% volt. Ez a szint leginkább Románia árindexének köszönhető, ahol az árindex 4% volt, és amely nélkül csupán 1,8% lett volna a regionális infláció. A korábbi évekhez képest magas árszint leginkább az élelmiszereknek és az energiaáraknak köszönhető. Magyarországon és Romániában az élelmiszerek ára idén már 5%-ot meghaladóan drágult, miközben az energiaárak Lettországból és Szlovákiában emelkedtek ugyanennyivel. A maginfláció szintje 1,8% volt az EU13-ban, legmagasabb értéke Magyarországon volt, 2,9%, amelyet Románia követ 2,8%-kal. Ezen kívül még a Balti államokban volt 2%-ot kismértékben meghaladó maginfláció. Ez a szint vélhetően még nem haladja meg a jegybankok „ingerküszöbét”, vagyis se a román, se a lengyel se a magyar jegybanktól rövid távon nem várunk kamatemelést. Meg kell jegyezni azonban, hogy a nemzeti bankok szorult helyzetben vannak, mivel bár a jelenlegi növekedési adatok még mindig jók, az év második felétől már lassulást várunk, amely mellett a monetáris szigorítás komoly feszültségeket okozhat a fiskális politikával szemben.

A maginfláció emelkedése várhatóan középtávú jelenség lesz a térségben, mivel a magánfogyasztás komoly impulzusokat kapott az elmúlt időszakban. Az élelmiszerek világpiaci ára ugyan csökken, azonban az emelkedő bérek, a munkaerőhiány és folyamatosan bővülő magánfogyasztás felfelé tolja a nem szezonális élelmiszerek és italok árát. A szolgáltatások ára is az árindexet meghaladóan növekedik a térség legtöbb országában, a nem eurót használó országoknak pedig az árfolyam gyengülése miatt importált inflációval is számolniuk kell. Az árak emelkedése lassan erodálja az emelkedő bérszínvonal egy részének jólétre gyakorolt kedvező hatását, ami az alacsonyabb jövedelmi rétegek divergálását idézheti elő, megfelelő szociális transzferek hiányában.

2.5.4. Enyhén romló növekedési kilátások az év második felétől

Bár első negyedéves növekedési adatok a legtöbb tagállamban meglepően jók voltak, a külső környezet romlása, valamint a kilátásokat övező bizonytalanságok lefelé ronthatják a rövid távú növekedési várakozásokat az új EU tagállamokban. Németország további lassulása tovább ronthatja az egyébként sem jó nettó export hozzájárulásokat, amit a magánfogyasztás további bővülése csak részben tud ellensúlyozni. Az EU támogatásokból megvalósuló beruházások jelentősen tompíthatják a lassulást, ugyanakkor az általános munkaerőhiány a projektek megvalósítását lassítja minden tagállamban. A legtöbb tagállam az elmúlt 14 évben sikeresen konvergált a fejlett régi tagállamokhoz, ennek fenntartására azonban további strukturális reformokat kell megvalósítani az oktatásban, továbbá prudens fiskális politikát kell folytatni.

A külső környezet kedvezőtlené válása elkerülhetetlen, és az EU-s transzferek is lassan kifulladásra kerülhetnek minden tagállamban (bár még sok tartalék van bennük). A nettó

export romlása kapacitásokat szabadíthat fel, ami a későbbiekben akár a munkanélküliség kismértékű növekedéséhez is vezethet. A korábbi évek során a nemzetgazdaságok nettó megtakarításai erős ütemben emelkedtek, akár 10-20%-ot is meghaladó mértékben, ami az alacsony kamatok mellett növelte a beruházási és befektetési kedvet. Mindez építőipari boomot okozott többet között Magyarországon, Romániában és kis mértékben Csehországban és Szlovákiában, igaz ehhez hozzájárultak az állami infrastrukturális projektek is hazánk esetében (az említett többi országban inkább lakáscélú beruházások zajlottak). A járműipar globális lassulása, amely részben a kereslet lanyhulásából, részben a modellváltások miatti leállásokból fakad, igen kedvezőtlenül érinti a régió beszállítóit és autógyárait, mivel az ágazat szinte az egyetlen külső impulzust jelenti. A szolgáltatás export többlete egy ideig enyhíti a nyomást, ám a külső környezet lassulása hamar felboríthatja az egyenleget. Kisebb országok esetén az erősen a béremelkedéssel fűtött magánfogyasztásra épülő növekedési stratégia már középtávon is komoly egyensúlytalanságok kialakulásához vezethet. A folyó fizetési mérlegek folyamatos gyengülése, a korábbi többletek deficitbe való fordulása intő jel a gazdaság finanszírozási képességének romlásáról, ez pedig a V4 országokra különösen igaz.

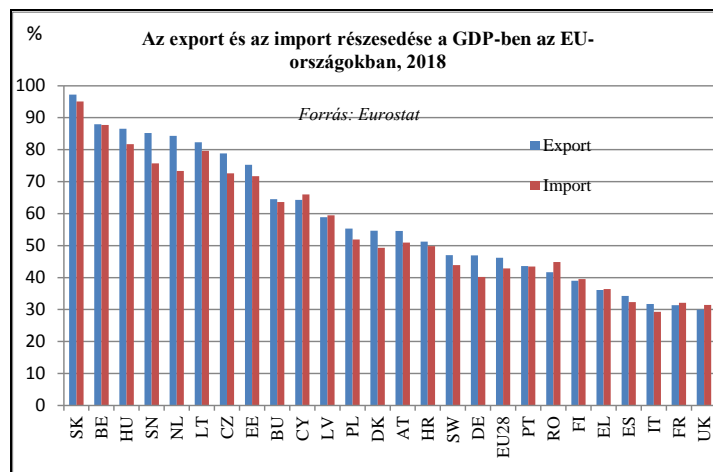
Prognózisunk szerint az idei második felétől kezdetét veheti a térség gazdasági ütemvesztése, amely idén még nem lesz látványos, mivel a jó első féléves eredmény ellensúlyozza majd a második félévben várhatóan bekövetkező lassulást, így 2019-re 4% körüli volumenváltozást várunk. Jövőre azonban már jól érezhetővé válik a lassulás, elsősorban a nettó export romlása, és a beruházások lassuló dinamikája miatt, ezért a növekedést a térségben valamivel 3% fölötti rátára jelezzük előre, ami természetesen továbbra is magasan az EU-15 átlaga feletti bővülést jelent, azonban a konvergencia lassulását is elhozza.

3. A világgazdasági környezet hatása a magyar makrogazdasági helyzetre és az államháztartásra

3.1. Makrogazdasági hatások

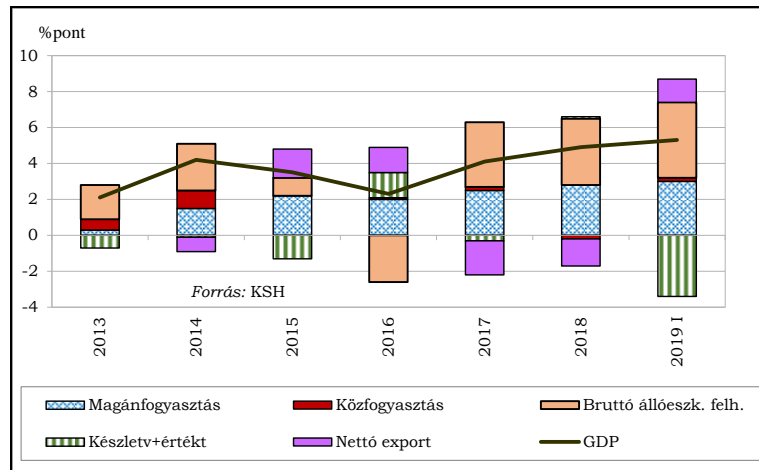
A magyar gazdaság rendkívül nyitott: a külkereskedelem kimagasló szerepet játszik a GDP-ben. Ugyanakkor, az elmúlt 2 évben az export és import magas részesedése némileg csökkent, a belföldi felhasználási komponensek, a háztartások fogyasztása és a beruházások dinamikus bővülése következtében. Míg az elmúlt években Szlovákia után Magyarország állt az export részaránya tekintetében a második helyen, addig 2018-ra a harmadik helyre került. A korábban a magyarénál árnyalatnyival alacsonyabb export-aránnyal rendelkező Belgium került a második helyre.

38. ábra: Az export és az import részesedése a GDP-ben



Ettől a kis elmozdulástól eltekintve, a magyar gazdaság kitettsége a világgazdasági körülményeknek továbbra is rendkívül erős. Létezik egyfajta átváltás is: amikor a belföldi felhasználási komponensek növekedése magas, az emelkedő importkereslet miatt a nettó export hatása negatívba fordul(hat). Ez történt 2017-ben és 2018-ban is. A nettó export ebben a két évben elsősorban az import meglódulásával és kisebb részben az export némi gyengélkedésével magyarázható.

39. ábra: A felhasználási komponensek hozzájárulása a GDP változásához
(százalékpont)



2019. első negyedéve ebből a szempontból kivételes, mivel a belföldi felhasználási komponensek gyors növekedését pozitív nettó export kísérte, azaz az export gyorsabban nőtt, mint az import. Kevés esély van arra, hogy ez az év hátralévő részében fennmaradjon.

3.2. Költségvetési hatások

3.2.1. A költségvetés helyzete

2019 első 5 hónapjában a költségvetés központi alrendszere 176 milliárd forintos pénzforgalmi hiánnyal zárt. Ezen belül a központi költségvetés hiánya 253,4 milliárd forint volt, míg a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai közel 25,5 milliárd forintos, az elkülönített állami pénzalapok pedig 51,5 milliárd forintos többletet értek el.

Ez a viszonylag alacsony hiány úgy alakult ki, hogy a költségvetés bevételei az első 5 hónapban 17%-kal magasabbak voltak, mint az előző évben, miközben a kiadások 3%-kal elmaradtak attól.

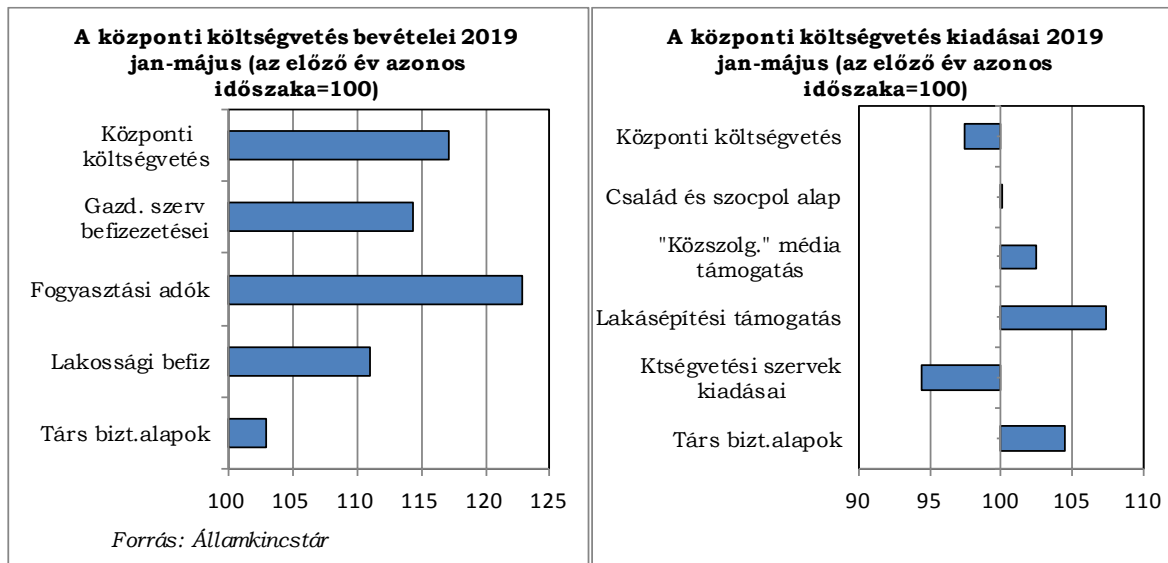
A központi költségvetési bevételek 17%-os emelkedése elsősorban a fogyasztáshoz kapcsolt adók emelkedésének, és még inkább a lakosság befizetéseinek növekedéséből állt össze. Ami a fogyasztási adókat illeti, az általános forgalmi adókból származó bevételek 27%-kal, a jövedéki adó-befizetések pedig 12%-kal emelkedtek. Az ÁFA bevételek növekedése csak részben magyarázható a fogyasztás emelkedésével (az első 4 hónapban 6,8%), miközben 2019 elején némi ÁFA csökkentésre is sor került (Az UHT és ESL tej esetében). Az ÁFA-bevételek elsősorban a gazdaság kifehéredésére tett intézkedések eredményének tekinthetők. A jövedéki adó-bevételek növekedéséhez az is hozzájárult, hogy 2019. január 1-jétől az energiaadó a jövedéki adó soron szerepel.

A lakosság befizetési is erőteljesen emelkedtek. A személyi jövedelemadóból 10%-kal, az illeték-fizetésből 23%kal magasabb összeg folyt be, mint 1 évvel korábban.

A gazdálkodó szervezetek befizetései „csak” 14%-kal emelkedtek, az év egészére vonatkozóan azonban itt is jelentős túlteljesítés látszik kibontakozni. Az egyszerűsített vállalkozási adóból (EVA) befolyó összegek csökkentek ugyan, a KIVA és a KATA befizetések azonban jelentőse emelkedtek. Ez összhangban van a kormány azon törekvéssel, hogy az EVA kivezetésre, a KATA és a KIVA pedig szélesebb körben elterjesztésre kerüljön.

A kiadási oldalon elsősorban a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok soron került sor jelentős megtakarításra, mind az előző évhez, mind a költségvetési előirányzathoz képest. Ez főként az uniós programok kiadásaihoz kapcsolódik, amelyek 39%-kal alacsonyabbak voltak, mint az előző év azonos időszakban. A kormány láthatólag igyekszik visszafogni a 2016-18 közötti időszakra jellemző jelentős előfinanszírozási tevékenységét, különös tekintettel arra, hogy az uniós támogatások beérkezése a vártnál lényegesen lassabban halad. Ennek oka, csak részben az uniós ellenőrzések szigorúbbá válása és a feltárt visszaélések feltárása és ennek következtében egyes támogatások megvonása. Nagyobb súllyal esik latba, hogy a programok megvalósítása gyakran elhúzódik és ezért a számlák benyújtása is késedelmet szenved.

40. ábra: A központi költségvetés kiadásainak és bevételeinek alakulása



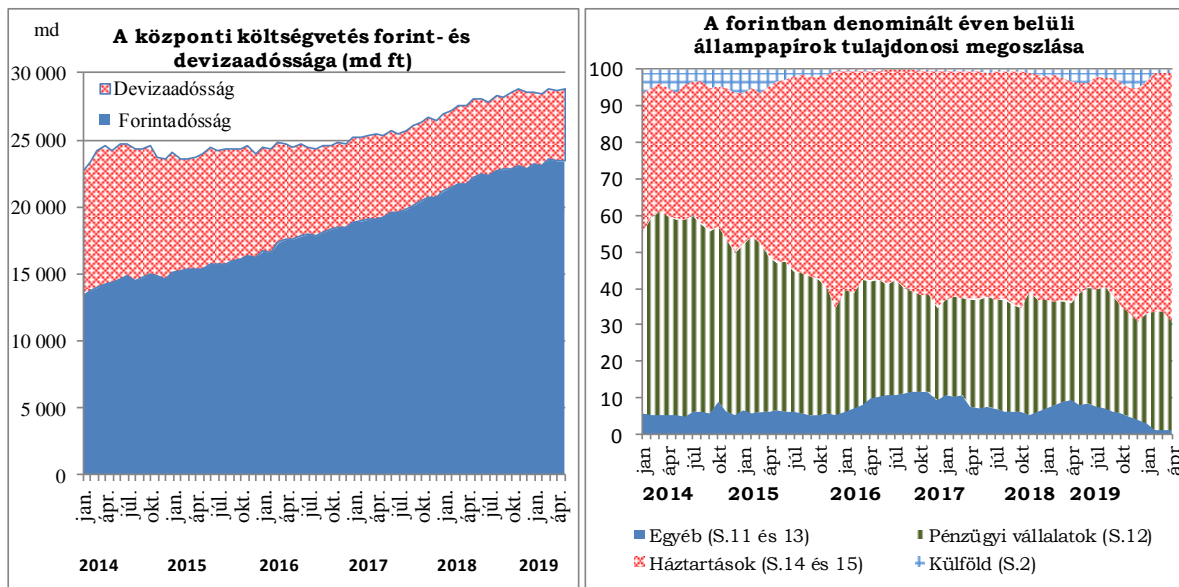
Az első öthavi költségvetésről összefoglalóan elmondható, hogy a bevételeknek a tervezettnél is lényegesen magasabb összegben való megvalósulása, lehetővé tenné, hogy a GDP-arányos ESA hiány a tervezett 1,8%-nál alacsonyabb szintet érje el. Mivel az EU ajánlásai határozottan az államháztartási kiadások csökkentésére irányulnak 2019-ben, a kormánynak feltehetőleg nem lesz lehetősége a költségvetési többletbevételek elköltésére különböző sport-, egyházi, és esetleg presztízs-beruházásokra. Kérdés, hogy a kormány törekedni fog-e ezeknek az ajánlásoknak a betartására, ami az EU-val való kapcsolatok alakításának a szempontjaitól függ.

Figyelemre méltó, hogy az első öt hónapban az Egészségbiztosítási Alap majdnem 26 milliárd forintos többlettel zárt, ami fedezetet nyújthat majd a feltehetőleg szükséges kórházi tartozás-konzolidáció költségeire.

3.2.2. Az államadósság alakulása

Az MNB előzetes pénzügyi számláinak adatai szerint 2019. március 31-én az államháztartás bruttó konszolidált adóssága 29.382 milliárd forint volt, mindössze 340 milliárddal magasabb, mint 2018 végén. Ez mindenképpen arra utal, hogy a 2019. évi végi 70% alatti államadóssági ráta teljesíthető lesz.

41. ábra: A központi költségvetés deviza- és forintadóssága



Az államadósságon belül az elmúlt negyedévben a forint- és devizaadósság aránya nagyjából változatlan maradt (81-19%). A forintban denominált, éven belüli államadósságon belül tovább nőtt a háztartások részaránya (67% fölé). Június 3-tól jegyezhető a Magyar Állampapír Pluszról (MÁP+), amelyből 100 milliárd forintot terveznek kibocsátani. A teljes futamidő alatt tartott papírral maximálisan évi 4,94%-os hozamot lehet majd elérni. A hírek jelentős lakossági érdeklődésről számolnak be. Ez a konstrukció növeli a lakosság részarányát az állampapírok tulajdonosi szektor-megoszlásában, emellett a forintban denominált államadósság arányát is.

3.2.3. A 2020. évi költségvetési tervezet

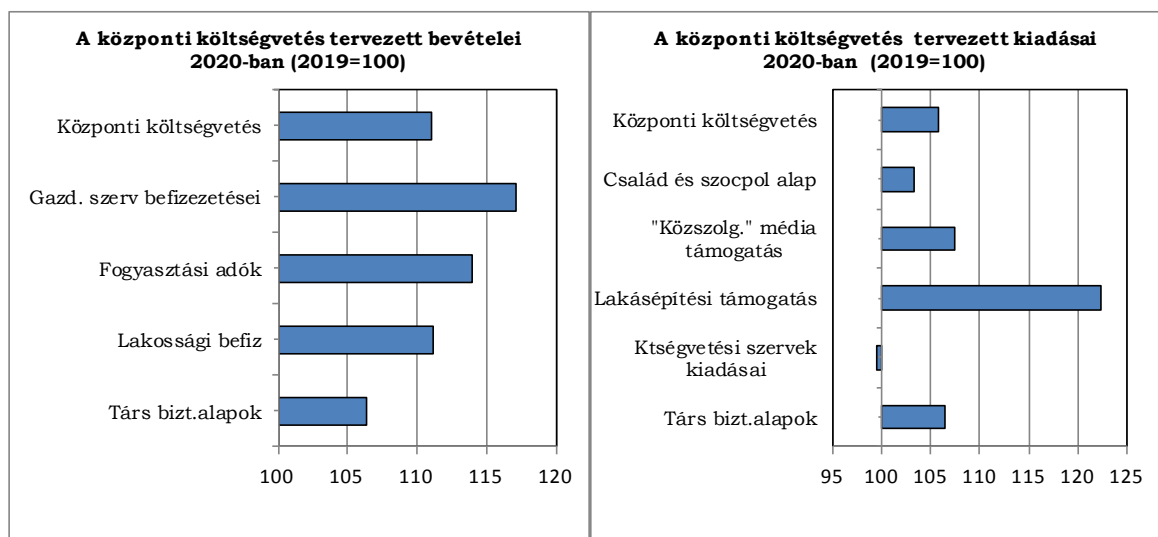
A 2020. évi költségvetési törvénytervezet az államháztartás GDP-arányos ESA hiányát a GDP 1%-ában rögzíti. Ez a várakozás a GDP 4%-os és a fogyasztó árak 2,8%-os növekedését feltételezi. A Kopint-Tárki előrejelzése a GDP növekedés alacsonyabb, viszont az árindex magasabb szintjét prognosztizálja 2020-ra, e két tényező ellentétes hatása miatt azonban a GDP nominális növekedése (7%) 2020-ban nagyjából azonos eredményre vezet (48,8 ezer milliárd forint a 2019. évi 45,4 milliárddal szemben).

Ami az egyes bevételi tételek pénzforgalmi adatait illeti, a 2020. évi költségvetési tervezet előrejelzésének főbb tételeinek nominális összegei megalapozottnak ítélték, különös tekintettel arra, hogy 2019-ben a fogyasztási adók és a lakossági befizetések terén némi túlteljesítés várható. Magyarán: a nominális szintek alacsonyabb százalékos növekedés esetén is teljesíthetőnek ítélték. Az államháztartási kiadások teljesíthetőségének megítélése már bizonytalanabb, mivel itt a kormány diszkrecionális pénzosztási döntései – mint egyes években láthattuk – a kiadási összegeket jelentősen befolyásolhatják. Mindazonáltal, a 2020. évi költségvetésbe 663 milliárd forint tartalék van beépítve, ami fedezetet nyújthat egyes kiadási tételek túlteljesítésére.

Emellett, a kormány azonban feltehetőleg törekedni fog a kiadások betartására, mivel az EU-nak az államháztartási kiadások csökkentésére irányuló elvárásai szűkítik a kormány mozgásterét a kiadások növelésében. Az Európa Tanács 2019. júniusi ajánlásában azt fogalmazta meg, hogy a nettó elsődleges nominális államháztartási kiadások növekedése (kamatfizetések és a költségvetésen csupán átfolyó európai uniós támogatások beszámítása nélkül, valamint az állami beruházások összegének több évre szóló szétterítésével) 2020-ban ne haladja meg a 4,7%-ot, ami a GDP 0,75%-ot kitevő strukturális kiigazításnak felel meg. A rendelkezésre álló adatok alapján nem állapítható meg, hogy a költségvetési tervezet megfelel-e ennek az ajánlásnak.

A 2020. évi költségvetés csak részben oldja azt a feszültséget, amely a magyar kormány és az EU elvárásai között a strukturális egyenleg tekintetében fennáll. A költségvetési tervezet ugyanis a kibocsátási rést (a tényleges és a potenciális GDP százalékos eltérését) 0,2%-ra becsüli, aminek következtében a strukturális deficitet a GDP 1,1%-ában állapítja meg. Ezzel szemben az EU Bizottság szerint a kibocsátási rés 2020-ban 2,8% lesz, az általa előrejelzett 1,8%-os várható deficitel szemben a strukturális deficitet 2,9-ra becsüli. E téren még további egyeztetések várhatóak.

42. ábra: A központi költségvetés tervezett bevételei és kiadásai



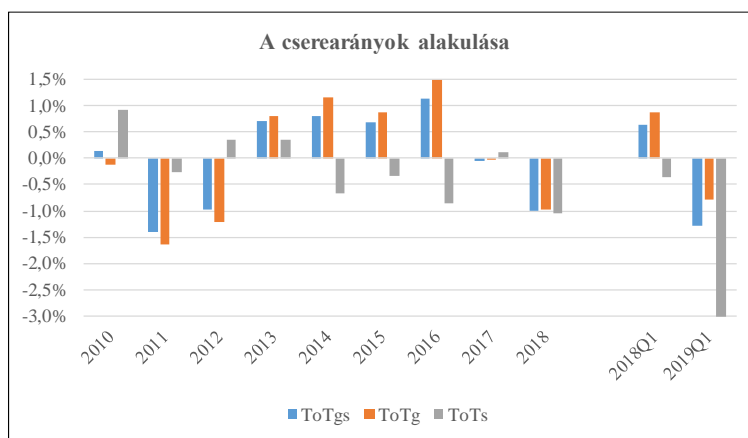
3.3. A cserearány-alakulás makrogazdasági jövedelmi hatása, a fizetési mérleg és a nettó külföldi kötelezettség-állomány alakulása

3.3.1. A cserearányok, a bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) és a belföldi felhasználás alakulása

Mivel a KT részére készített 2018. októberi tanulmányunkban részletesen foglalkoztunk a cserearány-változás hatásával kiigazított GDP, a bruttó hazai reáljövedelem (real gross domestic income, RGDI) jelentésével és mérési módszereivel, ezúttal nem térünk ki értelmezési és módszertani kérdésekre, hanem kiegészítjük korábbi (2017-ig tartó) elemzésünket az újabb fejlemények bemutatásával, valamint egy olyan összehasonlítással, amellyel korábban nem foglalkoztunk, nevezetesen az belföldi felhasználás és az RGDI változásának egybevetésével. Ezt az összehasonlítást az indokolja, hogy az RGDI változása a megtermelt hazai reáljövedelem vásárlóerejének változását mutatja, vagyis azt, hogy a cserearányok változását is figyelembe véve, hogyan alakult a ténylegesen elkölthető (felhasználható) reáljövedelem.

Az alábbi ábra a cserearányok éves változását mutatja a teljes forgalomra (ToTgs), továbbá külön-külön az áru-, illetve szolgáltatásforgalomra vonatkozóan 2010 és 2019 első negyedéve között.

43. ábra: A cserearányok alakulása



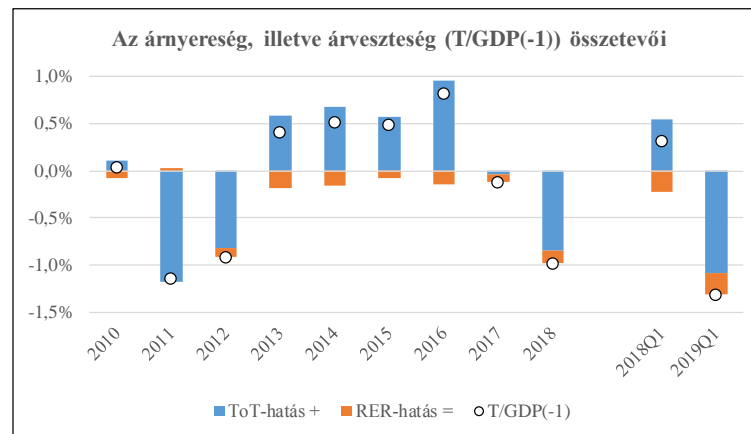
Jelölések: ToTgs, ToTg és ToTs: rendre, áru- és szolgáltatásforgalmi, áruforgalmi és szolgáltatásforgalmi cserearány változás az előző évhez, ill. előző év azonos időszakához viszonyítva

A 2011-12-ben tapasztalt jelentős cserearányromlást követően a 2013 és 2016 közötti időszakot folyamatos cserearány-javulás jellemezte (a négy évben összesen 3,5%-kal javult az összevont cserearány-mutató; ezen belül az áruforgalomban 4,5%-kal javultak, a szolgáltatásforgalomban 1,5%-kal romlottak a cserearányok). 2017-ben megállt a javulás, 2018-ban pedig számottevően, 1%-kal romlottak a cserearányok, és ez az irányzat 2019 első negyedében is folytatódott (1,3%-os romlás az előző év azonos időszakához viszonyítva).

A következő ábra az előző évi GDP-hez viszonyított tárgyévi külkereskedelmi árnyereség, illetve veszteség alakulását és annak összetevőit mutatja. (Az

árfolyásvesztést az angol elnevezés alapján – trading trading gain/loss – T-vel jelöljük.) Az ábra értelmezéséhez tudni kell, hogy a nemzetgazdasági szintű árfolyásvesztést nem csupán a csereárfolyás változása, hanem egyfajta reálárfolyás-hatás (az export és az import átlagos árfolyásának a belföldi felhasználás árfolyásához viszonyított aránya) is befolyásolja. A csereárfolyás annál jelentősebb hatást gyakorolnak, minél nyitottabb a gazdaság, a reálárfolyás- (RER-) hatás pedig a GDP-arányos nettó export mértékétől és előjelétől függ. Az ábrán azonban látható, hogy Magyarországon – egyetlen év, 2017, kivételével, amikor lényegében nem változtak a csereárfolyások – a reálárfolyás-hatás lényegesen csekélyebb volt, mint a csereárfolyások változásáé. (A RER-hatás azért volt 2012-től minden évben negatív, mert valamennyi évet reálfelértékelődés jellemezett – a belföldi felhasználás árszintje jobban nőtt, illetve kevésbé csökkent, mint az átlagos külkereskedelmi árszint –, ám a külkereskedelmi javak relatív olcsóbbá válásának előnyei csak külkereskedelmi deficit esetén realizálhatók. Külkereskedelmi többlet mellett ez a potenciális előny hátránnyá válik, márpedig Magyarország áru-és szolgáltatásforgalmi egyenlege ebben az időszakban mindvégig aktív volt.)

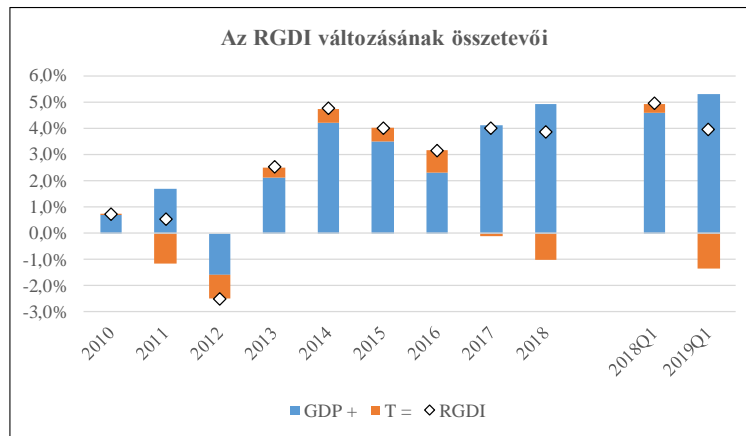
44. ábra: Az árfolyásvesztés, illetve árfolyásnyereség összetevői



Jelölések: ToT-hatás: csereárfolyás-hatás; RER-hatás: T/GDP(-1): a tárgyévi árfolyásvesztés/nyereség aránya az előző évi GDP-hez.

Az ábrán kék oszlopok jelzik a csereárfolyás-hatást, narancssárga oszlopok a reálárfolyás-hatást, a kettő egyenlege pedig a karikával jelölt T/GDP(-1) mutató. Ez az indikátor azt fejezi ki, hogy a külkereskedelmi árfolyásvesztés/nyereség hány százalékponttal növeli/csökkenti a bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) növekedési ütemét a GDP növekedési üteméhez viszonyítva. 2013-15 között átlagosan plusz 0,5, 2016-ban 0,8, ellenben 2018-ban, illetve 2019 első negyedében mínusz 1, illetve 1,3 százalékpontot tett ki ez a hatás. Természetesen ahhoz, hogy ezeknek a hozzájárulásoknak a jelentőségét értékelni lehessen, magának a GDP-nek a növekedési ütemét is ismerni kell, amiről a következő ábra ad képet.

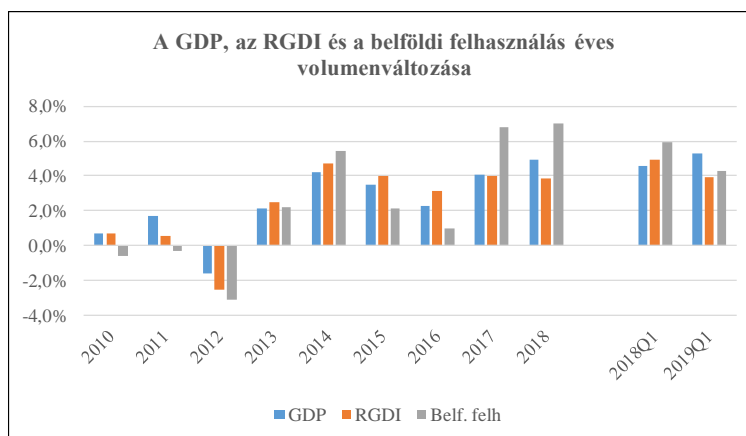
45. ábra: Árnyereség alakulása a GDP növekedésével összevetésben



Itt a kék oszlopok a GDP növekedési ütemét, a narancssárgák az árnyereség/veszteség hatását mutatják (az utóbbiak számszerű értéke megegyezik az előző ábrán karikákkal jelölt adatpontokkal), a rombuszok pedig a kettő összegét (egyenlegét), az RGDI évenkénti növekedését jelölik. 2013-15-között az árnyereség 15-20%-kal, 2016-ban 40%-kal haladta meg a GDP reál-növekményét, ellenben 2018-ban, illetve 2019 első negyedében az árveszteség mintegy 20, illetve 25%-ot „vitt el” a GDP növekményéből. Azok, akik jelentős sikerként könyvelik el, hogy a GDP növekedési üteme 2017 és 2018 között 4,1-ről 4,9%-ra gyorsult, eltekintenek attól, hogy az RGDI növekedése nem változott (4,0, illetve 3,9%). 2019 első negyedében pedig miközben (az előző év azonos időszakával összehasonlítva) a GDP növekedése 4,6-ről 5,3%-ra gyorsult, az RGDI növekedése 4,9-ről 3,9%-ra lassult. Az utóbbi mutató, vagyis a reáljövedelem bővülése jelzi a belföldön felhasználható jövedelem változását.

Ez a megállapítás vezet át a következő ábrán szereplő összehasonlításhoz, amely együtt mutatja a GDP, az RGDI és a belföldi felhasználás évenkénti növekedését.

46. ábra: A GDP, az árnyereség és a belföldi felhasználás összevetése



2013-14-ben a belföldi felhasználás és az RGDI növekedése nagyjából összhangban volt egymással, 2015-16-ban az előbbi elmaradt az utóbbitól, ellenben 2017-18-ban a belföldi felhasználás növekedése számottevően meghaladta az RGDI növekedését (különösen 2018-ban, amikor a cserearányok romlottak). Ez teszi érthetővé az exporttöbblet lepadását az elmúlt két évben, amiről a következő szakaszban lesz szó.

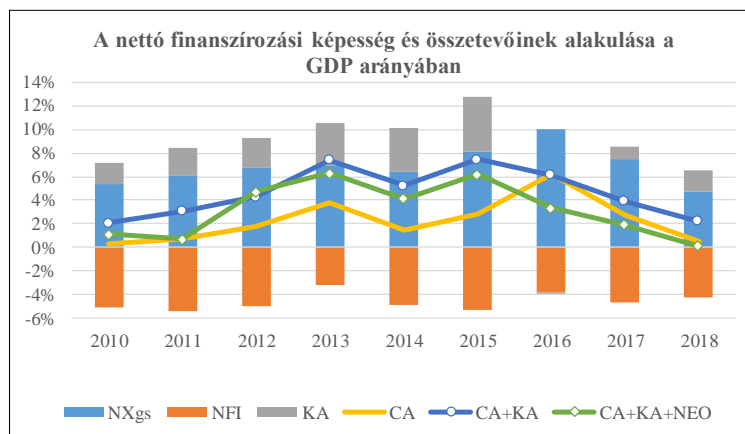
A 2019 elejére vonatkozó adatok konszolidációra utalnak, de ebből természetesen korai lenne irányzatváltásra következtetni.

3.3.2. A fizetési mérleg és a nettó külföldi kötelezettség-állomány alakulása

Az elmúlt évtized során 2018 második felében fordult először elő, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege két egymást követő negyedévben deficitet mutatott. A harmadik és a negyedik negyedév együttes hiánya közel 0,6 Mrd eurót tett ki, ami jelentős változás 2017 második felének 1,2 Mrd-nyi többletéhez viszonyítva. A folyó mérleg második félévi deficitje egyértelműen az áruforgalom 1,8 Mrd eurót megközelítő hiányához köthető (2,2 Mrd-os csökkenés 2017 azonos időszakához viszonyítva); a szolgáltatásforgalmi többlet nem változott, miközben a jövedelemegyenleg deficitje kissé mérséklődött.

Az alábbi ábrán – amely a GDP arányában mutatja a folyó fizetési mérleg és a nettó finanszírozási képesség fő összetevőinek éves alakulását 2010 és 2018 között – látható, hogy az áru- és szolgáltatásforgalom többlete (a nettó export) 2016 óta folyamatosan zsugorodik, az elmúlt év fejleményei tehát egy folyamatba illeszkednek. Mivel az ábrán nem szerepelnek a nettó export összetevői, fontos hangsúlyozni, hogy az elmúlt három évben a GDP-arányos szolgáltatásforgalmi többlet folyamatosan 6% közelében alakult, így az összevont egyenleg változása annak tudható be, hogy az áruforgalom 2016. évi 4%-os többlete 2018-ra 1%-os deficitbe fordult át. Elsősorban ennek tulajdonítható az is, hogy a folyófizetési-mérleg többlete jelentősen, a GDP 6,2%-áról 0,5-re csökkent.

47. ábra: A nettó finanszírozási képesség alakulása



Forrás: MNB alapján saját számítás.

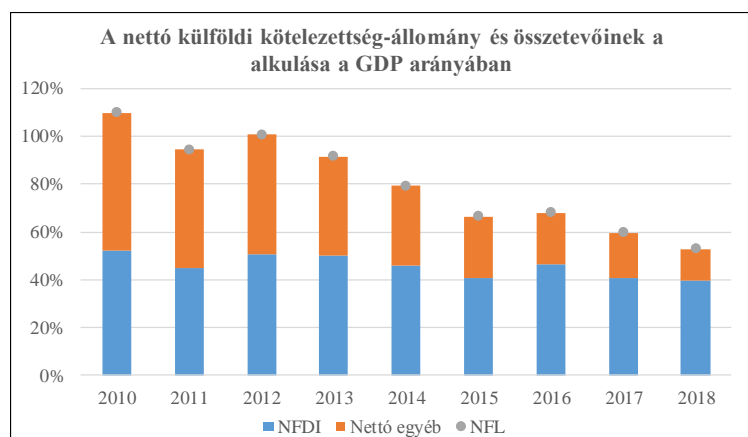
Jelmagyarázat: NXgs: áru- és szolgáltatásforgalmi egyenleg; NFI: nettó külföldi jövedelem; KA: a tőkemérleg egyenlege; CA: folyómérleg-egyenleg (CA=NXgs+NFI); CA+KA: a folyó- és tőkemérleg összevont egyenlege (az úgynevezett felülről számított külső finanszírozási képesség); CA+KA+NEO: a pénzügyi mérleg egyenlege (az úgynevezett alulról számított külső finanszírozási képesség, amelyen belül a NEO a tévedések és kihagyások egyenlegét jelöli).

Ami a folyófizetési-mérleg másik fő összetevőjét, a jövedelemegyenleget illeti, 2016-ról 2017-re érezhetően emelkedett, 2018-ban pedig kissé csökkent a hiány. E változások háttérében elsősorban a nettó FDI-jövedelem a 2017. évi jelentős emelkedése, majd némi visszaesése áll. A külföldi munkavállalói jövedelem pozitív egyenlege a 2016. évi 2,7%-os csúcsról 2018-ra 1,9%-ra mérséklődött. A gyakori félreértések miatt azonban nem árt megjegyezni: ebből semmi nem következik a „hazautalásokra” nézve, mivel a fizetési mérlegben a bruttó bérek és járulékok összege, nem pedig ennek hazautalt része szerepel.

A folyófizetési-mérleg egyenlegéhez képest kevésbé csökkent a „felülről számított” nettó finanszírozási képesség (a folyó és tőkemérleg együttes egyenlege), mivel az EU-transzferek javarészét tartalmazó tőkemérleg egyenlege a 2016 évi nulláról 2018-ra 1,8%-ra emelkedett. A gazdaság finanszírozási oldalát bemutató pénzügyi mérleg egyenlege (az „alulról számított nettó finanszírozási képesség) viszont az elmúlt évben nullára ment le, ami látszólag arra utal, hogy 2018-ban megakadt a nettó külföldi kötelezettség-állomány leépülésének 2009 óta tartó irányzata. A pénzügyi mérleg adatai szerint az elakadás kedvező szerkezetben történt: a nettó FDI-beáramlás tavaly a GDP 2,8%-ára rúgott, és csaknem ugyanekkora volt az egyéb tételek nettó kiáramlása.

Ennek ellentmondani látszik a következő ábra, amely a GDP arányában mutatja a nettó külföldi kötelezettség-állomány (NFL) és két összetevője, a nettó FDI (NFDI) és az egyéb nettó kötelezettségek alakulását: mindkét tétel csökkent 2018-ban – eszerint nincs szó elakadásról. A látszólagos ellentmondásnak az a feloldása, hogy az állományváltozásoknak csak egy része kerül a fizetési mérlegben elszámolásra (az úgynevezett tranzakciók). A mikro- és makrogazdasági szempontból egyaránt alapvető nettó vagyonváltozást azonban az átértékelődési hatások és egyéb állományváltozások is befolyásolják, amelyek 2018-ban ellensúlyozták a nettó FDI-beáramlás hatását, így 2018-ban a GDP-arányos FDI-állomány nem nőtt, hanem kissé tovább csökkent.

48. ábra: A nettó külföldi kötelezettség-állomány alakulása

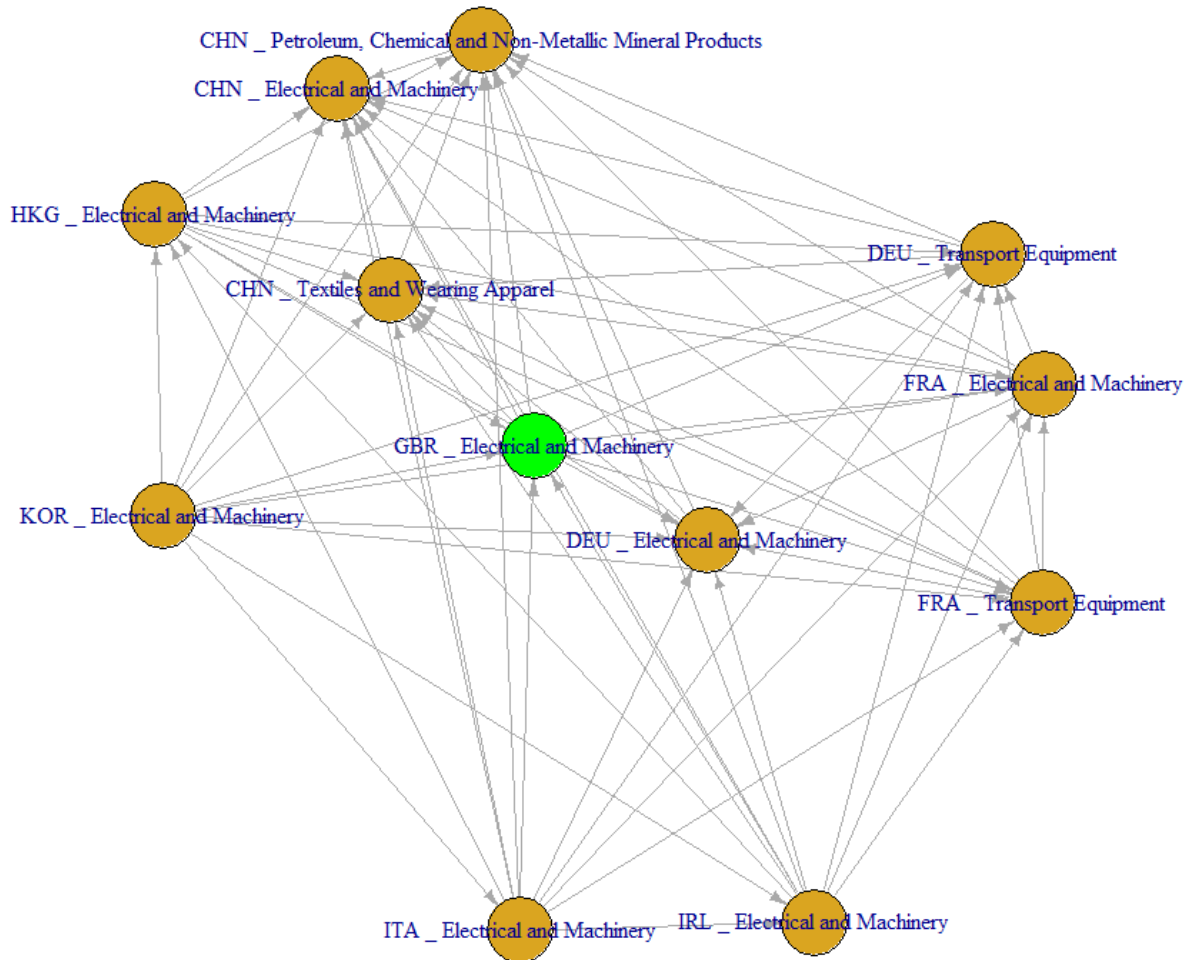


Jelmagyarázat: NFDI, Nettó egyéb és NFL: rendre, GDP-arányos nettó FDI, nettó egyéb kötelezettségek és nettó összes külföldi kötelezettség

2019 első negyedében – az MNB szezonálisan kiigazított mutatói szerint – kissé javult az áruforgalom és a folyó fizetési mérleg egyenlege, valamint a folyó-és tőke mérleg összevont egyenlege (a „felülről számított” nettó finanszírozási képesség). Ugyanakkor jelentősen romlott, és negatívvá vált a pénzügyi mérleg egyenlege, és így szokatlan mértékűre (a GDP arányában 5%-ra) tágult a „felülről”, illetve „alulról” számított finanszírozási képesség közötti rés. A reálgazdasági tranzakcióknak, illetve a pénzügyi mozgásoknak az egyenlege tehát jelentősen eltérő változásokat jelez, de ebből egyelőre nem érdemes következtetéseket leszűrni, mivel a széttartó irányzat a következő negyedekben meg is fordulhat.

Mellékletek

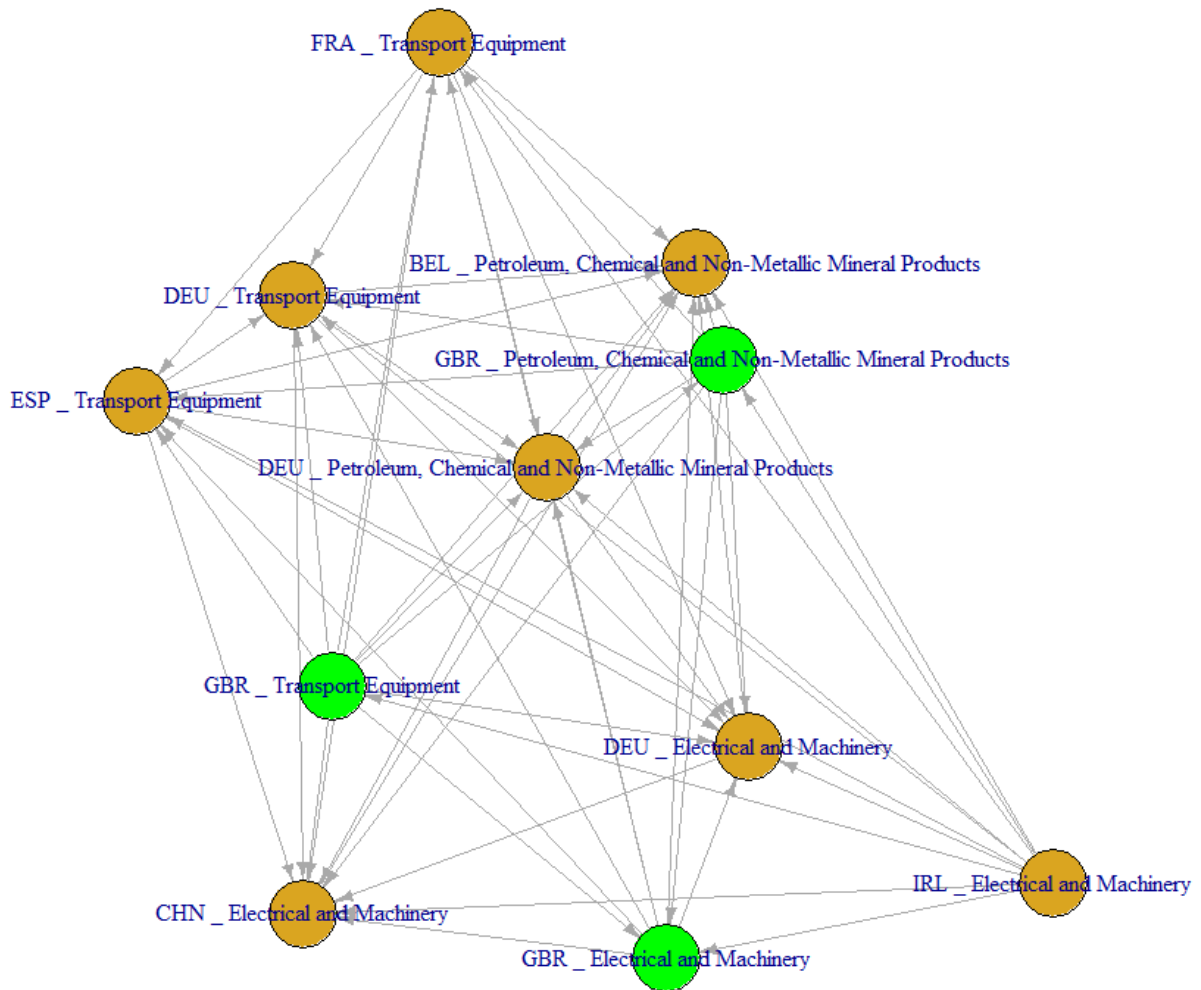
M1. ábra: Az angol elektronikai és gépipari ágazat által beszállított hozzáadott érték lánc, 2015



Forrás: saját számítás és szerkesztés Eurostat adatok alapján

Megjegyzések: CHN: Kína, DEU: Németország, FRA: Franciaország, GBR: Egyesült Királyság, HKG: Hong Kong, IRL: Írország, ITA: Olaszország, KOR: Dél-Korea

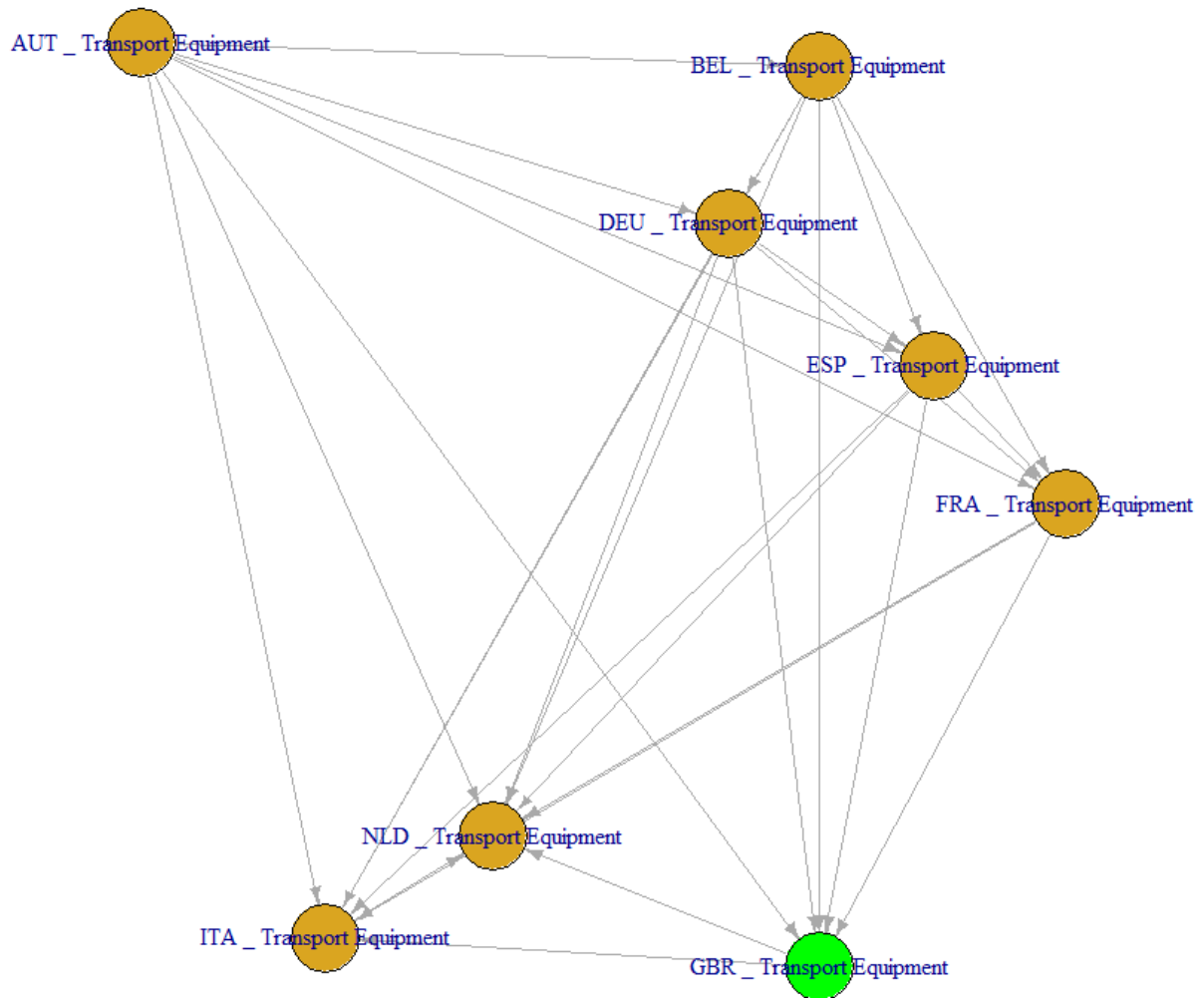
M2. ábra: Az angol vegyipar által beszállított hozzáadott érték lánc, 2015



Forrás: saját számítás és szerkesztés Eurostat adatok alapján

Megjegyzések: BEL: Belgium, CHN: Kína, DEU: Németország, ESP: Spanyolország, FRA: Franciaország, GBR: Egyesült Királyság, IRL: Írország

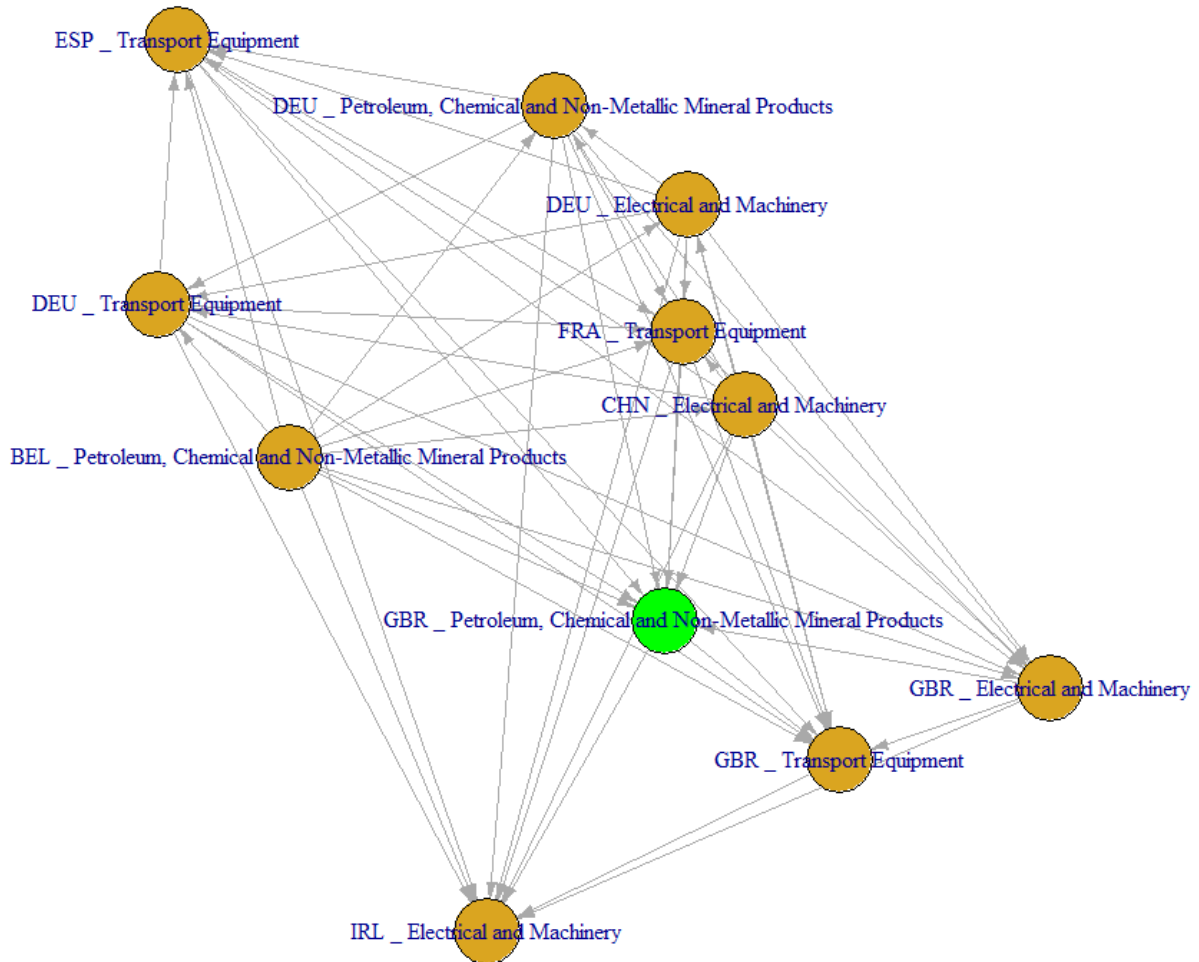
M3. ábra: Az angol járműipari ágazat számára beszállított hozzáadott érték lánc, 2015



Forrás: saját számítás és szerkesztés Eurostat adatok alapján

Megjegyzések: AUT: Ausztria, BEL: Belgium, DEU: Németország, ESP: Spanyolország, FRA: Franciaország, GBR: Egyesült Királyság, ITA: Olaszország, NLD: Hollandia

M4. ábra: Az angol vegyipar számára beszállított hozzáadott érték lánc, 2015



Forrás: saját számítás és szerkesztés Eurostat alapján

Megjegyzések: BEL: Belgium, CHN: Kína, DEU: Németország, ESP: Spanyolország, FRA: Franciaország, GBR: Egyesült Királyság, IRL: Írország

Felhasznált források

- Ademmer, M.- Jens Boysen-Hogrefe- Salomon Fiedler, Dominik Groll- Nils Janssen, Stefan Kooths, Saskia Möhle-Galina Potjagailo (2019): Deutsche Konjunktur in Sinkflug, NR. 56 (2019|Q2) KIELER KONJUNKTURBERICHTE, Institut für Weltwirtschaft, Kiel, <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2019/deutsche-konjunktur-im-sinkflug-0/>
- European Commission (2019): European Economic Forecast, Spring 2019, ISSN 2443-8014 (online), INSTITUTIONAL PAPER 102 | MAY 2019, https://ec.europa.eu/info/publications/economic-and-financial-affairs-publications_en.
- Miller, R., E. és Blair, P., D. (2009): Input-Output Analysis
- Oil 2019 (2019): Analysis and forecasts to 2024, International Energy Agency, <https://www.iea.org/oil2019/>
- Oil Market Report (2019): Oil Market Report, Data, Forecasts and Analysis on the Global Oil Market, 15 May 2019, <https://www.iea.org/oilmarketreport/>
- World Bank (2019): Russia Economic Report Edition No. 41 (2019): Modest Growth, Focus on Informality, <http://www.worldbank.org/en/country/russia/publication/rer>
- OECD Economic Outlook, Volume 2019 Issue 1, NO 105, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/b2e897b0-en>