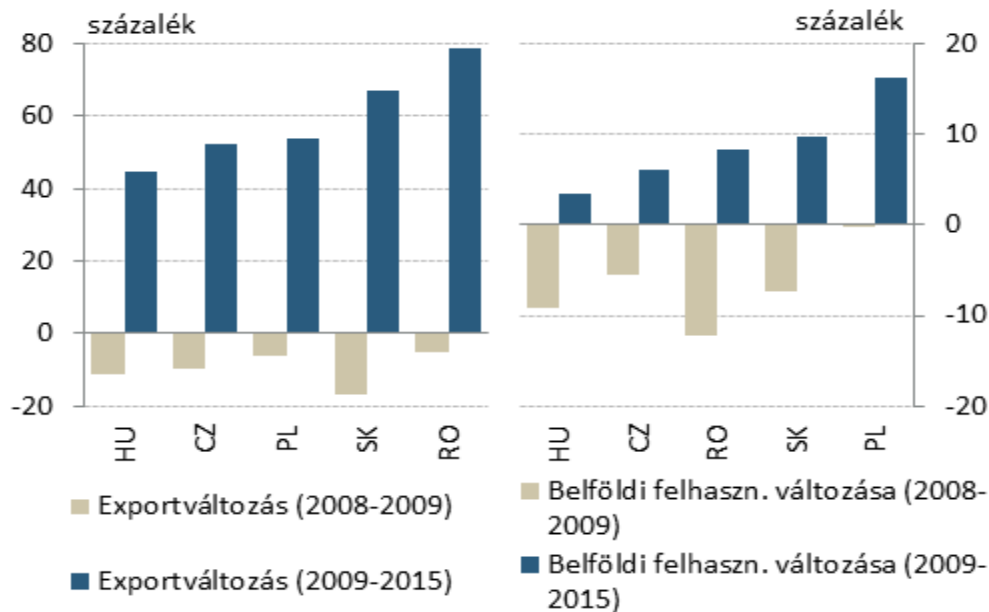


Brexit: nagyobb alkalmazkodási képesség, fél siker!

***A brit népszavazás (Brexit) eredményének nyilvánosságra kerülését követő órákban szinte azonnal elindult a találgatás azzal kapcsolatban, hogy mely gazdaságok lehetnek leginkább kitettek a negatív hatásoknak. A legtöbb elemzés eddig az első körös, ún. statikus – az aktuális kereskedelmi és pénzügyi kapcsolataiból levezethető - csatornákkal számolt. Azonban ahogy azt a legutóbbi válság tapasztalatai is megmutatták, a másodkörös hatások gyakran sokkal erősebben és tartósabban befolyásolják a gazdaságok várható fejlődési pályáját. Ez utóbbi hatások közé sorolhatjuk a pénzügyi rendszerben megjelenő negatív visszacsatolásokat, amely tekintetben hazánk helyzete az elmúlt években mind abszolút, mind relatív értelemben számottevően javult. A pénzügyi rendszer stabilitása, a kereskedelmi bankok hitelezési aktivitásának élénkülése ellensúlyozhatják a külpiacokról érkező impulzusokat. Emellett az elmúlt években a gazdaságpolitika mozgástere is számottevően növekedett, így a gazdaságpolitika anticiklikus viselkedéssel is segítheti a külső hatások kezelését.***

Az Egyesült Királyságban lefolytatott népszavazás eredménye komoly turbulenciát okozott a világ pénzügyein. Az első reakcióként jelentkező hangulatromlást az elmúlt napokban megnyugvás követte. Jelen pillanatban komoly bizonytalanság övezi mind a kilépés folyamatát, mind annak közvetett és közvetlen reálgazdasági hatásait. A globális gazdasági térben várható tovaggyűrűző hatásokat illetően megfelelő támpontot jelenthetnek a legutóbbi válság tapasztalatai, így elemzési keretként az akkor látott folyamatokat használtuk fel. Összefoglalva azt mondhatjuk, hogy az elsődleges rövid távú hatásokat leginkább a gazdaságok között fennálló kereskedelmi és pénzügyi integráltság foka határozza meg. Emellett azonban gyorsan és egyre hangsúlyosabban megjelennek a másodkörös hatások is, amelyek leginkább a gazdaságok sérülékenységi helyzetétől, a pénzügyi rendszerben kialakuló negatív visszacsatolások mértékétől, valamint a gazdaságpolitika reakcióképességétől függenek.

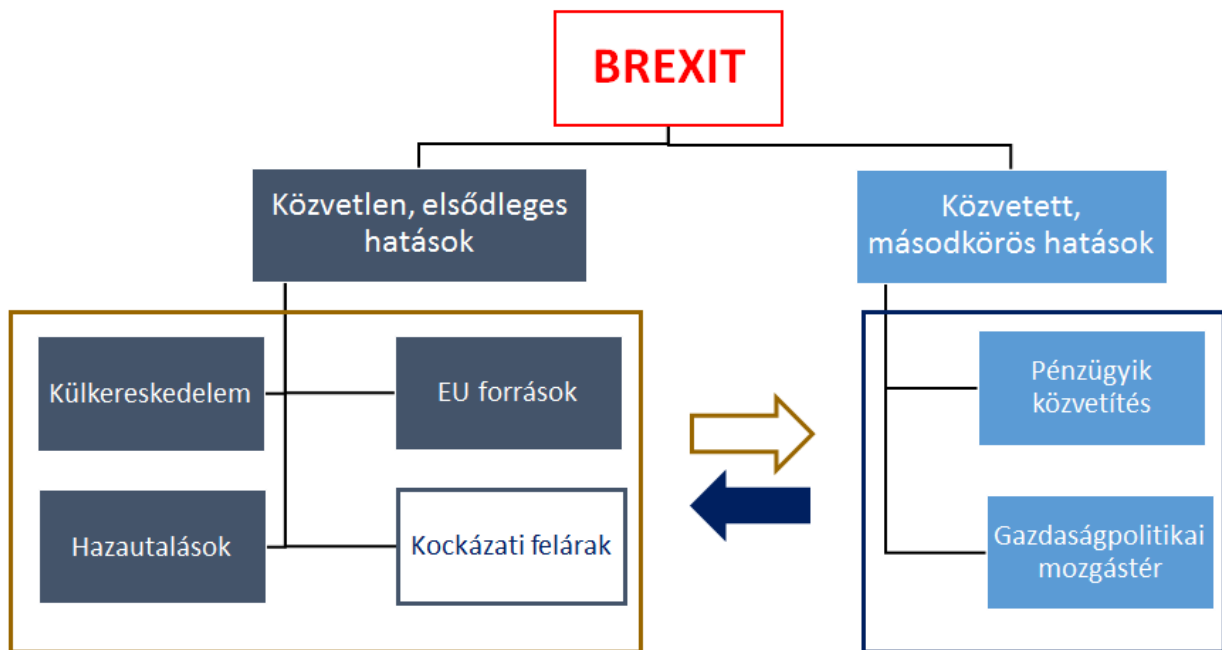
**1. ábra: Az export és a belföldi felhasználás változása a régió országaiban a 2008/2009-es válságot követően**



Forrás: Eurostat

Reálgazdasági szempontból rövid távon a legerősebb hatásnak a külső kereslet csökkenése és a kockázati felárak megemelkedése bizonyult, ám már 2009-től **egyre markánsabban megjelentek a pénzügyi közvetítés zavarai, valamint a meglévő gazdaságpolitikai mozgástérben megnyilvánuló különbségek is**. Ráadásul ezen hatások körkörös, nehezen megtörhető negatív visszacsatolások kialakulását is okozták. A növekedés lassulása negatívan hatott a pénzügyi stabilitás megítélésére, ami a hitelaktivitás gyengülésén keresztül ismét a növekedési helyzetet rontotta. Ennek megfelelően **a nagyobb gazdaságpolitikai mozgásteret és/vagy stabilan működő pénzügyi közvetítőrendszert felmutatni képes gazdaságok gyorsabb növekedést mutattak** (pl.: Lengyelország, Szlovákia). Ezzel szemben a pénzügyi stabilitás – külső forrásokra való erős ráutaltság miatti – megroppanásával, a gazdaságpolitikai mozgástér teljes hiányával, vagy akár a negatív hatásokat erősítő prociklikusságával szembesülő gazdaságok mély recesszióba süllyedtek és a GDP lassú helyreállítását szenvedték el. Nem túl távoli az emlék így pontosan tudjuk, hogy Magyarország sajnos ez utóbbi csoportba tartozott. De lássuk, melyek lehetnek az aktuális kilátásokat formáló legfontosabb csatornák.

## 2. ábra: A Brexit várható gazdasági hatásait meghatározó csatornák



Forrás:MNB

Az első csatorna természetesen ezúttal is a külkereskedelem. Az Egyesült Királyság lassulása a kilépés hatására szinte borítékolható. Azonban kiemelendő, hogy a szigetország súlya a hazai áru és szolgáltatásexportban nem éri el az 5 százalékot, így közvetlen kitettségünk alacsonyabb a hazai kivitelből, mint Oroszország és Ukrajna együttes aránya volt az orosz-ukrán krízis elmélyülése előtt. Az akkori tapasztalatok azt mutatták, hogy mindaddig, **amíg a külpiaci probléma lokális marad, az exportőrök képesek rugalmasan alkalmazkodni a megváltozott helyzethez.** Természetesen, amennyiben a brit lassulás tovaggyűrűző hatásai az eurozóna növekedési kilátásait is általánosan rontják, az már a közép-kelet-európai régió exportkilátásait is negatívan érintené.

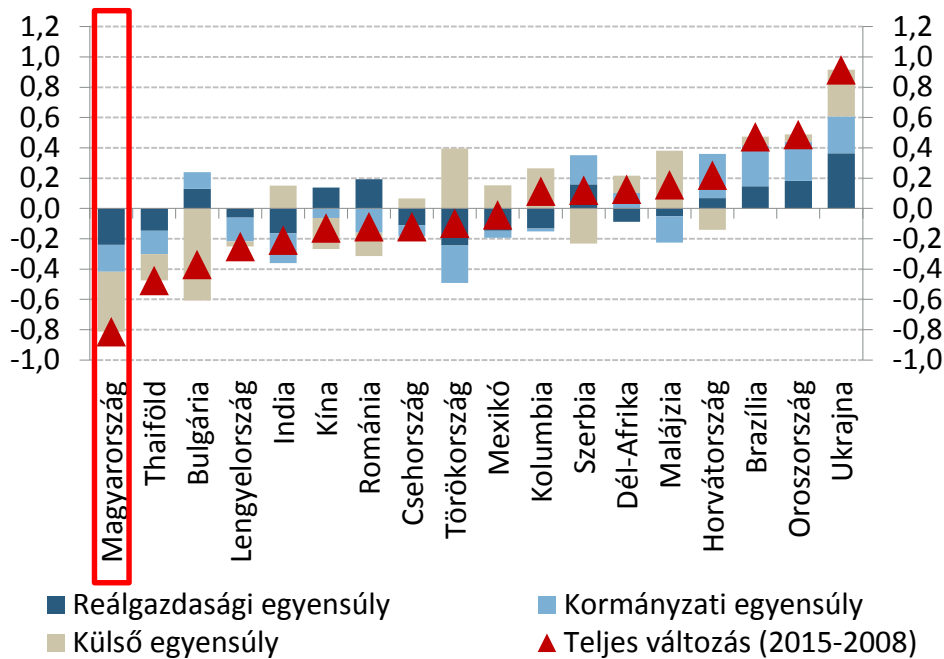
Több elemzés hívja fel a figyelmet, hogy az **EU pénzek beáramlása** lecsökkenhet a régiókba, amennyiben a britek, mint nettó befizető ország kilépnek a közösségből. Értékelésünk szerint azonban ez **a jelenlegi 2014-20-as költségvetési ciklust nem, vagy csak kis mértékben érintené.** A tárgyalások lezárásáig várakozásunk szerint fennmarad a status quo, vagyis a britek előreláthatólag 2018 októberéig továbbra is befizetik a rájuk eső részt a közös uniós költségvetésbe. Ezt követően pedig alapvető kérdés, hogy milyen szintű integráció marad fenn az Egyesült Királyság és az EU között. Ha szélsőséges forgatókönyvként azzal számolunk, hogy a britek befizetése 2018 végétől teljes mértékben kiesik a költségvetésből, még akkor is több gazdasági

kimenetel lehetséges. (1) a kieső összeget az EU-ban maradó tagállamok pótolhatják vagy (2) a bevételekkel arányosan a kifizetéseket is mérsékelhetik. Értelemszerűen csak az utóbbi esetben kell reálgazdasági hatásokkal számolni. Azonban fontos lehet hangsúlyozni, hogy a kieső forrásokat az általánosan alacsony kamatkörnyezetben, illetve a meglévő költségvetési mozgástérrel az érintett tagállamok nagyobb mértékben képesek lehetnek kompenzálni, mint korábban bármikor. **Összességében az EU-források csökkenésének a növekedési hatásai rövid távon gyakorlatilag nulla, míg közép távon pedig elhanyagolható lehet.**

Egy harmadik, az elemzésekben gyakran említett csatorna a **hazautalt jövedelmek csatornája**. Ennek **hatásai makrogazdasági szinten mérsékeltek lehetnek**. A fizetési mérleg adatok szerint az Egyesült Királyságban munkát vállalók éves hazautalásai nem érik el a fél milliárd eurót. Ezen hazautalások forintban kifejezett értékét – és így a hazai belföldi keresleti hatását – leginkább a font gyengülésének mértéke és tartóssága határozza meg. Erről természetesen jelenleg még semmit nem tudunk, de egy szélsőségesen erős 10-20 százalékos elmozdulás esetében is a makrogazdasági szinten jelentkező hatás kb. a GDP 0,1 százalékpontját tenné ki.

Utolsó közvetlen csatornaként a **kockázati prémium változása tükrözi, hogy mekkora kockázatot társítanak a pénzügyi befektetők az egyes gazdaságokhoz**. Ez a csatorna 2008-ban a külső forrásokra való erős ráutaltság, a devizahitelek széles körű elterjedtsége és a strukturális növekedési problémák miatt az elsők között érintette rendkívül súlyosan a magyar gazdaságot. A helyzet azóta alapvetően megváltozott. Fundamentális elemzések sora mutatja, hogy az elmúlt években a **feltörekvő gazdaságok között hazánkban volt megfigyelhető a sérülékenység legerőteljesebb csökkenése**. Mind a növekedési helyzetkép javulása, mind a külső és belső egyensúlyban elért tartós fordulat a gazdaság makro szintű sérülékenységének számottevő mérséklődését indokolják. **Ennek jelentősége különösen az aktuálshoz hasonló turbulens időszakokban értékelődik fel**. A Brexit óta a magyar pénzügyi indikátorok az első napi megingást követően meglehetősen stabil helyzetet mutatnak. Az forint árfolyama kevesebb, mint 1 százalékot mozdult el az euróval szemben, az állampapírpiazi hozamaink alig változtak, míg az e heti DKJ-kibocsátást is jelentős túljegyzés jellemezte. A gazdaság kedvezőbb fundamentális helyzetével összhangban a kockázati felárak megemelkedésére utaló jelet egyelőre nem látunk.

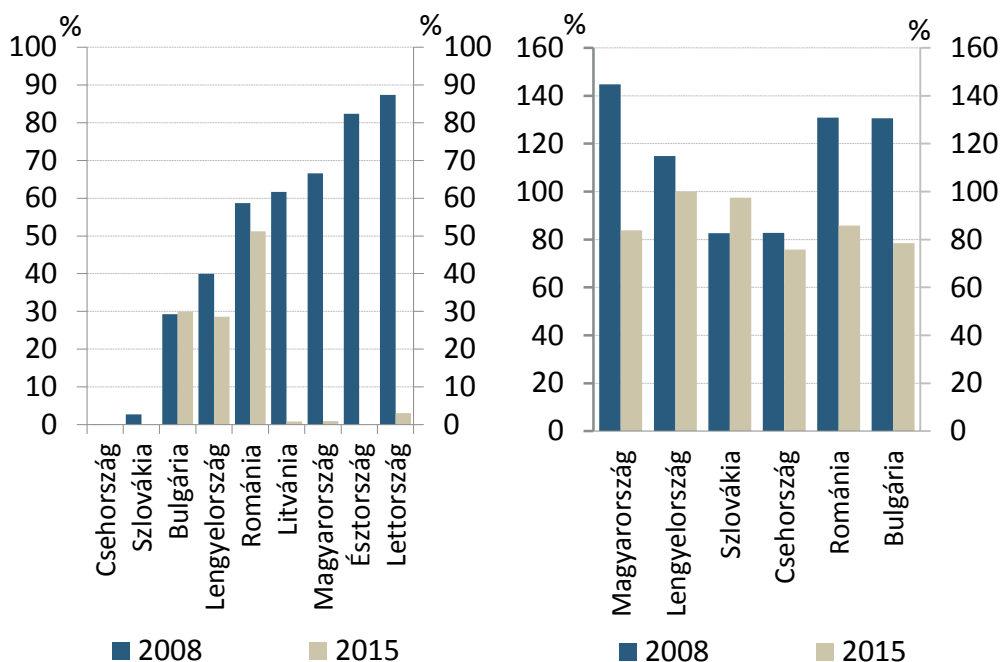
**3. ábra: MNB sérülékenységi indexének változása 2008 és 2015 között  
(a negatív érték a sérülékenység javulását jelzi)**



Forrás: MNB számítás

Áttérve a közvetett hatásokra a kockázati felárak stabilitásához kapcsolódva **a hazai pénzügyi rendszerben a negatív visszacsatolások kialakulásának valószínűsége szintén érdemben mérséklődött.** Az elmúlt évek kormányzati és jegybanki lépéseinek köszönhetően a lakossági devizahitelek magas arányából adódó kockázat gyakorlatilag teljesen megszűnt, és az államadósság deviza részaránya is jelentősen, 30 százalék alá csökkent. Szemben a 2008-as helyzettel, jelenleg már Bulgária, Lengyelország és Románia esetében a legmagasabb az árfolyam ingadozásának kitett állomány aránya. **A bankok külső forrásokra való ráutaltsága is érdemben csökkent.** Az elmúlt évek mérlegkiigazítási folyamatának eredményeként a hitel/betét arány a régiós átlagnak megfelelő 85 százalékos szintre süllyedt. **Bankszektorunk likviditási és tőkehelyzete erős, a kockázatok jelentősen csökkentek.** Ezzel nem csak a korábbi értékekhez képest, hanem nemzetközi összehasonlításban is jelentősen javult a hazai pénzügyi rendszer pozíciója. Ezt az elmúlt napokban a Moody's hazai bankrendszer kilátásainak javításáról hozott döntése is visszaigazolta.

#### 4. ábra: A devizahitelek aránya a háztartási portfólióban és a hitel/betét mutató nemzetközi összehasonlításban



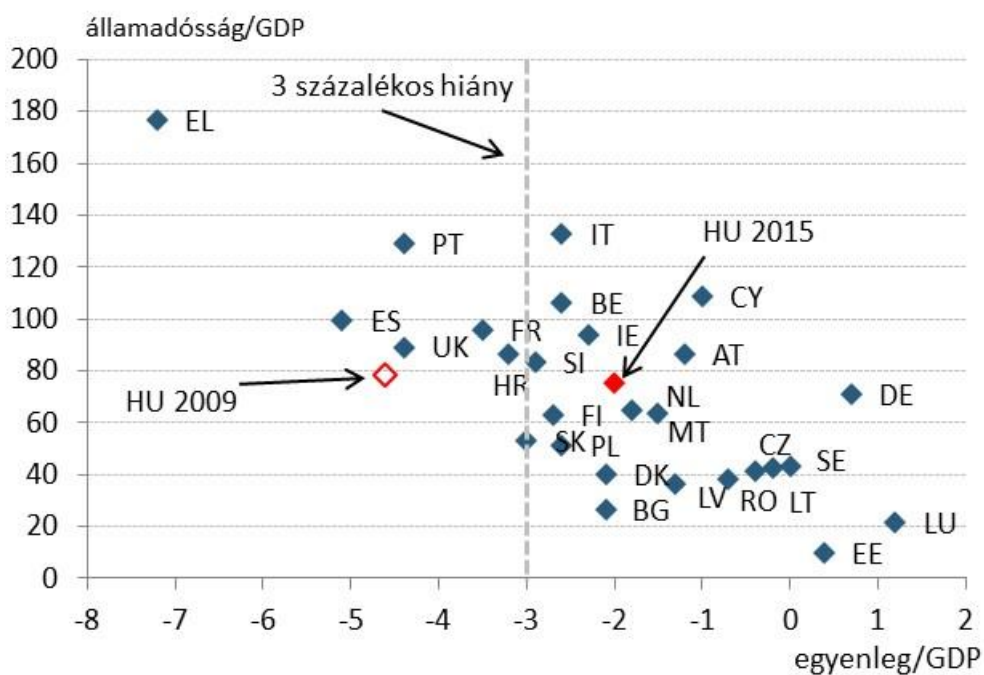
Forrás: MNB

Utolsó elemként, nézzük a gazdaságpolitika eszközeit. Az, hogy külső piacaink esetleges lassulása hogyan érinti a **gazdaság növekedési lehetőségeit nagyban függ a gazdaságpolitika anticiklikus mozgásterétől**. A hazai államadósság és költségvetés helyzete az elmúlt években nemzetközi összevetésben is jelentőset javult. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint az idei évben a költségvetési hiánya a GDP arányában 1,6 és 1,8 százalék között várható, miközben folytatódik az államadósság ráta csökkenése. Egy külpiazi lassulás esetén a 2 százalékos hiánycél tartása mellett is érdemi fiskális mozgástér áll rendelkezésre, tompítva a Brexit reálgazdasági hatását. Emellett az év második felében a **vállalati és lakossági hitelezés belső forrásokra** – a vállalati körben elsősorban a Piaci Hitelprogram, illetve az NHP harmadik szakaszának lehívásaira - **támaszkodó, erős felfutására is számíthatunk**, ami szintén támogatást nyújthat a hazai gazdasági növekedésnek az elkövetkező negyedévekben.

Összességében megállapíthatjuk, hogy a Brexit az eurozóna egészének lassulása esetén leginkább a külkereskedelmi csatornán keresztül befolyásolhatja a hazaihoz hasonló kis nyitott gazdaságok növekedését. A többi elsődleges csatornának (hazautalások, EU pénzek) várakozásunk szerint nem lesz érdemi hatása növekedésünkre a következő években. Ugyanakkor Magyarország mind a 2008-as saját helyzetéhez képest, mind a régiós gazdaságokhoz képest jelentősen javított pozícióján a közvetett, másodlagos hatások megítélését illetően. A pénzügyi közvetítőrendszeren keresztül

negatív visszacsatolások nem valószínűek, miközben a gazdaságpolitika érdemi mozgástérrel rendelkezik, amellyel szükséges esetben megfelelően támogathatja a hazai gazdasági növekedést.

**5. ábra: Az államháztartás adóssága és egyenlege a GDP százalékában nemzetközi összehasonlításban**



Forrás: Eurostat

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2016. július 1-én.”