

Gerlaci Bence – Sisak Balázs:

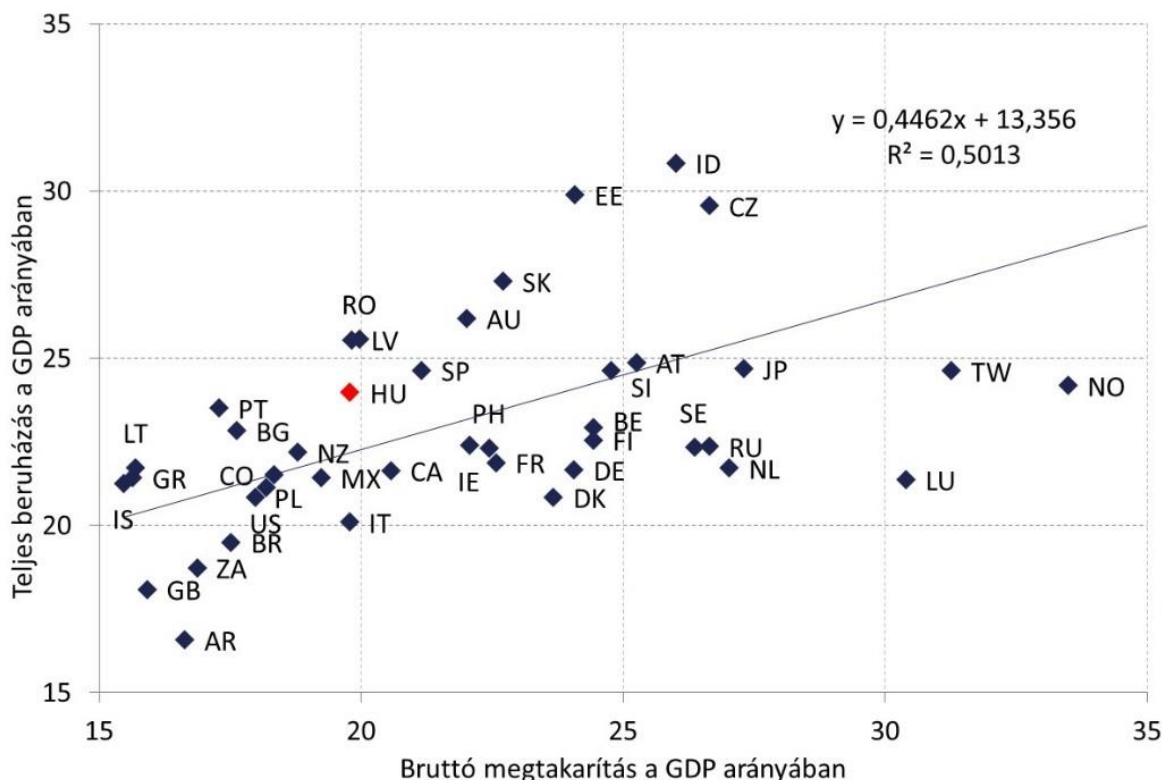
Megtakarításokban már a régió élmezőnyéhez tartozunk

A magyar gazdaság növekedési modellje az elmúlt években finanszírozási szempontból alapvetően megváltozott: a korábbi, külső forrásokból táplálkozó, utóbb fenntarthatatlannak bizonyuló növekedést követően jelenleg a belső megtakarítások messze meghaladják a gazdaság beruházási igényét, ami a folyó fizetési mérleg jelentős többletében tükröződik. A folyamatosan bővülő hazai megtakarítási ráta régiós összevetésben is a legmagasabbak közé tartozik. Ugyanakkor a 2013 és 2015 között fokozatosan javuló beruházási ráta az elmúlt évben visszaesett. A mérséklődés mögött elsősorban az állami beruházások – EU-források átmeneti csökkenéséhez kötődő – visszaesése áll. Mindemellett a háztartások beruházásai is még elmaradnak a versenytársainkhoz képest, míg a vállalatok beruházási rátája megfelelt a régiós átlagnak. A várhatóan emelkedő beruházások mellett a magas szinten stabilizálódó belső megtakarítások továbbra is biztosítják a magyar gazdasági növekedés fenntarthatóságát.

A hosszú távú növekedési kilátások szempontjából kulcstényező a beruházások mértéke és szerkezete, a fenntarthatósághoz azonban szükség van a belső megtakarítások magas szintjére is. Egy nyitott gazdaságban, ha a belső megtakarítások szintje elmarad a beruházások mértékétől – ami leginkább a feltörekvő gazdaságokra jellemző –, a növekedéshez gyakran külső források bevonására van szükség. Azonban a sikeresen felzárkózó országok példái, illetve a 2008-as, a külső források hirtelen beszűkülésével járó válság tapasztalatai azt mutatják, hogy a fenntartható gazdasági növekedés szempontjából a belső forrásokra hangsúlyosabban támaszkodó felzárkózás kedvezőbb.

A nemzetközi példák alapján a megtakarítási és beruházási ráta között hosszú távon pozitív kapcsolat rajzolódik ki. Jellemzően azokban az országokban magas a beruházási ráta, ahol a belső megtakarítás is magas (1. ábra). Természetesen – ahogy sok tőkehiányos ország felzárkózási folyamata is rámutat – a külföldi források bevonása, különösen a fejlődés korai fázisában szinte elkerülhetetlen. Azonban a magas külső eladósodottságnak olyan kedvezőtlen következményei lehetnek, mint például az emelkedő kamatkiadások, a külföldi devizában denominált adósságállomány esetleges átértékelődése, vagy akár a külső források hirtelen elapadásának kockázata, amelyek mind a kibocsátás mérséklődésének irányába hatnak.

1. ábra: Megtakarítási és beruházási ráta kapcsolata keresztmetszeti adatokon, 1990–2015 évek átlaga

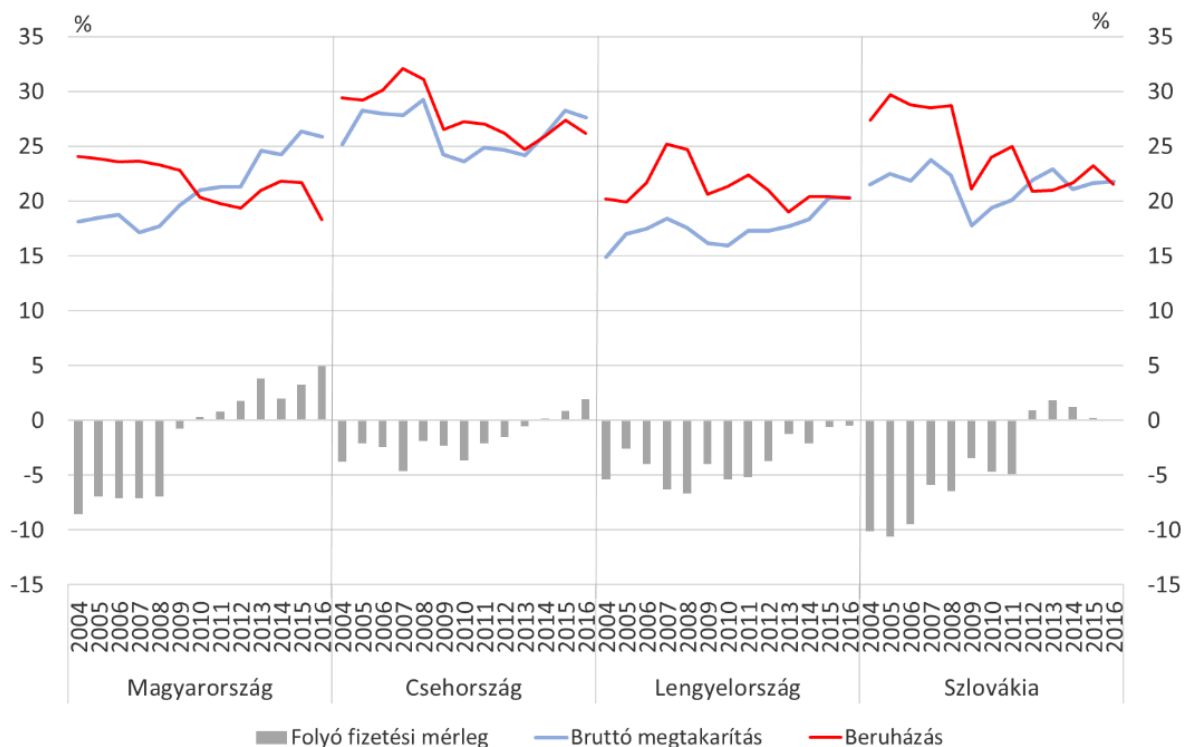


Forrás: IMF WEO

Magyarországon a válság előtt mutatott rendkívül alacsony megtakarítások 2008 után érdemben javultak – ennek hatására a magyar megtakarítási ráta régiós szinten is magasra emelkedett –, míg a beruházásoknál 2013 óta tapasztalható fordulat az elmúlt évben megtört. A magyar gazdaságban a beruházások csökkenő trendje már a globális válság kitörését megelőzően a potenciális növekedés lassulását okozta. Emellett az alacsony belső megtakarítás a folyó fizetési mérleg magas hiányával járt, ami a külső eladósodottséghez és ezzel a gazdaság sérülékenységének növekedéséhez vezetett. A válságot követően a magyar beruházási ráta 2012-ig tovább csökkent, miközben a válság előtt alacsony szinten alakuló megtakarítási ráta folyamatosan és jelentős mértékben emelkedett. Mindez azt eredményezte, hogy a korábban negatív folyó fizetési mérleg 2010-től többletbe váltott. Emellett szembe-tűnő, hogy hazánkban 2013 után az egyre dinamikusabban emelkedő bruttó megtakarítás mellett a beruházási folyamatokban is fordulat következett be (2. ábra). Amíg a beruházási ráta javulásának hátterében többek között a jegybanki intézkedések (NHP, kamatcsökkentés) és a bővülő EU-transzferek álltak, addig a megtakarítási ráta emelkedését leginkább a magánszektor megtakarítási viselkedésének megváltozása,

a kedvező munkapiaci folyamatok, illetve az adóreform támogatta. A megtakarítási rátát tekintve 2016-ra Magyarország kedvező pozícióba került régiós összevetésben: a GDP-arányos megtakarítási ráta elérte a 26 százalékot, amivel Csehország mögött a második helyen állunk. A beruházásoknál viszont az elmúlt év erőteljes visszaesést mutatott, ami a hasonló gazdasági fundamentumokkal bíró régiós versenytársakra kevésbé volt jellemző.

2. ábra: A bruttó megtakarítási és beruházási ráta alakulása (GDP arányában)

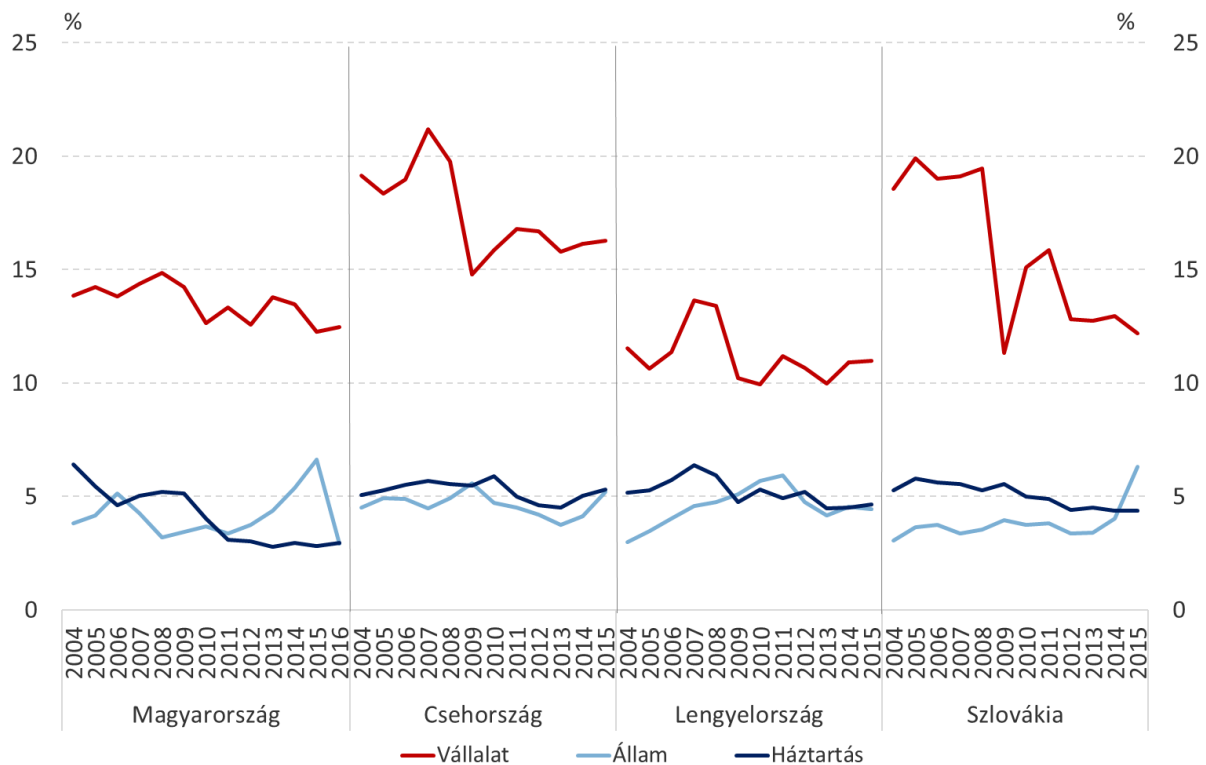


Megjegyzés: A folyó fizetési mérleg esetén 2016-ra a harmadik negyedévi négy negyedéves értékek szerepelnek.

Forrás: IMF WEO, Eurostat

Magyarországon a beruházási ráta csökkenése mögött az állami beruházások visszaesése húzódik meg. A magyar beruházási ráta dinamikája egészen 2015-ig a régiós országokhoz hasonlóan alakult, 2016-ban viszont nagyobb mértékben mérséklődött, ami az állami szektor – az EU-transzferek átmeneti visszaeséséhez köthető – beruházás-csökkenésével volt magyarázható. Így az állami szektor beruházási rátája 2016-ban elmaradt a régiós országokétól, miközben a korábbi években azokhoz hasonlóan alakult. A vizsgált időszakban a magyar vállalatok beruházása nagyjából megfelelt a régiós átlagnak, míg a lakossági beruházás jelentősebb mértékben elmaradt a többi országban tapasztalt szinttől (3. ábra).

3. ábra: A beruházási ráta szektorális megoszlása (GDP arányában)



Forrás: Eurostat

Előretekintve a beruházási ráta újbóli emelkedése várható, amit – a márciusi inflációs jelentés alapján – mindhárom szektor bővülő beruházási aktivitása támogat. Ennek hatására a nemzetgazdasági beruházások az elkövetkező években a GDP 20 százaléka feletti szinten stabilizálódhatnak.

- A háztartások beruházásainál az elmúlt évben fordulat rajzolódott ki: a javuló jövedelmi helyzet és a kormányzati intézkedések (CSOK, újjépítésű lakások áfa-csökkentése) hatására a lakásépítési engedélyek száma több mint kétszeresére emelkedett. Ennek eredménye már 2016-ban az új lakásépítések növekedésében is tükröződött, de a lakásberuházások számottevő bővülése 2017-től következhet be, ami így mérsékelheti a lakossági beruházás régiótól való lemaradását.
- Az állami beruházások – az EU-transzferek bővüléséhez kötődő – várható korrekciója a háztartások felfutó beruházása mellett csökkentheti a beruházások nemzetgazdasági szintjében tapasztalható régiós versenytársakhoz képesti elmaradását. Előretekintve azt várjuk, hogy az állami beruházások a GDP 1-1,5 százalékaival fognak emelkedni az elkövetkező három évben.

- A vállalati beruházások emelkedését érdemben támogatni fogják a bejelentetett járműipari fejlesztések, illetve annak másodkörös hatásai. Emellett fontos tényező lesz az elkövetkező időszakban a kkv-szektor hitelállományának bővülése, ami az előrejelzések alapján az elkövetkező években 5-10 százalékos sávon belül mozoghat. Ennek, illetve a növekvő EU transzferek és a csökkenő társasági adókulcs eredőjeként a vállalati szektor beruházási rátája érdemben emelkedhet.

Összességében a magas megtakarítási ráta stabil hátteret biztosít a fenntartható gazdasági növekedéshez, azonban a beruházás egyelőre elmarad a kívánatos szinttől. Ezért a fenntartható növekedéshez fontos, hogy a beruházások szintje – a termelékenységét és versenyképességét fokozó szerkezetben – felzárkózzon a megtakarítási rátához.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2017. május 3-án.”