



NÖVEKEDÉSI JELENTÉS



2014

*„A tudományos emberfő mennyisége
a nemzet igazi hatalma.”*

*Hitel 178.
Gróf Széchenyi István*



NÖVEKEDÉSI JELENTÉS

2014

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az ár-stabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt terhelő gazdasági ingadozások mértékét. Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenálló képességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a Kormány gazdaságpolitikáját.

A gazdaság növekedési folyamatai közvetlenül és közvetve is befolyásolhatják a monetáris politika jegybank-törvényben kitűzött céljainak elérhetőségét és így a monetáris politika működését. A gazdasági növekedés dinamikájának és szerkezetének változása rövid távon meghatározhatja a kialakuló inflációs környezetet, míg a hosszabb távú növekedési képesség és annak tényezői a gazdaság pénzügyi stabilitásának megítélését alapvetően érinthetik. Ezért a Magyar Nemzeti Bank a jövőben évi rendszerességgel áttekinti a gazdasági növekedést rövid, közép és hosszabb távon leginkább meghatározó folyamatokat, amely értékeléseket a Növekedési Jelentésben mutatja a hazai és nemzetközi szakmai közönség számára.

Az elemzések Palotai Dániel, Monetáris politikáért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készültek. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés igazgatóság és a Gazdaságstratégiaért és Tervezésért felelős ügyvezető igazgatóság munkatársai vettek részt. A publikációt dr. Matolcsy György elnök hagyta jóvá.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől.

Tartalom

Legfontosabb megállapítások összefoglalása	7
1. Más ez a válság! – Globális helyzetkép a 2008/2009-es válság után	10
1.1. Oldódtak-e a globális egyensúlytalanságok?	12
1.2. Pénzügyi egyensúlytalanságok alakulása	19
1.3. Globális növekedési kilátások	23
2. A magyar gazdaság alkalmazkodása a válság óta	33
2.1. Magyarország útja a válságba	34
2.2. Egyensúlytalanságok korrekciója a válság után	37
2.3. Az aggregált kereslet alkalmazkodása	43
2.4. Munkapiaci alkalmazkodás	47
2.5. Kínálati oldali folyamatok	52
3. Fenntartható növekedés Magyarországon	63
3.1. A hitelezés és a hosszú távon fenntartható növekedés kapcsolata	64
3.2. Hazai tapasztalatok	67
3.3. Pénzügyi szempontból fenntartható növekedési pálya számítások Magyarországra	69
4. Magyarország növekedési kilátásai	78
4.1. A pénzügyi válságok növekedésre gyakorolt hatásai	80
4.2. Növekedési kilátások: technikai kivetítés	82
4.3. Hogyan érhető el egy dinamikusabb növekedési pálya?	87
4.4. Mindezt miből finanszírozhatjuk – finanszírozás és fenntarthatóság	91
5. Kiemelt témák	95
5.1. Megtakarítások hatása a gazdasági növekedésre: mi változott a válság óta?	95
5.2. A növekedés regionális jellemzői	100
6. Ábrák és táblázatok jegyzéke	107

Keretes íráások jegyzéke

1-1. keretes írás: Elterő gazdaságpolitikai válaszok – elterő növekedési pályák a fejlett gazdaságokban	16
1-2. keretes írás: Globális egyensúlytalanságok és tőkeáramlás. Mérlegválságok sajátosságai nemzetközi összefüggésben	25
2-1. keretes írás: Visszatérő magyar dilemma: egyensúly vagy növekedés	42
2-2. keretes írás: Pénzügyi válságok utáni helyreállítási periódusok	45
2-3. keretes írás: A hazai export versenyképessége	54
2-4. keretes írás: A magyar gazdaság teljesítménye alternatív mutatók tükrében	58
3-1. keretes írás: A gazdasági felzárkózás sajátosságai a legfontosabb termelési tényezők tükrében	75

Legfontosabb megállapítások összefoglalása

A Növekedési jelentés a magyar gazdaság hosszabb időhorizonton mutatott és várható fejlődési pályájáról, illetve az azt meghatározó legfontosabb tényezőkről nyújt átfogó képet.

A Magyar Nemzeti Bank számos rendszeres kiadványában (pl. Inflációs jelentés, Fizetési mérleg jelentés, Pénzügyi stabilitási jelentés) elemzi a gazdasági növekedés alakulását. Ezen kiadványok azonban jellemzően a gazdaság rövidebb távú folyamataira fókuszálnak, ezek közül is kiemelten elemezve a monetáris politika vitelét meghatározó változók alakulását. A jövőben éves rendszerességgel megjelenő kiadványunk célja, hogy a hosszabb távú – esetenként egy teljes üzleti ciklust is felölelő – növekedési pályát és annak meghatározó tényezőit közvetlenül, sztenderd és alternatív mutatókat is felhasználva bemutassa. Elemzéseinket az elérhető hazai adatok részletes vizsgálata mellett, nemzetközi és historikus összevetésekkel is mélyítjük. Aktuális elemzéseink fókuszát egyfelől a hazánk EU-s csatlakozása óta eltelt időszak képezi, külön hangsúllyal a válság óta lezajlott hazai és nemzetközi gazdasági változásokat. Másfelől felhasználva a 2008-as válság óta a szakirodalomban megjelent módszertani újításokat becsléseket készítünk a fenntartható növekedés ütemére, amiből kiindulva a következő évtizedek lehetséges növekedési pályájára is kivetítésekkel készítettünk. Aktuális kiadványunk legfontosabb eredményei összefoglalóan az alábbiak.

Magyarország növekedési pályája 2004-et követően egyre gyorsuló ütemben maradt el a visegrádi régió többi, az ezredfordulón hasonló fejlettségi szintről induló gazdaságának fejlődési pályájától.

A gyengülő növekedés hátterében egyre nagyobb mértékben a gazdaság strukturális hiányosságai álltak. Elmaradásunk valamennyi, a növekedési potenciált meghatározó termelési tényező esetében egyre markánsabban jelentkezett. A strukturális hiányosságokat a globális válság kitöréséig a belföldi szereplők gyors eladósodása és a gazdaság ciklikus túlhevülése elfedte. A túlzott mértékű eladósodás a költségvetést 2009-ig, míg a háztartásokat főként 2006-ot követően a devizahitelezés széles körű elterjedésével jellemezhetette. A folyamatok eredményeként a globális válság Magyarországot fenntarthatatlan finanszírozási helyzetben és fokozatosan romló strukturális növekedési pálya mellett érte.

A globális válság alapvetően módosította a fenntartható növekedés megítélését.

A válságot megelőzően számszerűsített fenntartható vagy potenciális növekedési számítások alapvetően a termelési tényezők optimális felhasználása, illetve a többlet inflációs nyomás nélkül elérhető növekedési pályák számszerűsítésére szorítkoztak. Emellett a pénzügyi mélyülést általában az erőforrás-allokáció hatékonyságát elősegítő, és ezen keresztül a hosszú távú növekedést támogató tényezőnek tekintették. A válság tapasztalatai azonban a pénzügyi egyensúlytalanságok felépülésére és az adósság fenntarthatóságának fontosságára is ráirányították a figyelmet. 2009-et követően a fenntartható növekedési pálya alatt egyre inkább azt a potenciális növekedési pályát értjük, mely az erőforrások optimális kihasználása mellett a pénzügyi egyensúlyt is megőrzi, azaz nem vezet túlzott mértékű, fenntarthatatlan adósságráta kialakulásához. A magyar gazdaságra elvégzett számítások szerint a válság előtti időszakban a fenntartható növekedési ütem mintegy 0,5 százalékponttal alacsonyabb volt, mint a ténylegesen megfigyelt dinamika.

A 2008/2009-es globális válság hazánkat az addig követett növekedési modell módosítására kényszerítette.

A válság alatt, illetve az azt követő kilábalási periódusban egy időben jelentkezett a pénzügyi válságok esetében fellépő egyensúlyjavítás, illetve adósságmérséklés, a szerkezeti átrendeződés és a gazdaságot jellemző

strukturális hiányosságok korrigálásának igénye. Az egyensúlyi mutatók tekintetében Magyarország nemzetközi összevetésben is jelentős és tartósan bizonyuló javulást ért el az elmúlt években. A 3 százalék alatt stabilizálódó költségvetési deficit és a belföldi jövedelemtulajdonosok viselkedés-változása számottevően javította a gazdaság külső finanszírozási képességét. A nettó külső adósság 2010 után csökkenő pályára állt, amit nagyrészt a magánszektor adósságműveleteinek javulása okozott. Ugyanakkor az adósságkezelés – a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban – elhúzódó folyamat. Az alacsony inflációs és mérsékelt keresleti környezet különösen az államháztartás esetében hátráltatja a GDP arányos adósságműveletek gyors csökkenését.

A felhalmozott adósságok alapvetően meghatározták a kilábalási periódus dinamikáját és a növekedés szerkezetét.

2008-at követően a belföldi kereslet visszaesése összefüggött a válság előtti eladósodás mértékével, így növekedési pályánk kezdetben leginkább az adósságproblémával küzdő dél-európai gazdaságokkal volt összevethető. A beruházások válság utáni mérséklődését főként a háztartások és rövidebb ideig, illetve kisebb mértékben az állam állóeszköz-felhalmozásának visszaesése magyarázta, melyet a két szektorban felhalmozott adósságok csökkentése indokolt. A vállalati beruházások mérséklődését a finanszírozási beruházások beszűkülése mellett alapvetően az általános keresleti kilátások romlása vezérelhette. Az export nemzetközi összevetésben is kedvezően alakult, támogatva a külső egyensúlyi pozíció javulását. Az elmúlt negyedévekben az adósságkezelésből adódó negatív hatások mérséklődtek, így a gazdaság növekedési üteme és szerkezete is egyre közelebb került a régió egészségesebb felzárkózási pályát mutató gazdaságaihoz.

A válságot követően számottevően csökkent a GDP és a gazdaság belföldi jövedelemtulajdonosainak helyzetét mérő GNI (bruttó nemzeti jövedelem) mutató közötti különbség. A korábban nemzetközi összevetésben is jelentős eltéréshez ciklikus hatások mellett a csökkenő külső adóssággal és mérséklődő hozamkörnyezet miatt javuló kamategyenleg, valamint az EU-s források aktívabb lehívása egyaránt hozzájárult.

A növekedést meghatározó strukturális tényezők 2011-ig romlottak, majd azt követően fokozatos javulást mutattak.

A magyar munkapiaci intézményrendszer jelentős változásokon ment keresztül a válság alatt. A kormányzati intézkedések főként a nemzetközi összevetésben rendkívül alacsony munkapiaci aktivitás növelését célozták. A nyugdíjba vonulás feltételeinek szigorítása és a segélyezési rendszer racionalizálása összességében ösztönözték a munkapiaci aktivitást, miközben az új Munka törvénykönyve növelhette a munkapiac rugalmasságát. A munkapiaci aktivitás érdemben emelkedett, ám még jelenleg is elmarad a régiós átlagtól. Ugyanakkor a munkapiac kínálati oldalán a válság után erősödő migráció új kihívásként jelentkezik.

A reál munkaköltségek alkalmazkodása hozzájárulhatott ahhoz, hogy a válság során kevésbé esett vissza a versenyszféra foglalkoztatása, mint amit a konjunktúra-folyamatok indokoltak volna. A foglalkoztatás előbb ért vissza a válság előtti szintre, mint a kibocsátás. A beruházási ráta süllyedése 2012-ben érte el mélypontját, majd a 2013-as fordulatot követően az idei évben már az erősebb növekedési potenciállal rendelkező visegrádi országokhoz hasonló szinten alakul. A tőke- és munkatényező felhasználásának hatékonysága továbbra is alacsony, amiben meghatározó szerepe lehet a gazdaságot változatlanul jellemző erős dualitásnak.

Dinamikusabb felzárkózási pálya eléréséhez a beruházási ráta további jelentős emelkedése szükséges.

Gyorsabb ütemű felzárkózás csak a beruházási ráta további, tartós emelése mellett érhető el. Modelleredményeink szerint a 3,5-4 százalékos növekedési potenciál elérése a beruházási ráta legalább 25 százalékos értéke mellett képzelhető el. A jelenleg megfigyelt – a régió átlagához közelítő – beruházási rátát hosszabb távon is kivetítve a magyar gazdaság fenntartható növekedési üteme 2,5 százalék körül alakulhat, ami a felzárkózási kilátásokat illetően évi kb. 1 százalékos felzárkózási ütemet jelenthet.

A beruházási ráta emelkedését a jövedelmezőségi kilátások további, tartós javulása támogathatja.

Az államháztartás által végrehajtott beruházások kivételével a beruházási ráta nem tekinthető olyan változónak, melyet a gazdaságpolitika közvetlenül befolyásolni képes. A növekedési potenciált emelő produktív beruházá-

sokat elsősorban jövedelmezőségi megfontolások alakítják. E szempontból előretekintve az alábbi tényezők lehetnek a legfontosabbak. (1) A jelenleg érvényes feltételrendszer mellett a munkapiacra potenciálisan bevonható munkaerő létszáma az évtized második felében elérheti a maximumát, majd ezt követően a demográfia várható tendenciákkal párhuzamosan csökkenni kezd. A folyamat a gyermekvállalás ösztönzésével, az általános képzettségi szint növelésével és az inaktivitásba vonulás szabályainak – a várható élettartam változását is figyelembe véve – hosszabb távú fokozatos racionalizálásával, illetve a migrációs tendencia megfordításával korrigálható. Tekintve, hogy a munkakínálat esetében a legnagyobb tartalékok az alacsony képzettségűek csoportjában találhatók, ezért különösen fontos a potenciális munkavállalók szakképzettségének növelése ebben a körben. (2) A magasabb árérzés eléréséhez magasabb technológiai szintű termelés szükséges. A kis- és középvállalati szektor termelékenysége számottevően elmarad a termelékeny és magas technológiával dolgozó nagy vállalatokétól. A globális termelési láncokba való magasabb szinten történő integrálódás, valamint a nagyobb hozzáadott-értékkel párosuló innovatív és hagyományos szolgáltatások súlyának növelése a kkv-k oldaláról segítheti a dualitás mérséklését. Ezt a folyamatot a magán- és állami innovációs ráfordítások emelése mellett, a kis- és középvállalatok adaptív képességeinek (pl. új munkaszervezés, technológia, finanszírozási megoldások) növelése támogathatja. (3) A befektetési környezet megítélése hatással van a beruházások értékelésénél figyelembe vett kockázati felárakra. Hazánk egyensúlyi mutatóinak számottevő javulása, az infláció tartós csökkenése és a stabilan alacsony hozamkörnyezet hozzájárult az üzleti tervek szempontjából fontos tervezhetőség javulásához. Az általános gazdasági és intézményi feltételrendszer további javítása az alacsonyabb kockázati felárakon, és a javuló befektetői megítélésen keresztül növelheti a beruházási rátát. (4) A kereslet alakulását tekintve a jelenlegi középtávú kivetítések a világkereskedelem válság előtti mértékéhez képest lassabb ütemű bővüléssel számolnak (részben a mérsékeltebb növekedés, részben a lassuló globalizáció eredményeként). Ezt figyelembe véve az exportszerkezetben akár a közvetlen, akár a közvetett (beszállítói) kapcsolatokon keresztül fontos lehet olyan ágazatok és piacok felé orientálódni, amelyek relatíve dinamikusabban fejlődnek. A földrajzi irányultságot tekintve ilyenek lehetnek a gyorsan fejlődő régiók, valamint ázsiai gazdaságok, míg a termékszerkezetet tekintve a válságot követően is dinamikusán bővülő exportszolgáltatások piaca.

A belföldi szereplők tartós viselkedésváltozása mellett Magyarország kitörhet a növekedés és egyensúlytalanság korábban évtizedeken keresztül megfigyelt kettősségéből.

Magyarország növekedését – az elégtelen belföldi megtakarítások mellett – évtizedek óta külső finanszírozásra alapozta. A külső finanszírozás felhasználási módjának (termelő vagy nem produktív beruházás) és a globális kockázatvállalási hajlandóság változásának függvényében a gyorsabb növekedési periódusokat időre időre egy korrekciós időszak követte, az egyensúly helyreállításával párhuzamosan megakasztva vagy épp vissza is fordítva a korábbi évek felzárkózását. A 2013-ban újrainduló felzárkózás egyelőre nem járt az egyensúlyi mutatók korábban látott romlásával. Ennek oka a lakossági megtakarítások tartós emelkedése mellett a költségvetés finanszírozási igényének csökkenése volt, miközben a globális árupiaci hatások is a korábbiaknál kedvezőbb cserearányt biztosítottak. Előretekintve a beruházási ráta növekedéséhez szükséges finanszírozást leginkább a vállalati termelékenység erősítése, a költségvetés finanszírozási igényének további mérséklése és a stabilabb külső finanszírozást jelentő EU-s források, valamint külföldi működő tőke bevonása segítheti.

A globális környezet változása továbbra is alapvetően meghatározhatja a hazai növekedési kilátásokat. A válságot követően a világ gazdaság növekedése tartósan mérsékeltebben alakulhat, miközben a változatlanul növekvő adósság szintek mellett a növekedést övező kockázatok erősek maradnak.

A válság óta eltelt években a folyó fizetésimérleg-hiányok jelentős mértékben csökkentek. A kiigazodás főként a belső egyensúlyi mutatók (kibocsátási rés, munkanélküliség) számottevő elmozdulásának terhére ment végbe. Ugyanakkor a válság hatására a gazdaságok potenciális kibocsátása és annak növekedési üteme is tartósan sérülhetett. A mérsékelt növekedés és az alacsony infláció mellett a fejlett gazdaságokban az adósságállományok nemzeti jövedelmekhez viszonyított aránya összességében nem csökkent, sőt a válság előtt kevésbé eladósodott fejlődő országok kitétsége jelentős mértékben növekedett is. A magas adósság szintekkel összhangban a megtakarítók nagyobb mértékben tartanak kamatérzékeny eszközöket, ami növelheti egy jövőbeli kamatemelés reálgazdasági költségeit. Ezen kockázatokra reagálva az érintett jegybankok egyrészt az alacsony kamatszint mellett tartós elköteleződésre, másrészt jövőbeli lépések transzparens bemutatására töreksenek.

1. Más ez a válság! – Globális helyzetkép a 2008/2009-es válság után

A 2007-ben kezdődött, majd 2008-ban kiteljesedő globális pénzügyi válság sok szempontból eltért mind a fejlett országokban a második világháború után megfigyelt recesszióktól, mind a fejlődő világot a múltban visszatérően sújtó pénzügyi válságoktól. A korábbiakhoz hasonlóan a mostani válságot megelőzően is tapasztalható volt egyensúlytalanság a jövedelmek keletkezése és felhasználása, a megtakarítások és a beruházási lehetőségek globális eloszlása terén, melyek végeredményben a folyó fizetésimérleg-pozíciók kinyílásában jelentkeztek. Aktuálisan azonban újdonság volt, hogy korábban nem látott mértékű, folyó fizetésimérleg-egyensúlytalanságok alakultak ki, melyek több gazdasági szereplőt és régiót is egy időben érintettek. A kialakult egyensúlytalanságok fenntarthatatlanok voltak, így kiigazodásuk a válságot követően elkerülhetetlen volt.

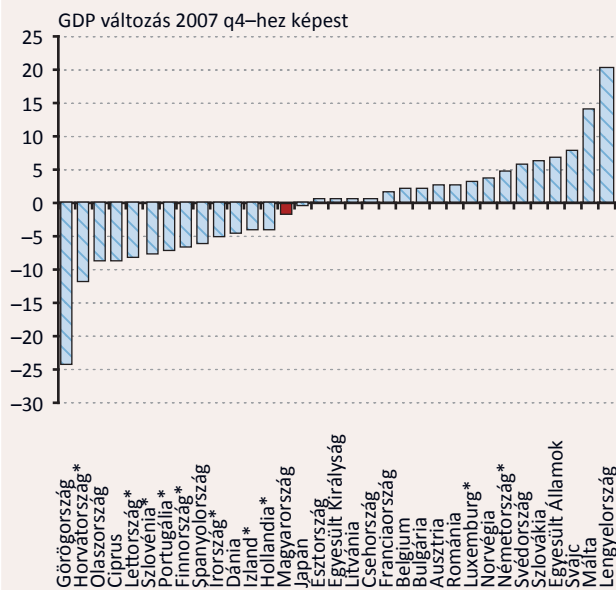
A válság óta eltelt években a folyó fizetésimérleg-hiányok jelentős mértékben csökkentek. A kiigazodás főként a belső egyensúlyi mutatók (kibocsátási rés, munkanélküliség) számottevő elmozdulásának terhére ment végbe, miközben a reál-árfolyamok is részben alkalmazkodtak. Az eladósodott országokban a magánszektor megtakarításai növekedtek. Ahol a válság miatt vagy már korábban is magas volt a költségvetési hiány, ott jelentős fiskális kiigazításokat hajtottak végre. Ugyanakkor az áramlási típusú változókban elért jelentős elmozdulás mellett a gazdasági kibocsátás még sok országban jelenleg is a válság előtti szint alatt alakul, miközben a munkapiac mellett a hitelpiac is visszafogott aktivitást mutat.

Ennek oka a jelenlegi válság egy fontos sajátosságával kapcsolatos. Nevezetesen azzal, hogy a globális tőkeáramlás és az ezzel járó bruttó eladosódás még a folyó fizetésimérleg-egyensúlytalanságoknál is gyorsabb ütemben, sokszor attól függetlenül növekedett. A felhalmozott adósságok kiigazítása érdemben más makro-gazdasági pályát eredményezhet, mint a folyó fizetésimérleg-kiigazításoké. Ennek oka, hogy az eladósodott szereplők szinkronizáltan zajló mérlegkiigazítási folyamata és a költségvetési egyensúlyjavító intézkedések együttesen elhúzódóan gyenge keresleti környezetet eredményeztek. A bizonytalan keresleti kilátások mellett a beruházási aktivitás visszaesett, miközben a magas munkanélküliség is csak lassan csökken vagy stagnál. Mivel a mérlegalkalmazkodás egyidejűleg több jelentős gazdasági régióban folyik, ezért az országok kevésbé támaszkodhatnak az exportpiacaik gyors növekedésére. Aktuálisan legvalószínűbb forgatókönyv szerint a válság hatására a gazdaságok potenciális kibocsátása és annak növekedési üteme is tartósan sérülhetett. A megszo-kott recessziókhoz és folyó fizetésimérleg-kiigazításokhoz képest a mérlegválságokból való kilábalás hosszabb ideig tart és a negatív reálgazdasági hatások tartósabbak lehetnek.

A mérsékelt növekedés és az alacsony infláció mellett a fejlett gazdaságokban az adósságállományok nemzeti jövedelmekhez viszonyított aránya összességében nem csökkent, miközben a válság előtt kevésbé eladósodott fejlődő országok kitettsége jelentős mértékben növekedett is. A globális gazdaság historikusan magas eladósodottsága továbbra is jelentős kockázatokat hordoz a jövőbeli növekedési lehetőségeket illetően.

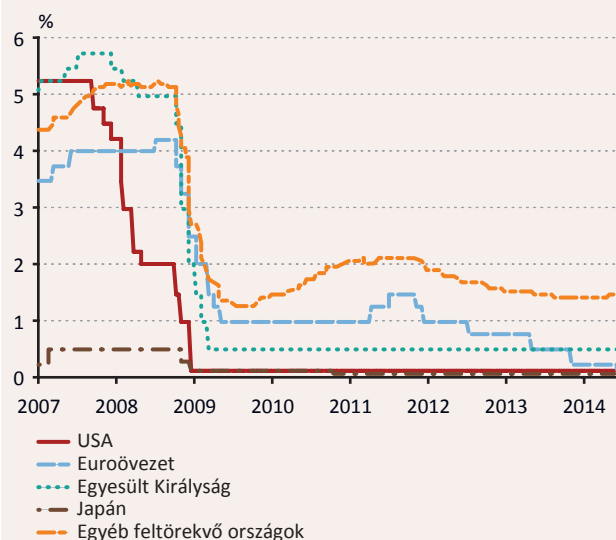
Az aktuálisan is magas adósságállományok a gazdaságpolitikai döntések hatásmechanizmusaira is jelentős hatással vannak. A tartósan megváltozott beruházási és megtakarítási viselkedés az egyensúlyi kamatszintet hosszabb ideig mérsékelheti, korlátozva az egyébként is nulla alsó korlát közelében mozgó jegybankok hagyományos kamatcsatornájának hatásosságát. A magas adósságsszintekkel összhangban a megtakarítók nagyobb mértékben tartanak kamatérzékeny eszközöket, ami növelheti egy jövőbeli kamatemelés reálgazdasági költségeit. Ezen kockázatokra reagálva az érintett jegybankok egyrészt az alacsony kamatszint mellett tartós elköteleződésre, másrészt jövőbeli lépések lehető legtranszparensbb bemutatására törekcszenek.

1-1. ábra
A gazdasági kibocsátás változása a válság előtti szinthez képest



Megjegyzés: * Utolsó adatpont 2014Q1.
Forrás: Eurostat.

1-2. ábra
Írányadó kamatok



Forrás: BIS (2014).

A 2007-ben kezdődött, 2008-ban intenzív szakaszába lépett **globális pénzügyi válságból való kilábalás a korábbi recessziókhoz képest elhúzódónak bizonyul.** A 2014 közepéig a legtöbb válságban érintett gazdaság nem érte el vagy csak éppen meghaladta a válság előtti kibocsátási szintet (lásd az 1-1. ábrát). Kevésbé látszik valószínűnek, hogy a világgazdaság a jövőben a válság előttinél gyorsabb ütemet elérve pótolhatná az elmaradt növekedést és a korábbi pályára vissza tudna állni. A borúlátóbb közgazdászok úgy vélekednek, hogy tartós gazdasági stagnálásra kell felkészülnünk.¹

A nagy régiók jegybankjai továbbra is rendkívül al-kalmazkodó irányultságot tartanak fenn. Kiterjedten alkalmaznak nem szokványos eszközöket, mert a zero irányadó kamatok közelében a normál időkből megszokott eszközeik hatástalanokká váltak a gazdaságok élénkítésére és a pénzügyi szektorok tartós stabilizálására (lásd az 1-2. ábrát). Miközben a világgazdaság fejlett régióiban kialakult rendkívül alacsony irányadó kamatok és a nem szokványos eszközök a pénzügyi eszközök hozamait alacsonyan tartva támogatták a fejlett gazdaságok stabilizálódását és lassú kilábalását, mellékhatásként magasabb kockázatok vállalására készítették a befektetőket: a kockázatosabb pénzpiaci szegmensek, illetve a feltörekvő piacok felé terelték a tőkeáramlást. A befektetői hangulat azonban szenzitív maradt és a relatív hozamokkal kapcsolatos hírekre a várakozások gyorsan reagálnak.²

A sokáig alacsonyan tartott kamatok a befektetők és a bankok pénzügyi eszközportfólióját rendkívül érzékenyvé tette a kamatok változására. A piaci szereplők számára egyre fontosabbá vált, hogy a kamatemelési ciklus kezdetét minél pontosabban megbecsüljék, ezzel kellően felkészülve a várható átárazódásokra. Addig azonban, amíg ez bekövetkezik, az alacsony hozamok mellett a jövedelmezőségi követelmények és a verseny miatt kénytelenek magasabb kockázatú eszközökbe fektetni. Ebben a fejezetben áttekintjük, hogy a globális válsághoz vezető egyensúlytalanságok az elmúlt években milyen mértékben oldódtak, illetve hogy ezen elmozdulások alapján mire következtethetünk a gazdasági kilábalás és az új növekedési ciklus esélyeire vonatkozóan.

¹ Summers (2014), Teulings and Baldwin (2014).

² Erre a legjobb példát a 2013-as feltörekvő piaci pánik nyújtja, amikor sok év példátlanul alkalmazkodó monetáris politikája után a Fed döntéshozói először kezdték nyilvánosan latolgatni, hogy mikor, milyen feltételek bekövetkeztéskor kellene megkezdeni az értékpapír-vásárlások ütemének fokozatos lassítását valamikor a jövőben, és hogy ezt követően hány hónap múlva kezdődhet az irányadó kamat emelése. Ezt nevezik a szakmai zsargonban a „taper tantrum esetének”.

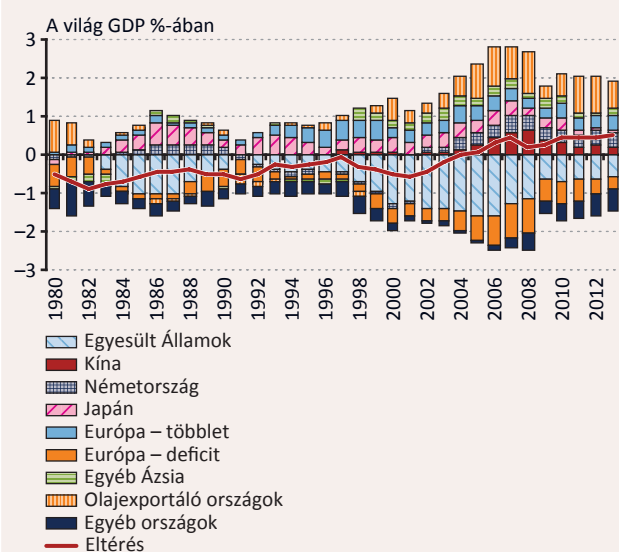
1.1. Oldódtak-e a globális egyensúlytalanságok?

A válság előtt a legtöbb elemzés a világgazdaságban tapasztalható egyensúlytalanságokat a folyó fizetésimérleg-hiányok és -többletek korábban nem tapasztalt növekedésében látta. Elsősorban az USA szokatlanul nagy külkereskedelmi hiányát, illetve Kína magas külkereskedelmi többletét mint egymás tükörképét emelték ki az egyensúlytalanságok reprezentatív mutatójaként. Eközben a teljes euroövezet folyó fizetési mérlege nagyjából egyensúlyban volt a világ többi részével szemben.

1.1.1. KÜLSŐ EGYENSÚLYI HELYZET ELMOZDULÁSA A NAGY RÉGIÓK KÖZÖTT ÉS A MONETÁRIS UNIÓN BELÜL

A globális egyensúlytalanságok legjellemzőbbnek tartott mutatója a folyó fizetési mérleg hiányok alakulása. A válság előtt ezt legjobban az USA, mint a legnagyobb deficittel (5,7 százalék) és Kína, mint a legnagyobb többlettel (10 százalék felett) jellemzett ország pozíciója mutatta (1-3. ábra).

1-3. ábra
Folyó fizetésimérleg-hiányok a világ GDP-jének százalékában



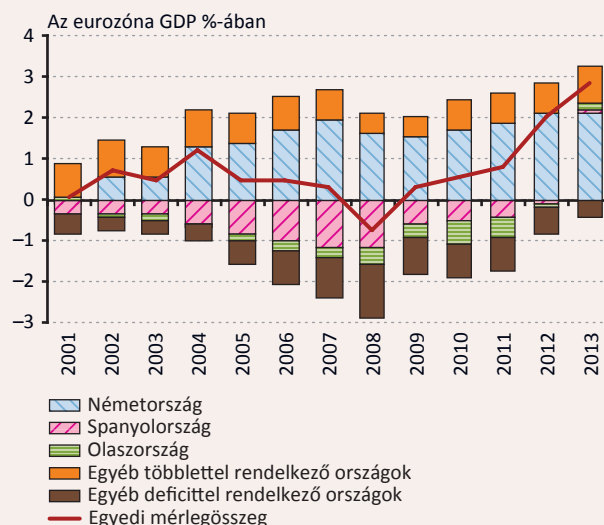
Forrás: IMF WEO.

Az euroövezeten belüli fizetésimérleg-hiányok, amelyek arányukban hasonlóak, vagy még nagyobbak is voltak, mint a globális hiányok, globális szempontból kevés figyelmet kaptak, bár az euroövezeten belül voltak, akik egyes résztvevő országokat már túlfűtöttnek tekintettek. A közös valuta léte miatt azonban az egyes országok folyó fizetésimérleg-hiánya kevésbé tűnt kockázatosnak, ugyanis az övezet egészének folyó fizetési mérlege közel egyensúlyban volt (1-4. ábra).

Az egyensúlytalanságok kiigazodását sokan lehetségesnek és kívánatosnak tartották a külső pozíciók fokozatos korrekciójával. Ennek elmulasztása rendezetlen kiigazodás veszélyét hordozta, amely során a dollár árfolyama az USA külkereskedelmi hiánya miatt gyengülhet, és a dolláreszközök befektetői – elvesztve bizalmukat – eladásokba kezdve további leértékelődést okozhatnak. Ez lefelé tartó spirált eredményezett volna, hiszen az amerikai állampapírok piacán a külföldiek részaránya magas volt a válságot megelőzően.

A válság kitörését követően mind globálisan, mind az euroövezeten belül a folyó fizetési mérlegek jelentős, bár nem egyenletes kiigazodását láthatjuk.³ Nagyon

1-4. ábra
Folyó fizetési mérlegek az eurozóna GDP-százalékában



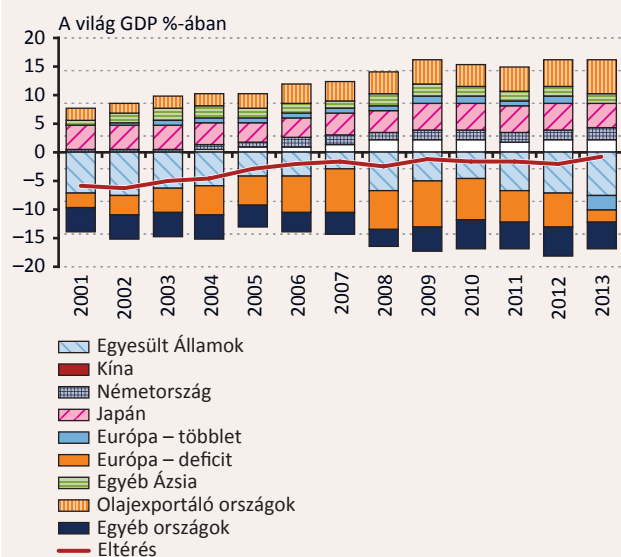
Forrás: IMF WEO.

jelentős kiigazítást hajtott végre többek között az USA (kisebb külkereskedelmi hiány) és Kína is (kisebb külkereskedelmi többlet); ez a két folyamat kétharmad részt⁴ magyarázza a globális egyensúlytalanság oldódását. Az USA GDP-arányos folyó fizetésimérleg-hiánya 2013-ban már 2,3 százalékra csökkent, miközben Kína többlete az ötödére, 2,1 százalékra esett, így ma több, kisebb méretű fejlett ország együttes többlete már meghaladja Kínáét.⁵ Az euroövezet külkereskedelmi pozíciója ugyanakkor jelentős többletté alakult a világ többi részével szemben, ami a korábban deficitese országok (Görögország, Portugália, Írország stb.) drasztikus kiigazításának és többletre váltásának, illetve a korábban is többlettel rendelkező országok (Németország, Hollandia stb.) folytatódó aktívumának eredményeként alakult ki. Az IMF becslése szerint, a legfontosabb országok összes folyó fizetésimérleg-többleteinek illetve -hiányainak nagysága 2013-ban mindkét irányban az összesített GDP-k 0,7 százalékaival tért el a fundamentális változók alapján indokolt hiányoktól, illetve többletektől. Azaz, a deficitese országok norma szerinti hiánya az összesített GDP-jük mintegy 0,9 százaléka, ezzel szemben a tényadat 0,7 százalékkal

nagyobb, 1,6 százaléka volt 2013-ban. Hasonló módon, a többletek is 0,7 százalékkal haladják meg a norma szerinti, fenntarthatónak ítélt 0,9 százalékos GDP arányos többletet. Ezek a 0,7 százalékos eltérések csak kevéssel maradnak el a 2012-es kb. 0,75 százalékos eltérésektől.⁶

A nemzetközi befektetési pozíciók, amelyek alapvetően az évek során felhalmozott folyó hiányok és többletek, illetve a nemzetközi tőke- és bankhitel-tranzakciók és átértékelődések összesített eredményeként alakulnak, a válság előtt szintén erőteljes növekedést mutattak. A nemzetközi befektetési pozíció fontos meghatározója az országok külső sérülékenységének (bővebben lásd az 1-1. keretes írásban). A 1-5. ábráról látható, hogy a válság óta nem változott lényegesen a külső kitettségek aránya a világ gazdaság méretéhez képest. Az adósságráta csökkenéséhez a deficitese régióknak tartósan folyó fizetésimérleg-többlettel kellene rendelkezniük, miközben a többlettel rendelkezőknek épp ellenkezőleg, deficitessé kellett volna válniuk. Ez nem következett be, csak az egyensúlytalanságok mértéke csökkent, a külső egyensúlyi pozíciók kisebb országok kivételével előjelet nem váltottak.⁷ Ugyanakkor a bizonytalanság, a gyenge növekedés és az alacsony inflációs ráták miatt az adósságráta nevezőjét adó nominális jövedelmek is csak lassan növekednek.

1-5. ábra
Nettó külső adósságok



Forrás: IMF WEO.

1.1.2. A BELSŐ EGYENSÚLYI MUTATÓK VÁLTOZÁSA

Az egyensúlytalanságok kiigazításában eddig a legnagyobb szerepet a túlzottan eladósodott szereplők – elsősorban a lakossági és a vállalati szektor, és esetenként a kormányzati szektor – mérlegkiigazítása játszotta. A folyamatban érintett szereplők igyekeztek a folyó (fogyasztási és beruházási célú) kiadásait mérsékelni és a jövedelmeikből a korábbiaknál nagyobb hányadot megtakarítva adósságot csökkenteni. Amennyiben nem volt jelentős adósságuk, akkor megpróbálták a jövőbeni bizonytalansággal szemben megnövekedett mennyiségben likvid eszközöket tartani.

³ IMF (2014b), 7–9. o. A válságot követő globális alkalmazkodás koordinálását megkönnyítendő, az IMF Pilot External Sector Reportok (ESR) készítését határozta el. Ebben bemutatja a globális súlyuknál fogva jelentősebb gazdaságok külső egyensúlyi mutatóinak – folyó fizetésimérleg, tőke- és pénzügyi mérlegek – alakulását és értékeli az országok gazdaságpolitikáját mind az egyes országok, mind a globális egyensúly szempontjából.

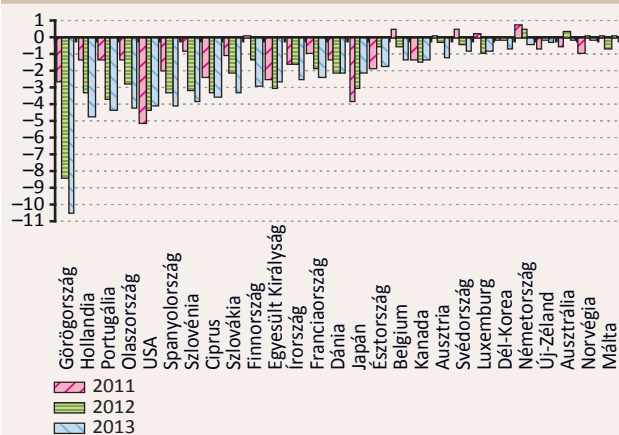
⁴ IMF (2014b), 22. o.

⁵ A német folyó fizetésimérleg-többlete 2013-ban 274, a holland 83, a svájci 63 milliárd USD-t tett ki. Kína folyó fizetésimérleg-többlete ugyanekkor már csak 189 milliárd USD volt, szemben 2008-as 420 milliárddal. Forrás: IMF WEO 2014 adatbázis. Lásd még Gros (2013b).

⁶ IMF (2014b), 21–22. o.

⁷ IMF (2014d), 4. fejezet.

1-6. ábra
Kibocsátási rések alakulása



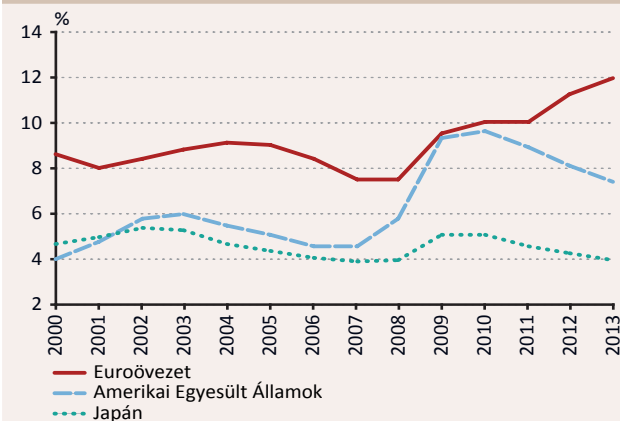
Megjegyzés: A potenciális GDP százalékában.
Forrás: IMF WEO.

A jelenlegi válságot ezen viselkedési motívum dominanciája miatt nevezik Richard Koo⁸ nyomán ún. mérlegválságnak („balance sheet recession”). Az ilyen mérlegválságok a gazdasági kibocsátás tekintetében rendszerint sokkal elhúzódóbbak, mint a hagyományos üzleti ciklusok. A felhalmozott adósságállományok jövedelemhez viszonyított arányának csökkentése a folyó jövedelmekből való megtakarítással lehetséges, ami időigényes a nagymértékű eladósodottság mellett. A jövedelmek növekedése viszont, ami a megtakarítások forrása, rendszerint lassabb, mint a válság előtt, a megnövekedett bizonytalanság és éppen az erősebb megtakarítás motivációk következtében gyenge kereslet miatt.

A külső pozíciók javulása döntően a belső reálgazdasági egyensúly romlása mellett ment végbe. Az 1-6. ábrán látható, hogy a válság után öt évvel a kibocsátás a legtöbb országban még mindig elmarad a termelési kapacitástól. A világban összesítve ez az elmaradás (összesített kibocsátási rés) 2013-ban 2,1 volt, ezen belül a fejlett országokban még mindig magas, különösen az euroövezet országaiban (1-7. és 1-8. ábra).

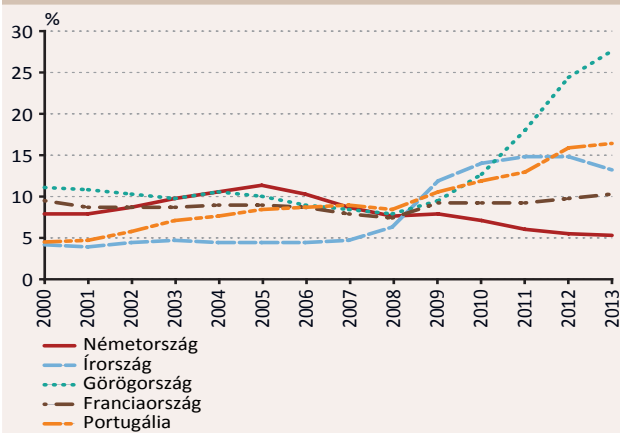
A folyó fizetésimérleg kiigazításának egyik csatornája nyitott gazdaságokban a fajlagos (egységnyi kibocsátásra jutó) költségek csökkentése a nemzetközi verseny társakhoz képest. Ezt a reálárfolyam alakulása mutatja (1-9. és 1-10. ábra).

1-7. ábra
Munkanélküliségi ráta néhány fejlett gazdaságban



Forrás: Eurostat.

1-8. ábra
Munkanélküliségi ráta az euroövezetben



Forrás: Eurostat.

tásra jutó) költségek csökkentése a nemzetközi verseny társakhoz képest. Ezt a reálárfolyam alakulása mutatja (1-9. és 1-10. ábra).

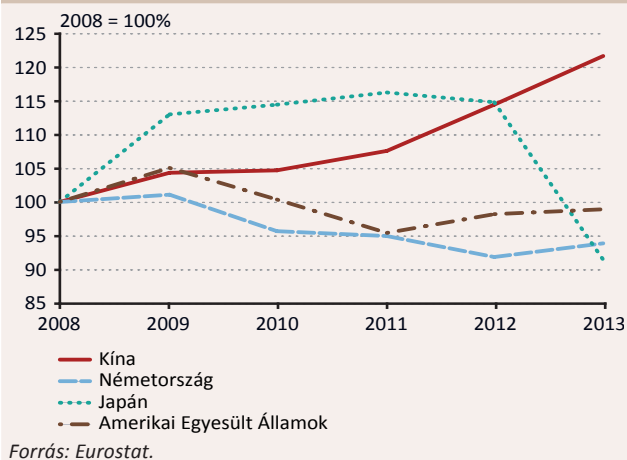
A válságot követően az USA, Japán és Kína reálárfolyama az egyensúlytalanságok kiigazításának irányába mozdult el,¹⁰ ami hozzájárulhatott a globális folyó fizetésimérleg-egyensúlytalanságok csökkenéséhez. Az euroövezeten belül a piaci nyomás alá került országok jelentős kiigazítást hajtottak végre a reálárfolyamaikban, amelyek szintén támogathatták a relatív árakon keresztül megvalósuló kiigazítást. Látható

⁸ Koo (2011).

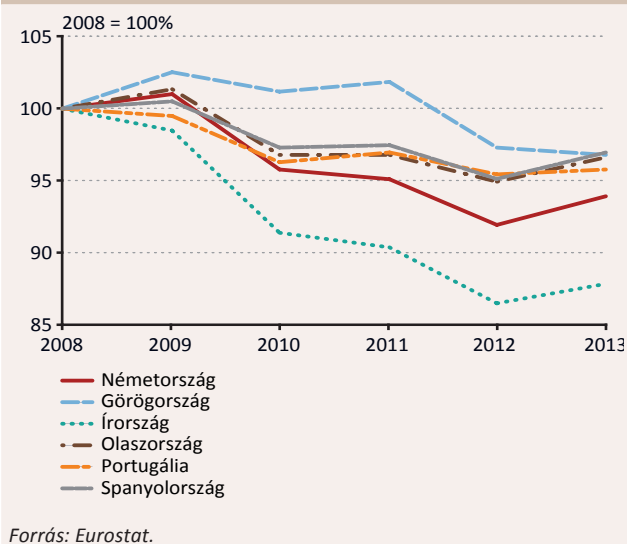
⁹ IMF (2014b), 7. o.

¹⁰ IMF (2014b) 11–12. o.

1-9. ábra
Reál effektív árfolyam a fejlett gazdaságokban
 (CPI-deflator)



1-10. ábra
Reál effektív árfolyam az euroövezetben
 (CPI-deflator)



azonban, hogy a jelentős többlettel rendelkező Németország reálárfolyama is leértékelődött a válság előtti szinthez képest. Az euró nominális árfolyama a dollárral szemben a válság előttihez képest erősödött, ami a globális piacokon tovább nehezítette a kiigazításra kényszerült euroövezeti országok alkalmazkodását.

Az alkalmazkodás másik szokásos csatornája a költségvetési hiányok mérséklése (1-14. ábra, 1-1. keretes

írás). Egyes országok esetében a költségvetési hiány eleve magas volt, ami hozzájárult az egyensúlytalan-ságok kialakulásához, mint például Görögországban. Többségében azonban a válság hatására az automatikus stabilizátorok¹² és a gazdaságpolitikai válságkezelés, azaz a kiadások szándékolt emelése okozta a hiányok növekedését, amelyek végeredményben a gazdasági visszaesés fékezését és megállítást célozták. Ezzel közvetlenül a GDP-re hatva kiegészítették a jegybankok alkalmazkodását, amely közvetlenül a pénzügyi szektor stabilizálására irányult.¹³

A fiskális intézkedések eltérő mértékűek voltak a nagy monetáris régiókban és eltérő ideig is tartottak. Az euroövezetben kisebb deficit alakult ki, és a többi régiónál hamarabb tértek vissza a fiskális konszolidációhoz. Az USA és Japán nagyobb hiányt engedett meg és sokkal fokozatosabban tért át a konszolidációra (ennek hatásairól bővebben lásd az 1-1. keretes írást).

A költségvetési hiányok érzékelhetően mérséklődtek a világgazdaságban, de az adósságállományok egyelőre nem. Az államadósságok állományát egyes országokban még a közvetlen adósságtólvállalások is növelték, mint például a bankkonszolidációk. Ráadásul a magánszektor erőteljes mérlegkiigazítása, azaz megtakarítása mellett, a fiskális multiplikátorok együtthatója nagyobb, ami egy szinkronizált mérlegválságban megemelte a költségvetési kiigazítások reál gazdasági költségeit. Ezzel összhangban a fiskális konszolidáció nagyobb mértékben fogta vissza a növekedést, azaz adóssággrátá nevezőjét, mint más esetekben.

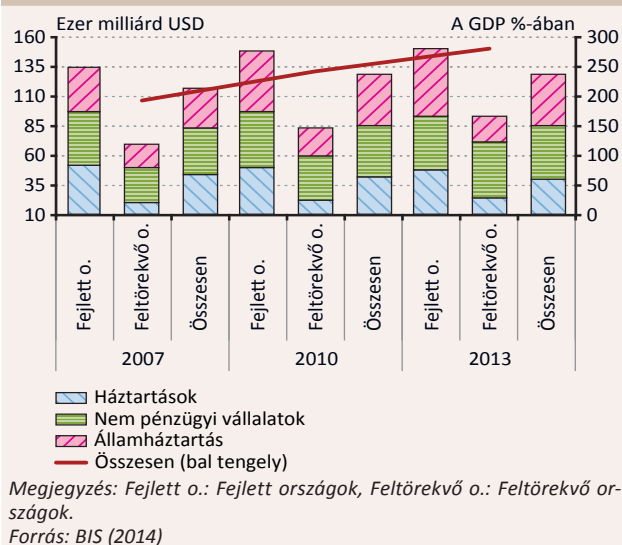
Az egyensúlyi pozíciókban bekövetkezett javulás ellenére a BIS éves jelentése összefoglaló ábráján (1-11. ábra) látható, hogy mind a fejlett, mint a kevésbé fejlett országok csoportjában az adósságállományok még tavaly is tovább növekedtek.

Összefoglalóan elmondhatjuk, hogy globálisan a válság előtt kialakult makrogazdasági egyensúlytalan-ságok enyhültek. Ez elsősorban a gyorsabban változtatható áramlási (flow) mutatókra érvényes, mint a folyó fizetésimérleg-hiány, a költségvetési hiány és az olyan relatív árváltozókra, mint a reálárfolyamok. Van olyan neves megfigyelő, aki szerint a világgazdaság

¹² Az automatikus stabilizátorok olyan költségvetési tételek, amelyeket valamilyen szabályok alapján fizetnek ki és szednek be, és a tényleges összegük függ a gazdaság teljesítményének alakulásától. Ha például egy válságban megnő a munkanélküliség, akkor automatikusan nőnek a kiadások a munkanélküli ellátás szabályainak megfelelően akkor is, ha külön a válság miatt nem hoznak új intézkedéseket. A költségvetési kiadások növekedése növelheti a GDP-t, ha a jogosultak azt elköltik, és ezzel fékezik a kereslet szűkülését a válságban.

¹³ Lásd a G-20 országok koordinált gazdaságpolitikai kezdeményezését és az Európai Unió saját, rendkívüli koordinált fiskális intézkedéseit. Bővebben Szalai (2012): 57–58. o.

1-11. ábra
Adósságok alakulása



már jó úton halad, az egyensúlytalanságok lényegében megszűntek. A gazdaságpolitikusok tanultak válságból, ezért az egyensúlytalanságok ismételt kiújulására valószínűleg már nem kell számítani.¹⁴ *Amint azonban fentebb látható, az állományi mutatókról ugyanez egyelőre nem mondható el, amelyek változatlanul jelentős kockázati kitettséget jelentenek mind az árfolyam és kamatváltozásokra, mind pedig a gazdasági növekedés kockázatait vonatkozóan.*

1-1. keretes írás

Eltérő gazdaságpolitikai válaszok – eltérő növekedési pályák a fejlett gazdaságokban

A világ túlzott hitelezésben leginkább érintett fejlett régiókban a válság kitörését követő években többnyire hasonló mintázatot mutatott mind a gazdasági visszaesés, mind a 2009 és 2011 között megfigyelt kilábalási periódus. A visszaesés közel egyidejű voltát a válság globális jellege, míg a kilábalás hasonlóságait a globális szinten koordinált fiskális és monetáris lazítás magyarázta.¹⁵ A 2011 óta eltelt néhány év gazdasági teljesítményében már jelentősebb eltérések jelentkeztek. Az amerikai gazdaság kilábalása az elmúlt években is szinte töretlenül folytatódott, miközben az eurozóna növekedése ezen periódusban gyakorlatilag megállt. A különböző növekedési pályák mögött a gazdaságok eltérő induló helyzete és adottságai mellett az alkalmazott gazdaságpolitikáknak is meghatározó szerepe lehetett.

A kilábalás megindulását követően USA és Japán óvatosabb volt a fiskális konszolidáció megkezdését illetően. Többet vártak a gazdasági növekedés tartós élénkülésére, hogy a túl korai fiskális visszafogással ne veszélyeztessék a törekény kilábalást. Ezzel szemben az eurozónában a válság akut szakaszát követően, a növekedési kilátások némi javulását tapasztalva hamarabb kezdtek a túlzottnak tartott deficitke kiigazításához (1-14. ábra). Ezt nemcsak az európai unió fiskális szabályainak való megfelelés tette szükségessé, hanem az is, hogy a piacokon kezdett kialakulni a félelem egyes országok fizetőképességével kapcsolatban, ami a korábban szinte már teljesen eltűnt kockázati felárak hirtelen megnövekedésében is megmutatkozott. Ezért a piacok meggyőzése érdekében gyors fiskális konszolidáció és strukturális reformok mellett döntöttek. A keresletcsökkentő költségvetési politika 2012-ben egy újabb recesszióhoz vezetett (lásd az 1-12. ábrát) és csak az EKB elnökének 2012 nyarán tett vállalása tudta eloszlatni a felbomlással kapcsolatos félelmeket. Ezt követően a kockázati prémiumok fenntartható szintekre tértek vissza.

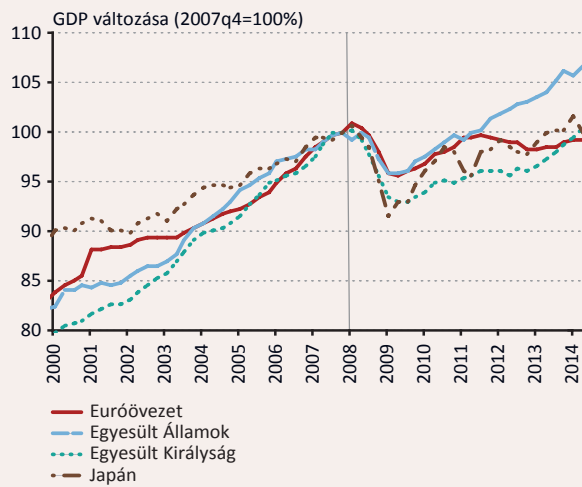
Az eurozónában a fiskális konszolidációt a gyengülő gazdasági adatok mellett is folytatták, ami 2014-ben geopolitikai kockázatokkal kiegészülve ismételt lassulást és ezúttal már nagyon alacsony inflá-

¹⁴ Eichengreen (2014).

¹⁵ A globális koordináció fóruma a G-20 pittsburghi találkozója volt 2009 szeptemberében, de ezt már megelőzte az (ARRA) American Reinvestment and Recovery Act (ARRA, 2009 február) és a European Economic Recovery Plan (EERP, 2008 október) elfogadása az USA-ban és Európában. Lásd Szalai (2012).

1-12. ábra

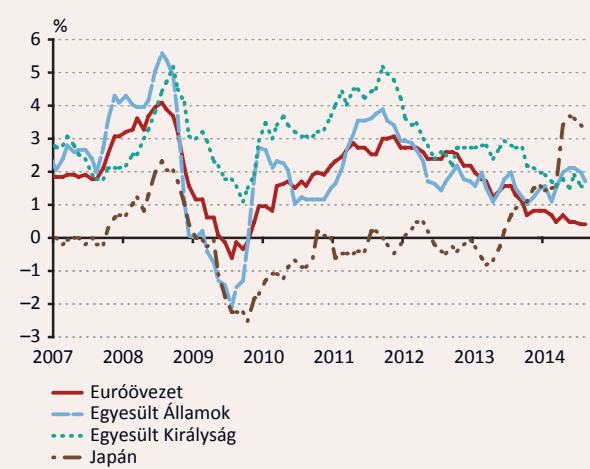
A GDP alakulása



Forrás: Eurostat.

1-13. ábra

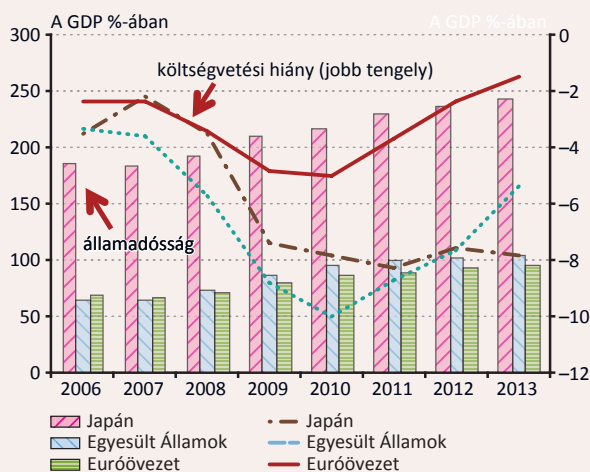
Az infláció alakulása



Forrás: OECD.

1-14. ábra

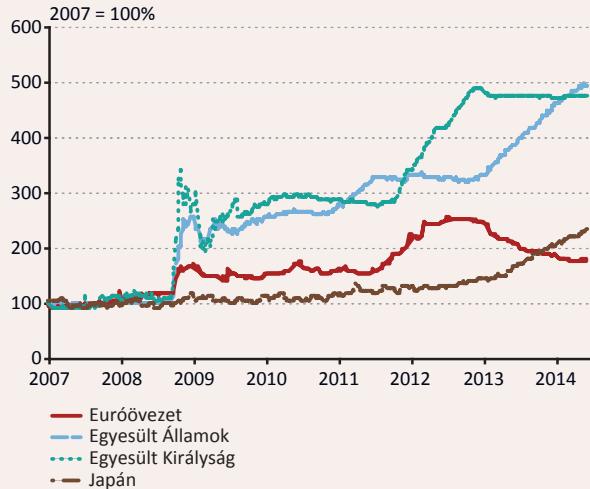
Költségvetési hiány és államadósság



Forrás: IMF WEO, IMF Fiscal Monitor.

1-15. ábra

Jegybancok mérlegei



Forrás: BIS (2014).

ciós környezetet is eredményezett. A megnövekedett fiskális multiplikátorok miatt a fiskális konszolidáció a vártnál jobban fékezte az egyébként is visszafogott belső keresletet, mint más gazdasági helyzetben tette volna. Az EKB ezt felismerve 2014 augusztusában arra az elhatározásra jutott, hogy a saját mérlegét mintegy 1000 milliárd eurónyival megnövelve ismét a 2012 elején tapasztalt rekord méretűre, 3000 milliárdra emelje három újabb nem szokványos eszköz bevezetésével (1-15. ábra). Emellett a jegybancárok felhívták a gazdaságpolitikusok figyelmét arra, hogy a növekedési potenciált erősítő strukturális reformok és a költségvetések szerkezetének „növekedésbaráttá” alakításán túl, használják ki az európai fiskális szabályok keretein belül még rendelkezésre álló mozgásteret az kereslet élénkítésére nemzeti és európai szinten egyaránt. Ezzel szemben az USA folyamatos, bár kockázatokkal terhelt és nem túlzottan gyors növekedéssel lassan kinőni látszik a túlzott deficitet. A költségvetési intézkedésekben kisebb mértékben alkalmaz kiadáscsökkentéseket és inkább az élénkülő gazdaság automatizmusaival (pl. növekvő adóbevételek) mérsékli a hiányt. Japán a monetáris lazítás mellett erőteljes fiskális expanziót is elhatározott annak érdekében, hogy tartósan eltávolodjanak a defláció

veszélyzónájától. Az Egyesült Királyság az eurozónával egy időben hasonló konszolidációt hirdetett meg, de esetében a válságban hirtelen nagyra duzzadt adósság ellenére a piac nagyobb mozgásteret engedélyezett. Ezzel élt is a brit kormányzat, amikor látta, hogy az eurozónához hasonlóan a túl gyors konszolidáció a kilábalást túlzottan visszafoghatja.

A fiskális politika mellett a jegybanki politikák is alkalmazkodóbbak voltak az USA-ban, az Egyesült Királyságban és Japánban (1-2, 1-14. és 1-15. ábrák), míg az eurozónában a kezdeti gyors és határozott lazítást követően 2012-től a jegybank mérlege mintegy harmadával zsugorodott (lásd a jegybanki mérlegeket az 1-15. és a nem teljesítő hitelek arányát az 1-17. ábrákon).

A fiskális és monetáris politikai irányultságok különbsége miatt az USD és az angol font gyengült az euróhoz képest, ami tovább erősíthette a különbségeket a gazdasági teljesítményekben. Aktuálisan a brit növekedési kilátások az USA-val összevethetők, miközben az eurozónában a jelenlegi gazdaságpolitikai irányultság mellett számos elemzés veti fel egy tartósabb stagnálás veszélyét.

1.2. Pénzügyi egyensúlytalanságok alakulása

A válságot megelőző időszakot pénzügyi oldalról az jellemezte, hogy a GDP-k növekedését, sőt a folyó fizetésimérleg-hiányokat is többszörösen meghaladó ütemben nőtt a nemzetközi tőkeáramlás és szokatlanul alacsonyok voltak mind a kockázatmentes hozamok, mind pedig a kockázati prémiumok. A válság kitörésének idején a hitelkockázati prémiumok hirtelen magasra szöktek, miközben a kockázatmentes eszközök kamatai nem utolsósorban a vezető jegybankok alkalmazkodásának következtében nullára vagy nulla közeli mértékűre csökkentek. A válság kitörésének közvetlen kiváltója a bankközi piacok hirtelen befagyása volt mind nemzetközi, mind nemzeti szinten. A jegybankok kénytelenek voltak a hirtelen befagyott bankközi piacok helyébe lépni. A finanszírozásra szoruló bankok csak a jegybankoktól juthattak forrásokhoz, amit azok aligha tagadhattak meg annak kockáztatása nélkül, hogy a bankok tömegesen adják el („kényszerlikvidálják”) az eszközeiket. A válságban a bankok könyveiben felhalmozott eszközök jelentős része nem teljesítő eszköznek bizonyult.

A válság következtében azonban olyan eszközök is nem teljesítővé váltak, amelyek máskülönben, a gazdasági visszaesés és a megnövekedett munkanélküliség nélkül rendesen teljesítők maradtak volna. A banki eszközök bonyolultsága, a bankok és az árnyékbankrendszer közötti pénzügyi kapcsolatok összetettsége kölcsönösen lehetetlenné tette a bankok számára a partnerkockázatok felmérését; nem tudhatták, hogy mikor válik szükségessé számukra valamilyen azonnali teljesítés. Drámaian megnövekedett az azonnali fizetőképesség, vagy más szóval a likviditási iránti igény.¹⁶ Ez a magyarázata annak, hogy a bankok a jegybankok által nyújtott nem szokványos eszközök keretében nyújtott likviditást nagymértékben igénybe vették és a jegybanknál vezetett számláikon tartották.¹⁷

A pénzügyi környezet normalizálódásának egyik mutatója tehát az, hogy a bankközi forgalom mennyire

1-1. táblázat

Nemzetközi bankok kockázattal súlyozott tőke megfelelése (CET1 – elsőrendű tőkeelemek)

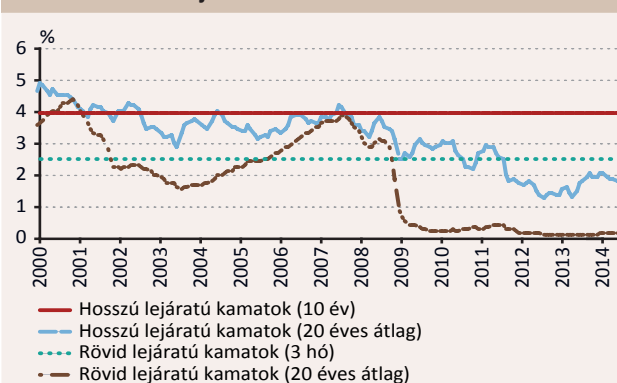
	2009. dec.	2011. jún.	2011. dec.	2012. jún.	2012. dec.	2013. jún.
Nagy nemzetközi bankok	5,7	7,1	7,7	8,5	9,2	9,5
Egyéb bankok	7,8	8,8	8,7	8,8	9,4	9,5

Forrás: BIS (2014)

áll helyre, és a jegybankoknál vezetett számlákon az egyenlegek visszatérnek-e a válság előtti szinthez. További feltétel a bankok mérlegének kitisztítása, tőkehelyzetének megerősítése, hogy újra tudják kezdeni a hitelezést (lásd 1-1. táblázat). A kockázati prémiumoknak elfogadható szintre kell csökkenniük, a kockázatmentes hozamoknak pedig a jelenlegi historikus mélypontokról a hosszú távon is fenntartható szintre kell emelkedniük. Mindez a reálgazdaság élénkülésével párhuzamosan, egymást kölcsönösen erősítve történhet. A gazdasági növekedés lehetővé teszi az eladósodott szereplők számára a mérleghelyzetük fokozatos javítását. Ezzel az adósok hitelkockázati megítélése is

1-16. ábra

Hosszú és rövid lejáratú kamatok



Forrás: BIS (2014).

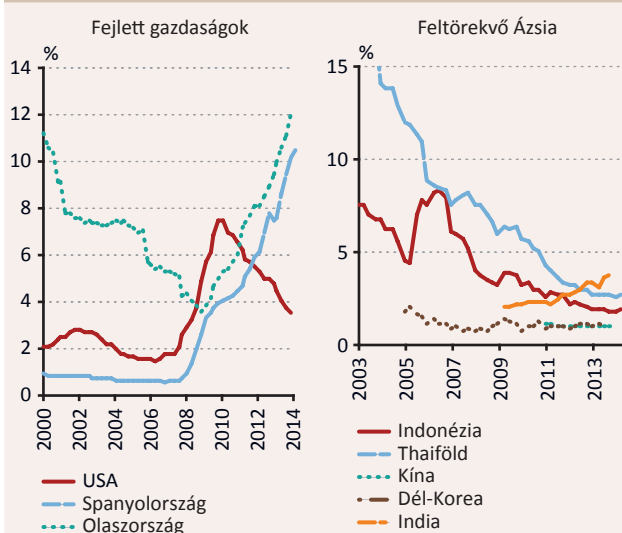
¹⁶ Keynes ezt nevezte likviditás-preferenciának és a likvid, gyakran hozamot alig vagy egyáltalán nem fizető eszközök tartása egy fontos motívumának tartotta. Lásd Tily (2012).

¹⁷ A jegybanknál „parkoltatott” pénz nem lehet „kihitelezni”. Lásd Bank of England negyedéves kiadványában megjelent igen hasznos és közérthetőre törekvő cikket a modern pénzügyi rendszer működéséről, amely sok más elavult vagy egyenesen téves nézetet is cáfol McNealy et al. (2014).

javul, ami mérsékli a kockázati prémiumokat is, tovább mérsékelve a törlesztési terheket.

A bankok az USA-ban nagyobb arányban építették le a rossz követeléseiket, és tudták javítani a tőkeellátottságukat, mint az eurozóna bankjai. A Fed nagyobb arányban vásárolt értékpapírokat, mint az EKB és hamarabb csökkentette az irányadó kamatát zéróra. Az EKB mérlege már jó ideje csökkenni kezdett szemben a Fed vagy a Bank of Japan mérlegével, ami arra utal, hogy az európai bankok mérlegében még több rossz követelés lehet.¹⁸ Az EKB 2014 októberében fejezi be a nagybankok mérleghelyzetének átfogó értékelését, ami felgyorsíthatja a portfóliótisztítást és a feltőkésítést.¹⁹ A vizsgálati eredmények ismertetésekor részletesebb információk lesz a bankok mérleghelyzetéről.

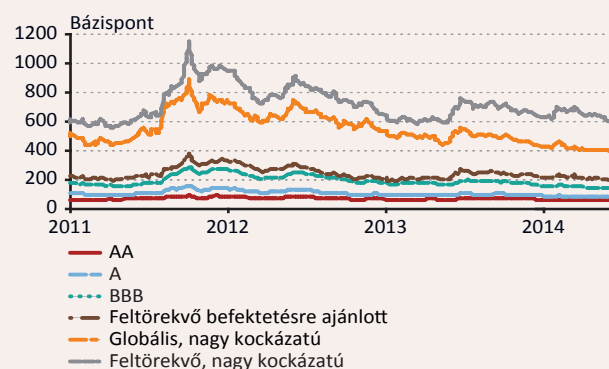
1-17. ábra
Nem-teljesítő hitelek



Forrás: BIS (2014).

A piaci nyomás alá került országokban, mint Portugália, Görögország, Olaszország és Spanyolország, a bankok számára nehézséget okoz, hogy jelenleg a nemzetállamok szuverén kockázata és a bankok hitelminősítése egymást kölcsönösen hátrányosan befolyásolja.²⁰ A bankunió létrehozásának egyik kitűzött célja ennek a nem kívánatos „fertőzésnek” a megszüntetése vagy legalább mérséklése.²¹

1-18. ábra
Kockázati mutatók: vállalati kötvényfelárak



Forrás: BIS (2014).

Az USA-ban, ahol a döntően tőkepiacokra alapozott pénzügyi rendszeren belül a banki hitelezés súlya már a válság előtt is jóval kisebb volt a vállalatfinanszírozásban, a vállalati értékpapír-kibocsátások már élénkülnek. Sőt egyes nagyobb kockázatú szegmensekben már túlzott kockázati étvágyról lehet beszélni.²² A vállalati kötvénykibocsátások a feltörekvő országok nagyvállalatai körében korábban nem látott mennyiségeket érnek el. Az USA-beli és az európai részvénytőzsdei indexek történelmi csúcsokat döntenek, és a japán tőzsdei részvényindex is a korábbi rekordjaihoz közel alakul (1-20. ábra).

¹⁸ Draghi elnök 2014. szeptember 4-i sajtótájékoztatóján bejelentette, hogy a nem szokványos eszközökkel meg kívánja fordítani az EKB mérlegének zsugorodását. Az is elhangzott, hogy októbertől vállalati értékpapírok (asset backed securities – ABS) vásárlását tartalmazó programot indítanak, és ezzel a jegybank mérlegét a korábbi rekordmértékű, kb. 3 ezer milliárd euróra növelik a jelenlegi 2 ezer milliárdról. Lásd Draghi (2014).

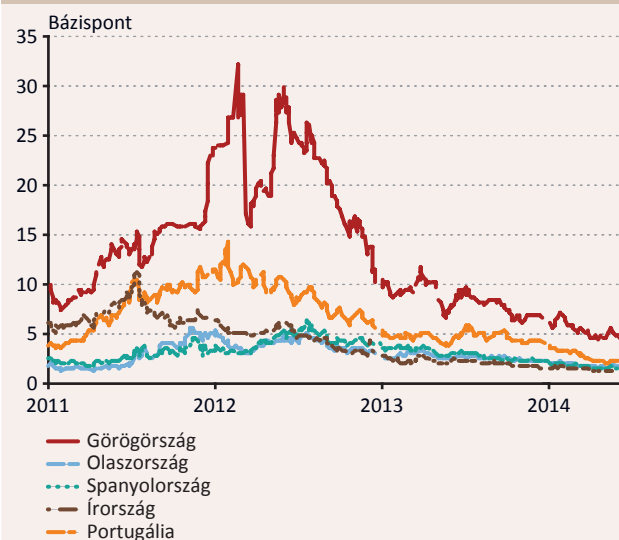
¹⁹ 2014 novemberétől az EKB euroövezeti szintű bankfelügyeleti feladatokat vesz át a nemzeti felügyelektől és ezt előkészítendő határozta el 131 eurozónaszinten jelentős bank vagy bankcsoport átfogó értékelését, ami portfólióátvizsgálatot és stressz tesztet jelent. Ezt követően kell a bankoknak, vagy ha szükséges a nemzeti hatóságoknak gondoskodniuk tőkeemelésről (lásd ECB, internet_a és internet_b).

²⁰ Ugyanis a gyenge mérleghelyzetű bankok miatt költségvetési segítségre lehet, illetve volt is már szükség a pénzügyi rendszer és közvetve a realgazdaság stabilizálásához, ami az államháztartást megterhelve növeli a bejegyzés szerinti ország szuverén kockázatát. A szuverén kockázati prémium pedig a pénzpiacokon az irányadó minimális kockázati felárat jelenti, amihez képest további felárat számolnak fel az adott ország adósainak, köztük a forrásokat bevonni kívánó bankoknak a hitelező partnereik akkor is, ha más tekintetben a helyzetük ugyanolyan vagy jobb, mint például egy olyan banké, amely Németországban van bejegyezve, ahol a kockázati prémium sokkal kisebb.

²¹ Kisgergely Kornél és Szombati Anikó (2014).

²² Janet Yellen Fed elnök arról beszélt, hogy egyes pénzügyi piaci szegmensekben túlzott kockázattalálás és a valódi kockázatok alulbecsülése tapasztalható, ami indokolja, hogy makroprudenciális eszközökkel változtassanak ezen a magatartáson. Ezek között említette vállalati kötvénypiacokat, a nagy tőkeáttételű hitelpiacokat, az alacsony hitelbesorolású vállalati papírok piacát és egyes volatilitásokra vonatkozó derivative piacokat. Ezeket a piacokat „hozamvadászat” (reach for yield) jeleit látta. Yellen (2014).

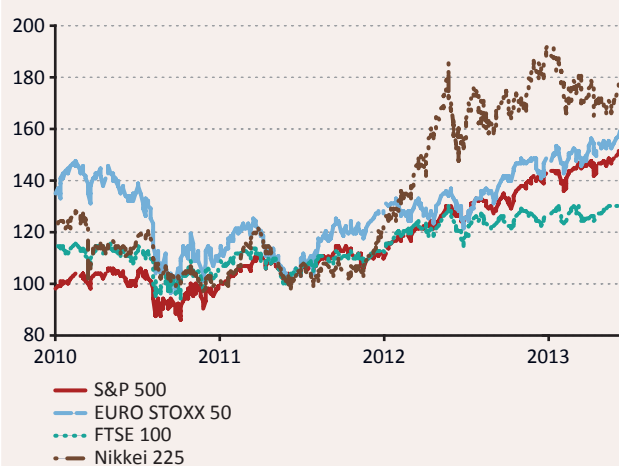
1-19. ábra
Szuverén kockázati felárak



Forrás: BIS (2014).

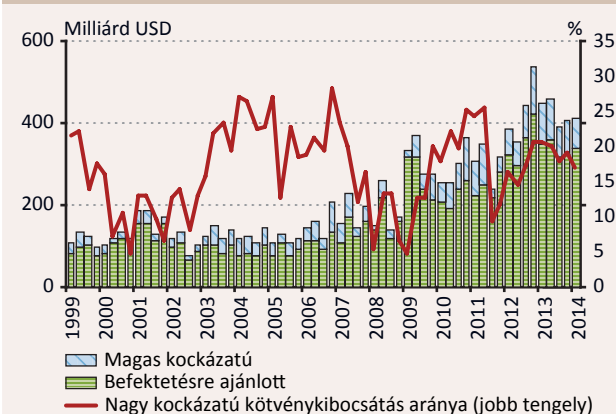
Ugyanakkor a vállalati értékpapír-kibocsátások fenn-
dülése egyelőre kevésbé a fizikai beruházások finan-
szírozását szolgálja; sok esetben a korábbi, magasabb
kamatozású vagy kedvezőtlenebb feltételű – tőkepia-
ci vagy banki – finanszírozás kiváltására, saját vállá-
lati részvények visszavásárlására szolgál. Esetenként
egyszerűen előrelátó módon kihasználják a jelenlegi

1-20. ábra
Kockázati mutatók: részvényindexek



Forrás: BIS (2014).

1-21. ábra
Kötvénykibocsátások



Forrás: BIS (2014).

rendkívül kedvező forrásbevonási feltételeket későbbi
felhasználási céllal anélkül, hogy rövid távon közvetlen
beruházási terveik volnának (1-18. és 1-22. ábrák).

Az eurozónában a **banki hitelezés egyelőre a válla-
lati ügyfelek körében még csökken, igaz, már egy-
re kisebb mértékben.** Ez komoly feszültség forrása,
mert a kis- és közepes vállalatok (kkv) rendszerint
kevésbé képesek a banki forrásokat helyettesíten-
dő értékpapír-kibocsátásokkal külső finanszírozás-
hoz jutni. Különösen nehéz a magas kockázatú dél-
európai országokban működő kkv-k helyzete, ahol
az országhoz tartozó magas kockázati besoro-
lásuk hátrányos helyzetbe hozza őket az északi
versenytársaikhoz képest. Az EKB ezt a pénzügyi
piacok töredezettségének, a monetáris politikai
transzmisszió csorbulásaként értékeli, és ezért kere-
si a módját annak, hogy a bankok számára kedvező
feltételekkel hosszabb távra nyújtott refinanszírozási
eszköz²³ mellett közvetlenül is finanszírozási forrásokat
nyújthasson a vállalatok számára értékpapír-fedezet
mellett.²⁴ A hitelezés felfutásához a felmérések szerint
egyaránt szükség volna a hitelezés kínálati és keresle-
ti feltételeinek javulására, és mindkettőnek feltétele
lenne a növekedési kilátások²⁵ kedvezőbb alakulása.

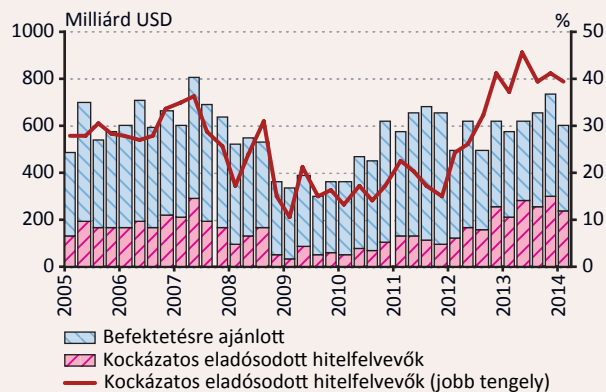
**A hitelezési pályák a GDP alakulásához hasonló elté-
rést mutatnak.** A nagyjából azonos időben bekövetke-
zett gazdasági visszaesést követően az USA gazdasága
fokozatosan, egyenletesen élénkült és növekedett a hi-

²³ Longer-term Refinancing Operation, lásd ECB (internet_b).

²⁴ Az EKB a Bank of Englanddel közösen kezdeményezte a G-20 ülésen a vállalati eszközfedezetű értékpapírokra (ABS – Asset Based Securities) vonatkozó szabályozás olyan változtatását, amely segítené ennek a piacnak a növekedését. Az EKB felkért egy külső tanácsadót a részletek kidolgozására. Bővebben a lehetséges megoldásokról lásd Altomonte and Bussoli (2014).

²⁵ ECB (2014c).

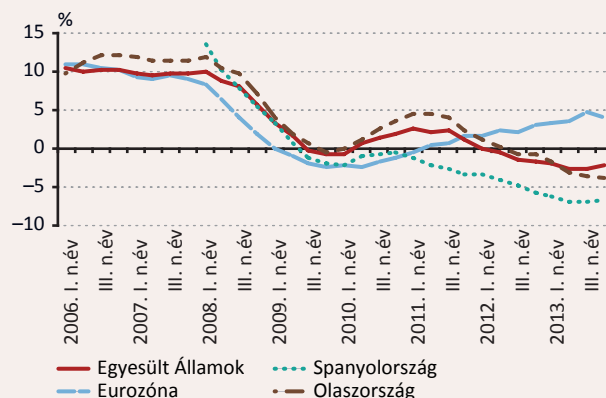
1-22. ábra
Szindikált hitelek, globális jegyzések



Forrás: BIS (2014).

telezés is, miközben az eurozónában a második recesz-sziós hullámban a hitelezés is visszaesett. Az utóbbi hónapokban megfigyelhető a visszaesés ütemének mérséklődése az eurozónában, de egyelőre még meg-lehetősen bizonytalan, hogy mikor indulhat tartós nö-vekedésnek (1-23. ábra).

1-23. ábra
Hitelezés változása a nem pénzügyi magánszektor számára



Forrás: IMF WEO (2014).

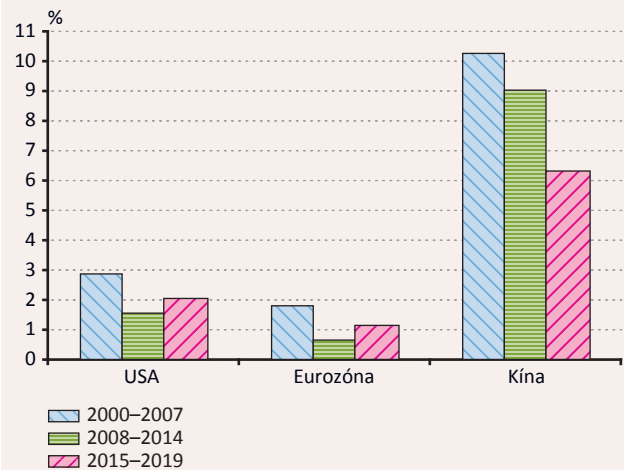
A fentiek fényében megállapíthatjuk, hogy a jegy-bankok támogatóak, miközben a pénzügyi piacokon élénkülő aktivitás figyelhető meg. A reálgazdasági növekedés és a banki hitelezés azonban heterogén alakul, de összességében még gyenge, miközben a kockázatok is inkább lefelé mutatnak.

1.3. Globális növekedési kilátások

A korábbi összehasonlítható pénzügyi és bankválságok tapasztalatai azt mutatják, hogy az aktuális kilábalás jóval hosszabb ideig tart, mint amit a második világháború utáni üzleti ciklusokkal kapcsolatban megszokhattunk. Reinhart és Rogoff²⁶ száz válságot elemző munkája szerint a kitöréstől a válság előtti aktivitási szint eléréséig korábban átlagosan hat és fél év telt el, és az esetek negyven százalékában ismételt visszaesés volt tapasztalható, vagyis a kilábalás nem volt egyenletes. Egy másik átfogó tanulmányban arra is felhívták a figyelmet, hogy a pénzügyi és bankválságokat követően a legtöbb esetben az adósság nemzeti jövedelemhez viszonyított arányának fenntartható szintre csökkentése a gazdasági növekedés mellett egyszeri intézkedések valamilyen kombinációját követelte. Ilyen volt például az adósságok részleges leírása, különféle adósságkönnyítések és átütemezések, illetve az adósságszolgálat reálterheinek mérséklése azzal, hogy a gazdaságpolitikusok magasabb inflációt toleráltak.²⁷

A legutóbbi válságot követően az eladósodott országok növekedési üteme még lassú, és csak kevés ország érte el a válság előtti jövedelmi szintjét. A válság előtti trend meghosszabbításának elérése még távol van, és a legtöbb elemzés szerint a belátható jövőben nem is lesz elérhető a várhatóan tartósan lassabb növekedési ütemek miatt. Az aggregált kereslet mérsékelte, mivel mind a magánszektorok, mind a költségvetések a meglévő adósságaik leépítésére összpontosítanak, ezért a már eleve visszafogottan alakuló jövedelmek nagyobb hányadát takarítják meg. Ugyanakkor ezek a megtakarítások nem válnak könnyen beruházássá, mert a vállalatok még a meglévő kapacitásaikat sem tudják kihasználni a gyenge kereslet miatt. Sőt az elhasználdott eszközeik pótlásával is kivárhatnak. A munkanélküliség emiatt magas marad, ami a munkaerő jövőbeni foglalkoztathatóságát, termelékenységét hátrányosan befolyásolja. Ehhez jönnek még azok a költségek, amelyek a meglévő kapacitások szektorok közötti átrendeződésével jár-

1-24. ábra
Potenciális kibocsátás növekedési üteme



Megjegyzés: Vásárlóerő paritáson számolva.
Forrás: World Bank WDI, Eurostat.

nak. Ugyanis a válság előtti növekedés szektorok közötti arányai is fenntarthatatlannal bizonyultak (pl. túlzott lakásépítési kapacitások egyes országokban). Emiatt a belátható jövőben várható növekedési potenciál alacsonyabb, mint a válság előtt volt.²⁸ A nagy nemzetközi szervezetek előrejelzései szerint az USA és Kína növekedési üteme az évtized végéig a válság előtti ütem kétharmadán, míg az eurozóna esetében annak felén alakulhat. (lásd az 1-24. és 1-25. ábrát)

Gazdaságpolitikai szempontból a mérlegválságok új kihívásokat jelentenek. A hagyományos válságokban megszokott relatív ár (például nominális és reálárfolyam, reálbér) kiigazítás, illetve fiskális konszolidáció a legtöbbször rövid időn belül helyreállíthatja a felhasználás és megtakarítás egyensúlyát, és ismét kiegyensúlyozott, fenntartható pályára állhat a gazdaság. A mostanihoz hasonló mérlegválságokban ezek a mechanizmusok másként működnek: lassabban és esetenként a szándékolttal ellentétesen is hathatnak.

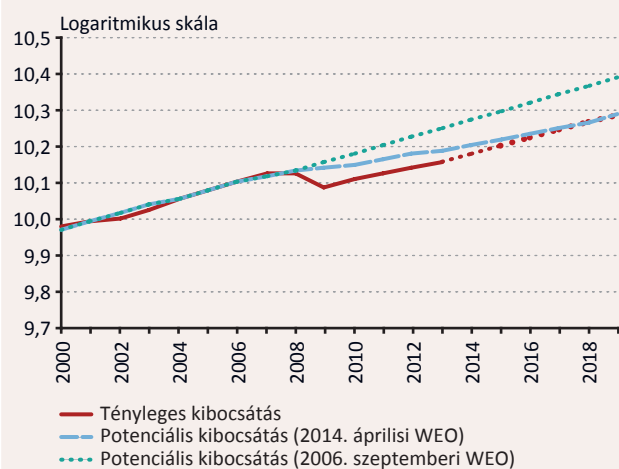
²⁶ Reinhart and Rogoff (2014).

²⁷ Reinhart and Rogoff (2013), Rogoff (2014).

²⁸ Vannak, akik optimistábbak a válság előtti potenciális növekedési ütemek ismételt elérésével kapcsolatban. Lásd Broadbent (2014) és Wren-Lewis (2014).

1-25. ábra
A potenciális kibocsátás alakulása a világ legfejlettebb (G7) gazdaságaiban

(2000. évi változatlan árakon)



Forrás: IMF WEO.

Az egyéni szereplők szempontjából racionális megtakarítási és adósságkezelési döntések összesített hatása makrogazdasági szinten azzal járhat, hogy éppen az a jövedelem, amiből a szereplők a mérleghelyzetüket javítani akarták, zsugorodik a korábbiakhoz képest.²⁹ Ugyanis a legtöbb termék és szolgáltatás piaca zsugorodik a megnövekedett megtakarítások és csökkenő kiadások miatt, így a vállalatok a meglévő készleteket és kapacitásokat kevésbé használhatják ki és még kevésbé kívánják bővíteni azokat beruházások révén.

A legtöbb állományi (stock) változó esetében a gazdaságpolitika áramlási (flow) változókon keresztül történő beavatkozási lehetősége csak lassan, időben elhúzódó módon történhet meg. Ugyanis nagy felhalmozott állományok, amelyek akár a GDP 60-100 százalékát is eléri, a hozzájuk képes kis áramlási változók egyenlegének módosításával, mint például a nettó

külkereskedelmi többlet, ami a GDP legfeljebb néhány százaléknyi többlete, csak lassan lehetséges. A másik probléma az, hogy azok a gazdaságpolitikai eszközök, amelyekkel csökkenteni kívánják a sérülékenységet (költségvetési deficit, külkereskedelmi hiány, államadósság-csökkentő intézkedések), egyidejűleg a vetítés alapjául szolgáló változóra, a GDP-re is hatnak. Az intézkedések hatására a GDP is lassabban nő vagy időszakosan vissza is eshet. Ez különösen hangsúlyos olyankor, amikor a magánszektor eleve már mérlegkiigazítást folytat. Azok az intézkedések, amelyek a külső vagy belső adósságot csökkenthetik, a gazdasági növekedést is fékezhetik. A végső hatás bizonytalan – főleg rövidebb távon –, még romolhat is a kívánt változó GDP-arányos értéke és meg is hiúsíthatja az eredeti cél elérését.³⁰

Makrogazdasági szinten ez a GDP visszaesését vagy nagyon lassú növekedését, a válság előtti trend növekedéstől való jelentős elmaradását eredményezheti. A globalizált világ gazdaságban a keresleti feltételek gyengülése még azoknak az országoknak a teljesítményét is visszafogta, amelyek közvetlenül nem voltak okozói vagy részesei az egyensúlytalanságok kialakulásának.

Végül amennyiben a gazdaságpolitika hat olyan változókra, mint a kamatok vagy a valutaárfolyamok, amelyek az állományok értékelésében szerepet játszanak, akkor ezen keresztül hat a nettó nemzetközi befektetési pozícióra is.³¹ Ezek a piaci változók azonban nincsenek a gazdaságpolitikuskok vagy a jegybank teljes ellenőrzése alatt, és az ártértékelődések piaci hatásra is bekövetkezhetnek, ezért továbbra is a sérülékenység forrásait jelentik.³²

Összefoglalva arra kell felkészülnünk, hogy a következő években a világ gazdaság növekedése lassabb lesz, mint a válság előtti időszakban volt. Az egyes régiók és gazdasági szektorok kockázati kitettsége

²⁹ Az ilyen helyzetet nevezte Keynes megtakarítási paradoxonnak (paradox of thrift).

³⁰ Koo szerint a mérlegválságokban nem optimális, ha minden szektor egyszerre megtakarít, mert ez a keynesi megtakarítási paradoxonon keresztül gyenge gazdaságot eredményez, és akár még a jövedelemhez képest nagyobb adósságrátával is végződhet. Azaz, az adósságkezelési törekvés önmagát oltja ki (self-defeating). Ezért a fiskális politikának további eladósodással kellene lehetővé tenni a magánszektor adósságkezelését és a GDP növekedését egyidejűleg. Ezzel szemben Borio, aki elfogadja Koo diagnózisát, más terápiát alkalmazna: nem a fiskális politika aggregált keresletet támogató szerepében hisz – ez jelenleg szerint már kimerült – hanem a meglévő fiskális mozgásteret a bankok mérlegének megtisztítására, átszervezésére kellene használni, majd a bankokat újra privatizálni – remény szerint végül nyereséggel zárva az átszervezést. Borio szerint a kilencvenes évek elején bekövetkezett skandináv bankválság kezelése a követendő példa. Borio (2012) 16–19. o. és 26-ik lábjegyzet.

³¹ Borio (2014). 1–2. o.

³² Nincs konszenzus abban, hogy számszerűen mekkora külső adósság jelent sérülékenységet és meddig elfogadható, vagy akár előnyös annak mértéke, mert ez függ a globális körülményektől és hangulatváltozásoktól. Az Európai Bizottság a válság hatására elfogadott mutatókészletében az ország GDP-jének 35 százalékát elérő nettó külső adósságot tekinti kritikusnak (European Commission, internet). Más elemzések a bruttó mutatók fontosságát hangsúlyozzák, mivel a fizetési mérlegstatistikában alkalmazott nettósítás nem jelent fedezettséget a kötelezettségeket és követeléseket érintő eltérő kockázati kitettségek miatt. Bővebbet erről a 1-2. keretes írásban.

csak lassan fog mérséklődni. A fellendülés során számolni kell azzal, hogy a szereplők pénzügyi pozíciójának kamatérzékenysége a válság idején a tartósan alacsony kamatkörnyezetben nagymértékben emel-

kedett. A jegybankok ezért megfontolt és óvatos normalizálódási stratégiákat dolgoznak ki, amiben egyre jobban felértékelődik az előretekintő kommunikáció³³ szerepe.

1-2. keretes írás

Globális egyensúlytalanságok és tőkeáramlás. Mérlegválságok sajátosságai nemzetközi összefüggésben

Már a válság előtt számos elemzés hívta fel a figyelmet arra, hogy a pénzügyi globalizáció hatására, a globális tőkeáramlások és a globális pénzügyi szektor működése alapvetően átalakult. Az ázsiai válság 1997-ben már sokkal inkább hasonlított a pénzügyi vagy bankválságokra.³⁴ A válság bekövetkezése óta az ezen változásokkal foglalkozó irodalom gyorsan növekszik.³⁵

Új vonások

A korábbi pénzügyi válságok elsősorban a kevésbé fejlett országokat sújtották. Ezeket lehetett azzal magyarázni, hogy a kialakulóban lévő pénzügyi rendszerük és az azokat felügyelő hatóságok nem eléggé tapasztaltak és nem alkalmazzák a legfejlettebb kockázatkezelési, mikro- és makroprudenciális eszközöket. Emellett gyakran szoros a kapcsolat a pénzügyi szektor és a kormányok között, ami felelőtlen magatartásra (moral hazard) ösztönözhet. **Az aktuális válság azonban a legkifinomultabb pénzügyi szektorral, a legfelkészültebb és legtapasztaltabb felügyeleti szervekkel rendelkező országokban tört ki.**

A másik jellegzetessége a mostani globális pénzügyi válságnak, hogy alapvetően nem a korábról ismert folyó fizetésimérleg-válság, noha elemeiben ez is jelen van. **Sokkal inkább a túlzott eladósodásból fakadó pénzügyi válság, vagy más szóval a Koo által mérlegválságnak nevezett jelenség nemzetközi megjelenéséről van szó.** Ez nemzetközi összefüggésben a fizetési mérlegnek nem a folyó, hanem a tőke- és pénzügyi tételeihez kapcsolódik. Ez magyarázza, hogy a folyó fizetési mérlegekre összpontosító elemzések meglepetésére nem a megszokott árfolyamválságként tört ki (nem a dollár értékelődött le, hanem az amerikai gyenge minőségű jelzálogkötvények piaca omlott össze) és nem csak azokat az országokat érintette, amelyeknek a folyó fizetési mérlege nem volt egyensúlyban (az euroövezetet az egyensúlya ellenére súlyosan érintette). Emiatt a kezelésének optimális módja is eltér a szokásos fizetésimérleg-válságokétól. Vagyis, sem a válság kirobbanásának módja, sem az érintettek köre, sem pedig az optimális gazdaságpolitikai reakció nem azonos a korábbi folyó fizetésimérleg-hiányok kezelésének módjával.³⁶

A korábbi évekhez képest többszörösére nőtt nemzetközi tőkeáramlásoknak kevés kapcsolatuk volt a folyó fizetésimérleg-hiányokkal. Noha az USA folyó fizetésimérleg-hiánya szokatlanul nagy volt, az USA-ba beáramló tőke ennél nagyságrendekkel nagyobb volt.

Az USA-ba beáramló tőke egy jelentős része valóban olyan régiókból érkezett, ahol a megtakarítások magasak voltak, mint például Kína. Az összes beáramlásnak azonban legalább akkora vagy nagyobb

³³ Lásd Csontos et al. (2014).

³⁴ A fejlődő országokban az ázsiai válság idején a fiskális politikák többé-kevésbé fegyelmeztettek, a megtakarítások magasak voltak, a bérek mérsékelten növekedtek és a folyó fizetésimérleg-hiányok sem voltak jelentősek, különösen a magas növekedési ütemek fényében. Az ázsiai válság nem a túlzott belső (magán- vagy közösségi) fogyasztás miatt következett be, hanem sokkal inkább a részben külföldi tőkebeáramlással finanszírozott túlzott vállalati beruházások, illetve ezek hatékonyságával kapcsolatos kételyek miatt, amelyet a globális exportpiaci visszaesés, illetve a nemzetközi kamatkörnyezet kedvezőtlené válásával kapcsolatos várakozások váltottak ki. Lásd Kregel (1998).

³⁵ Lásd például Kregel (1998) és (2004), aki jóval a jelenlegi válságot megelőzően behatóan foglalkozott a mérlegválságokkal. Lásd még Johnson (2009), Borio és Disyatat (2011), Borio (2014) és Borio et al (2014), Obstfeld (2012a) és (2012b).

³⁶ Johnson (2009), Borio and Disyatat (2011), Borio (2014).

része Európából származott. Részben az eurozónából, ahol összességében a megtakarítások és a beruházások *egyensúlyban voltak*, részben pedig az Egyesült Királyságból, amelynek *folyó fizetésimérleg-hiánya* volt. 2007-ben például az összes tőkebeáramlás az USA-ba meghaladta a 2000 milliárd dollárt, miközben a folyó fizetésimérleg-hiánya 730 milliárd dollár volt. Ázsiából összesen 450, míg Európából több mint 1000 milliárd dollárnyi tőke áramlott az USA-ba, amiből az Egyesült Királyság 560 milliárdot adott (lásd 1-2. táblázat).

Ha megvizsgáljuk a beáramlott tőke irányát is, akkor az ázsiaiak és más nettó „megtakarító” országok (mint például az olajexportőrök), első-sorban amerikai állampapírokba fektettek. Az amerikai magán értékpapírpiacon és a bankközi piacokon az európai bankok jóval aktívabbak voltak. Azokon az USA-beli pénzügyi piacokon tehát, amelyek a válság kitörésének középpontjában voltak, *nem a „megtakarító” országok befektetői voltak aktívak.* (1-26. ábrát)

1-2. táblázat

Bruttó pénzügyi áramlások az USA-ból és az USA-ba 2007-ben

(milliárd USD)

	USA-ból	USA-ba
Összesen	1 472,1	2 129,5
Európa	1 014,0	1 015,9
ebből		
Euroövezet	477,2	360,3
Egyesült Királyság	422,4	561,0
Ázsiai és csendes-ó. t.	26,8	450,0
ebből		
Kína	-2,0	260,3
Japán	-50,0	65,9
Taiwan	-2,8	5,8
Szingapúr	14,0	20,9
Ausztrália	27,3	-0,2
Kanada	67,9	83,5
Közel-kelet	13,6	39,8
OPEC	19,2	52,1

Megjegyzés: Milliárd USD, kiáramlások pozitív előjellel.
Forrás: Bureau of Economic Analysis in Johnson (2009).

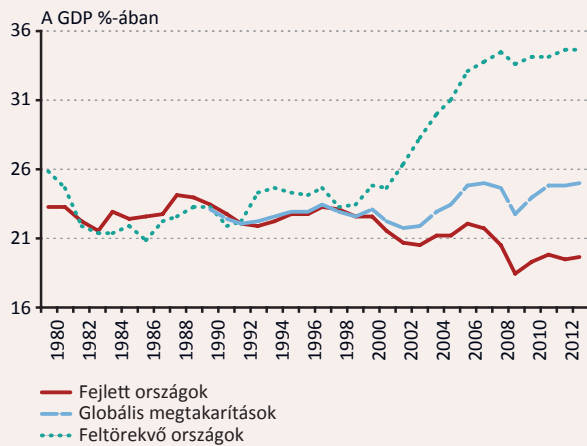
Ennek megfelelően a válság kirobbanásának helye, az amerikai kockázatos értékpapírpiacon („subprime market”) is azt mutatja, hogy nem a folyó fizetési mérleg túlzott hiánya okozta a válságot. Ebben az esetben ugyanis a válságnak az amerikai dollár értékvesztésével kellett volna kezdődnie, ami később, a befektetők menekülése miatt áttérjedt volna a belföldi értékpapírpiaconra is, de ez utóbbi csak következmény, nem kiváltó ok lett volna.

Érdekes tanulsággal szolgál a tőkeáramlás válságra adott válasza is. Miközben az ázsiai és más „megtakarító” országok befektetői csak kb. 27 milliárd dollár tőkét vontak ki, addig az európaiak nagyjából a beáramlásnak megfelelő, 1000 milliárd dollárnyi összeget, amiből az eurozóna és az Egyesült Királyság együtt 900 milliárddal részesült. (1-2. táblázat)

Borio és Disyatat (2011) a tőkeáramlást hosszabb időszakra is megvizsgálta és a mennyiségi adatok mellett arra is kíváncsiak voltak, hogy a tőkepiaci árfolyam- és kamatmozgások alakulása összhangban van-e a folyó fizetési mérleg egyenlegéhez kapcsolható tőkeáramlásokkal. Nem találtak kapcsolatot az USA folyó fizetési mérleg deficitje és a globális megtakarítások alakulása között: az USA folyó fizetésimérleg-hiánya 1990 és 2003 között nulláról a GDP 6 százalékát meghaladó mértékűre növekedett, miközben a globális megtakarítások csökkentek. A kétezres évek közepétől növekedtek a globális megtakarítások, miközben az USA folyó fizetési mérlege stabilizálódott vagy javult (1-27 és 1-28 ábra). Az USA deficitje akkor növekedett legjobban (2000–2007 között), amikor az árfolyam gyengülése miatt aligha lehettek vonzóak a dollár eszközök.

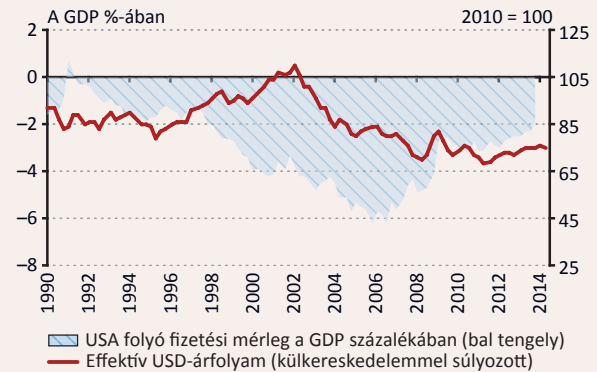
A hosszú lejáratú USA-kamatok mozgása sem támasztja alá a folyó fizetési mérleg egyenleg alakulását hangsúlyozó elemzéseket. A hosszú kamatok esése idején, 2007-től az USA folyó fizetési mérlege javult, ahelyett, hogy romlott volna. Korábban, 2005 és 2007 között viszonyt a kamatok emelkedése nem állította meg a deficit növekedését és a tőkekiáramlást (1-28. ábra). A globális megtakarítások alakulása függetlennek látszik a kamatok alakulásától, leginkább a gazdasági ciklussal van kapcsolatban (1-29. ábra).

1-26. ábra
Megtakarítások



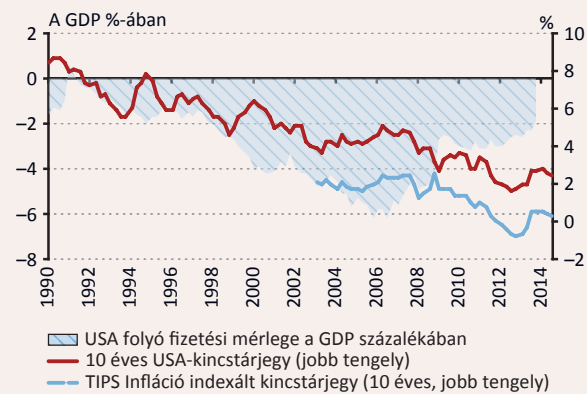
Forrás: IMF WEO, BIS (2014).

1-27. ábra
USA folyó fizetési mérleg és effektív USD-árfolyam
(külkereskedelemmel súlyozott)



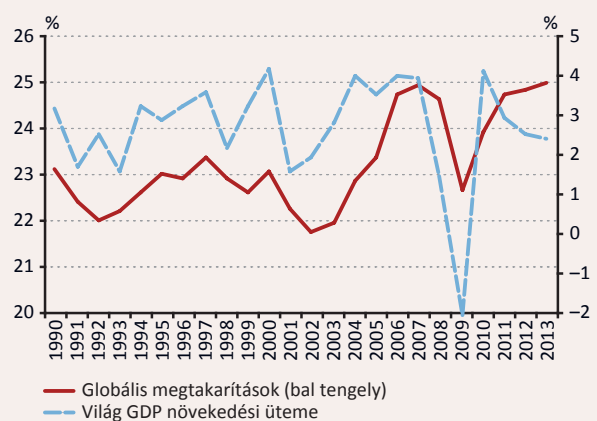
Forrás: FRED Federal Reserve Bank, BIS (2014).

1-28. ábra
USA folyó fizetési mérlege és hosszú lejáratú kamatok



Forrás: FRED Federal Reserve Bank, BIS (2014).

1-29. ábra
Megtakarítások és növekedés



Forrás: FRED Federal Reserve Bank, BIS (2014).

Nettó és bruttó tőkeáramlás

A fentebb felsoroltak ellentmondanak a folyó fizetési mérlegeket és a nettó tőkeáramlásokat közép-pontba állító hagyományos elemzési keretnek. Emiatt az elemzések a folyó fizetési mérleg alakulása mellett egyre nagyobb hangsúlyt fektetnek a „bruttó” tőkeáramlások szerepének vizsgálatára.³⁷ A fizetésimérleg-statisztikákban a folyó fizetési mérlegbe kerülnek azok a tételek, amelyek a különböző

³⁷ Lásd például Borio and Disyatat (2011), Borio (2011), Borio (2014), Johnson (2009), Kregel (1998), (2008) és (2010), Lane and Milesi-Ferretti (2014), Ma and McCauley (2013), Obstfeld (2012a), (2012b), Shin (2011).

országok „rezidensei”³⁸ közötti áru- és szolgáltatásforgalmat, illetve az ezekhez kapcsolódó fizetési forgalmat képviselik. Kis, nyitott országokban ezek az elszámolások rendszerint valamely nagy külföldi valutában történnek (USA-dollár, euro), tehát az egyenlegek a hazaitól eltérő valutában állnak fenn. A folyó fizetési mérlegben mutatják ki ezenkívül a folyó jövedelem átutalásokat is, mint például a külföldön dolgozók hazautalásait, illetve más termelési „tényezők” folyó jövedelmeit is, mint a kamatok, osztalékok stb.

Ezek átvezetnek a fizetési mérleg tőke és pénzügyi mérlegéhez. Ez a mérleg azokat a tranzakciókat összesíti az országok rezidensei között, amelyek nem folyó tételek, hanem tőketranzakciók, mint például közvetlen tőkeberuházás, vagy meglévő gyárak, vállalatok részvényeinek megvásárlása (portfólióbefektetés) vagy bankok általi hitelnyújtás (egyéb tőkeáramlás). Minden időszakban nagyon sok ilyen tranzakció történik az országok rezidensei között, de ezek közvetlenül nem kapcsolódnak a külkereskedelmi forgalomhoz. Ugyanakkor a befektetések után egy időszakban keletkeznek jövedelmek, amelyek a folyó fizetési mérlegben tényezőjövodelemként áramlanak mindkét irányban. Amint látható, a tőkemérleg és a folyó mérleg között van kapcsolat, de ez nem közvetlen és nagyon sokféle konfiguráció alakulhat ki közöttük.

Amikor például nem liberalizált a tőkeáramlás, mint csaknem három évtizedig a második világháború után, akkor alig volt mozgás a tőkeszámlán, mert csak külkereskedelmi forgalom volt jellemző.³⁹ A tőke-mozgás jellemzően a folyó mérleg finanszírozására korlátozódott. A külkereskedelem elsősorban késztermékekből állt, bár a hiányzó nyersanyagokat és energiát gyakran importálta a legtöbb fejlettebb ország. Liberalizált tőkemozgások mellett azonban – ami a nyolcvanas évektől kezdve az egész világon egyre meghatározóbbá vált – a tőkeáramlás többszörösére növekedett és a motivációi sokfélék lettek. Lehetséges, hogy nagy, a külkereskedelmi forgalom igényét jóval meghaladó tőkebeáramlás tapasztalható egy országban, de mivel ezzel megegyező nagyságú tőke ki is áramlik külföldre, nettó értelemben ez nem eredményez tőkeáramlást. A szakirodalomban a bruttó tőkeáramlás motivációi között felsorolták, hogy hozzájárul a reálgazdasági értékláncok optimális földrajzi elhelyezése révén a költségminimalizáláshoz. Valóban, megfigyelhető, hogy a késztermékek külkereskedelménél gyorsabban nő a közbeső termékek (részegységek, feldolgozott alapanyagok, gyártmányok, félkész termékek) forgalma, egyes országok esetében már ma is meghatározó a jelentőségük. A pénzügyi befektetések diverzifikálása egyfajta biztosítást jelent az egyetlen gazdaság ciklusaival, sokkjaival szemben („fogyasztásbiztosítás”). Segít a finanszírozási szakértelem, befektetési horizont optimális elosztásában stb. Mindezek az előnyök akkor is jelentkezhetnek, ha egy ország tőkeáramlása pontosan megegyezik a beáramlott tőke mennyiségével, tehát erőforrást nettó értelemben nem helyeznek ki, vagy hoznak be.⁴⁰ A hitelek felleveői választhatnak, hogy hazai banktól vesznek-e fel hitelt vagy külföldről és hogy a devizabevételeiket rezidens bankban vagy külföldön tartják. Az országok már ritkán törekszenek fix árfolyamok fenntartására, és az árfolyammozgásokat sokkal inkább befolyásolják a jegybanki kamatlépésekre vonatkozó várakozások, és az ez alapján kialakuló hozam- és árfolyam-különbözetek, mint a folyó fizetési mérleg-hiánya.

Az új, liberalizált rendszerben nagy bruttó tőkeáramlás párosulhat kevés vagy zéró nettó tőkeáramlással. Egy ilyen helyzetre volt példa az eurozóna és az USA között a válságot megelőzően kialakult tőke-

³⁸ A fizetési mérleg statisztikában a külföld és a belföldi megkülönböztetés alapja a rezidens vagy nem rezidens koncepció. Azaz, az a személy vagy cég számít hazainak, amely az adott országban fejt ki fő tevékenységét. Ez lehet külföldi tulajdonban lévő vállalat, mint például egy nagy autógyártó cég tulajdonában lévő, de Magyarországon bejegyzett vállalata. Ez a vállalat rezidens a fizetési mérleg statisztika szempontjából, de nemzetiség szempontjából külföldi. Továbbá az is lehetséges, hogy a hazai rezidens vállalat az elszámolásait döntően külföldi valutában bonyolítja, mert mind az importjának, mind az exportjának döntő részét külföldi valutában számolja el. A „hazai” és „külföldi” megkülönböztetés hátterét és jelentőségét bővebben lásd Borio et al. (2014) tanulmányában.

³⁹ Ez lényegében az 1944-ben kialakított brettton-woods-i rendszer létrehozóinak eredeti elképzelését tükrözte. Bővebben lásd Kregel (2010).

⁴⁰ Elméletileg semmi sem szól amellett, hogy a keletkezett megtakarításokat az adott országban fektessék be. A valóságban azonban a beruházások döntő részét még mindig belföldi forrásból fedezik, amit az irodalomban „Feldstein-Horioka puzzle”-nek hívnak és valamilyen (reálgazdasági, pénzügyi, intézményi vagy információs stb.) tőkéletlenségre vezetnek vissza. Lásd az 5.1. kiemelt témát a megtakarítások és növekedés kapcsolatáról.

áramlás, miközben a külkereskedelem is nagyjából egyensúlyban volt. Lehetséges azonban, hogy van folyó hiánya egy országnak, és van ehhez kapcsolódóan nettó tőkebeáramlás is, de a belföldi pénzügyi piacok méretéhez képest ez nem jelentős. Ez volt a helyzet az USA-ban a válság előtt, ahogy az 1-2. táblázatban láttuk. Az USA belföldi pénzügyi *piaci kondícióit nem az ázsiai tőkebeáramlás befolyásolta elsősorban, hanem a hazai bankok illetve az európai tulajdonban lévő bankok tevékenysége*, annak ellenére, hogy ezek nettó értelemben *nem hoztak be új tőkét az országba*. Mind az USA bankjai, mind az európai bankok az USA piacán gyűjtöttek elsősorban forrásokat, ami egyre inkább bankközi piaci forrás volt, nem a hagyományos USA-beli lakossági vagy vállalati betét. Pénzügyi innovációk, árnyékbankrendszer (amelyekre nem vonatkoztak a szigorúbb banki prudenciális előírások) mellett a modern bankrendszer finanszírozási képességét nem korlátozta sem az USA belföldi megtakarításainak, sem a beáramlott külföldi tőkének a mennyisége.⁴¹ Japán esete már korábban megmutatta, hogy *a hitelezés veszélyes mértékű növekedése a hazai pénzügyi szektorban lehetséges úgy is, hogy közben nincs tőkebeáramlás, sőt egyidejűleg tőkekiáramlás, illetve külkereskedelmi többlet is lehetséges*. Végül kialakultak nagy nemzetközi pénzügyi központok, amelyek hatalmas tőkeforgalmat bonyolítanak le, de ezeknek *a tőkének semmi közük nincs a hazai megtakarításokhoz vagy befektetési lehetőségekhez*. A válság előtti időszakban ilyen szerepet játszott az Egyesült Királyság (London) és Svájc, vagy az ázsiai országok közül Szingapúr.

A válság egy fontos tanulsága tehát, hogy miközben a folyó fizetési mérleg túlzott hiánya továbbra is tünete lehet a fenntarthatatlan folyamatoknak, a modern pénzügyi rendszer és a tőkeáramlás folyó fizetési mérleget jóval meghaladó nettó tőkeáramlások a korábbinál nagyobb figyelmet követelnek. A folyó fizetési mérleg elsősorban arról tájékoztat, hogy a belföldi felhasználás hogyan viszonyul a termeléshez és hogy a külföld milyen mértékben járul hozzá az aggregált kereslethez. Hiány esetén a fogyasztás meghaladja a termelést, amit finanszírozni kell és rendszerint gyengülő valutával (rugalmas árfolyamrendszerben) esetleg nemzetközi tartalékok kiáramlásával jár (ha túlzott leértékelődés következik be, vagy fix árfolyam esetén).

A jelentős nettó tőkeáramlás ellenben arról tájékoztat, hogy a külföldiek milyen mértékben befolyásolják más országok pénzügyi kondícióit, illetve hazai rezidensek milyen mértékben vannak kitéve külföldi kockázatoknak. A külföldön befektetett tőke és az adott országba behozott tőke nagyon eltérő kockázatoknak van kitéve. Nagyobb árfolyam- vagy kamatváltozások nagyon jelentősen átértékelhetik a kötelezettségeket és a követeléseket, és a nettó pozíciók nagyon gyorsan megváltozhatnak. A befektetéseken keletkező nyereségek és veszteségek önmagukban is tőkeáramlást generálnak, esetleg éppen a folyó fizetési mérleg tényező-jövedelem tételében, aminek semmi köze nincs a külkereskedelmi hiányhoz vagy megszokott értelemben véve a belföldi felhasználás és kibocsátás arányához. Ugyanakkor jelentős mértékben visszahathat arra, mert ha a hazai szereplők számára az átértékelődések jelentős jövedelmi vagy vagyonváltozást eredményeznek, megváltoztathatja a következő időszakban a magatartásukat, a megtakarítási és beruházási döntéseiket. Az európai bankok USA-beli tevékenysége például azt követelte meg, hogy amikor a válság kitört, akkor az európai államok és jegybankok biztosítsák ezeknek a bankoknak a stabilitását.

A modern gazdaságokban a tőkeáramlás aktív folyamat, amit *nagyon sokféle tényező és motiváció befolyásol*, aminek végeredményeként alakulnak ki a nettó pozíciók mind a folyó, mind a tőke és pénzügyi mérlegben. **Nagy eladósodottságok mellett az alkalmazkodás állományok alkalmazkodását igényli, ami lassú folyamat, ha a jövedelmekhez képest nagyok (leverage).** Ugyanakkor váratlanul nagymértékben átértékelődhetnek, ami növeli a bizonytalanságot. A makrogazdasági politika szerepe ilyen környezetben *a túlzott eladósodottság megelőzése, ennek elmulasztása esetén a stabilizálás elősegítése és a fokozatos mérlegalkalmazkodás feltételeinek kialakítása.*

⁴¹ A modern bankrendszer nem „passzív közvetítő” a megtakarítók és a hitelfelvevők között. A modern bankrendszer nem az előzetesen meglévő megtakarításokat hitelezi az ügyfelei számára. A bankok finanszírozást nyújtanak minden olyan hitelfelvevőnek, amelyről feltételezik, hogy vissza tudja azt fizetni. Bővebben lásd Borio and Disyatat (2011) függelékét és a már idézett angol jegybanki tanulmányt (McLeay et al. 2014).

HIVATKOZÁSOK

- ALTOMONTE, C. AND P. BUSSOLI (2014): *Asset-backed securities: The key to unlocking Europe's credit markets?*, July, Breughel, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/842-asset-backed-securities-the-key-to-unlocking-europes-credit-markets/>
- BANK OF ENGLAND AND EUROPEAN CENTRAL BANK (2014): *The Impaired EU Securitisation Market: Causes, Roadblocks and How to Deal with Them*, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/news/2014/paper070.pdf>
- BIS (2014): *84th BIS Annual Report, 2013/2014*, 29th June, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.htm>
- BORIO, C. (2012): *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have we learnt?*, BIS working papers No. 395., <http://www.bis.org/publ/work395.pdf>
- (2013): "On Time, Stocks and Flows: Understanding the Global Macroeconomic Challenges", in: 2013 225: R3 *National Institute Economic Review*, <http://ner.sagepub.com/content/225/1/R3>
- , (2014): *The international monetary and financial system: its Achilles heel and what to do about it*, BIS Working Papers No. 456., <http://www.bis.org/publ/work456.htm>
- BORIO, C. AND DISYATAT, P. (2011): *Global Imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Papers No. 346., www.bis.org/publ/work346.pdf
- (2011): *Did global imbalances cause the financial crisis?*, Vox. EU, July <http://www.voxeu.org/article/did-global-imbalances-cause-financial-crisis>
- BORIO, C. H. JAMES AND H. S. SHIN (2014): *The international monetary and financial system: a capital account historical perspective*, BIS Working Papers No 457., <http://www.bis.org/publ/work457.htm>
- BROADBENT, (2012): *Deleveraging*, Speech At Market News International, London, 15 March, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech553.pdf>
- CSORTOS, O., LEHMANN K. ÉS SZALAI Z. (2014): *Az előrettekintő iránymutatás elméleti megfontolásai és gyakorlati tapasztalatai*, MNB Szemle, július, 45–55. o. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu-msz-201407/Csortos_Orsolya_Lehmann_Kristof_Szalai_Zoltan.pdf
- DRAGHI, M. (2014): *Introductory statement to the press conference*, 4 September, <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140904.en.html>
- EICHENGREEN, B. (2014): *Requiem for Global Imbalances*, Project Syndicate, 24 January, <http://www.project-syndicate.org/print/barry-eichengreen-notes-that-a-decade-after-external-imbalances-emerged-as-a-supposed-threat-to-the-global-economy--the-problem-has-disappeared>
- EUROPEAN CENTRAL BANK (internet_a): *Comprehensive Assessment*, <https://www.ecb.europa.eu/ssm/assessment/html/index.hu.html>
- (internet_b): 3 July, 2014 – *ECB announces further details of the targeted longer-term refinancing operations*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_2.en.html
- European Central Bank (2014): *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE)*, <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>
- EUROPEAN COMMISSION (internet): *MIP Scoreboard*, http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/mip_scoreboard/index_en.htm
- G-20 (2009): *Pittsburgh Summit: Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth*, <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2009pittsburgh.html>
- GROS, D. (2013): *The German Scapegoat*, <https://www.project-syndicate.org/commentary/daniel-gros-argues-that-the-growing-criticism-of-germany-s-external-surplus-is-misplaced>
- IMF (2013): *Euro Area Policies, Article IV consultations, Selected Issues*, IMF Country Report No. 13/231, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13231.pdf>

- (2014 a): *Euro Area Policies, Article IV consultations, Selected Issues*, IMF Country Report No. 14/199, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14199.pdf>
- (2014 b): *2014 Pilot External Sector Report*, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/062614.pdf>
- (2014 c): *World Economic Outlook, April*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/index.htm>
- (2014 d): *World Economic Outlook*, September, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/>
- JOHNSON, K. H. (2009): *Gross or Net International Financial Flows. Understanding the Financial Crisis*, Center for Geoeconomic Studies, Working Papers, Council of Foreign Relations, July, <http://www.cfr.org/international-finance/gross-net-international-financial-flows-understanding-financial-crisis/p19726>
- KISGERGELY KORNÉL ÉS SZOMBATI ANIKÓ (2014): *Bankunió magyar szemmel – Hogyan látja az MNB a szoros együttműködés lehetőségét?* MNB-Tanulmányok, MT-115, augusztus, http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbstanulmanyok/MT115_MNB_tanulmany.pdf
- KOO, R. (2011): *The World in a Balance Sheet Recession. Causes, Cure and politics*, Real-world economics review, issue no. 58, 12 December, pp. 19-37, <http://www.paecon.net/PAEReview/issue58/Koo58.pdf>
- KREGEL, J. A. (1998): *East-Asia is not Mexico: The difference between balance of payment crisis and debt deflation*, Jerome Levy Economics Institute of Bard College, working paper no. 235., <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp235.pdf>
- (2004): *External Financing for Development and International Financial Instability*, G-24 Discussion Paper Series, No. 32, October. New York and Geneva: UNCTAD, http://unctad.org/en/docs/gdsmdpbq2420048_en.pdf
- (2008): *Financial Flows and Global Imbalances, The Role of Catching up by Late Industrializing Developing Countries*, Jerome Levy Economics Institute of Bard College, working paper no. 528, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_528.pdf
- (2010): *An Alternative Perspective on Global Imbalances and International Reserve Currencies*, Jerome Levy Institute of Bard College, Public Policy Brief, http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_116.pdf
- LANE, PH. (2013a): *Capital Flows in the Euro Area*, Economic Papers, 497, April, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp497_en.pdf
- (2013b): *Credit dynamics and financial globalisation*, National Institute Economic Review, No. 225 August 2013, <http://ner.sagepub.com/content/225/1/R14.full.pdf+html>
- LANE, PH. AND G. M. MILESI-FERRETTI (2104): *Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis*, IMF WP/14/151, August, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14151.pdf>
- MA, G. AND R. N. MCCAULEY (2013): *Global and euro imbalances: China and Germany*, BIS Working Papers No 424, <http://www.bis.org/publ/work424.pdf>
- MCLEAY, M., A. RADIA AND R. THOMAS (2014): "Money Creation in the Modern Economy", in: *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1, 1-14. o. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prereleasemoneycreation.pdf>
- OBSTFELD, M. (2012a): *Financial flows, financial crises, and global imbalances*, *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 31(3), pages 469-480.
- (2012b): *Does the Current Account Still Matter?*, NBER Working Paper No. 17877, <http://www.nber.org/papers/w17877>
- REINHART, C. AND K. S. ROGOFF (2013): *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten*, IMF working paper, wp/13/266, December, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13266.pdf>
- (2014): *Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes*, NBER Working Paper No. 19823, <http://www.nber.org/papers/w19823>

ROGOFF, K. (2014): *Europe's Debt Wish*, Project Syndicate, július 4, <http://www.project-syndicate.org/commentary/kenneth-rogoff-is-convinced-that-economic-recovery-will-require-some-form-of-debt-restructuring-or-rescheduling>

SHIN, H. Y. (2011): *Global Banking Glut and Loan Risk Premium*, Mundell-Fleming Lecture, presented at the 2011 IMF Annual Research Conference, November 10-11, http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell_fleming_lecture.pdf

SUMMERS, L. (2014): *U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*, Business Economics, vol. 49, no. 2., <http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2014/06/NABE-speech-Lawrence-H.-Summers.pdf>

SZALAI, Z. (2012): *A válságkezelés válsága? A költségvetési kiigazítással kapcsolatos viták az európai monetáris unióban*, MNB Szemle, október, 57–66. o. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu-msz-201210/szalai.pdf

TEULINGS, C. AND R. BALDWIN (eds): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Vox. EU E-book, Augus, <http://www.voxeu.org/content/secular-stagnation-facts-causes-and-cures>

TILY, G. (2012): *Keynes' Monetary Theory of Interest, Threat of Fiscal Dominance?*, BIS Papers, No. 65., May, pp. 51-81, http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap65c_rh.pdf

WREN-LEWIS, S. (2014): *The pre-recession UK debt fuelled boom that never was?*, Mainly Macro blog, 5 August [http://mainlymacro.blogspot.hu/2014/08/the-pre-recession-uk-debt-fuelled-boom.html?utm_source=feedburner&utm_medium=feed&utm_campaign=Feed:+MainlyMacro+\(mainly+macro\)](http://mainlymacro.blogspot.hu/2014/08/the-pre-recession-uk-debt-fuelled-boom.html?utm_source=feedburner&utm_medium=feed&utm_campaign=Feed:+MainlyMacro+(mainly+macro))

YELLEN, J. L. (2014): *Monetary Policy and Financial Stability*, Speech at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Washington, DC, July 2, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20140702a.htm>

2. A magyar gazdaság alkalmazkodása a válság óta

A magyar gazdaság a válság előtti években egyre kiterjedtebb strukturális növekedési hiányosságok és növekvő finanszírozási kockázatok jellemezték. A gyengülő növekedési potenciált a gyors, és mint később kiderült, túlzottá váló eladósodás 2006 végéig elfedte. Bár az eladósodás minden szektorra jellemző volt, leginkább az államháztartás és lakosság esetében bizonyult fenntarthatatlannak, miközben a devizahitelezés elterjedése sok szereplőt tett sebezhetővé az árfolyam leértékelődésével szemben. A 2008-as pénzügyi válságot követően hazánk a korábbi fenntarthatatlanná vált – adósságból finanszírozott növekedési modell – módosítására kényszerült. A válságot követő kilábalási periódusban egy időben jelentkezett a pénzügyi válságok esetében fellépő egyensúlyjavításának, illetve adósságmérséklésnek, a szerkezeti átrendeződésnek és a gazdaságot jellemző strukturális hiányosságok korrigálásának igénye.

Az egyensúlyi mutatók tekintetében Magyarország nemzetközi összevetésben is jelentős és tartósan bizonyuló javulást ért el az elmúlt években. A 3 százalék alatt stabilizálódó költségvetési deficit és a magánszereplők viselkedésváltozása számottevően emelte a gazdaság külső finanszírozási képességét. A nettó külső adósság 2010 után csökkenő pályára állt, amit döntően a magánszektor adósságmutatóinak javulása okozott. Ugyanakkor az adósságleépítés az előző fejezetben tárgyalt nemzetközi tapasztalatokkal összhangban fokozatosan halad. Az alacsony inflációs és mérsékelt keresleti környezet különösen az államháztartás esetében hátráltatja a GDP arányos adósságmutatók csökkenését.

A magyar gazdaság növekedési ütemét és a növekedés mintázatát a válság utáni években alapvetően ez az elhúzó adósságleépítés határozta meg. A belföldi kereslet visszaesése összhangban állt a válság előtti eladósodás mértékével, így növekedési pályánk kezdetben leginkább az adósságproblémával küzdő európai gazdaságokkal volt összevethető. A fogyasztási és beruházási kereslet egyaránt érdemben csökkent. A beruházások válság utáni mérséklődését főként az állam és a háztartások állóeszköz-felhalmozásának visszaesése magyarázta, melyet a két szektorban felhalmozott adósságok csökkentése indokolt. A vállalati beruházások mérséklődését alapvetően az általános keresleti kilátások romlása vezérelhette. Az export nemzetközi összevetésben kedvezően alakult, ezzel támogatva a külső egyensúlyi pozíció javulását. Az elmúlt évben az adósságleépítésből adódó negatív hatások mérséklődtek, így a gazdaság növekedési üteme és szerkezete is egyre közelebb került a régió egészségesebb felzárkózási pályát mutató gazdaságaihoz.

A munkapiaci folyamatokat a visszafogott kereslet és a munkakínálat növekedése irányába ható erők kettőssége határozta meg. A magyar munkapiaci intézményrendszer jelentős változásokon ment keresztül a válság alatt, amelyek összességében erősítették a munkapiaci aktivitás melletti ösztönzést és növelhették a munkapiac rugalmasságát. A munkapiaci aktivitás érdemben emelkedett, ám még jelenleg is elmarad a régiós átlagtól. Ugyanakkor a válság után erősödő migráció új kihívásként jelentkezik mind az aktivitás, mind a növekedés tekintetében. A reálmunkaköltségek alkalmazkodása hozzájárulhatott, hogy a válság során kevésbé esett vissza a foglalkoztatás, mint amit a konjunktúrafolyamatok indokoltak volna; továbbá, hogy a foglalkoztatás előbb ért vissza a válság előtti szintre, mint a kibocsátás.

A termelési oldali folyamatok követték a kereslet szerkezetében megfigyelt elmozdulásokat. Nyitott gazdaságokban a külső adósság csökkentését a külkereskedő szektorok (főleg a feldolgozóipar) térnyerése kíséri, miközben a belföldi piacra termelő szektorok súlya mérséklődik. E folyamat Magyarországon is megfigyelhető volt. Emellett a versenyszektor ágazataiban a termelés munkaintenzitása is növekedett, melyhez a kihasználatlan tőkeállomány, a hitelfelvételi korlátok, a munkakínálat élénkülése és a munkát terhelő adók csökkenése egyaránt hozzájárulhatott.

2.1. Magyarország útja a válságba

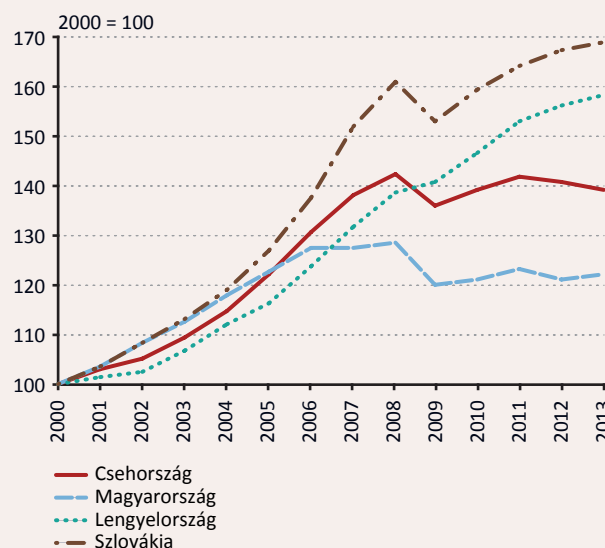
A magyar gazdaságot a 2000-es évek közepén erősödő strukturális problémák jellemezték. Ezt jelezte, hogy a hazai GDP 2004-et követően egyre nagyobb mértékben lemaradt a visegrádi országok (Csehország, Lengyelország, Szlovákia) növekedési trendjétől. A magyar gazdaság a válságot megelőzően nem volt képes kiaknázni az EU-csatlakozásból származó felzárkózási lehetőséget. Az Európai Bizottság becslése szerint a 2003–2007 közötti időszakban átlagosan 1,3 százalékkal maradt el a magyar potenciális növekedési ütem a többi visegrádi ország átlagától. A lemaradás a válság után a magas adósságok kiigazítása miatt még tovább mélyülhetett, és csak a legutóbbi években kezdhetett Magyarország felzárkózni a régióhoz. A potenciális növekedési ütem leszakadásához minden termelési tényező – munkaerő, tőkefelhalmozás, termelékenység – kedvezőtlen alakulása hozzájárult.

A korabeli elemzések (pl. OECD, 2008) több problémás területet azonosítottak, melyek gátolták a magyar gazdaság növekedését.

- Az **egyensúlyi problémák** bizonytalanná, kiszámíthatatlanná tette a makrogazdasági környezetet, ami többek közt hozzájárulhatott a beruházási ráta csökkenéséhez is.
- A munkát terhelő magas adók, a túlzottan bőkezű illetve munkára kevésbé ösztönző transzferrendszer visszafogta a **munkapiaci részvételt**. Az aktivitási és foglalkoztatási ráta az egyik legalacsonyabb volt az Európai Unióban. A magas adóteher eközben erős ösztönzést teremtett az adóelkerülésre.
- A munkaerő mennyisége mellett a **humán tőke minőségében** is mutatkoztak kihívások. A felsőfokú végzettséggel rendelkezők aránya alacsony volt, az iskolarendszer nem szolgálta megfelelően a hátrányos helyzetűek felzárkózását. A humán tőkében megfigyelt elmaradások, valamint a **kutatás-fejlesztésre** fordított erőforrások alacsony szintje a technológiai fejlődés korlátjává is válhattak. Eközben a népesség egészségi állapota szintén elmaradt még a hasonló fejlettségű országokban tapasztalttól is.

2-1. ábra

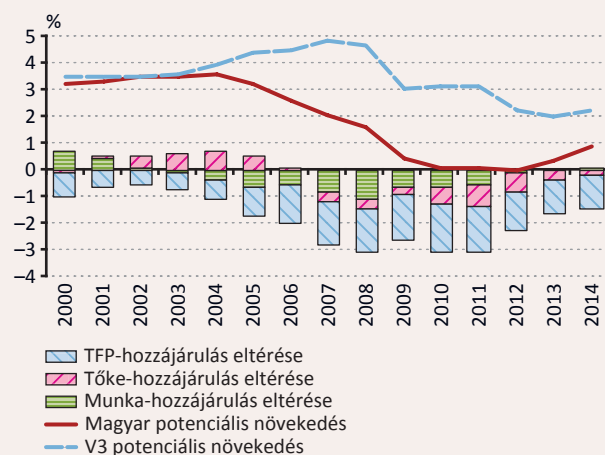
A bruttó hazai termék volumene a visegrádi országokban



Forrás: Eurostat.

2-2. ábra

A potenciális növekedési ütem eltérése a visegrádi országok átlagától az Európai Bizottság becslése szerint*



* Az ábra az Európai Bizottság becslését mutatja. Ennek módszertanát és eredményeit Magyarország (valamint számos EU-tagállam) erősen vitatja. Emiatt az ábrán látható folyamatok relatív helyzetkép illusztrálására alkalmasak.

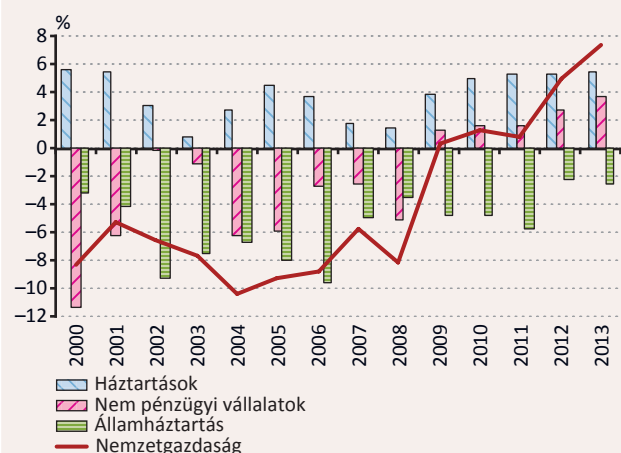
Forrás: Európai Bizottság (2014. tavaszi előrejelzés).

- **Az üzleti életet érintő szabályozások**, valamint a kormányzati szektor működésének minősége egyaránt korlátot állítottak a vállalkozások alapítása és fejlődése elé.

A strukturális problémákat átmenetileg elfedte a növekvő eladósodásból finanszírozott, alapvetően fogyasztásvezérelt növekedés. A válság előtt több gazdasági szereplő egyszerre halmozott fel adósságot. A stabil gazdasági növekedés a jövedelmi kilátások túlértékeléséhez, és a várható kockázatok alulértékeléséhez vezethetett. Ez emelte a lakosság és a vállalatok hitelfelvételi kedvét. Másfelől a hitelezési feltételek folyamatosan enyhültek a mérséklődő nemzetközi forrásköltségek és a piaci részesedésért folytatott banki verseny miatt. Így a keresleti és kínálati folyamatok egyaránt hozzájárultak a magánszektor adósságának felépüléséhez. Ráadásul a háztartások csökkenő megtakarítási képességét nem ellensúlyozta a költségvetés. Ellenkezőleg, a tartósan laza fiskális politika tovább növelte a gazdaság finanszírozási igényét. Így ikerdeficit alakult ki, a magánszektor és az állam együttesen táplálta a folyó fizetésimérleg-hiányát.

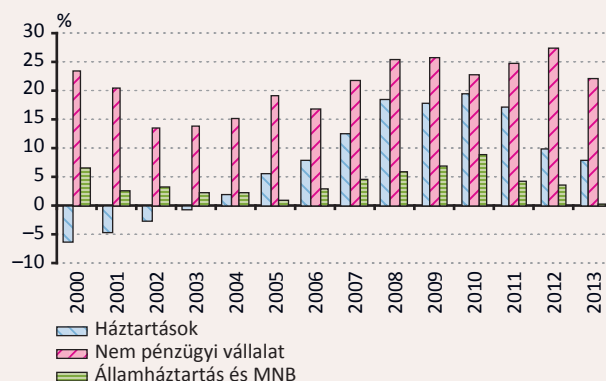
A növekvő adósságállomány növekvő árfolyamkockázattal párosult, minden szektor esetében. A devizahitelezés elterjedése azt eredményezte, hogy a háztartások és a vállalatok együttesen a GDP 43,5 százalékát kitevő nyitott devizapozíciót (nettó devizaadósságot) halmoztak fel. A magyar gazdaság egyre érzékenyebbé vált az árfolyam ingadozásaira, de ezt 2008 előtt elkendőzte a forint relatív stabilitása.

2-3. ábra
Főbb szektorok nettó finanszírozási képessége
(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

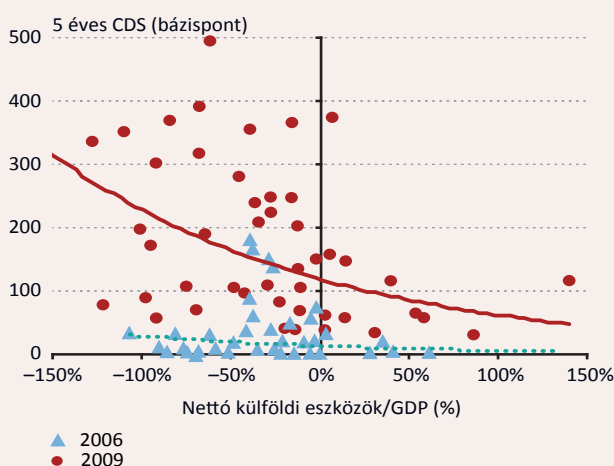
2-4. ábra
Főbb szektorok nyitott devizapozíciója
(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

A külső eladósodással finanszírozott, fogyasztásvezérelt növekedési modell a 2008-as pénzügyi válsággal vált fenntarthatatlanná. A válság rávilágított arra, hogy a pénzügyi piacok a korábbi években súlyosan alulértékelték a befektetések kockázatait. Ezért a felhalmozott adósságállomány refinanszírozása hirtelen és nagymértékben megrágult: ugyanahhoz az adósságmértékhez a válság kirobbanása után már jóval nagyobb kockázati felár tartozott, mint a megelőző években. **A külső finanszírozás elapadása mellett**

2-5. ábra
Külföldi befektetési pozíció és országhozzá tartozó országkockázati megítélés a válság előtt és alatt



Megjegyzés: A nettó külföldi eszközállomány az adósságon kívül a közvetlen tőkebefektetéseket és az egyéb befektetéseket is tartalmazza. Az adat 48 ország adatait tartalmazza, az adatpontokra exponenciális trendet illesztettünk.

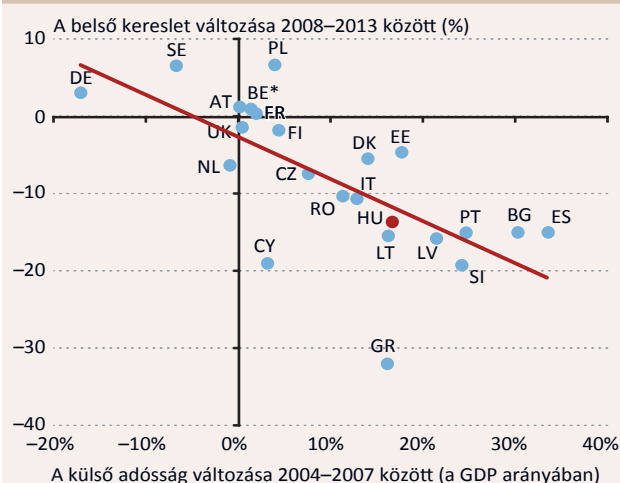
Forrás: Bloomberg, Lane – Milesi-Ferretti (2007) kibővített adatbázisa (<http://www.philiplane.org/EWN.html>).

a hazai adókat a devizaadósság átértékelődése is sújtotta. E változások alkalmazkodásra, az adósságlomány nagymértékű csökkentésére kényszerítették a gazdasági szereplőket.

A magyar gazdaság 2008 utáni teljesítményét alapvetően a válság előtt felhalmozott adósságok határozták meg. A háztartások, vállalatok és az állam együttes adósságkeelépítése tartósan visszavetette a hazai fogyasztást és beruházásokat. A belföldi kereslet még 2013-ban is 15 százalékkal maradt el a 2008. évi szinttől. A belső kereslet csökkenésének mértéke arányos volt a válság előtti adósságnövekedéssel. Ezért a GDP válság utáni pályája a legnagyobb külső adósságot felhalmozó (eurozóna periféria) országokéhoz hasonló volt.

2-6. ábra

A válság előtti adósságfelhalmozás és a belső kereslet visszaesése közti kapcsolat az EU országokban

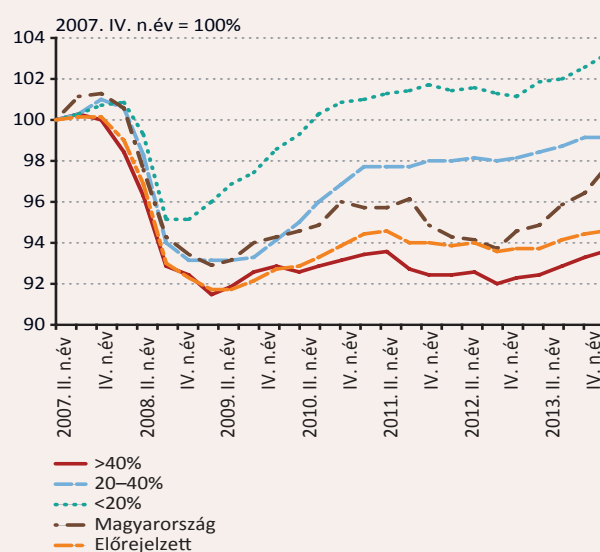


Forrás: Eurostat.

Ugyanakkor 2012 után, a külső adósságállomány csökkenésével párhuzamosan a magyar GDP elvált a legeladósodottabb országoktól, és a növekedési teljesítmény ismét a visegrádi országok mezőnyéhez közelített. Ez azt jelezheti, hogy a magyar gazdaságban a túlzott mértékű adósságok korrekciója a perifériaországoknál kisebb reálgazdasági áldozatok mellett következhetett be.

2-7. ábra

A GDP alakulása az Európai Unió országaiban a válság előtti külső adósságszint függvényében



Megjegyzés: A vonalak azt jelzik, hogy miként alakult a GDP azokban az EU-tagállamokban, ahol a GDP-arányos külső adósság a jelmagyarázatban megadott tartományban alakult 2007-ben. Az előrejelzett érték számításához minden negyedévben lineáris regressziót becsültünk a 2007. évi külső adósság és az adott negyedévi GDP-szint között, majd behelyettesítettük a magyar adósságszintet.

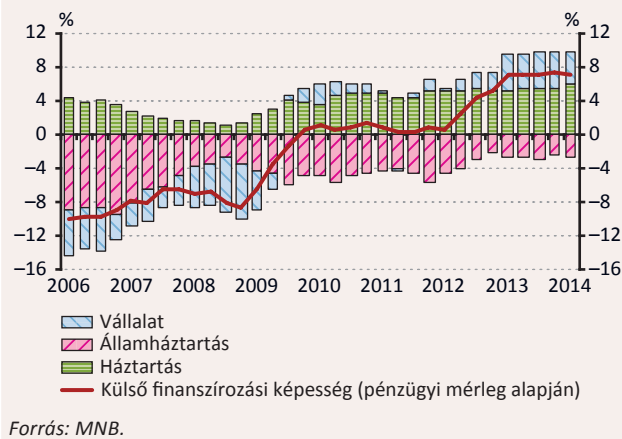
Forrás: Eurostat.

2.2. Egyensúlytalanságok korrekciója a válság után

2.2.1. EGYENSÚLYI FOLYAMATOK MAKROSZINTEN

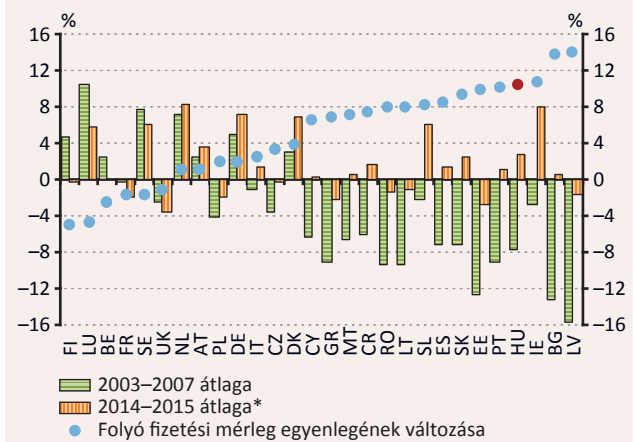
Az áramlási típusú egyensúlyi mutatókban Magyarország számottevő javulást mutatott a válság óta. A gazdaság 2009 végére váltott külső hitelfeltevőből nettó megtakarítóvá. Ez részben a háztartások és a vállalati szektor finanszírozási képességének javulásából, részben a költségvetési hiány fokozatos korrekciójából fakadt. A lakosság finanszírozási képessége a 2000-es évek elején megfigyelt szintre emelkedett. Emellett a vállalatok nettó forrásbevonóból nettó megtakarítóvá váltak. 2012 során számottevően csökkent az államháztartás finanszírozási igénye is. A külső finanszírozási képességben megfigyelt alkalmazkodás nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő mértékű volt.

2-8. ábra
A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint
(négy negyedéves GDP-arányos értékek)

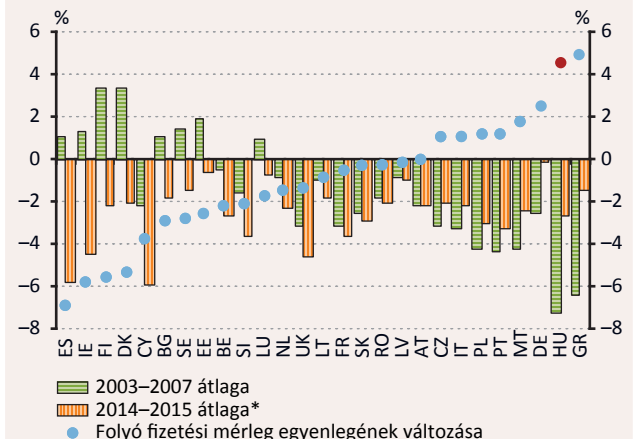


A külső adósság leépítése elhúzódóbb folyamat. A globális válság 2008. őszi kirobbanása óta eltelt hat évben Magyarország külső adóssága először nőtt, majd 2010 óta fokozatosan csökkenő pályára állt. A kezdeti romlást elsősorban a külső adósság ártértékelődése okozta. Mivel a külső adósság jelentős része devizában állt fenn a válság kezdetén, ezért

2-9. ábra
A folyó fizetési mérleg egyenlegének alkalmazkodása a válság után az Európai Unió országaiban
(a GDP százalékában)



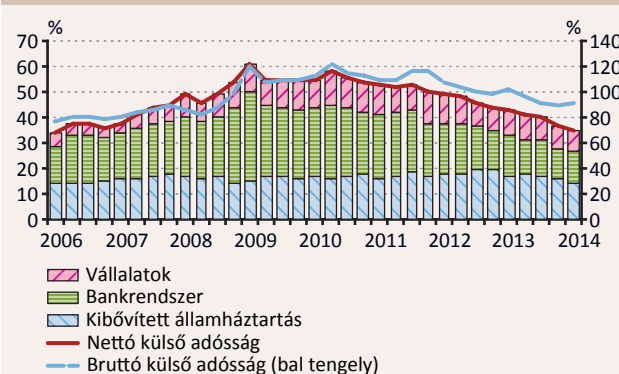
2-10. ábra
A költségvetési egyenleg alkalmazkodása a válság után az Európai Unió országaiban
(a GDP százalékában)



a 2008–2009. évi árfolyamgyengülések számottevően átértékelték a fennálló adósságot.

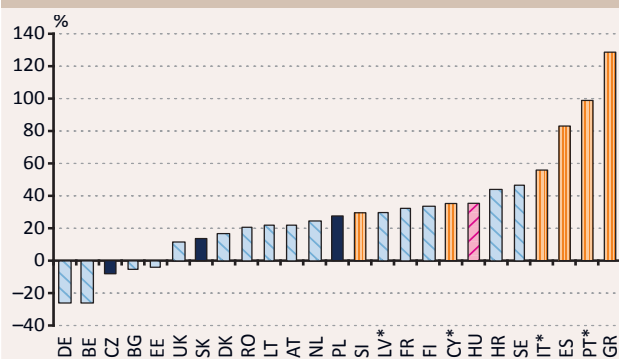
A külső adósság szintje 2014-re a válság előtti szintekre csökkent. A válság előtti időszakhoz képest elsősorban a bankrendszer – és ezen keresztül a háztartások – külső adóssága épült le. Az állam GDP-arányos külső adóssága a válság előtti időszakhoz hasonlóan alakul, míg a vállalatok külső adóssága enyhén emelkedett is. A nettó külső adósság számottevő javulása mellett

2-11. ábra
A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása
(GDP-arányos értékek, 2006. I. né. – 2014. I. né.)



Megjegyzés: * Tulajdonosi hitelek nélkül.
Forrás: MNB.

2-12. ábra
A nettó külső adósság szintje az Európai Unió országaiban 2013 végén
(GDP arányos értékek)



Megjegyzés: * 2013. III. negyedévi adat. Tulajdonosi hitelek nélkül.
Forrás: Eurostat.

a bruttó adósság is mérséklődött. A nettó külső adósság 2013. évi szintje továbbra is magasabb a régiós átlagnál, ám a perifériaországok adósság szintjénél már érdemben alacsonyabb.

2.2.2. ADÓSSÁGFOLYAMATOK A MAGÁNSZEKTORBAN

A külső adósság válság előtti felépülésében, majd a válság utáni alkalmazkodásban kulcsszerepet játszott a magánszektor. A következőkben a (nem pénzügyi) vállalatok és a háztartások adósságának alakulását elemezzük. Adósságnak tekintjük a hitelek és a hitelviszonyt megtestesítő értékpapír-kötelezettségek állományát. A vizsgálat során a konszolidált adósság alakulását vizsgáljuk, azaz a vállalatok, illetve a háztartások egymás közt fennálló tartozásait kiszűrjük.⁴² Az adósságot a jövedelem szintjéhez viszonyítjuk, hogy a gazdasági szereplők törlesztési képességét is figyelembe vegyük. Ezért a vállalatok adósságát a szektor bruttó működési eredmény, a háztartások adósságát pedig a rendelkezésre álló jövedelem arányában fejezzük ki.⁴³

A magyar vállalatok és háztartások GDP-arányos adóssága a 2000-es évek elején a legalacsonyabbak közé tartozott az Európai Unióban, de a globális pénzügyi válság kirobbanásakor már a középmezőnyben állt. Az adósság növekedése részben egyensúlyi folyamat lehetett, mivel a pénzügyi közvetítő rendszer más kelet-közép-európai gazdaságokhoz hasonlóan viszonylag fejletlen volt az ezredforduló körül. Ám a gazdaságilag hasonló visegrádi országoknál lényegesen több adósság halmozódott fel Magyarországon. Ez az eladósodás túlzott, fenntarthatatlan voltát tükrözhette.

A válság előtti eladósodást elhúzó adósságcsökkenés követte. Míg 2002–2009 a GDP 14 százaléka-
val nőtt évente a magánszektor adósságállománya, addig 2009–2013 közt évente a GDP 6,5 százaléka-
val mérséklődött. Az adósságállomány leépítése Európa-
szerte lassan halad. Azokban az országokban csökkent nagyobb mértékben az adósság, amelyek a korábbi

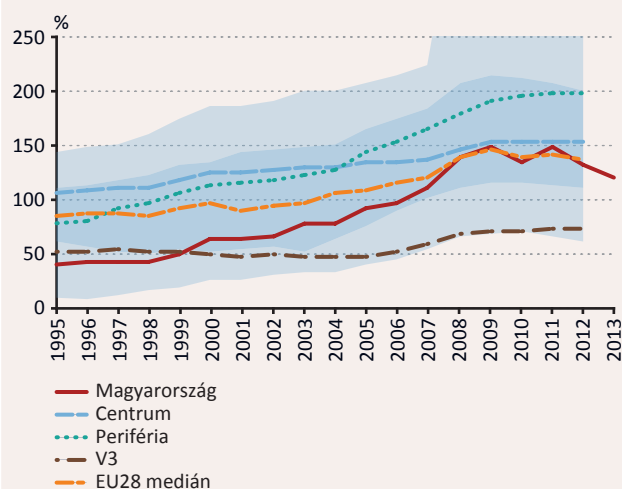
⁴² Elvileg a szektorokon belüli adósság is okozhat makroszintű kockázatokat. Ám több statisztikai szempontból a nem-konszolidált adatok használata ellen. Egyes magyarországi vállalatok cash poolként működnek, külföldi anyavállalattól kapott forrásokat közvetítenek (hazai vagy külföldi) leányvállalatok felé. E cégek tevékenysége emeli a nem pénzügyi vállalati szektor bruttó adósságát, bár nettó hitel felvételük valójában nulla. Másrészt a külföldi tulajdonú vállalatok anyacégei közvetlen befektetés vagy hitel formájában is finanszírozhatják a helyi leányvállalatokat, a két kategória közt laza az átjárás. Magyarországon e folyamatok különösen nagy volumenűek, ami jelentősen torzítja a vállalati szektor adósságmutatóit (lásd pl. Koroknai – Lénárt-Odorán, 2011).

⁴³ Az adósság más mutatóhoz, például a pénzügyi eszközök állományához is viszonyítható. E mutatók elemzésünk lényegi következtetéseinek nem változtatnak, ezért nem mutatjuk be őket. A 2011-ig terjedő adatokat nemzetközi összevetésben mutatja be Cuerpo és szerzőtársai (2013).

2-13. ábra

A nem pénzügyi vállalatok és a háztartások adóssága Magyarországon és az Európai Unióban

(a GDP arányában)



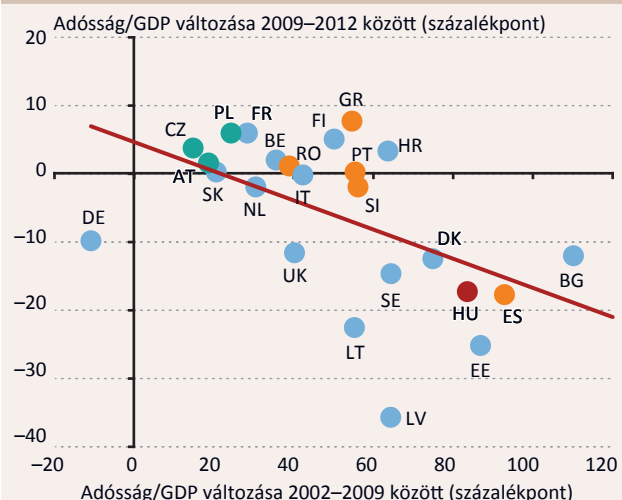
Megjegyzés: Centrum = AT, BE, DE, FI, FR, NL. Periféria = CY, ES, GR, IE, IT, PT, SI. V3 = CZ, PL, SK. A sötétkék sáv a 25. és 75. percentilisek közti tartományt, a világoskék sáv a minimum és maximum értékek közti tartományt jelöli. Adósság = hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok + hitelek. Konsolidált adatok.

Forrás: Eurostat.

években gyorsabban adósodtak el. A hazai adósság-dinamika a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban alakul: a GDP-arányos adósság 2002 utáni növekedése a harmadik legnagyobb, míg a 2009–2012 közti adósságcsökkentés az ötödik legnagyobb volt az Európai Unióban.

2-14. ábra

A nem pénzügyi vállalatok és háztartások adósságának változása 2002 és 2012 között az Európai Unióban



Megjegyzés: Adósság = hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok + hitelek. Konsolidált adatok. Adathiány miatt LU és MT nélkül, a lineáris regressziós egyenes CY és IE nélkül.

Forrás: Eurostat.

Több elemzés is rámutatott, hogy a válság előtti hitelezési folyamatok elszakadtak a gazdaság teljesítőképességétől, hitelbuborék alakult ki. A Magyar Nemzeti Bankban több olyan becslés készült, melyek főként a hitelezés és a gazdasági teljesítmény közti hosszú távú (kointegráló) kapcsolattól vett eltéréseket igyekeztek számszerűsíteni (Bauer és szerzőtársai, 2013; Endrész és szerzőtársai, 2014; Kiss és szerzőtársai, 2006; MNB, 2010). E vizsgálatok főként a válság előtti években, a lakosság körében jeleztek fenntarthatatlan eladósodást. Az Európai Bizottság makrogazdasági egyensúlyhiányt vizsgáló eljárásában akkor tekinthető túlzottnak a magánszektor adóssága, ha meghaladja a GDP 150 százalékát. A magyar adósságszint 2008 óta e kritikus érték felett vagy közelében alakult. Ám módszertani sajátosságok (a külföldi tulajdonú vállalatok tulajdonosi hiteleinek elszámolása) felfelé torzítják az adósságmutatót, így az Európai Bizottság sem értékeli egyértelműen túlzottnak a hazai értéket (ECFIN, 2014). Cuerpo és szerzőtársai (2013) a nem pénzügyi vállalatok adósságát értékelik túlzottnak, de elemzésüket ugyanezen módszertani sajátosságok torzíthatják. Lahnsteiner (2013) ezzel szemben a magyar háztartások adósságszintjét, illetve jövedeleमारányos törlesztőterhét találta kiugróan magasnak régiós összehasonlításban.

2.2.3. NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK

A magyar vállalatok jövedeleमारányos adóssága már a válság előtt is az Európai Unió középmezőnyébe tartozott, jóval meghaladta a visegrádi országokban megfigyelt eladósodottságot. Ám e mutatót torzítják a külföldi tulajdonos által helyi leányvállalatoknak nyújtott hitelek, melyek a fizetési mérleg adatok segítségével kiszűrhetők. **A tulajdonosi hitelektől szűrt adósságmutató már a többi visegrádi országhoz hasonlóan alakult 2002-ben.**

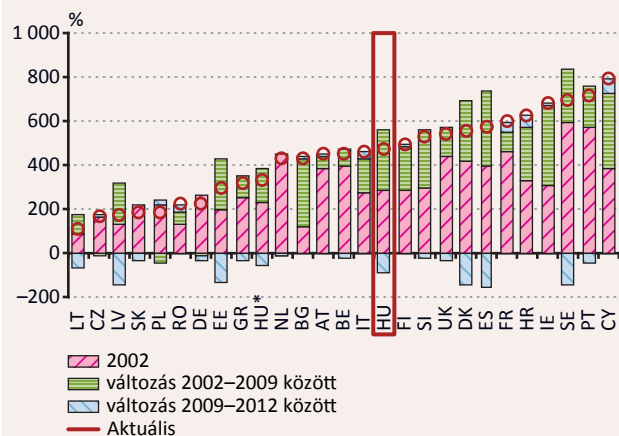
Ugyanakkor a vállalati kör 2002–2009 közti adósságfelhalmozása az átlagosnál nagyobb volt, ami már jelezhetett túlzott eladósodást. A gyors hitelbővüléshez kínálati oldalon a devizahitelek elterjedése is hozzájárult, amely alacsonyabb kamatszintje révén nagyobb tőkeáttételt tett lehetővé, ezzel mérsékelte a hitelfelvételi korlátokat (Endrész et al, 2012).

A kibocsátás 2009. évi visszaesése után a túladosodott vállalatok beruházásaik és termelési költségeik visszafogásával igyekeztek előteremteni az adósságszolgálathoz szükséges forrásokat. A vállalati szektor megtakarítási rátája 2008–2011 között 5 százalékpont-

2-15. ábra

A nem pénzügyi vállalatok adóssága nemzetközi összehasonlításban

(a bruttó működési eredmény arányában)



Megjegyzés: Adósság = hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok + hitelek. HU* a tulajdonosi hitelektől szűrve jelzi a magyar adatokat. E korrekciót csak a magyar adatokra végeztük el, ezért a többi országgal csak korlátozottan hasonlíthatók össze. Konszolidált adatok. Forrás: Eurostat, MNB.

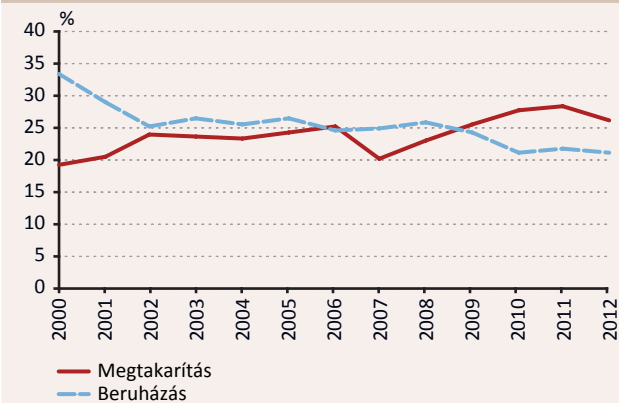
tal emelkedett, míg a beruházási ráta ugyanilyen mértékben mérséklődött. Bakker–Zeng (2013) elemzése alapján azokban az európai országokban volt nagyobb a válság foglalkoztatási áldozata, ahol a válság előtt jobban túladosodott a vállalati szektor, illetve rugalmatlanabb volt a munkapiac. Becslésük szerint 2008 és 2011 közt mintegy 1-2 százalékkal csökkenthette a magyarországi foglalkoztatást a vállalati adósságleépítés.

A vállalati beruházások csökkenésében a kereslet visszaesése mellett a vállalatok mérleghelyzetének rom-

2-16. ábra

A nem pénzügyi vállalatok megtakarítása és beruházása

(a hozzáadott érték arányában)



Forrás: Eurostat.

lása is szerepet játszott. Ezt jelzi például, hogy a devizahittel rendelkező cégek beruházási rátája 2009-ben 4-5 százalékponttal nagyobb mértékben csökkent, mint az ugyanolyan jellemzőkkel bíró, de devizahitel nélküli cégeké (Endrész–Harasztosi, 2014). Ez abból fakadhat, hogy a devizaadósság ártértékelődése miatt a cégek eladósodottsága hirtelen és váratlanul megnőtt.

2.2.4. HÁZTARTÁSOK

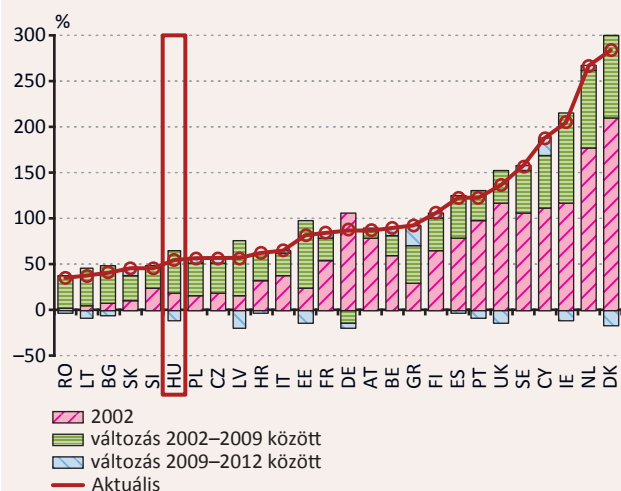
Bár a magyar lakosság aggregált, jövedelemarányos eladósodottsági szintje nem volt kirívóan magas a válság előtt, a háztartások eladósodottsága mégis komoly problémává vált a válság alatt.

- A válság előtti eladósodás mértéke már átlag feletti volt. A gyors hitelnövekedés annak lehet jellemző tünete, hogy a kevésbé hitelképes ügyfelek könnyebben jutnak hitelhez. Ezért a háztartási szektoron belül a sebezhető ügyfelek aránya is relatíve magas lehet.
- A devizahitelek elterjedése miatt a lakosság adósságtérhet a válság után jelentősen emelte az árfolyam leértékelődése: 2007 vége és 2014 közepe között több mint 3000 milliárd forinttal nőtt a háztartások adóssága az ártértékelődések miatt. Ráadásul a devizahitelezés egybeesett a hitellezési hullám legintenzívebb szakaszával, így az adósság ártértékelődése vélhetően a sebezhetőbb háztartásokat sújtotta jobban.
- Végül a háztartások jövedelemarányos törlesztőterhe nemzetközi összevetésben is magas szintre emelkedett a válság után. A legalacsonyabb jövedelmi ötödbe tartozó adósok törlesztési terhe még 2013-ban is meghaladta a jövedelem 30 százalékát.⁴⁴

A háztartások a válságot követő években nettó hiteltörlesztővé váltak. Az adósság törlesztése érdekében a lakosság megtakarítási rátája 2009–2010-ben jelentősen nőtt, beruházási aktivitása pedig egészen 2013-ig mérséklődött. Emellett a pénzügyi eszközök felhalmozása is lelassult, a bruttó pénzügyi megtakarítási ráta történelmi alacsony szintre esett. Végül a végtörlesztés egyszeri hatásként jelentősebb mértékű adósságcsökkentést tett lehetővé. E folyamatok eredményeként a háztartási szektor jövedelemarányos adóssága 2013 végére 49 százalékgig csökkent, amely alacsonyabb a 2007. évi értéknél.

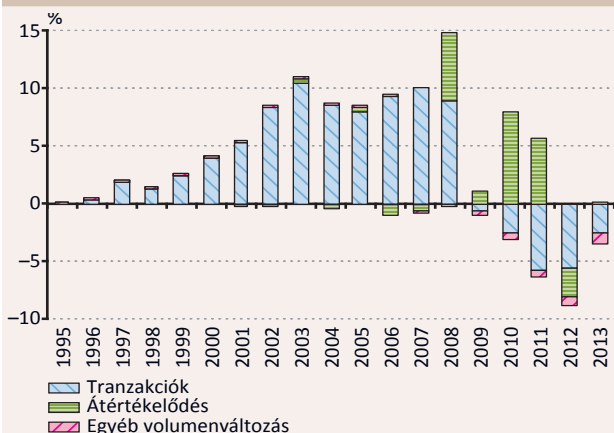
⁴⁴ Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2013. november, Magyar Nemzeti Bank (37. o.)

2-17. ábra
A háztartások adóssága nemzetiközi összehasonlításban
(a rendelkezésre álló jövedelem arányában)



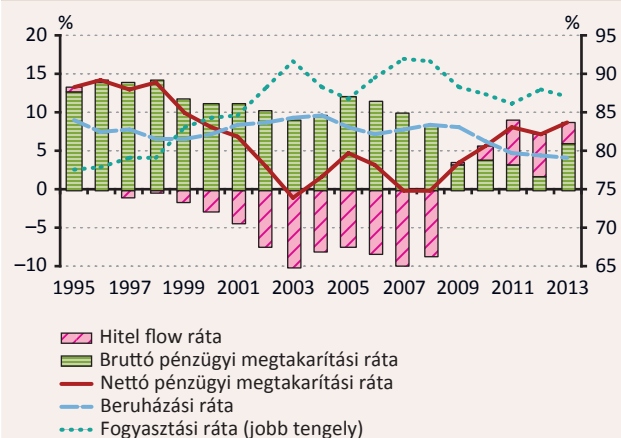
Megjegyzés: Adósság = hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok + hitelek. Háztartások és a háztartásokat segítő nonprofit szektor együtt. Konszolidált adatok. Forrás: Eurostat, MNB.

2-18. ábra
A háztartások adósságának változása
(a rendelkezésre álló jövedelem arányában)



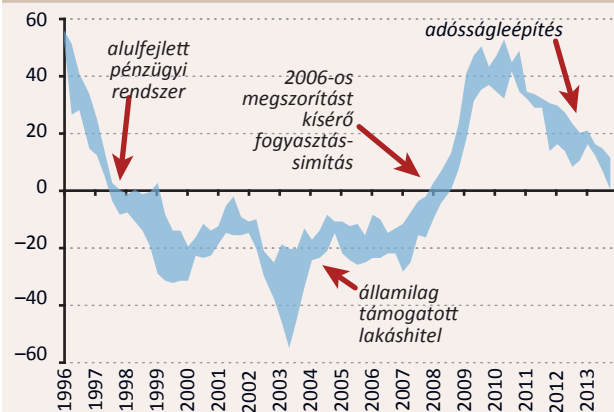
Megjegyzés: Adósság = hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok + hitelek. Háztartások és a háztartásokat segítő nonprofit szektor együtt. Konszolidált adatok. Forrás: Eurostat, MNB.

2-19. ábra
A lakossági jövedelmek felhasználása
(a rendelkezésre álló jövedelem arányában)



Forrás: KSH, MNB.

2-20. ábra
A lakossági hitelállomány eltérése középtávú egyensúlyi értékétől



Megjegyzés: Az egyensúlyi hitelállományt vektor-hibakorrekciós modellel becsültük meg. A hitelállomány hosszú távú egyensúlyi szintjét a lakossági jövedelem és a hitelköltség befolyásolja. Forrás: Endrész és szerzőtársai (2014).

Az aggregált adatok alapján a háztartások adósság-szintje mára megközelíthette az egyensúlyi szintet. Bauer és szerzőtársai (2013) tanulmányában szereplő vektor-hibakorrekciós modell segítségével azonosítottuk a lakossági jövedelem, pénzügyi vagyon és hitelállomány, valamint fogyasztás közötti hosszú távú egyensúlyi kapcsolatot. Vizsgálatunk arra utal, hogy a háztartási szektor egészének adósságállománya 2013 végére már a jövedelmi és vagyoni helyzettel összhangban lévő szintre mérséklődhetett.

Ugyanakkor az egyes háztartások eladósodottsága között máig jelentős eltérések maradhettek fenn, ezért a lakossági adósságteleépítés tovább folytatódhat. Még 2013 őszén is az adóssággal rendelkező háztartások több mint fele ítélte túlzottnak az adósságállományát, ami a legmagasabb arány volt a kelet-közép-európai országok között. Emellett alig több mint a válaszadók két százaléka tervezte új hitel felvételét, ami pedig a legalacsonyabb arány volt a régióban (Corti – Scheiber, 2014).

2-1. keretes írás

Visszatérő magyar dilemma: egyensúly vagy növekedés

A magyar gazdaságtörténet évtizedek óta visszatérő motívuma, hogy gyors gazdasági növekedés csak külső eladósodás mellett valósult meg. A jelenség ráadásul az 1970-es évektől a 2008-as válságig a magánszektor mellett gyakran az állam is jelentős szerepet játszott az eladósodásban. Így a magyar gazdaságot több ízben (1970-es évek, 1993–95, 2002–2008) jellemezte ikerdeficit, a folyó fizetési mérleg és a költségvetés együttes magas hiánya.

Kis, nyitott, tőkeszegény gazdaságokban természetes, hogy a belső források szűkössége miatt külföldről is finanszírozzák a növekedéshez szükséges beruházásokat. Ebben az esetben a beruházások által létrejövő új termelő kapacitások biztosíthatják, hogy a gazdaság képes legyen visszafizetni hiteleit.

Ám Magyarországon visszatérő probléma volt, hogy a külföldi források termelő beruházások helyett nagy arányban fogyasztást vagy kevésbé produktív beruházásokat finanszíroztak akár a költségvetés által nyújtott juttatások, akár a lakosság közvetlen hitelfelvétele útján. Ezen külföldi források jellemzően nem vezettek a termelő kapacitások érdemi bővüléséhez.

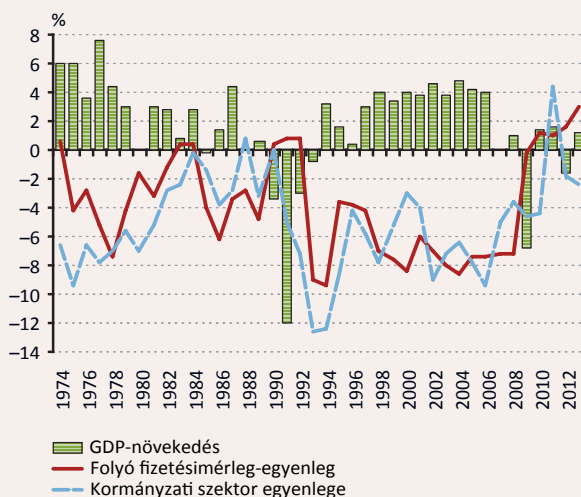
Ráadásul a hazai fiskális politika gyakran prociklikusan viselkedett: a költségvetési hiány akkor növekedett, amikor a magánszektor finanszírozási képessége egyébként csökkent (például 2002–2006 között). Így ahelyett, hogy stabilizálta volna a gazdaságot, a fiskális politika felerősítette a gazdaság ciklikus mozgását és növelte a külső egyensúlytalanságokat.

Az adósságból finanszírozott növekedés időről időre korlátba ütközött. Amikor a külső adósság, illetve az államadósság szintje a hitelezők szemében túlzott szintre emelkedik, akkor a külső finanszírozás megdrágult, vagy akár teljesen elapadt. Ez kikényszerítette a fogyasztás és beruházások csökkenését, ami a költségvetési egyenleg és a folyó fizetési mérleg javulásához vezet.

Az ikerdeficit múltbeli újratermelődése főként a nem megfelelő gazdaságpolitikára vezethető vissza. Szerepet játszott benne többek közt a fiskális politika gyenge kontrollja, valamint a pénzügyi rendszer nem megfelelő szabályozása. Előretekintve a fegyelmezett költségvetési magatartás, valamint hatékony makroprudenciális szabályozás egyaránt segíthet az ikerdeficit megelőzésében, ami fenntarthatóbb középtávú növekedési pályát eredményezhet. Az elmúlt két évben kibontakozó gazdasági növekedést nem kísérte az egyensúlyi mutatók romlása. A belföldi szereplők tartós viselkedésváltozása esetén a jelenség hosszabb távon is fennmaradhat.

2-21. ábra

Gazdasági növekedés, külső egyensúly és költségvetési egyenleg Magyarországon az 1970-es évek óta



Forrás: KSH.

2.3. Az aggregált kereslet alkalmazkodása

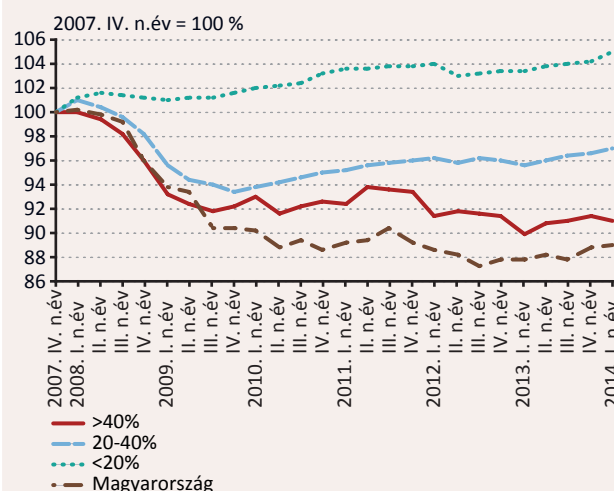
A GDP alakulását a válság utáni években alapvetően a felhalmozott adósság leépítésének kényszere határozta meg. A magyar gazdaság teljesítménye a leginkább eladósodott eurozóna perifériaországaihoz volt hasonló. A nagy induló adósságállomány nemcsak a magánszektorban követelt meg nagyobb mértékű adósságkeelépítést, de a fiskális és monetáris politika mozgásterét is korlátozta. Ezért a válság időszakában Magyarország prociklikus gazdaságpolitikát (költségvetési kiigazítás, árfolyam-leértékelődés korlátozása) alkalmazott, amely rövid távon tovább mélyítette a visszaesést.

A gazdasági visszaesés az összes főbb keresleti tételt érintette. A fogyasztás csökkenését a háztartások adósságkeelépítése, a költségvetési konszolidáció és a romló jövedelmi kilátások miatt erősödő óvatossági megtakarítások együttesen magyarázzák. A beruházások csökkenése nagyrészt a gyengébb növekedési kilátásokkal és a vállalatok adósságkeelépítésével függ össze.

A belső kereslet visszaesésének mértéke összefügg a válság előtti adósságfelhalmozással. A történelmi tapasztalatok azt mutatják, hogy minél gyorsabb ütemben épült fel a válság előtt a magánszektor adóssága, annál mélyebb volt a válságot követő gazdasági visszaesés (Jordà et al, é.n.). Ám a kereslet kissé más szerkezetben csökkent, mint más országokban: **a többi erősen eladósodott országhoz képest nagyobb volt a fogyasztás csökkenése, de kisebb volt a beruházások visszaesése.** Ehhez Magyarország esetében a devizaadósságok átértékelődése és az ebből adódó extra mérlegkiigazítási kényszer is jelentős mértékben hozzájárult a fogyasztás visszaeséséhez.

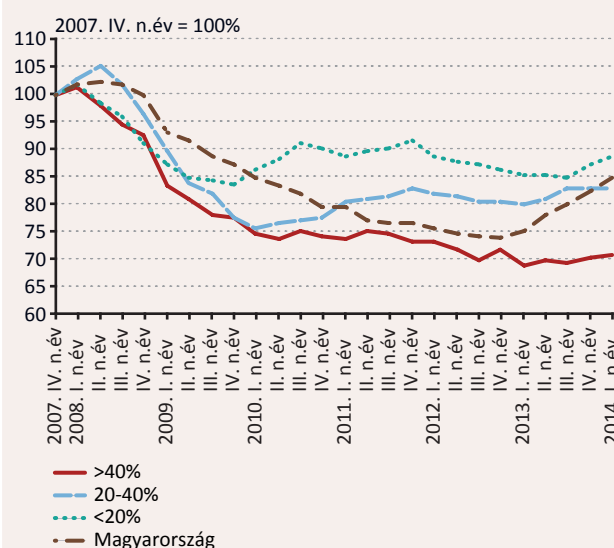
Az egyes szektorok beruházási aktivitása eltérően alakult a válság után. A nemzetgazdasági beruházások csökkenése elsősorban az állam és a lakosság állóeszköz-felhalmozásának visszaeséséből fakadt. Az állami beruházások kezdeti csökkenését alapvetően a költségvetési konszolidáció magyarázta. Ám a 2007–2013-as EU-költségvetési ciklusból rendelkezésre álló források lehívása a ciklus végén erősödött, így 2013-tól számottevően bővültek az állami beruházások. A lakosság ingatlanberuházásai a 2000-es években dinamikusabban bővültek, de a válság után a jövedelmi helyzet

2-22. ábra
A háztartások fogyasztásának alakulása az Európai Unió országában a válság előtti külső adósságszint függvényében



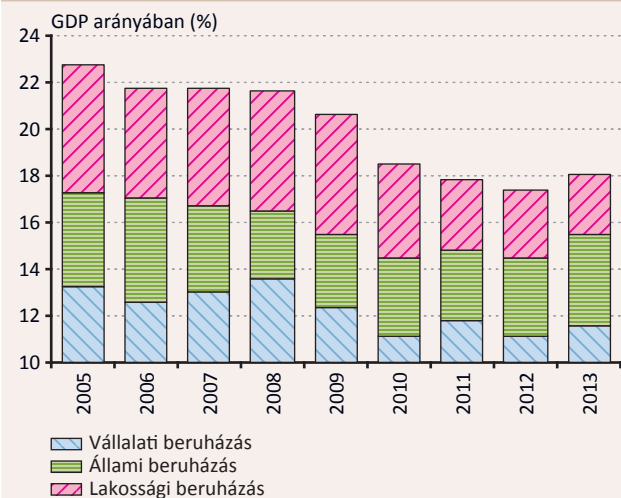
Megjegyzés: A vonalak azt jelzik, hogy miként alakult a lakossági fogyasztás azokban az EU-tagállamokban, ahol a GDP-arányos külső adósság a jelmagyarázatban megadott tartományban alakult 2007-ben. Forrás: Eurostat.

2-23. ábra
A beruházások alakulása az Európai Unió országában a válság előtti külső adósságszint függvényében



Megjegyzés: A vonalak azt jelzik, hogy miként alakult a beruházás azokban az EU-tagállamokban, ahol a GDP-arányos külső adósság a jelmagyarázatban megadott tartományban alakult 2007-ben. Forrás: Eurostat.

2-24. ábra
A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB.

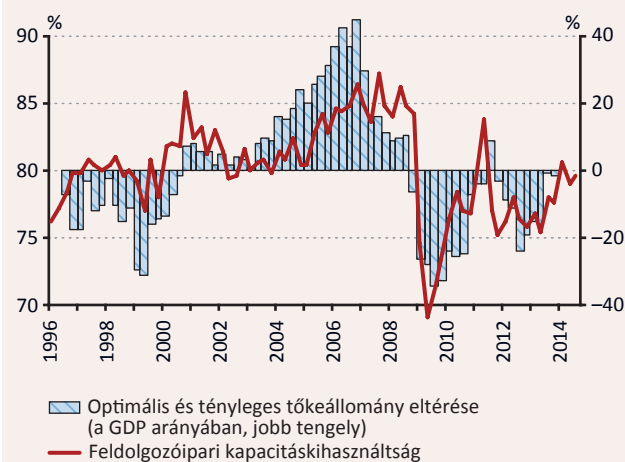
romlása, a hitelezési feltételek szigorodása és az ingatlanpiaci túlkínálat erőteljes visszaeséshez vezetett.

A vállalati beruházásokat alapvetően a gazdasági növekedési kilátások határozták meg. A termelés tartós visszaesése, a gyenge kapacitáskihasználtság miatt csökkent a vállalatok tőkeszükséglete. A nagyobb vállalatok forrásköltségei ugyan összességében csökkentek, de a hitelezési feltételek szigorodása megnehezíthette a külső forrásbevonást, különösen a fedezetlen devizaadóssággal rendelkező cégek körében. Az adórendszer változásai eltérően érintették a különböző vállalatokat. A 2010. évi társaságiadó-csökkentés számottevően mérsékelte a kisebb cégek terheit. Ugyanakkor a válságadók csökkentették egyes szektorok tőkemegtérülését.

A vállalati beruházások hosszú távú egyensúlytól való eltérését egyszerű neoklasszikus beruházási modellel vizsgáljuk (Caballero, 1999). Alkalmazkodási költségek nélkül a vállalatok tőkekeresletét a kibocsátás szintje és a tőke költség határozza meg. Ám a tőkeállomány csak lassan képes alkalmazkodni az optimális szinthez, például finanszírozási korlátok, bizonytalanság, vagy a beruházások hosszú megvalósítási ideje miatt. Így a tőkeállomány, kibocsátás és tőke költség hosszú távú egyensúlyi kapcsolatától tartós és jelentős eltérések figyelhetők meg. Magyarországon a 2000-es évek nagy részét relatív tőkehiány jellemezte, azaz az optimális tőkeállomány magasabb volt a ténylegesnél. A válság óta azonban a kibocsátás visszaesése miatt tartós tőkefelesleg mutatkozott, ami a beruházási aktivitás visszaesését vonta maga után. A modell azt jelzi, hogy

2013 körül véget érhetett a vállalati beruházások alkalmazkodása, a tőkeállomány elérhetett az aktuális kibocsátással és tőke költséggel konzisztens szintre. Így a konjunkturális kilátások javulása már a beruházási aktivitás élénkülését is magával hozhatja. A beruházási aktivitást a válságot követően az autóiparban kiépülő új kapacitások is érdemben emelték, miközben a 2013-ban elindított Növekedési Hitel Program a kis- és középvállalkozások esetében javította a hitelhez jutás feltételeit.

2-25. ábra
Az optimális és a tényleges vállalati tőkeállomány eltérése

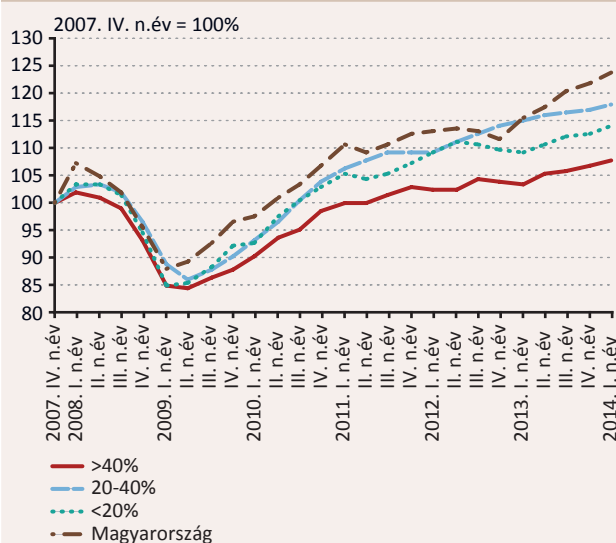


Megjegyzés: Az optimális és a tényleges tőkeállomány eltérését úgy határoztuk meg, hogy megbecsültük az optimális tőkeállományt, a kibocsátás és a tőke költség közötti kointegráló kapcsolatot, majd kivontuk az aktuálisan mért tőkeállományból a becsült optimális tőkeállományból a ténylegesen mértet (így a pozitív érték tőkehiányt, a negatív érték tőkefelesleget jelent az optimumhoz képest). Az 1996–2013 közötti adatokon végzett, dinamikus OLS becsléssel kapott egyenlet: $\log(K_t/Y_t)^* = 1.462 + 0.048t - 0.551UC_t$ (ahol K a vállalati tőkeállomány volumene, Y a GDP volumene, $*$ az optimális szintet jelzi, t időbeli trend, UC pedig Hayashi-módszerrel számított tőkeköltség). Az összes együttható szignifikánsan különbözik nullától legalább 10 százalékos szignifikanciaszint mellett. A trend szerepeltetését indokolja, hogy felzárkózó gazdaságként a magyar gazdaság tőkeintenzitása a mintaidőszakban trendszerűen növekedett. A módszertan részleteit lásd: Caballero (1999).

Forrás: Európai Bizottság (ESI-felmérés), MNB-számítás.

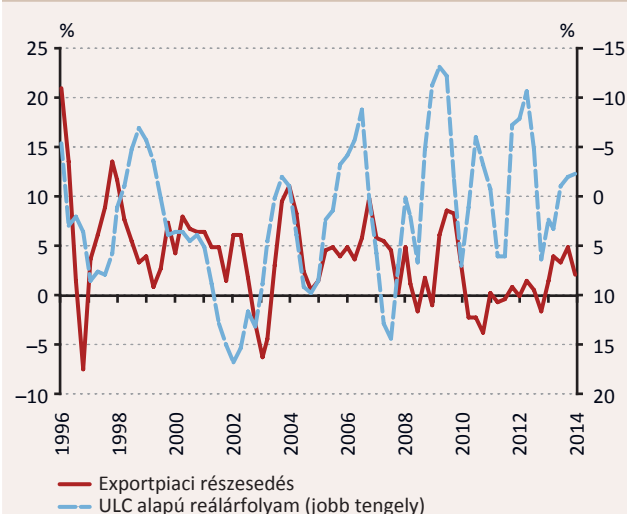
Az export a kezdeti visszaesést követően más európai országokkal való összevetésben relatíve kedvezően alakult. A magyar exportteljesítmény érdemben kedvezőbb volt a leginkább eladósodott eurozóna perifériaországokénál, ami hozzájárulhatott ahhoz, hogy ettől az országcsoporttól eltérően Magyarország külső adósságállománya csökkenni tudott. Ebben a magyar export kedvezőbb termékszerkezete, a jobb nem ár jellegű versenyképesség játszhatott szerepet (az exportált termékek minőségét pl. Vandenbussche, 2014, vizsgálta).

2-26. ábra
Az export alakulása az Európai Unió országaiban a válság előtti külső adósságszint függvényében



Megjegyzés: A vonalak azt jelzik, hogy miként alakult az export azokban az EU-tagállamokban, ahol a GDP-arányos külső adósság a jelme-gyarázatban megadott tartományban alakult 2007-ben.
Forrás: Eurostat.

2-27. ábra
Exportpiaci részesedés és fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása Magyarországon



Megjegyzés: Az exportpiaci részesedést az áru- és szolgáltatásexport, valamint fő felvevőpiacaink importjának hányadosaként számoltuk (változatlan áron). A reálárfolyam növekedése leértékelődést jelent.
Forrás: Európai Bizottság, MNB.

A nominális árfolyam leértékelődése miatt javult a magyar exportőrök ár és költség alapú versenyképessége. Ám nemzetközi tapasztalatok szerint a jelenlegi válságban a reálárfolyam csak korlátozott szerepet játszott a külső egyensúly helyreállításában (IMF,

2014). Magyarországon is lazult a reálárfolyam és az exportpiaci részesedés közötti kapcsolat a válság után. Ugyanakkor egyes ágazatokban – például a szolgáltatások exportjában – mégis jelentős szerepet játszhatott a reálárfolyam leértékelődése.

2-2. keretes írás

Pénzügyi válságok utáni helyreállítási periódusok

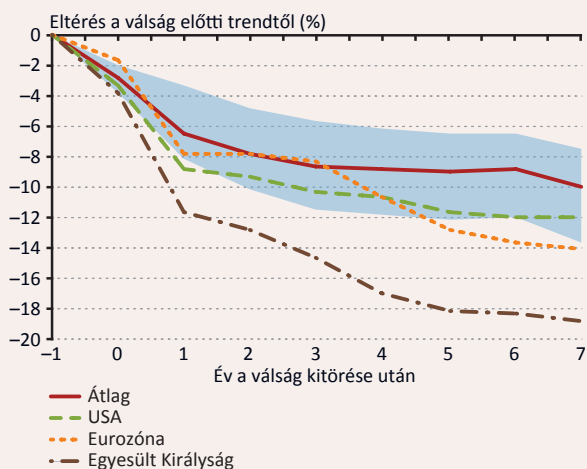
Az erős mérlegkiigazítási kényszerrel járó pénzügyi válságok hosszan tartó növekedési áldozattal járnak (lásd pl. Jordà és szerzőtársai, é.n.). A válság előtt felhalmozott adósságok leépítése hosszú időt vesz igénybe, ezért a belföldi kereslet tartósan visszaesik. **Nyitott gazdaságok számára az export élénkülése lehet a kilábalás fő motorja, melyet az árfolyam leértékelődése segíthet elő.**

A jelenlegi válság kibocsátási áldozata nagyobb, mint a korábbi tipikus válságepizódok tapasztalatai. Ennek három fő oka van. Egyrészt a jelenlegi válságot megelőző **adósságfelhalmozás kiugró mértékű** volt a múltbeli válságepizódokhoz képest (lásd pl. Taylor, 2012). Másrészt a válság **egyszerre érintette a világgazdaság több meghatározó szereplőjét**. Globálisan szinkronizált válságban az egyes országok exportpiacai visszaesésével is szembesülnek, ami korlátozza az export élénkülését. Végül az adósság-válság által súlyosan érintett **eurozónán belül a nominális árfolyam leértékelődésére nincs mód**. Így az eurozóna perifériaországai alapvetően belső leértékeléssel (a hazai bérek csökkentésével) igyekeztek javítani versenyképességüket – amely azonban a belső kereslet visszaesését is mélyítette.

A 2008/2009-es válságot követően a magyar gazdaság is visszafogott kilábalási periódust mutatott. Hazánk esetében a jelenlegi válságot érdemes összevetni két korábbi, kiugró mértékű gazdasági visszaeséssel: az 1929/30-ban kezdődő nagy világgazdasági válsággal, valamint az 1990. évi rendszerváltás okozta transzformációs visszaeséssel.

2-28. ábra

A GDP alakulása pénzügyi válságok után

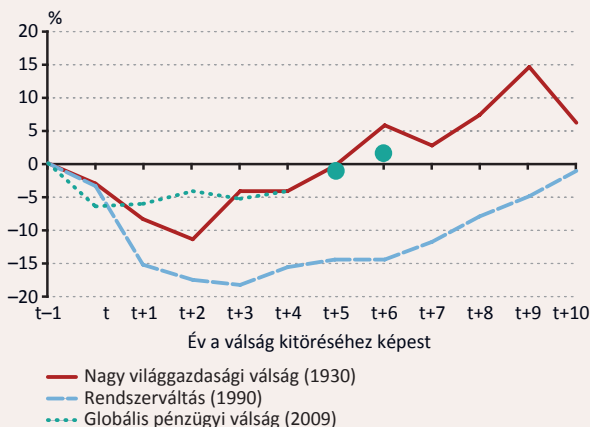


Megjegyzés: A válság előtti trend a válság kitörését megelőző 10. és 3. év közti átlagos növekedési ütem kivételéből adódik. A sáv a korábbi válságtapasztalatok átlagához tartozó 90 százalékos konfidenciatartományt jelöli. A módszertan részleteiért lásd: Abiat et al. (2009). Az országok adatai a 2008-as válság óta megfigyelt, illetve előrejelzett értékek.

Forrás: IMF World Economic Outlook Database, 2014. április.

2-29. ábra

Nagy recessziókat követő kilábalási periódusok Magyarországon



Megjegyzés: A GDP eltérése a válság előtti szinttől. A nagy világgazdasági válság esetén egy főre eső GDP. A pontok 2014–15-re adott előrejelzések az MNB 2014. szeptemberi Inflációs jelentése alapján.

Forrás: KSH, Maddison adatbázis, MNB.

A jelenlegi krízis a nagy válságnál némileg enyhébb recessziót hozott Magyarországon: a GDP 6,6 százalékkal esett vissza, míg 1929 után 11 százalékos csökkenés következett. **Ám a kilábalás hasonlóan lassú és egyenetlen volt.** 1929 után három évig csökkent a kibocsátás, míg jelenleg 2009 után 2012-ben következett be visszaesés. Az MNB előrejelzése szerint a válságot követő hatodik évben érheti el a GDP a válság előtti szintet, míg 1929 után ehhez öt évre volt szükség.

A rendszerváltás és az azt követő teljes gazdasági szerkezetváltás ugyanakkor a pénzügyi válságoknál is mélyebb és tartósabb visszaesést hozott: 18 százalékkal csökkent a GDP, és csak egy évtized elteltével tért vissza az 1989. évi szinthez. A mélyebb visszaesést alapvetően a gazdasági szerkezet mélyreható változásai, valamint a korábbi fő exportpiacok (a Szovjetunió és a KGST) összeomlása magyarázhatta.

2.4. Munkapiaci alkalmazkodás

A válság általában súlyos társadalmi áldozatokkal járt: a foglalkoztatás gyorsan és drasztikus mértékben csökkent, a munkanélküliségi ráta 11 százalék fölé emelkedett.

A válság előtti években a magyar gazdaság egyik fő strukturális problémája az alacsony munkapiaci részvétel volt (bővebben lásd Kátay, 2009). Az alacsony aktivitási és foglalkoztatási ráta korlátozta a gazdaság növekedési potenciálját, és túlzott terheket rótt a szociális ellátórendszerekre. Emellett a válság előtti időszakot tartósan magas bérdinamika jellemezte, amely hozzájárulhatott ahhoz, hogy az infláció folyamatosan meghaladta a jegybank középtávú célját. Ehhez képest **2008 után az aktivitás emelkedett, a foglalkoztatás a kibocsátásnál hamarabb tért vissza a válság előtti szintre**, a bérdinamika pedig visszafogott maradt, elősegítve a válság utáni dezinfláció tartósságát.

A válság utáni években a gyenge aggregált kereslet és a munk kínálat növekedése irányába ható erők kettőssége határozta meg a munkapiaci folyamatokat. A visszaeső kereslet és a növekvő kínálat rövid távon a munkanélküliség emelkedését eredményezte, melyet a közmunkaprogramok igyekeztek mérsékelni. Másfelől a munkavállalás erősebb ösztönzése hosszú távon kedvezően hat a gazdasági növekedésre. Végül a laza munkapiaci környezet lehetővé tette a válság előtt tartósan magas bérdinamika megtörését. A bérek rugalmas alkalmazkodása hozzájárulhatott ahhoz, hogy a válság foglalkoztatási áldozata a kereslet visszaeséséhez viszonyítva mérsékeltek maradt. Emellett az alacsony bérdinamika elősegítheti az árstabilitás tartós fennmaradását.

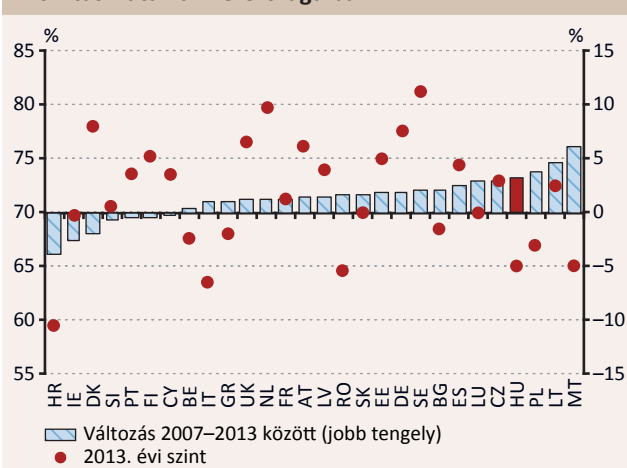
Az alábbiakban röviden bemutatjuk a munkapiaci aktivitás növekedése mögötti tényezőket, majd a foglalkoztatás relatíve kedvező teljesítménye mögötti intézményi tényezőket tekintjük át.

2.4.1. NÖVEKVŐ MUNKAPIACI AKTIVITÁS

A válság óta a munkapiaci aktivitás érdemben növekedett, ám nemzetközi összehasonlításban hosszú ideje alacsonynak számít: a válság előtt az EU-ország-

gok között a harmadik legalacsonyabb aktivitási rátával rendelkezünk. A munkapiaci részvételbeli elmaradás elsősorban néhány (egymást részben átfedő) társadalmi csoporthoz köthető (alacsonyan képzettek, kisgyermekes nők, fiatalok, nyugdíj előtt állók), ugyanakkor nemzetközi összehasonlításban a magasan képzettek aktivitása is nálunk a legkisebb.

2-30. ábra
Aktivitási ráták az EU országokban



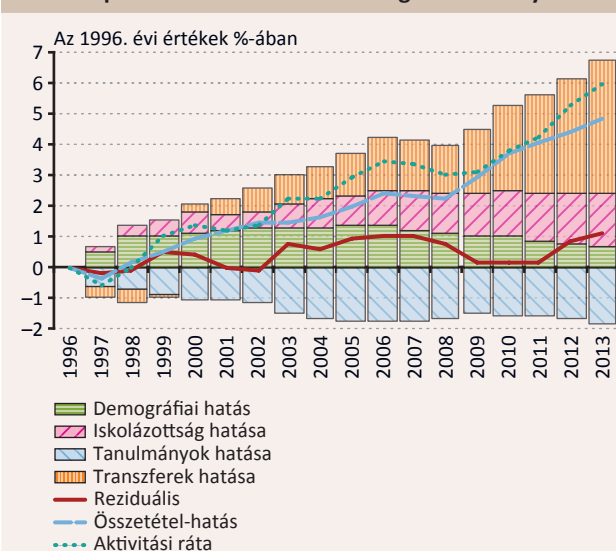
Forrás: Eurostat.

Az alacsony aktivitás okai a rendszerváltás utáni évekre vezethetők vissza. A foglalkoztatás 30 százalékkal csökkent a privatizációt kísérő átalakítások és a szigorú csődszabályozás nyomán. Emellett erőteljesen romlott a munkakereslet és -kínálat illeszkedése is. A foglalkoztatásból kikerülőket a jóléti intézmények (korai nyugdíjazás, rokkantnyugdíjak, szociális segélyek) kibővítése az inaktivitás felé terelte, ezzel hosszú távra csökkentve az aktivitási rátát. Az aktivitási ráta csak 1997-ben kezdett növekedni, a válság előtti időszakig körülbelül 2 százalékpontot nőtt, majd 2009 óta újabb 2 százalékponttal emelkedett. A növekedés ellenére a hazai aktivitási szint nemzetközi összehasonlításban változatlanul alacsonynak számít. A válság óta ugyanis más országokban is nőtt a munkapiaci aktivitás. Ezt főként az magyarázhatja, hogy ha a válság csökkenti a család elsődleges keresőjének jövedelmét, akkor a korábban inaktív családtagok munkavállalása pótolhatja ezt (*added worker effect*). Óvatossági célú megtakarítások képzése, vagy a túlzott adósságálla-

mány leépítése is motiválhatja a másodlagos keresők aktivizálódását.

A válság kezdete óta az aktivitás elsősorban a jóléti transzferek átalakítása miatt növekedett (Kátay és Nobilis, 2009). A kormányzat az időskori és a rokkantnyugdíjazási feltételek szigorításával csökkentette az inaktivitásban vonulók számát, valamint a foglalkoztatástól való távolmaradáshoz kapcsolódó transzferek összegének és időtartamának lecsökkentésével ellenőszttönözte a munkapiac elhagyását. Emellett az alapvetően a munkakeresletet élénkítő „Munkahelyvédelmi akcióterv” és a közmunkaprogramok is segítették az alacsony aktivitású csoportok munkához jutását és ezzel az inaktivitásból való kilépésüket.

2-31. ábra
A munkapiaci aktivitás változása mögött álló tényezők



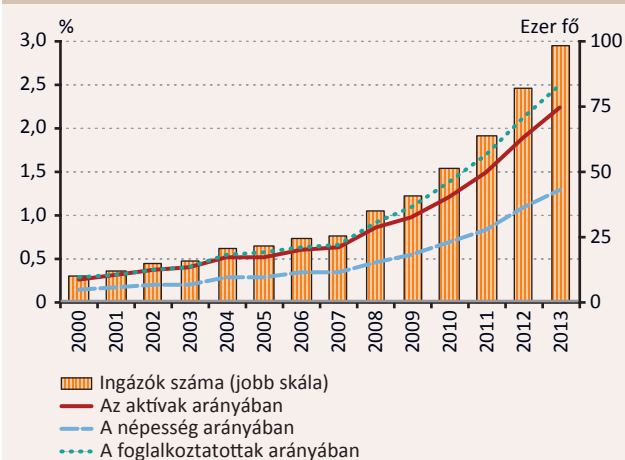
Megjegyzés: Az ábrán látható dekompozíció azon a megfigyelésen alapul, hogy bizonyos demográfiai és társadalmi jellemzőjű csoportok aktivitási rátája időben stabilnak tekinthető. A demográfiai hatás a népesség kor és nem szerinti összetételének változásából fakad. Az iskolázottság hatása a népesség átlagos iskolázottsági szintjének változását tükrözi. A tanulmányok hatása azt mutatja, hogy az iskolában töltött idő változása miként befolyásolja az aktivitást. A transzferek hatása a jóléti transzferekben (pl. nyugdíj, gyermeknevelési támogatások, szociális segélyek) részesülők számának változását tükrözi. Az összetétel-hatás a fenti tényezők összes hatása, a reziduális hatás pedig az aggregált tényadatokhoz képest megfigyelt eltérés.

Forrás: Kátay és Nobilis (2009) módszertana és KSH-adatok alapján MNB-számítások.

Eközben új kihívásként jelentkezik a válság óta az erősödő elvándorlás Magyarországról. A migráció mögött álló motivációk sokrétűek, ezek közül kiemelkedik a fejlett gazdaságokhoz képest megfigyelhető jövedelmi különbség. Emellett érdemben hozzájárult a migráció erősödéséhez, hogy az EU-csatlakozással, majd a régi EU-tagok által átmenetileg fenntartott korlátozások feloldásával lényegesen könnyebbé vált

a külföldi munkavállalás. A külföldön munkát vállalók közt felülreprezentáltak a **képzettebb, fiatalabb, potenciálisan termelékenyebb munkavállalók** (bővebben lásd Bodnár és Szabó, 2014). Ezért a középtávú növekedési kilátások szempontjából kulcskérdés, hogy a külföldi munkavállalás átmeneti vagy tartós-e. Ha átmeneti, akkor a külföldi tapasztalatszerzés, valamint a hazautalt jövedelmek révén pozitív lehet a migráció gazdasági egyenlege. Ám tartós elvándorlás esetén az ország számottevő humán tőkét veszíthet, ami idővel a növekedés korlátjává is válhat.

2-32. ábra
Külföldi telephelyen dolgozók száma a munkaerő-felmérés szerint



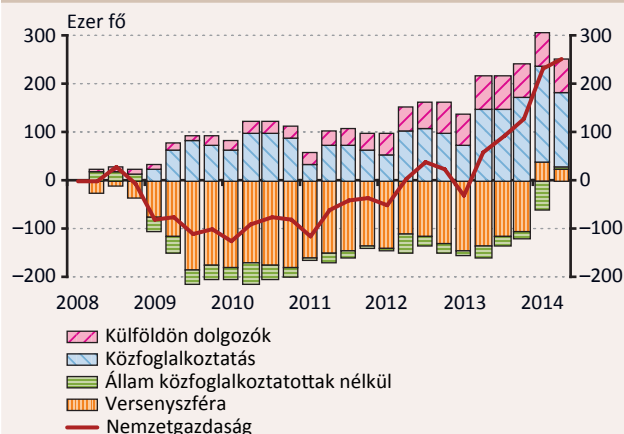
Forrás: KSH (munkaerő-felmérés).

2.4.2. A FOGLALKOZTATÁS A KIBOCSÁTÁSNÁL KEDVEZŐBBEN ALKULT A VÁLSÁG ÓTA

2008 végén a kereslet visszaesésével a vállalatok munkaerőigénye is jelentősen csökkent. Ennek köszönhetően 2008 és 2010 között mintegy 150 ezer fővel csökkent a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma. A foglalkoztatás szintje 2010-ben érte el a mélypontját, néhány negyedévvvel később, mint a GDP. Ezt követően, a gazdasági növekedés újraindulását követve elindult a foglalkoztatottak számának bővülése is. 2012 első felében a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma elérte a válság előtti szintet, 2014-re pedig 4 millió fölé emelkedett a foglalkoztatottak száma. A nemzetgazdasági foglalkoztatás bővülésében fontos szerepet játszottak az állami közmunkaprogramok. Emellett számottevően nőtt a külföldön dolgozók száma. Megbízható statisztikával az

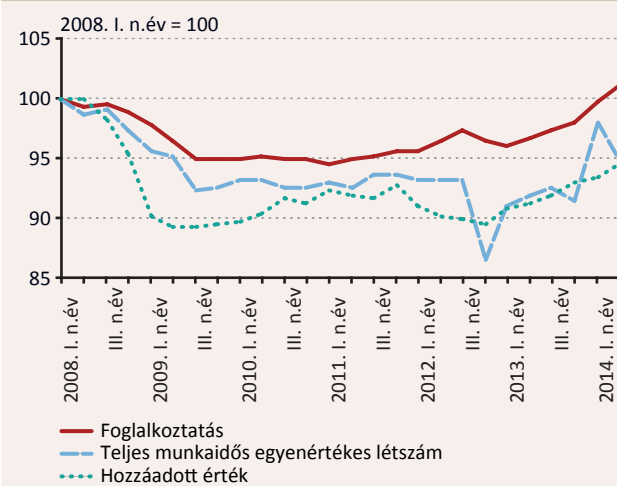
átmenetileg külföldi telephelyen dolgozókról rendelkezünk, az ő számuk kb. 60 ezerrel nőtt a válságot követő években. A hazai versenyszektorban mérsékeltebb volt a létszámnövekedés. A versenyszektorban foglalkoztatottak száma tartósan elmaradt a 2008 előtt megfigyelt szintektől, csak 2014 elején haladta meg azt.

2-33. ábra
A foglalkoztatottság változásának szerkezete 2008 első negyedéhez képest



Forrás: KSH (munkaerő-felmérés).

2-34. ábra
Foglalkoztatás és hozzáadott érték alakulása a versenyszférában 2008 óta



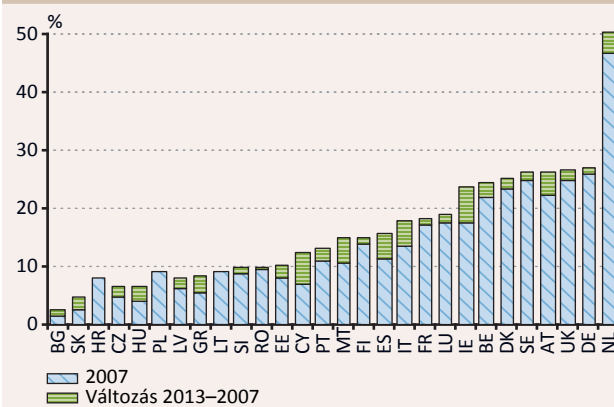
Forrás: KSH.

A nemzetgazdaságban felhasznált munka tényleges mennyiségéről a foglalkoztatottak létszámadatai helyett pontosabb képet ad a **teljes munkaóratömeg**. Az egy munkavállaló által ledolgozott munkaórák számát is figyelembe véve **még 2014-ben is a válság előtti szint alatt maradt** a munkakereslet. A **növekvő foglalkoztatást** ugyanis az **egy fő által átlagosan ledolgozott munkaórák számának csökkenése** kísérte. A le-

dolgozott órák számának mérséklődéséhez hozzájárult a teljes munkaidőben foglalkoztatottak óraszámának csökkenése, valamint a részmunkaidős foglalkoztatás terjedése is.

A válság előtt a részfoglalkoztatás nagyon ritka volt Magyarországon, 2007-ben az alkalmazottak alig 5 százaléka volt részmunkaidős, míg nyugat-európai országokban akár 20 százalékot meghaladó részarányok is megfigyelhetők. A részmunkaidős foglalkoztatás hiánya összefüggött egyes csoportok (pl. fiatalok, kisgyermekes nők) alacsony aktivitási rátájával is. **A részfoglalkoztatás válság utáni elterjedésében ciklikus és trendszerű hatások is szerepet játszottak.** A feldolgozóiparban a munkaerő-tartalékolás (*labour hoarding*) lehetett a fő motiváció: ha az alkalmazottak elbocsátása, illetve felvétele költséges, akkor a kereslet átmeneti visszaesése esetén nem célszerű megválni a legjobban képzett munkaerőtől. Ekkor célszerűbb lehet az alkalmazottak munkaóráinak átmeneti csökkentése. A szolgáltatászektorban inkább tartós, strukturális változások következtek be: a vállalatok munkakereslete eltolódhatott a rugalmasabb munkaidejű foglalkoztatás felé, amely megkönnyíti a részmunkaidős foglalkoztatást is (bővebben lásd Bodnár, 2014). Ezt a folyamatot segíthette az új Munka törvénykönyve is, amely megkönnyítette bizonyos rugalmas munkavégzési formák alkalmazását.

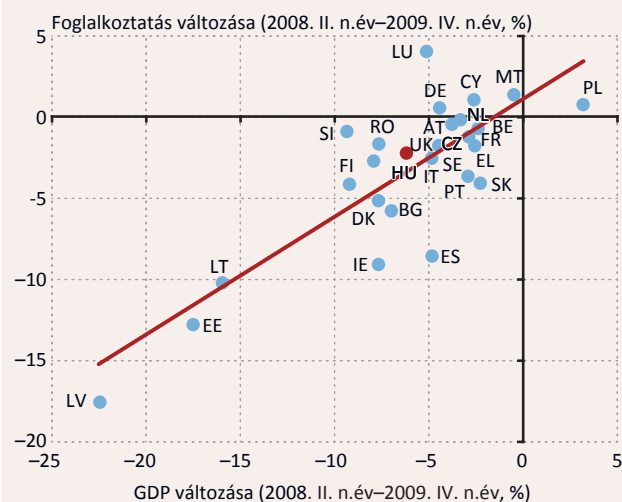
2-35. ábra
A részmunkaidősök arányának változása



Forrás: Eurostat.

A hazai foglalkoztatás európai összehasonlításban kevésbé reagált a 2009. évi recesszióra: a foglalkoztatás nem csökkent olyan mértékben, ahogyan azt a kereslet visszaesése indokolta volna. A pénzügyi válságokkal kísért recessziókat általában tartósan magas munkanélküliség (foglalkoztatás nélküli kilábalás, *jobless recovery*) követi. Magyarországon ezzel szemben a **foglalkoztatás hamarabb érte el a válság előtti szintet, mint a kibocsátás.**

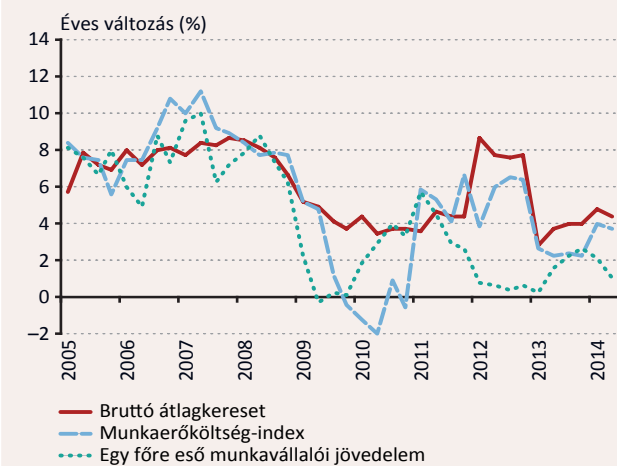
2-36. ábra
A GDP és a foglalkoztatás visszaesése a válság során az EU országokban



Forrás: Eurostat.

A relatíve mérsékelt foglalkoztatási áldozatban a munkapiaci intézmények (és reformintézkedések) fontos szerepet játszottak. Egyrészt elősegítették a reálbérek alkalmazkodását, másrészt hozzájárulhattak a rész-munkaidős foglalkoztatás terjedéséhez, végül közép-távon ösztönözhetik a munkahelyteremtést.

2-37. ábra
Különböző bérmutatók alakulása a versényszférában

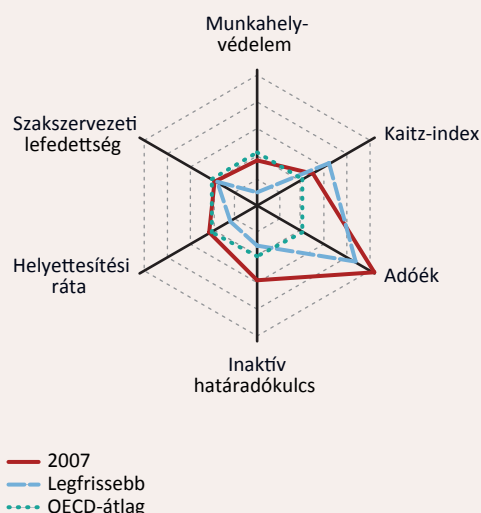


Forrás: Eurostat, KSH.

Calvo és szerzőtársai (2012) szerint pénzügyi válságok után a magasabb infláció erősebb reálbér-alkalmazkodással és kisebb foglalkoztatási áldozattal (*wageless recovery*) jár együtt, míg alacsony infláció mellett a foglalkoztatási áldozat nagyobb (*jobless recovery*). A magyar vállalatok alkupoziója erős a bérmegállá-

pítás során: a bérezés nincs központilag szabályozva, az inflációkövetés alkalmazása ritka, a szakszervezetek néhány ágazat kivételével gyengék, végül az elbocsátást korlátozó szabályok a legenyhébbek közé tartoznak Európában. Gál és szerzőtársai (2013) vizsgálata szerint 20 OECD-tagország közül Magyarországon volt a legnagyobb a reálbér-alkalmazkodás 2008 után, miközben a létszám-alkalmazkodás a harmadik legkisebb volt. A reálbér-alkalmazkodásban nemcsak a nominális bérek visszafogása játszott szerepet, hanem a munkaadói járulékok csökkentése, valamint az árfolyamleértékelődés (és az indirektadó-emelések) nyomán 2009-ben emelkedő infláció is.

2-38. ábra
Magyarországi munkapiaci intézmények nemzetközi összehasonlításban



Megjegyzés: Munkahelyvédelem = munkavállalók elbocsátását korlátozó szabályok indikátora (EPL, a magasabb érték szigorúbb szabályozást jelent). Kaitz-index = minimálbér és medián bér aránya. Adóék = a munkát terhelő adók és járulékok aránya, átlagbéren számítva. Inaktív határadókulcs = egy inaktív személy munkába állásakor a munkajövedelmet terhelő marginális adókulcs (az OECD által számított különféle jövedelmi helyzetekből átlagolt érték). Helyettesítési ráta = munkanélküli-segély a munkajövedelem arányában (nettó, állásvesztés utáni első évben, az OECD által számított különböző jövedelmi helyzetekből átlagolt érték). Szakszervezeti lefedettség = szakszervezeti tagok az alkalmazottak számának arányában. Az egyes indikátorokat sztenderdizáltuk, így az OECD-átlagtól vett eltérést mutatják, szóráspontban. Az ábrán egy osztásköz 0,5 szórányi távolságot jelez, az értékek a középponttól távolodva növekednek.

Forrás: OECD.

Egyes munkapiaci intézmények a válság előtt érdeemben visszafoghatták a munkahelyteremtést, ám a válság után több tekintetben előrelépés történt. Nemzetközi összevetésben magas volt a munkabérre rakódó adó- és járulékteher. Továbbá a minimálbér átlagbérhez viszonyított nagysága (a Kaitz-index) is

magas volt a 2000-es években. Az szja-rendszer és a szociális támogatások átalakítása révén a munkaadóterhe mérséklődött. Ezzel szemben a Kaitz-index relatíve magas maradt.

A részmunkaidős foglalkoztatás terjedéséhez a munkapiaci intézményrendszer változásai is hozzájárulhattak, bár az egyes intézkedések hatásairól egyelőre nem rendelkezünk részletes információval. A 2010-ben bevezetett egyszerűsített foglalkoztatás csökkentette az alkalmi munka adminisztrációs terheit, a munkakörmegosztást (egy munkakört többen töltenek be) járulékkedvezmény támogatták, valamint rugalmasabbá vált a munkaórák szabályozása.

A munkapiaci intézmények a válság utáni kilábalás foglalkoztatási folyamatait is befolyásolják. Bernal–Verdugo és szerzőtársai (2013) eredményei szerint a rugalmasabb munkapiaccal rendelkező országokban a bankválság foglalkoztatási áldozata rövid távon ugyan erősebb, de középtávon mérsékeltebb. Például az elbocsátás feltételeinek szigorú szabályozása először enyhíti az állásvesztés kockázatát, ám

hosszabb távon eltántorítja a cégeket a foglalkoztatás bővítésétől. Emellett a bőkezű szociális segélyek csökkenthetik az álláskeresés intenzitását, és emelhetik a munkanélküliek rezervációs bérét (azt a legalacsonyabb bérszintet, amely mellett elfogadnak egy állásajánlatot). Magyarországon az elbocsátások szabályozása már a válság előtt is enyhe volt, és az új Munka törvénykönyvével tovább lazult. A munkanélküli segély időtartama rövidült, a (rokkant,- illetve öregségi) nyugdíjazás, a táppénz és a szociális segélyezés feltételei pedig szigorodtak. Mindezek hatására **a válság óta az intézményi feltételek tekintve tovább erősödött a munkapiaci rugalmasság.** Mindez középtávon segítheti a munkahelyteremtést. Emellett **a személyijövedelemadó-rendszer átalakításával** a termelékenyebb, magasabb jövedelmű munkavállalók marginális (a többletjövedelemre eső) adókulcsa jelentősen csökkent, ami **többleterőfeszítésre ösztönözheti az alkalmazottakat.** Benedek és szerzőtársai (2012) mikroszimulációs modellel végzett számításai szerint a 2010 utáni adó- és transzferváltozások hosszú távon akár 2,5 százalékos foglalkoztatásbővülést eredményezhetnek.

2.5. Kínálati oldali folyamatok

A kereslet visszaesését és szerkezeti változásait a gazdaság kínálati oldala is lekövette. A belső kereslet visszaesése és a relatíve kedvező exportteljesítmény miatt a kibocsátás szerkezete a külkereskedő ágazatok irányába tolódott el a válság után. Másrészt a kihasználatlan kapacitások, a hitelezési korlátok és a munkakínálat bővítését célzó intézkedések összességében növelhették a termelés munkaintenzitását. A következőkben e folyamatokat vizsgáljuk részletesebben.

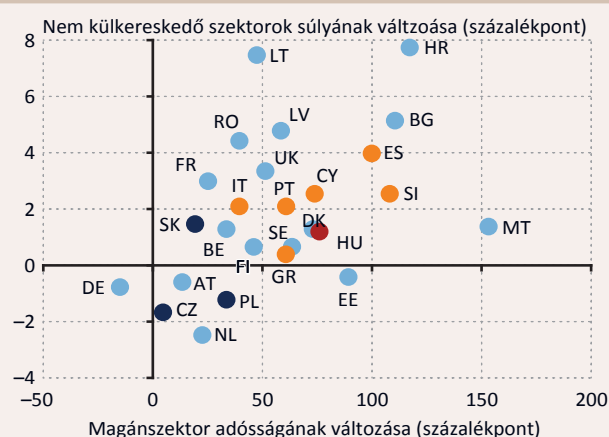
2.5.1. SZERKEZETVÁLTÁS A KÜLKERESKEDŐ ÁGAZATOK IRÁNYÁBA

A válság előtti éveket a belső keresletre termelő szektorok térnyerése jellemezte, míg 2008 óta nőtt az exportorientált ágazatok részaránya. Ez Európa-szerte megfigyelhető jelenség. A nem külkereskedő szektorok bővülése részben természetes folyamat: a gazdaságok szerkezete fokozatosan változik, a főleg hazai piacra termelő szolgáltató ágazatok súlya trendszerűen növekszik. Ugyanakkor a nem külkereskedő szektorok növekedéséhez hozzájárulhatott a magánszektor eladósodása is: az ingatlanhitelezés elősegíthette az építőipar gyors növekedését, a fogyasztási célú hitelezés pedig a kereskedelem és egyéb szolgáltató ágak bővülését. Végül a hitelezés bővülése automatikusan emelte a pénzügyi szektorban kimutatott hozzáadott értéket.

A külföld felé felhalmozott adósság visszafizetését a reálgazdaság oldaláról az biztosítja, ha az erőforrások a külkereskedő (exportőr) ágazatok felé áramlanak. A termelés és az erőforrások átrendeződését a külkereskedő és nem külkereskedő szektorok relatív árának változása ösztönzi.⁴⁵ Ha az exporttermékek relatív ára növekszik a nem kereskedelmi képes termékekhez képest, az fékezi a belföldi felhasználást és ösztönzi az exportot, ezáltal segíti a külső egyensúlyi pozíció javulását. Ezért azokban az országokban, ahol a válság előtt jelentősebb adósságállományok halmozódtak fel, a nem külkereskedő szektorok jelentősége csökkenni kezdett a válság óta.

2-39. ábra
A magánszektor adósságának változása és a nem külkereskedő szektorok térnyerése az EU országokban 2000–2008 között

(a GDP arányában)

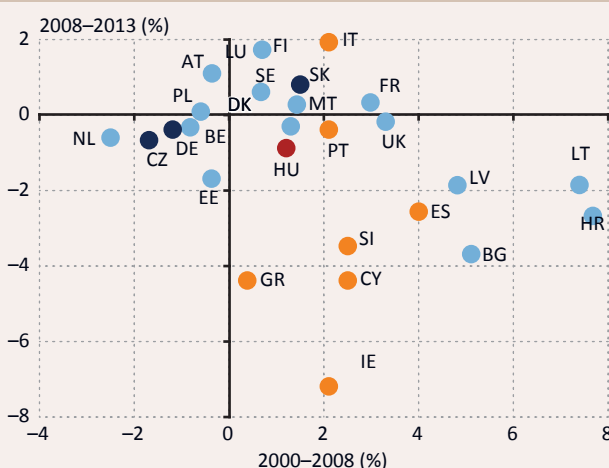


Megjegyzés: Nem külkereskedő (non-tradable) ágazatok = kereskedelem, vendéglátás, szállítás, pénzügy, ingatlan, egyéb személyes szolgáltatás. Adósság = hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok + hitelek, nem konszolidált adatok.

Forrás: Eurostat.

2-40. ábra
A nem külkereskedő szektorok súlyának változása az EU országokban 2000–2013 között

(a GDP arányában)



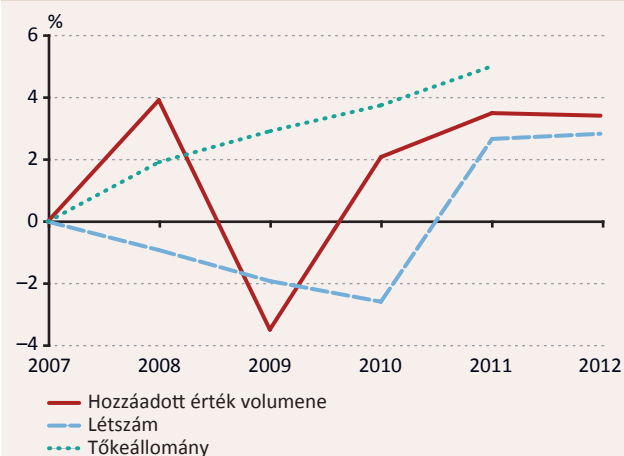
Megjegyzés: Nem külkereskedő (non-tradable) ágazatok = kereskedelem, vendéglátás, szállítás, pénzügy, ingatlan, egyéb személyes szolgáltatás.

Forrás: Eurostat.

⁴⁵ Ennek modellszerű leírását adja Benczúr–Kónya (2013).

2-41. ábra
Hozzáadott érték és a felhasznált termelési tényezők arányának változása 2007 óta

(külkereskedő/nem külkereskedő)

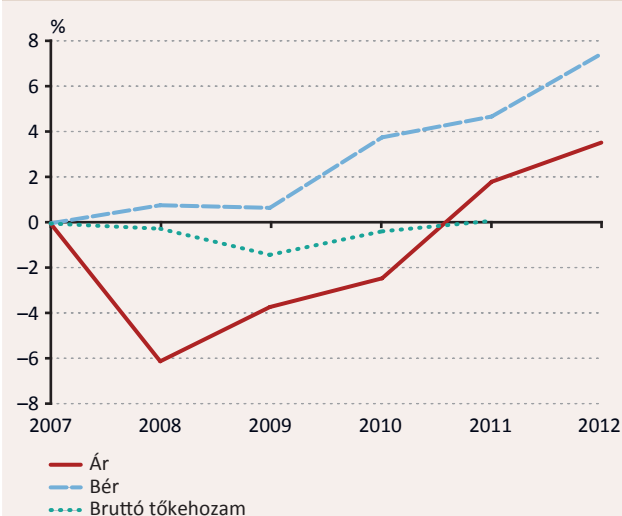


Megjegyzés: Nemzeti számla adatok alapján. Külkereskedő = mezőgazdaság, ipar, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, szállítás és raktározás, információ-kommunikáció, szakmai, műszaki, tudományos szolgáltatás, adminisztratív szolgáltatás. Nem külkereskedő = építőipar, kereskedelem és javítás, pénzügy, ingatlan, egyéb személyes szolgáltatás.

Forrás: KSH.

2-42. ábra
A kibocsátás és a termelési tényezők relatív árának változása 2007 óta

(külkereskedő/nem külkereskedő)



Megjegyzés: Nemzeti számla adatok alapján. Külkereskedő = mezőgazdaság, ipar, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, szállítás és raktározás, információ-kommunikáció, szakmai, műszaki, tudományos szolgáltatás, adminisztratív szolgáltatás. Nem külkereskedő = építőipar, kereskedelem és javítás, pénzügy, ingatlan, egyéb személyes szolgáltatás.

Forrás: KSH.

A szerkezetváltást segítő fontos mechanizmus az **árfolyam leértékelődése**, amely emeli az exporttermékek hazai valutában kifejezett árát. Emellett Magyarország esetében a **költségvetési politika is elősegíthette az erőforrások ágazatok közti átrendeződését**. A fogyasztási adók emelése és a munkát terhelő adók egyidejű csökkentése az árfolyam-leértékeléshez hasonló reálgazdasági következményekkel járhat (Farhi et al, 2014). Emellett az egyes ágazatokat terhelő válságadók is jellemzően a nem exportőr szektorokat érintették.

A termelés ágazati átrendeződése a reálváltozókon és az árakon is érzékelhető volt a válság óta. 2012-re érzékelhetően nőtt a kereskedelemképes ágazatok részaránya a hozzáadott értékből, a tőkeállományból és a foglalkoztatásból. Eközben a kereskedelemképes ágazatok relatív bérszintje közel 8 százalékkal emelkedett. Az ágazatok közti átrendeződés a következő években folytatódhat, mivel a külső adósság leépítése jellemzően hosszabb időt vesz igénybe, valamint a termelő erőforrások átáramlása is csak fokozatosan történik meg.

2-3. keretes írás

A hazai export versenyképessége

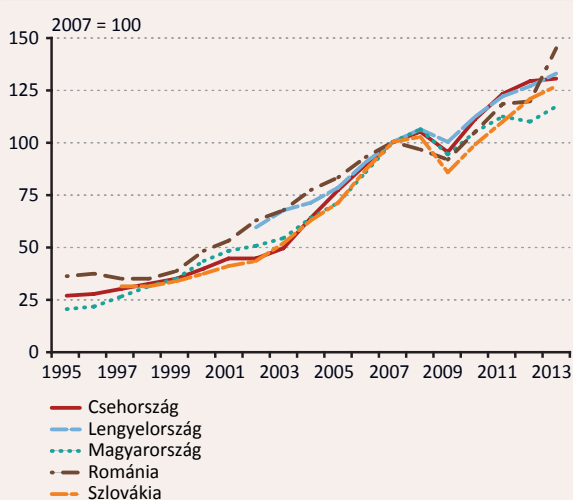
Az export érdemben meghaladja a válság előtt megfigyelt szintet. A 2007–2008-ban kezdődött globális pénzügyi válság a nemzetközi kereskedelem visszaesését eredményezte, illetve a növekedés üteme a válság mélypontja óta alacsonyabb, mint korábban volt. Az európai országok többségében az export szintje már meghaladja a válság előtt megfigyelt értékeket. Ez igaz a hazai exportra is, mind volumenben, mind folyó áron mérve. A régiós országok adataihoz mérve azonban a magyar export kevésbé tudott bővülni (2-43. ábra).

A hazai export piaci részesedése 2006 után gyengült. Az export piaci részesedése – amely a versenyképesség egyik legfőbb mutatója lehet – a 2000-es évek elejéig gyors növekedést mutatott. A válság előtti években a növekedés üteme már abszolút értelemben és a régiós versenytársakhoz képest is lassult, majd a válságot követően 2013-ig csökkent az exportpiaci részesedés (2-44. ábra).

2-43. ábra

Az export volumenének alakulása a kelet-közép-európai országokban

(áru- és szolgáltatásexport)

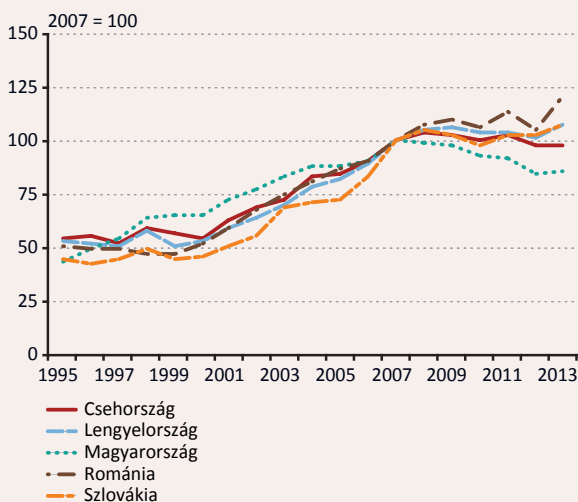


Forrás: Eurostat.

2-44. ábra

Exportpiaci részesedés

(áru- és szolgáltatásexport, folyó áron)



Forrás: WTO.

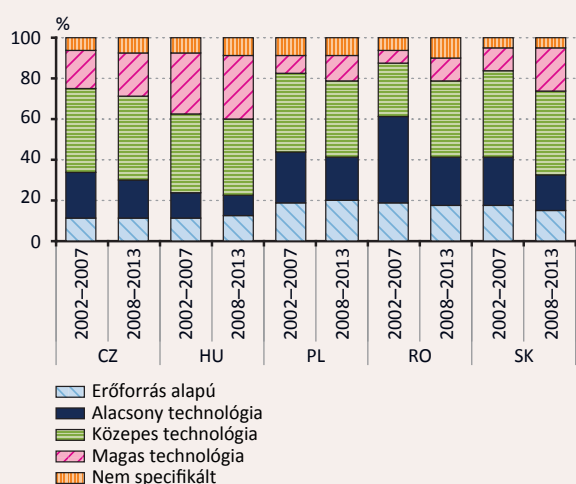
A piaci részesedés alakulása részben a feldolgozóipar szektorális átalakulásával függ össze. Az elektronikai ágazatban számottevő kapacitások szűntek meg, amit főként a szektor meghatározó vállalatainak (pl. Nokia, Elcoteq) globális problémái magyaráztak. A szektorban megszűnő kapacitások kb. 3 százalékkal vethették vissza az export volumenét 2010–2013 között. Ezzel szemben az újonnan létrejött autóiipari kapacitások főként 2013-tól álltak üzembe. A meglévő kapacitások leépülésének hatásai gyorsabban jelentkeztek a termelési indikátorokban, mint az új beruházások megvalósulása és a kapacitások termelésbe állása. Emiatt a feldolgozóiparon belüli szerkezetváltás rövid távon romló exportpiaci részesedést eredményezett, hosszabb távon azonban az új autóiipari egységek termelése az exportpiaci részesedést növelheti⁴⁶. Ez 2013-ban már meg is valósult az Európai Unió felé, a világ külkereskedelmében azonban még nem tudott növekedni a hazai export súlya, amely az uniós és a világszintű gazdasági növekedés eltérő ütemével magyarázható.

⁴⁶ Magyar Nemzeti Bank (2014): Inflációs jelentés, 2014. március, 1-3. keretes írás

A hazai exporttermékek minősége régiós összevetésben jó, árszintjük magas. A hazai exporttermékek ára az elmúlt egy évtizedben stagnált, miközben a régiós versenytársak növelni tudták exportárait. Ez vélhetően elsősorban annak a következménye, hogy a hazai exporttermékeket tartósan magas áron értékesítik, miközben a régiós országok ehhez az árszinthez fokozatosan felzárkóztak. Az exportpiaci termékek egységértéke különösen az Európai Unión belüli kereskedelem esetében magas, amely a kivitelt döntő részét adja. A magas árszint a hazai exporttermékek relatív jó termékszerkezetét tükrözheti. Az exportminőség relatív javulása különösen látványos volt a 2000-es évek elejéig⁴⁷. Ezt követően a többi régiós ország is felzárkózhatott, ami hozzájárulhatott exportár indexük gyorsabb növekedéséhez. Benkovskis – Rimgailaitė (2011)⁴⁸ vizsgálatai szerint a hazai export minősége, változatossága a régiós versenytársakéhoz hasonló, illetve jelentősen növekedett 1999 és 2009 között. Számításaink alapján a régióban a hazai áruexportban a legnagyobb a magas technológiatartalmú termékek aránya, ami

2-45. ábra

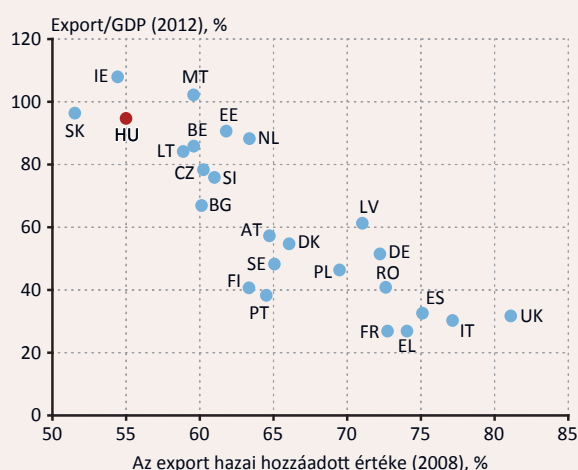
Az áruexport csoportosítása technologiaigény alapján



Forrás: Eurostat.

2-46. ábra

Az export hazai hozzáadott értéke és aránya a GDP-hez képest



Forrás: Eurostat, OECD TIVA.

szintén a minőség egyik mutatója lehet (2-45. ábra). Az Európai Bizottság 2014-es jelentése az export minőségéről⁴⁹ azt találta, hogy a hazai export minősége a régióban az egyik legjobb volt a válságot megelőzően és a rangsorban előrébb lépett 2011-re.

A gazdaság nagymértékű nyitottsága ellenére az export hazai hozzáadott értéke viszonylag alacsony (2-46. ábra). Magyarország gazdasági nyitottsága jelentős. Mivel a globális kereskedelem növekedési üteme alacsonyabb, mint a válság előtt volt, ezért az export növekedési hozzájárulásának növelését elsősorban az export hazai hozzáadottérték-tartalmának emelése támogathatja.

Az export hazai hozzáadott értékének növelése részben a beszállítói kapcsolatok erősítésével valósítható meg. Az export alacsony belföldi hozzáadottérték-tartalmának egyik magyarázata a külkereskedelem nagyfokú koncentráltasága. Az export 80 százalékát a vállalatok körülbelül 5 százaléka bonyolítja le⁵⁰. Ezek többsége nagy multinacionális cég, amelyek globális szinten optimalizálják a termelést. A globális

⁴⁷ Hallak, Juan Carlos–Schott, Peter K. (2008): Estimating Cross-Country Differences in Product Quality, NBER Working Paper, 13807

⁴⁸ Benkovskis, Konstantins – Rimgailaitė, Ramune (2011): The quality and variety of exports from the new EU member states. Evidence from very disaggregated data, Economics of Transition, Volume 19(4) 2011, 723–747

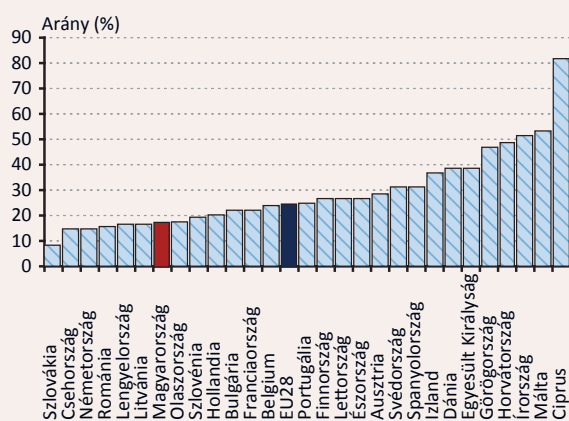
⁴⁹ Vandenbussche, Hylke (2014): Quality in Exports, European Commission, Economic Papers 528.

⁵⁰ Békés Gábor–Halpern László–Muraközy Balázs (2013): Külkereskedelem és a vállalatok közötti különbségek, Közgazdasági Szemle, LX. évf., 2013. január (1-24. oldal)

termelési láncokba más kelet-közép-európai országokhoz hasonlóan leginkább a láncolat alacsonyabb hozzáadott-értékkel működő fázisaiban csatlakoztunk, ami magas importtartalmú termelést eredményezett. Bár egyes elemzések a közvetlen tőkebefektetések belföldi vállalatokra gyakorolt pozitív hatását is kimutatták⁵¹, ez nem szüntette meg a hazai gazdaság erőteljes dualitását. A kisebb vállalatok kevésbé aktívak a külkereskedelemben, illetve termelékenységük is elmarad a külkereskedő nagyvállalatokétól. A lemaradás különösen jelentős a feldolgozóipari vállalatok esetében, ahol a KKV-k termelékenysége a nagyvállalatokénak mindössze 20-50 százaléka. Mindez arra utal, hogy a hazai gazdaságot erős dualitás jellemzi, amely hosszabb távon akadálya lehet a termelékenységnövekedésnek és az export versenyképesség javulásának is. A belföldi beszállítók nagyobb mértékű, és magasabb hozzáadott-értékű fázisokban történő részvétele a globális termelési láncokban az export hazai hozzáadott értékének növekedését eredményezné, ami a hazai kis- és középvállalatok termelékenységét is növelheti.

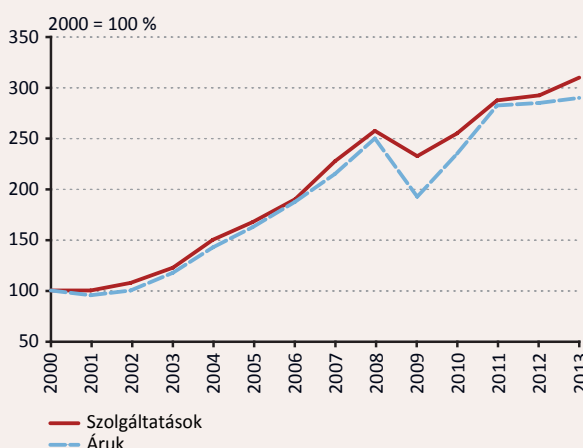
A szolgáltatásexport arányának növelése is az export hazai hozzáadottérték-tartalmának emelkedését eredményezheti. A szolgáltatásexport importtartalma alacsonyabb, mint az áruexporté, ezért a szolgáltatásexport arányának növekedése az export hazai hozzáadottérték-tartalmának emelkedésével járna. A szolgáltatásexport jelenleg a teljes kivitel mindössze egyötödét adja. Hasonlóan alacsony arányt figyelhetünk meg a régiós országok esetében (2-47. ábra), ami a szolgáltatások GDP-n belüli alacsonyabb arányával függhet össze. A külkereskedelmi egyenleg szempontjából azonban sokkal nagyobb a jelentősége: 2013-ban a külkereskedelmi egyenleg pozitívumának fele a szolgáltatás-kereskedelemből származott⁵². Ezt elősegítette, hogy a globális pénzügyi válság mélypontját követően a szolgáltatások külkereskedelme – különösen a modern, innovatív szolgáltatások esetében – hamarabb helyreállt, mint az árukereskedelem (4-48. ábra). Mivel a szolgáltatásexport kevésbé érzékeny az üzleti ciklusokra⁵³, ezért a kivitel diverzifikálása a gazdaság ciklikus ingadozásait is tompíthatja.

2-47. ábra
A szolgáltatások aránya az exportban
(2012)



Forrás: Eurostat.

2-48. ábra
A világkereskedelem alakulása



Forrás: WTO.

⁵¹ Halpern László–Muraközy Balázs (2010): Innováció és vállalati teljesítmény Magyarországon, Közgazdasági Szemle, LVII. évf., 2010. április (293–317. oldal)

⁵² Magyar Nemzeti Bank (2014): Inflációs jelentés, 2014. június, 3-2. keretes írás

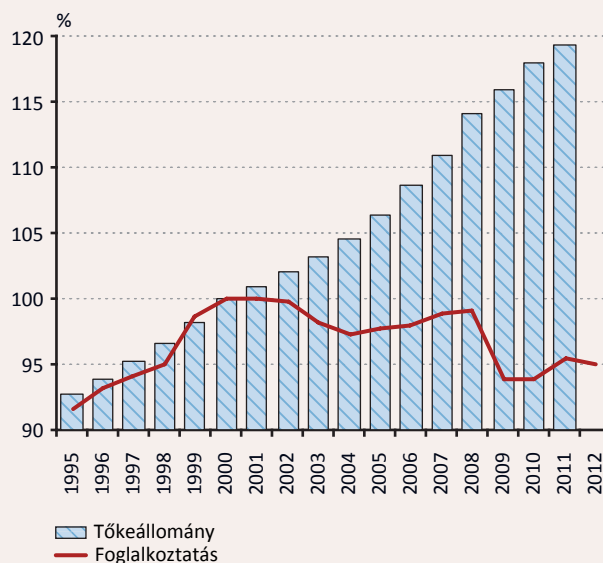
⁵³ Ennek okait lásd Bodnár Katalin–Molnár György–Pellényi Gábor–Szabó Lajos–Várhegyi Judit (2013): A külkereskedelmi egyenleg dinamikája, az export és az import alakulása, MNB Szemle, 2013. október

2.5.2. MUNKAINTENZÍVEBBÉ VÁLÓ TERMELES

A válság után lelassult a munkatermelékenység növekedési üteme a magyar gazdaságban, amit egyes megfigyelők a versenyképesség romlásaként értelmeztek.⁵⁴ Ám a termelékenység lassulása mögött részben a gazdaság természetes alkalmazkodása állhat: a termelési tényezők relatív árának változását követi a felhasznált tényezők relatív mennyisége. Mivel a válság óta a munkaerő olcsóbbá vált a tőkéhez képest, ezért a termelés munkaintenzívebbé válhatott.

A válságot megelőző évtizedben jelentősen nőtt a magyar gazdaság tőkeintenzitása. A válság előtti években magas, 8-10 százalékos körüli ütemben nőttek a bérek a versenyszektorban. Eközben a tőke nominális hozama a 2000-es évek elején megfigyelt 5 százalékos körüli szintről 8 százalékos közelébe emelkedett.⁵⁵ A munka relatív drágulását a termelés tőkeintenzitásának erőteljes bővülése kísérte. 1999 és 2009 között a munka relatív ára kb. harmadával növekedett, miközben a foglalkoztatás gyakorlatilag stagnált, az egy alkalmazottra eső tőkeállomány pedig negyedével nőtt.

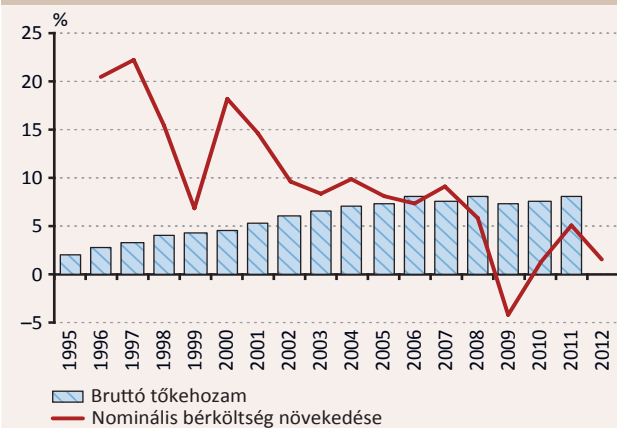
2-50. ábra
Tőkeállomány és foglalkoztatás a versenyszférában
(2000=100%)



Megjegyzés: Nemzeti számla adatok alapján. A tőkeállomány 2005. évi áron számított, a foglalkoztatás a GDP termelésében részt vevők létszáma. A versenyszféra nem tartalmazza a villamosenergia-, gáz-, gőz-, vízellátás és csatornázás, valamint a szállítás-raktározás ágazatot.

Forrás: KSH.

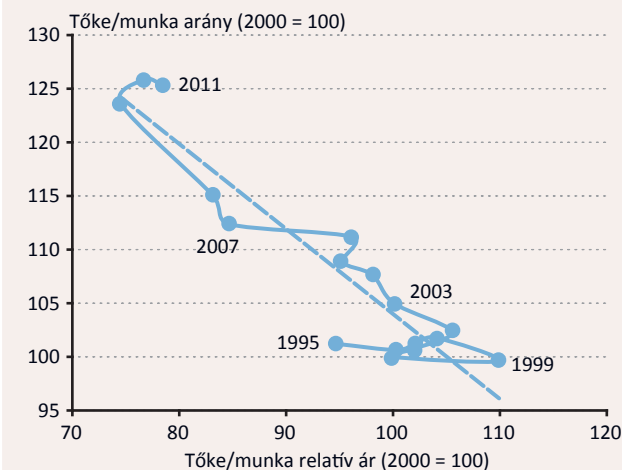
2-49. ábra
A tőke és munka árának alakulása a versenyszférában



Megjegyzés: Nemzeti számla adatok alapján. Bruttó tőkehozam = nominális bruttó működési eredmény és vegyes jövedelem / reál tőkeállomány (2005. évi áron). Nominális bérköltség = munkavállalói jövedelem / GDP termelésében résztvevők létszáma. A versenyszféra nem tartalmazza a villamosenergia-, gáz-, gőz-, vízellátás és csatornázás, valamint a szállítás-raktározás ágazatot.

Forrás: KSH.

2-51. ábra
A tőke és a munka relatív ára és relatív felhasználása a versenyszférában



Megjegyzés: Nemzeti számla adatok alapján. A szaggatott vonal az 1995–2011 közti adatokra illesztett lineáris trend.

Forrás: KSH.

⁵⁴ Lásd pl. ECFIN (2014, 24. o.): „Hungary’s manufacturing productivity growth has also been lagging behind compared to regional peers, i.e. the export performance could have been hindered by supply side constraints.”

⁵⁵ A tőke hozamát a nemzeti számlák alapján, a nominális bruttó működési eredmény és a reál tőkeállomány hányadosaként számítottuk. A vizsgálatot az energetikai és a szállítási ágazatok nélküli versenyszféra adatain vizsgáltuk. E két szektort azért szűrtük ki, mert nagy bennük az állami tulajdonú vállalatok részaránya, melyek beruházási döntései nem feltétlenül függenek a piaci hozamoktól.

A válság óta több tényező is mérsékelte a munka relatív árát. Egyrészt a pénzügyi válság hatására tartósan emelkedett a vállalati hitelek kamatfelára (kb. 100–150 bázisponttal), és a hitelezés nem ár jellegű korlátai is szigorodtak. Másrészt a munkapiaci aktivitás bővítését célzó kormányzati intézkedések, az szja-rendszer átalakítása és az új Munka törvénykönyve mind a bérköltségek mérséklődése irányába hatottak. A tartósan laza munkapiac és a kormányzati intézkedések együttesen járulhattak hozzá a bérdinamika érdemi lassulásához.

2009 óta a korábbi 8-10 százalékos helyett átlag 1–2 százalékos körüli ütemben nőtt a vállalati bérköltség, a munka tőkéhez viszonyított relatív ára pedig kb. 5 százalékkal csökkent. **Ezzel összhangban a tőke-munka arány is stabilizálódott.**⁵⁶ Ezzel a válság utáni évek az 1990-es évek második feléhez hasonló mintázatot mutatnak: akkor a relatív olcsóbbá váló munkaerő mellett a tőkeintenzitás stabilan alakult, a foglalkoztatás pedig a kibocsátással párhuzamosan érdemben bővíthetett.

2-4. keretes írás

A magyar gazdaság teljesítménye alternatív mutatók tükrében

GDI és GNI – a nemzeti számlákból számolható mutatók

A gazdasági növekedés leginkább elterjedt mérőszáma a bruttó hazai termék (GDP), amelyet a bruttó termelési érték és a folyó termelő felhasználás különbözeteként határoznak meg. Ugyanakkor a folyamatok mélyebb megértéséhez és a belföldi jövedelemtulajdonosok helyzetének értékeléséhez egyéb indikátorokat is érdemes megvizsgálni. Magyarországon a megtermelt jövedelmekből jelentős mértékben részesülnek a külföldi jövedelemtulajdonosok, a jelentős külföldi működőtőke beáramlás és a külföld irányába történő eladósodás miatt, miközben az elmúlt években az uniós transzferek beáramlása erősödött és egyre több magyar munkavállaló utalt haza jövedelmeket külföldi munkavállalását követően. Amennyiben a GDP értékét korrigáljuk a nettó külföldi jövedelem átutalásokkal, akkor megkapjuk a bruttó nemzeti jövedelmet (GNI). A GNI alkalmasabb mutatószám, annak vizsgálatára, hogy egy adott ország rezidensei mekkora elkölthető jövedelemtömeg felett rendelkeznek. Egy másik alternatív indikátor a bruttó hazai jövedelem (GDI) azt ragadja meg, hogy az exportárak és importárak egymáshoz viszonyított alakulása, pozitív vagy negatív irányban járul hozzá a hazai jövedelemtulajdonosok jólétéhez. Míg a GDI koncepcióban hasonló a GDP-hez és csupán a relatív kereskedelmi árváltozásokra kontrollál a GNI mutató fontos különbségekre világít rá.

2-1. táblázat

Növekedési mutatók Magyarországon
(átlagos éves változás)

	GDP változása	GDI változása	GNI változása	GNI-GDP különbség
2004–2008	2,9	2,3	2,5	–0,4
2009	–6,6	–5,7	–5,0	1,6
2010–2013	0,7	0,3	1,1	0,4

Forrás: MNB, KSH.

A válságot megelőző években a GDP mind a GDI, mind a GNI mutatónál gyorsabb növekedést mutatott (2-1. táblázat). A GDI esetében az alacsonyabb növekedés oka a nyersanyag-ár emelkedés következtében jelentkező cserearány-romlás, míg a GNI esetében a hazánkban működő külföldi tulajdonú vállalatok profitrealizálása és az egyre növekvő külső adósság romló kamategyenlege okozta a mérsékeltebb dinamikát.

A válság évében valamennyi mutató jelentős visszaesést mutatott, ám a hazai jövedelemtulajdonosok helyzete kevésbé romlott mint az a GDP mutatta. Ennek oka részben a csökkenő világpiaci nyersanyagárak és a ciklusos okok miatt – különösen a külföldi tulajdonban lévő, nagy exportáló vállalatok esetében – romló profitabilitás, valamint a változó adókörnyezet voltak. A GNI esetében a GDP-t felül-

⁵⁶ A tőke-munka aránynak elvileg csökkennie kellene, ha a munka relatív ára csökken. Ugyanakkor a tőkeállomány alkalmazkodása aszimmetrikus lehet, mivel a létező tőkeállományt nehezebb leépíteni, mint új beruházásokat eszközölni (lásd pl. Caballero et al., 1995).

múló növekedés a kilábalási periódusban is jellemző maradt. Ehhez az említett hatások mellett az erősödő EU-s forrás-beáramlás és a külföldön dolgozó magyar munkavállalók növekvő jövedelmehazautalásai is hozzájárultak. **A válság kitöréséhez képest a GDP mintegy 1,5 százalékkal nőtt a munkajövedelmek egyenlege 2013-ra** (2-46. ábra).

A GNI-GDP különbség esetében a folyamatokat régiós összehasonlításban is megvizsgáltuk (2-47. ábra). Az elmúlt két évtizedben az országok többségében hasonló trendfolyamatok játszódtak le. A válság kitöréséig – különböző mértékben, de – trendszerűen nőtt a GDP és GNI közti különbség, amely átmenetileg, a vállalatok romló profitabilitása miatt mérséklődött 2008–2010 között, ám a konjunktúra lassú helyreállásával párhuzamosan újra többnyire a válság előtti tendenciáknak megfelelő GNI/GDP arányokat figyelhetjük meg. Ez utóbbi visszarendeződés alól Magyarország kivételt jelent. **Hazánk esetében a válság előtti szinthez képest mérséklődött a GNI/GDP különbség.**

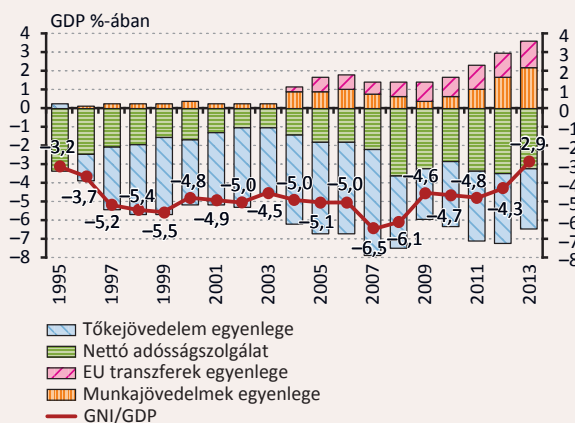
Hosszabb időszakot áttekintve, két fontos megállapítást tehetünk. Egyrésztől Magyarország bruttó nemzeti jövedelme a GDP-arányában a teljes időszak alatt 2-3 százalékponttal elmarad a régiós átlagtól. Ez a különbség csak az időszak végén (2012–2013) mérséklődött érdemben, amit elsősorban a növekvő uniós forrásfelhasználás és az emelkedő hazautalt jövedelmek magyaráznak. A múltbeli jelentős különbséget elsősorban a kiinduló magasabb külső adósságállomány és ezzel kapcsolatos kamatfizetési kötelezettség, továbbá a régiós országoknál korábban megtörtént nagyütemű FDI-beáramlás magyarázza. Előretekintve a nettó külső adósság mérséklődésével párhuzamosan a kamatterhek is mérséklődhetnek, ami tartósan csökkentheti a GNI/GDP különbséget.

LPI és HDI – egyéb fejlettségi mutatószámok

A hagyományos nemzeti számlákból kalkulálható mutatószámok mellett, egyéb nem tisztán gazdasági szempontokat figyelembe vevő indikátorokat is vizsgálhatunk. Ezen mutatók olyan dimenziókban is rangsorolják az egyes országokat mint az életminőség, a jövő generációkra háruló költségek, a pénzben nem kifejeződő munka vagy a környezet terhelése. Ezen mutatók többsége jelenleg többféle módszertani kihívás mellett értelmezhető (idősorok rövidsége, módszertan összehasonlíthatósága, vizsgált országok körének változása), ugyanakkor a régiós és hasonló fejlettségű országokkal való összehasonlítás releváns lehet általuk.

2-52. ábra

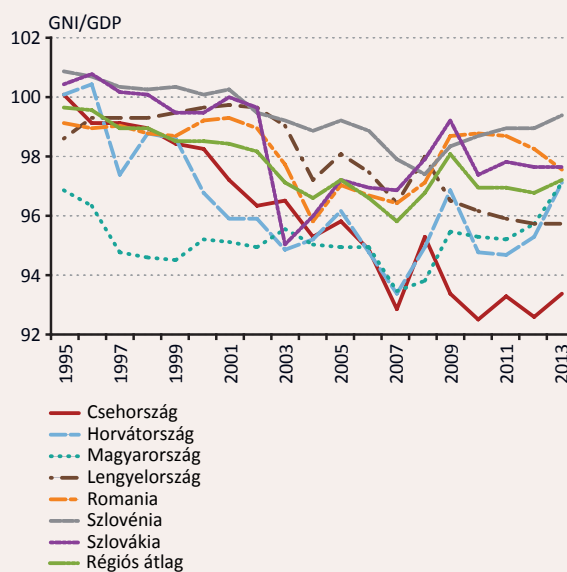
Magyarország GDP és GNI eltérésének dekompozíciója



Forrás: MNB.

2-53. ábra

GDP/GNI ráták alakulása a régióban

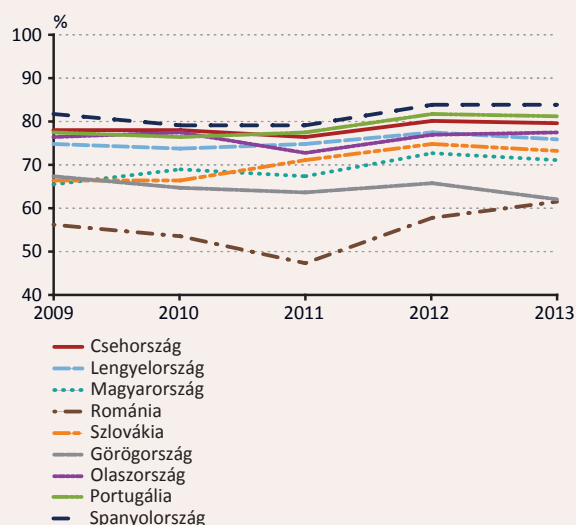


Forrás: Eurostat.

A londoni Legatum Intézet indexe (LPI) 89 különböző változóból épül fel, amelyek nyolc gazdasági teljesítménnyel és jólléttel összefüggő kategória alá sorolhatók be (gazdaság, vállalkozások és lehetőségek, kormányzás, társadalmi tőke, személyes szabadság, oktatás, egészség, biztonság). Az intézet az index alapján 2009 és 2011 között 110, majd ezt követően 142 országot rangsorol minden évben. Magyarországot globális rangsorban elfoglalt helye a vizsgált időszakban enyhén javult. Míg 2009-ben a 41. helyet foglalta el az akkor vizsgált 110 országból, addig 2013-ban már a 38. helyen végzett a 142 országot listázó rangsorban, azonban eredményünk továbbra is elmarad a régiós gazdaságok esetében megfigyelt értékektől (2-48. ábra).

2-54. ábra

A Legatum Prosperity Index (LPI) globális rangsorában elfoglalt relatív pozíció változása

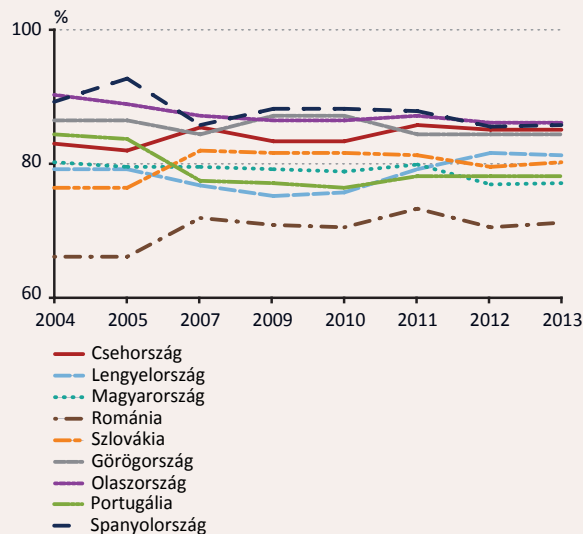


Megjegyzés: LPI relatív pozíció: a rangsorban megelőzött országok számának aránya a teljes sokaságban (%) (A rangsorolt országok köre időben változott).

Forrás: Legatum Institute, 2013: The Legatum Prosperity Index.

2-54. ábra

A Humán Fejlettségi Mutató (HDI) globális rangsorában elfoglalt relatív pozíció változása



Megjegyzés: HDI relatív pozíció: a rangsorban megelőzött országok számának aránya a teljes sokaságból (%) (A rangsorolt országok köre időben változott); Az ENSZ 2006 és 2008 évekre nem közölt HDI értéket.

Forrás: Egyesült Nemzetek Szervezete: Emberi Fejlesztési Jelentés 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2007/2008, 2006.

Az ENSZ a Humán Fejlettségi Mutatót (Human Development Index, HDI) Fejlesztési Programja keretében 1990 óta éves rendszerességgel, az Emberi Fejlesztési Jelentésben publikálja. Az index a bruttó hazai termék egyik leggyakrabban használt kiegészítő mutatója, mely az emberi jólét fogalmát és a társadalmi előrehaladás folyamatát a GDP-nél szélesebb körben értelmezi. A mutató többek között a várható átlagos élettartamot, az oktatásban eltöltött évek számát és a hazai jövedelemtulajdonosok jövedelmét kifejező GNI-mutatót is felhasználja. 2013-ban hazánk a 43. helyet foglalta el a vizsgált 187 országból. Relatív helyzetünk enyhén romlott a válság óta, és régiós összevetésben hasonló képet mutat, mint az LPI-indikátor esetében (2-49. ábra).

HIVATKOZÁSOK

- BAKKER, B. B. – ZENG, L. (2013): *Dismal Employment Growth in EU Countries: The Role of Corporate Balance Sheet Repair and Dual Labor Markets*, IMF Working Papers, WP/13/179, International Monetary Fund, Washington D.C.
- BAUER P. – ENDRÉSZ M. – KISS R. – KOVALSZKY ZS. – MARTONOSI Á. – RÁCZ O. – SCHINDLER I. (2013): *Túlzott lakossági eladósodás: okok, trendek, következmények*, MNB-szemle, október (különszám), Magyar Nemzeti Bank.
- BENCZÚR P. – KÓNYA I. (2013): *Kamatfelár, hitelválság és mérlegalkalmazkodás egy kis, nyitott gazdaságban*, Közgazdasági Szemle, 60. évf. 9. sz., 940–964.
- BENEDEK D. – KÁTAY G. – KISS Á. (2012): *Az adóváltozások hatásainak elemzése mikroszimulációs modellek segítségével*, in: Fazekas K. – Benczúr P. – Telegdy Á. (szerk.): *Munkaerőpiaci tükrő 2012*, MTA KTI – Országos Közfoglalkoztatási Közhasznú Nonprofit Kft., Budapest, 119–137.
- BERNAL-VERDUGO, L. E. – FURCERI, D. – GUILLAUME, D. (2013): *Banking Crises, Labor Reforms, and Unemployment*, Journal of Comparative Economics, Vol. 41 No. 4, 1202–1219.
- BODNÁR K. (2014): *Részmunkaidős foglalkoztatás a válság alatt*, MNB Szemle, 2014. március, Magyar Nemzeti Bank, 18–27.
- BODNÁR K. – SZABÓ L. (2014): *A kivándorlás hatása a hazai munkaerőpiacra*, MNB-tanulmányok 114, Magyar Nemzeti Bank.
- CABALLERO, R. J. (1999): *Aggregate Investment*, in: Taylor, J. B. – Woodford, M. (ed.): *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, Elsevier, 813–862.
- CABALLERO, R. J. – ENGEL, E. – HALTIWANGER, J. C. (1995): *Plant-Level Adjustment and Aggregate Investment Dynamics*, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1995, No. 2, 1–54.
- CALVO, G. A. – CORICELLI, F. – OTTONELLO, P. (2012): *Labor Market, Financial Crises and Inflation: Jobless and Wageless Recoveries*, NBER Working Papers, No. 18480, National Bureau of Economic Research, Washington D.C.
- CORTI, M. – SCHEIBER, T. (2014): *How Did CESEE Households Weather the Crisis? Evidence from the OeNB Euro Survey*, Österreichische Nationalbank, Focus on European Economic Integration Q2/14, 76–87.
- CUERPO, C. – DRUMOND, I. – LENDVAI, J. – PONTUCH, P. – RACIBORSKI, R. (2013): *Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment*, European Economy, Economic Papers 477, European Commission, Brussels.
- ECFIN (2014): *Macroeconomic Imbalances, Hungary 2014*, European Economy, Occasional Papers 180, European Commission, Brussels.
- ECFIN (2009): *Impact of the Current Economic and Financial Crisis on Potential Output*, European Economy, Occasional Papers 49, European Commission, Brussels.
- ENDRÉSZ M. – GYÖNGYÖSI GY. – HARASZTOSI P. (2012): *Fedezetlen devizaadósság és a válság: stilizált tények magyar vállalati adatok alapján*, MNB Füzetek, 2012/8, Magyar Nemzeti Bank.
- ENDRÉSZ M. – HARASZTOSI P. (2014): *Vállalati devizahitelezés és beruházások Magyarországon*, MNB Füzetek, 2014/1, Magyar Nemzeti Bank.
- ENDRÉSZ M. – KISS R. – VIRÁG B. (2014) *Fogyasztás és hitelezés – a magyar háztartások mérlegalkalmazkodásának vizsgálata*, kézirat, Magyar Nemzeti Bank.
- FARHI, E. – GOPINATH, G. – ITSKHOKI, O. (2014): *Fiscal Devaluations*, Review of Economic Studies, Vol. 81 No. 2, 725–760.
- GÁL, P. – HUIZEN, A. – WOLF, Z. (2013): *The Role of Institutions and Firm Heterogeneity for Labour Market Adjustment: Cross-Country Firm-Level Evidence*, IZA Discussion Papers No. 7404, Institut zur Zukunft der Arbeit, Bonn.
- IMF (2014): *Are Global Imbalances at a Turning Point?* in: World Economic Outlook October 2014, International Monetary Fund, Washington D.C.
- JORDÀ, Ò. – SCHULARICK, M. – TAYLOR, A. M. (é.n.): *When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises*, Journal of Money, Credit, and Banking, megjelenés alatt.

KÁTAY G. (szerk., 2009): *Az alacsony aktivitás és foglalkoztatottság okai és következményei Magyarországon*, MNB-tanulmányok 79, Magyar Nemzeti Bank.

KÁTAY G. – NOBILIS B. (2009): *Az aggregált aktivitást befolyásoló tényezők Magyarországon*, MNB Füzetek, 2009/5, Magyar Nemzeti Bank.

KISS G. – NAGY M. – VONNÁK B. (2006): *Hitelnövekedés Kelet-Közép-Európában: felzárkózás vagy hitelboom?* MNB Füzetek, 2006/10, Magyar Nemzeti Bank.

KOROKNAI P. – LÉNÁRT-ODORÁN R. (2011): *A speciális célú vállalatok szerepe a hazai gazdaságban és a statisztikákban*, MNB Szemle, október, 51–60.

LAHNSTEINER, M. (2013): *Private Sector Debt in CESEE EU Member States*, OeNB Focus on European Economic Integration Q3/13, Österreichische Nationalbank, 30-47.

LANE, P. R. – MILESI-FERRETTI, G. M. (2007): *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004*, Journal of International Economics, Vol. 73, 223–250.

MNB (2010) *Elemzés a konvergenciafolyamatokról a pénzügyi válság szemszögéből*, Magyar Nemzeti Bank.

OECD (2008): *Reforms for Stability and Sustainable Growth: An OECD Perspective on Hungary*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.

TAYLOR, A. M. (2012): *The Great Leveraging*, NBER Working Paper No. 18290, National Bureau of Economic Research, Washington D.C.

VANDEBUSSCHE, H. (2014): *Quality in Exports, European Economy*, Economic Papers 528, European Commission, Brussels.

3. Fenntartható növekedés Magyarországon

A válság előtti időben a hitelállományok emelkedéséből finanszírozott növekedést többnyire olyan pénzügyi mélyülésnek tekintették, mely támogatólag hat a hosszú távú növekedésre. A hitelezés felfutásával az országokon belüli megtakarítások növekedése azonban általában nem tudott lépést tartani. Így szükségszerűen külső források finanszírozták a hitelezést, magas fizetésimérleg-hiányokat eredményezve. A pénzügyi mutatókban megfigyelt egyensúlytalanságok ellenére az infláció a fejlett országok többségében alacsony maradt táplálva azt a nézetet, hogy a termelési tényezők kihasználtsága nem túlzott, a növekedés egyensúly közeli, fenntartható, így ciklikus korrekcióra sincs szükség. Azonban a válság nyilvánvalóvá tette, hogy a pénzügyi egyensúlyt megbontó növekedési pályák fenntarthatatlanok.

A fenntartható növekedés megítélése a válság következtében érdemben megváltozott. A válságot megelőzően számszerűsített fenntartható vagy potenciális növekedési számítások alapvetően a termelési tényezők optimális felhasználása, illetve a többlet inflációs nyomás nélkül elérhető növekedési pályák számszerűsítésére szorítkoztak. A válság tapasztalatai azonban a pénzügyi egyensúlytalanságok felépülésére és az adósság fenntarthatóságának fontosságára is ráirányították a figyelmet. 2009-et követően a fenntartható növekedési pálya alatt egyre inkább azt a potenciális növekedési pályát értjük, mely az erőforrások hatékony kihasználása mellett a pénzügyi egyensúlyt is megőrzi, azaz nem vezet túlzott mértékű, fenntarthatatlan adósságráták kialakulásához. Ezen definíciót felhasználva fejezetünkben két módszerrel is számszerűsítjük, hogy a pénzügyi folyamatok figyelembevétele Magyarországra vonatkozóan milyen fenntartható növekedési pályát eredményez az elmúlt közel másfél évtizedes időszakban. Ennek felmérése azért is fontos, mert a pénzügyi egyensúly szükségességét figyelmen kívül hagyó becslések számottevően torzíthatnak: a pénzügyi egyensúlyt megbontó időszakban magasabb, míg a pénzügyi egyensúlyt helyreállító időszakban alacsonyabbnak mutathatják a fenntartható növekedési pályát.

Magyarország által a válság előtt követett növekedési modell mind a finanszírozást, mind a termelési tényezők felhasználását illetően fenntarthatatlannak bizonyult. A pénzügyi mérlegek válság előtti felfúvódása jelentős részben a kevésbé produktív ágazatok, illetve háztartási szektor hiteleinek felduzzadását eredményezte, amelyek végeredményben a beruházások helyett az ingatlanszektor és a fogyasztást fűtötte. Belső megtakarítások elégtelensége miatt a növekvő fogyasztási és beruházási aktivitás magas folyó fizetésimérleg-hiányt és külső forrásokra történő erős ráutaltságot okozott. A válságot követő mérlegkiigazítási folyamat – hasonló más jelentős külső adósságot felhalmozó gazdaságokhoz – alapvetően meghatározta a belső kereslet és ezen keresztül a gazdasági növekedés kilábalási periódusban mutatott dinamikáját.

Ezzel összhangban a fenntartható növekedési ütemre készített számítások szerint a magyar gazdaság a válság előtti időszakban a pénzügyi egyensúlyt megőrző potenciális növekedési lehetőségein felül növekedett, míg ennek következményeként a pénzügyi egyensúly helyreállítására tett erőfeszítések miatt a kilábalási periódusban a válság következményeként egyébként is lassuló egyensúlyi növekedési lehetőségektől elmaradva bővült. Magyarország hosszú távon is fenntartható lehetőségeihez képest a 2002–2007 közötti időszakban átlagosan évi 0,4–0,5 százalékkal gyorsabban növekedett, aminek következményeként a 2009–2013 közötti periódusban a gazdaság kínálati lehetőségeihez képest évente 1,2–1,5 százalékkal alacsonyabb növekedéssel figyelhetünk meg.

3.1. A hitelezés és a hosszú távon fenntartható növekedés kapcsolata

A pénzügyi válságot megelőző időszakban számos ország növekedését a hitelállományok emelkedéséből finanszírozott kereslet fűtötte. Az országok széles körében megfigyelhető gyors ütemű hitelállomány-növekedést többnyire olyan pénzügyi mélyülésnek tekintették, mely támogatónak hat a hosszú távú növekedésre.⁵⁷ Ez a vélekedés Levine (1997) új kutatási irányt kijelölő munkáján alapult, mely szerint a pénzügyi mélyülés a gazdaság erőforrásainak jobb allokációjához vezet azáltal, hogy elősegíti a megtakarítások beruházások felé csatornázását, a kockázatok megosztását, hatékonyabbá téve a gazdasági szereplők közti információáramlást, a hitelezők projektmonitorozási képességét, és mindezek révén erősítve az áruk és szolgáltatások mind intenzívebb áramlását. Alapvetően ezen értékelésből következett, hogy a válság előtti hitelezési buborékot, amely általában az eszközárak gyors emelkedésével is járt, nem tartották különösebben veszélyes folyamatnak. Épp ellenkezőleg, a kevésbé fejlett országok esetében, ahol a kétezres évek elején a GDP-arányos hitelállományok és sok esetben az ingatlanárak is alacsonyak voltak, a hitelezés és az ingatlanárak felfutását egy egyensúlyi felzárkózási folyamat részének tekintették.

A hitelezés felfutásával az országokon belüli megtakarítások növekedése általában nem tudott lépést tartani. Így szükségszerűen külső források finanszírozták a hitelezést, magas fizetésimérleg-hiányokat eredményezve (lásd 3-1. ábra). Azonban a kialakuló magas fizetésimérleg-hiányokat, és növekvő pályára álló külső adósságokat a likviditásbőség időszakában éveken át különösebb fenntartások nélkül, azaz a valós kockázatokat alulárzva, finanszírozták a pénzügyi piacok. Fejlődő országok esetében ebben szerepet játszhatott a neoklasszikus növekedésméletek érvelése is, mely szerint a felzárkózás és a külső finanszírozás természetes módon összekapcsolódhat.⁵⁸ Általánosan megfigyelhető ugyanis, hogy az országok közötti fejlett-

ségbeli különbségek mögött a tőkeállományok eltérő mértéke áll. Ezért egy kevésbé fejlett ország felzárkózásához szükségesnek tűnik, hogy tőkeállományát minél nagyobb mértékben bővítse. Az ehhez szükséges beruházások finanszírozását azonban nyitott országok esetén nemcsak a belső megtakarítások fedezhetik, hanem külső források is. Emiatt a neoklasszikus növekedésmélet szerint a folyó fizetésimérleg-hiánya, vagyis a külső finanszírozás olyan forrás lehet, amelynek révén a tőkefelhalmozás és vele együtt a gazdaság felzárkózása is gyorsítható. Ugyanakkor érdemes megemlíteni, hogy a hitelezés felfutása és a külső forrásokra utaltság a válság előtt nem csak a fejlődő országokban volt megfigyelhető. Épp ellenkezőleg, szemben az imént vázolt elmélet várakozásával, voltak fejlett országok, mint például az Amerikai Egyesült Államok vagy a dél európai országok, amelyekben jelentős fizetésimérleg-hiány alakult ki, és voltak fejlődő államok, különösen a dél-ázsiai régióban, amelyek a többi ország fizetési mérleg hiányait megfinanszírozták.

A válság előtti növekedési modell fenntarthatóságba vetett hitét egy további tényező, az infláció stabilan alacsony szintje is erősítette. Az új-keynesi közgazdaságtan egyik alapösszefüggése szerint az infláció egyben a gazdasági növekedés fenntarthatóságának indikátora. Eszerint a potenciális, azaz hosszú távon is fenntartható növekedés nem jár a rendelkezésre álló termelési tényezők túlzott felhasználásával, ezért inflációs nyomást sem eredményez.⁵⁹ Az infláció és a reálgazdaság ilyen módon történő összekapcsolásában és a válságot megelőző években stabilan alacsony inflációban gyökerezett az a nézet, hogy a termelési tényezők nincsenek túlzott mértékben kihasználva, azaz a növekedés egyensúly közeli, fenntartható, ennek megfelelően ciklikus korrekcióra sincs szükség.

Az eddig felsorolt gondolatokból is érzékelhető, hogy a pénzügyi válság előtti, eladósodásból finanszírozott

⁵⁷ Hasonló értékelést ad Nowotny (2013) konferencia megnyitó beszédében.

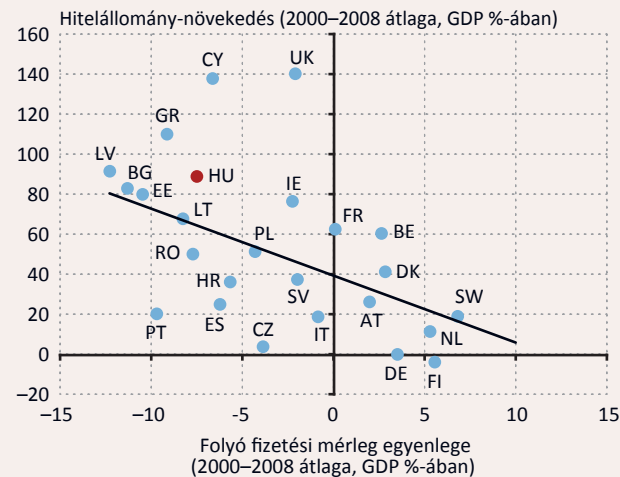
⁵⁸ Lásd például Obstfeld – Rogoff (1996) 7. fejezetét.

⁵⁹ Nemzetközi intézmények is alapvetően erre a megközelítésre építenek. Az OECD (2001) szerint „a potenciális GDP a kibocsátás olyan szintje, amit a gazdaság változatlan inflációs ráta mellett képes előállítani”. Az IMF definíciója szerint (lásd Jahan – Mahmud, 2013) „a kibocsátás olyan szintje, ami nem eredményezi sem az árak emelkedését, sem csökkenését”.

növekedési modell fenntarthatóságához együttesen több uralkodó közgazdasági elmélet is erős érveket szolgáltatott. A 2007-ben kezdődött, majd a 2008-ban globálissá váló válság azonban számos alapvető megállapítást több ponton jelentősen módosított, illetve újraírt.

3-1. ábra
Hitelállomány-növekedés és a folyó fizetési mérleg egyenlege

(2000–2008 átlaga)



Forrás: Eurostat, MNB.

A válságot követően készített elemzések továbbra is kapcsolatot találnak a pénzügyi rendszer mérete és a gazdaság fejlődése között, így elmondható hogy a jól működő pénzügyi rendszer változatlanul a gazdasági prosperitás elengedhetetlen feltétele (Beck, 2013). Ugyanakkor a pénzügyi mélyülés és növekedés lehetséges kapcsolatának részletesebb vizsgálatát felvető Levine – még a válság előtt – maga is elismerte (Levine, 2005), hogy „messze vagyunk annak a kérdésnek a határozott megválaszolásától, hogy a pénzügyi folyamatok alakítják-e a növekedést, és ha igen, milyen csatornákon keresztül”. A pénzügyi mélyülés és a gazdasági növekedés közti oksági kapcsolat létezésének igazolása ugyanis jelentős kihívás. Az empirikus tanulmányok sok esetben a mennyiségi mutatók alapul vételével próbálják megragadni a pénzügyi közvetítőrendszer fejlődését, de ez sokszor félrevezető, mivel a hitelaggregátumok növekedése nem feltétlenül a feladatait hatékonyabban ellátó pénzügyi rendszer eredményének tulajdonítható. Így fennáll a veszé-

lye annak, hogy a pénzügyi mérlegek felfúvódása és a növekedés között kimutatott látszat-együttmozgást bankrendszeren kívüli okok eredményezik, mint például az ingatlanpiac-válságot megelőző időszakban mutatott túlhevülése (Beck, 2009). Ráadásul a pénzügyi mérlegek növekedésének üteme és szektorok szerinti érintettsége sem közömbös. A több finanszírozási lehetőség ugyanis nem jelent feltétlen növekedési többletet. Ahogy azt például Arcand és szerzőtársai (2012), Cecchetti és Kharroubi (2012), vagy Manganelli és Popov (2013) kimutatják a finanszírozás és növekedés kapcsolata nem lineáris. Ennek okai többfélék lehetnek. A gyors hitelbővülés nagy valószínűséggel torkollik pénzügyi válságokba, melynek növekedés-romboló hatása erősebb más jellegű ciklikus visszaeséseknél.⁶⁰ Másfelől a magánszektor hitelabszorpciók képessége véges, emiatt a jó megtérüléssel kecsegtető projektek finanszírozása mellett egyre több kevésbé produktív beruházás is megvalósulhat hitelbőség esetén. Ezzel párhuzamosan növekedhet az ún. nem produktív hitelkihelyezések nagysága. A háztartások hitelállománya, mely ugyan azonnali keresletet jelenthet elsődlegesen a lakásberuházási és fogyasztási piacokon, de törlesztéséhez szükséges hosszú távú fedezetet csak részben képes megteremteni. A túlzott hitelbőség végeredményben nem feltétlenül vezet a gazdasági erőforrások hatékony allokációjához. Egyes ágazatok, jellemzően a pénzügyi vagy ingatlanszektor elszívhatják a többi ágazat elől a képzett munkaerőt és olyan kapacitások kiépülését eredményezik, amelyek a hitellezési buborék kipukkanása után szükségtelennek bizonyulhatnak.

Mint ahogy a pénzügyi mérlegek felfúvódása sem, úgy a külső források igénybevétele sem feltétlenül eredményez növekedési többletet. A növekedési elmélet predikciójával szemben az empirikus elemzések általában nem tudnak kimutatni külső forrásokhoz köthető növekedési többletet felzárkózó országokban. Talán egyedüli kivételként Abiad és szerzőtársai (2007) elemzése említhető meg, amely európai országok körében mutat ki a folyó fizetési mérleg-egyenleg és a növekedés között az elmélet által várt irányú kapcsolatot.⁶¹

Végezetül az inflációs nyomás ezzel együtt a gazdaság túlfűtöttségének feltételezett hiányát tekintve megállapítható, hogy bár a pénzügyi és növekedé-

⁶⁰ A gyors ütemű hitelbővülés egyben a pénzügyi válságok egyik legpontosabb előjelzője is (Csontos és Szalai, 2014). A gyors mélyülés ugyanis kedvezőtlen sokkok esetén felerősíti a negatív hatásokat. Mint ahogy Kraft és Jankov (2005) találóan rámutatott, a „sebesség ölhet”.

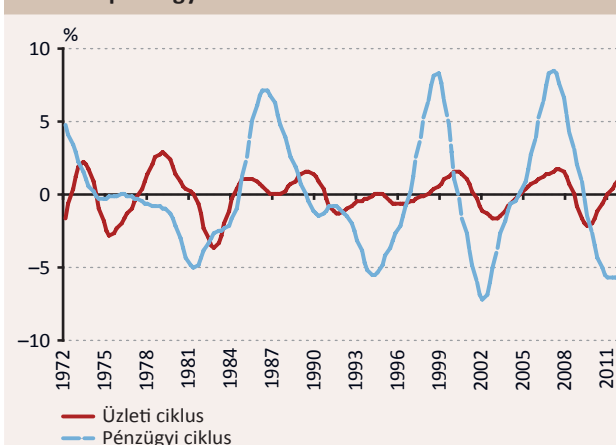
⁶¹ Szintén eredményük hely- és időspecifikusságát tükrözi, hogy a rendelkezésükre álló teljes – Európára nem leszűkített – országmintán végzett becsléseikben sem találtak kapcsolatot a növekedés és a pénzügyi mélyülés között.

si folyamatok összefüggését sokan hangsúlyozták, mégsem kapott kellő figyelmet annak felismerésére, hogy nemcsak hosszú távon állhat fenn e két tényező között kapcsolat, hanem már rövid távon is. A hitelezés felfutásának ugyanis jelentős ciklus hatása is van, amit a válság előtt készült elemzések jellemzően alul-, míg a fenntartható növekedés ütemét pedig szisztematikusan felülbecsülték. Ez azért történhetett, mert a pénzügyi ciklus egyidejű növekedésre gyakorolt hatása nem tudatosult kellő mértékben. Részen ez is okolható azért, hogy a várakozások a jövőbeli konjunktúrát illetően túlságosan optimistává váltak, továbbgyorsítva a hitelkiáramlást a nem vállalati körben, számos országban az ingatlanár-buborék felfújódását eredményezve. Amint a válság nyomán fordult a pénzügyi ciklus iránya, sok ország és szereplő találta magát kiszolgáltatott helyzetben.

A válság tehát rámutatott arra, hogy az üzleti ciklusok mellett a pénzügyi ciklusok figyelembevétele is elkerülhetetlen a fenntartható növekedési folyamatok értékelésekor. A válság előtt a fenntartható vagy potenciális növekedést kizárólag a gazdaság számára elérhető erőforrások (jellemzően tőke és munka) mennyisége alapján határozták meg. Ugyanakkor az erőforrások alakulására és elosztására a pénzügyi folyamatok is hatnak, miközben hosszabb távon a pénzügyi folyamatok sem szakadhatnak el a gazdaság fundamentumaitól. Emiatt a válság a fenntartható növekedésről alkotott képbe a rendelkezésre álló erőforrások opti-

mális kihasználása mellett a pénzügyi folyamatok fenntarthatóságát is beillesztette. Tekintettel arra, hogy a pénzügyi ciklusok jellemzően hosszabbak és nagyobb amplitúdójúak az üzleti ciklusoknál (lásd 3-2. ábra, illetve Drehmann és szerzőtársai, 2012), ezért a pénzügyi fenntarthatóságot is szem előtt tartó fenntartható növekedési pályára vonatkozó becslések a korábbi potenciális kibocsátás becslésekhez képest az aktuális kibocsátási szinttől tartósabban és nagyobb mértékben eltérő növekedési lehetőségeket azonosítanak.

3-2. ábra
Üzleti és pénzügyi ciklus



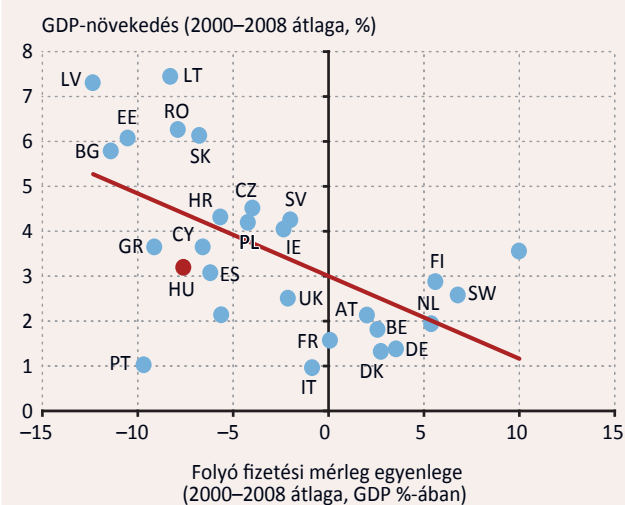
Megjegyzés: Az üzleti ciklus a kibocsátás a 1,5–8 év közötti frekvenciájú ingadozása. A pénzügyi ciklus a GDP-arányos hitelállomány frekvenciaszűrővel előállított középtávú ingadozása.

Forrás: Eurostat, MNB.

3.2. Hazai tapasztalatok

Magyarországot illetően a pénzügyi mérlegek válság előtti felfúvódása és a külső hiány jelentős részben a kevésbé produktív ágazatok (pl. állam), illetve háztartási szektor hiteleinek felduzzadását eredményezte, amelyek végeredményben a beruházások helyett az ingatlanszektor és a fogyasztást fűtötte. A Magyar Nemzeti Bankban számos elemzés kimutatta a magyarországi hitelezési folyamatok gazdaság teljesítőképességétől elszakadó túlfutását. Kiss és szerzőtársai (2006) módszerére alapozva a 2010-es Elemzés a konvergenciafolyamatokról kiadvány megállapította (MNB, 2010), hogy a háztartások „hitelállomány-növekedése 2007-ben és 2008-ban akkora volt, hogy ezekben az években már ki lehet jelteni a hitelezési boom tényét”. Ehhez hasonlóan a lakosság eladósodottsága túlzottnak bizonyult Bauer és szerzőtársai (2013) és Endrész és szerzőtársai (2014) hibakorrekciós modellkeretben végzett vizsgálata szerint is. Összességében a nem vállalati típusú magánhitelek felfutásával a pénzügyi rendszer végső soron nagy arányban a hosszú távú növekedést nem vagy csak kevésbé befolyásoló termelő beruházásokat finanszírozta.

3-3. ábra
Külső forrásbevonás és a növekedés a válság előtti években

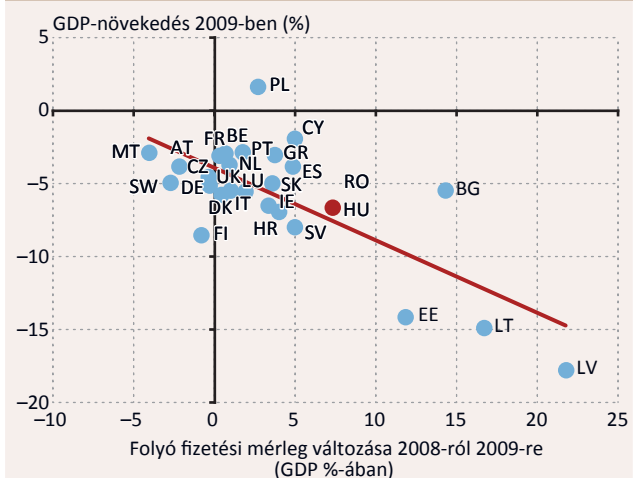


Forrás: Eurostat, MNB.

A válság előtt Magyarországot magas folyó fizetési mérleg-hiány is jellemezte. Egyfelől ebben az időszakban a folyó fizetési mérleg-hiány jóval meghaladta a fenntartható folyó fizetési mérleg számításokból kirajzolódó 4-6 százalékos sávot.⁶² Másfelől a külső források igénybevétele, különösen 2000-es éveket követően nem járult hozzá a felzárkózás gyorsításához, mivel szemben a 2000-es éveket megelőző időszakal többnyire nem FDI típusú források, hanem külső hitelek finanszírozták a folyó fizetési mérleg hiányát (Hoffman és szerzőtársai, 2013). Ez tükröződik a 3-3. ábrán is, ahol az látható, hogy Magyarország a bevont külső források mértékéhez képest növekedését tekintve relatív alulteljesítő volt a válságot megelőző években, és a növekedési teljesítménye a szintén jelentős fizetési mérleg-hiányt mutató mediterrán országokéhoz volt hasonló.

A hitelállományok megnövekedése és az éveken át jelentős folyó fizetési mérleg-hiány következtében a pénzügyi válság kitörésekor a magyar gazdaság nagymértékű – jelentős részben devizában fennálló – eladósodása mellett erőteljesen külső forrásokra volt utalva. Ennek elapadása azonnal visszavetette a belső keresletet, kikényszerítve a korábbi fenntarthatatlan növekedési modell korrekcióját (3-4. ábra).

3-4. ábra
Fizetési mérleg-korrekció és GDP változása 2009-ben



Forrás: Eurostat, MNB.

⁶² Lásd erről Bussiere és szerzőtársai (2004), Vamvakidis (2008) vagy Ca'Zorzi és szerzőtársai (2009) elemzéseit.

A pénzügyi válság által kikényszerített korrekció (ún. mérleg-alkalmazkodási periódus), tekintve a felhalmozott adósságok nagyságát, elhúzódó folyamat, mely huzamos időszakon keresztül befolyásolhatja a növekedés ütemét és szerkezetét Magyarországon. A következő részben ezért azt számszerűsítjük, hogy a pénzügyi folyamatokat is figyelembe véve milyen fenntartható növekedési pálya adódik ha-
zánkra az elmúlt közel másfél évtizedes idős-
zak ele-
m-

zésével. Előretekintve a szabályozói feltételek szigorodása (pl. makroprudenciális szabályok bevezetése, államháztartási adósság-szabályok elfogadása) közép-távon a legtöbb gazdaságban mérsékelheti a túlzott hitel-növekedésből adódó növekedés esélyét. Ennek megfelelően az erőforrások felhasználása mellett a pénzügyi egyensúlyt is figyelembe vévő fenntartható növekedési ütem a jövőbeni növekedési lehetőségek azonosításában is segíthet.

3.3. Pénzügyi szempontból fenntartható növekedési pálya számítások Magyarországra

Hasznosítva a válság tapasztalatait a fenntartható növekedési pálya alatt azt a potenciális növekedési pályát értjük, mely az erőforrások hatékony kihasználása mellett fenntartható adósságpálya mellett érhető el. Ebből kiindulva számításaink arra irányulnak, hogy a szokásos üzleti ciklusok mellett a pénzügyi folyamatok egyensúlyt megbontó, illetve azt helyreállító ciklikus hatásától is megtisztítsuk a magyar növekedési adatokat. Mindezt kétféle megközelítésben vizsgáltuk meg. Egyfelől szektorális bontásban azonosítottuk a hosszú távon fenntarthatatlannak bizonyuló pénzügyi pozíciókat, majd megfelelő feltevésekkel definiáltuk egy pénzügyi szempontból fenntartható pályát, amit végül az üzleti ciklusoktól is megszűrtünk (ún. szektorális megközelítés). Másfelől Borio és szerzőtársai (2013, 2014) módszerét alapul véve aggregált modellkeretben is meghatároztuk a fenntartható növekedési pályát egyszerre tisztítva meg a növekedési adatokat az üzleti és pénzügyi ciklusoktól.

3.3.1. FENNTARTHATÓ NÖVEKEDÉSI PÁLYA SEKTORÁLIS MEGKÖZELÍTÉS

Szektorális megközelítésben első lépésben háztartások, vállalatok és államháztartás bontásban azonosítottuk a egyensúlytól eltérő folyamatokat. Ehhez referenciaként a Magyarország nélkül számított Visegrádi országok átlagát (V3) azonosítottuk. A Visegrádi országok nemcsak azért szolgálhatnak megfelelő viszonyítási pontként, mert számos strukturális jellemzőben a magyar gazdasághoz hasonló paraméterrel bírnak (pl. hasonló induló gazdasági fejlettség, erős nyugat-európai gazdasági integráció), hanem azért is, mert ezen országokat a válság előtt mérsékeltebb eladósodásuk jellemezte, ami a válságot követően kisebb mértékű mérlegkiigazítási kényszert jelentett. Ennek megfelelően a V3 gazdaságainak pénzügyi mutatói (külső és belső egyensúly) sokkal inkább fenntartható

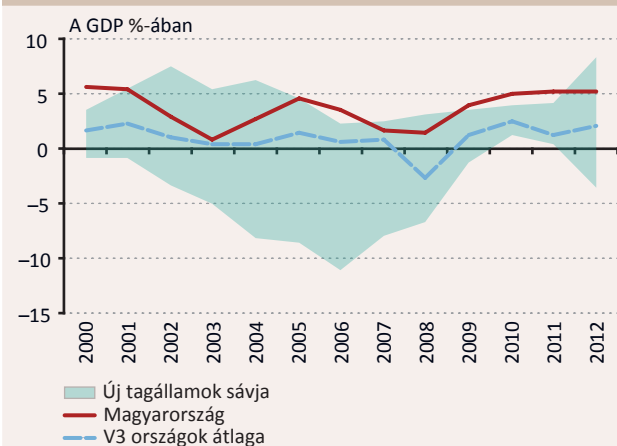
módon alakultak. Ezen jellemzőik miatt főbb pénzügyi mutatóik összehasonlítása támpontul szolgálhat annak azonosításában, hogy a magyar gazdaság mely szektorok egyensúlyának megbomlásához köthetően vált leginkább sérülékeny.

A többi újonnan csatlakozott európai uniós tagállammal összevetve a magyar háztartások megtakarítási képessége és nettó pénzügyi vagyona a magasabbak közé tartozott (3-5. és 3-6. ábrák). Ugyanakkor hitelállományuk gyorsabban nőtt a régiós országokénál, így a nettó pénzügyi vagyon alakulása elfedi a nagymértékű eladósodás miatt a háztartások között kialakuló heterogenitást és növekvő árfolyam- és kamatkitettséget. A háztartási szektort tekintve, a már hivatkozott jegybanki tanulmányok alapján (MNB, 2010; Bauer és szerzőtársai, 2013; Endrész és szerzőtársai, 2014) alapvetően a gyors eladósodás, vagyis a devizahitelezés széles körű elterjedésének időszaka minősíthető az egyensúlyi folyamatoktól elszakadónak, két fő ok miatt: egyfelől a devizahitelezés olyan időszakban futott fel, amikor a gazdaságpolitika már lépéseket tett a fiskális egyensúly helyreállítására, érdemben csökkentve a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, miközben a háztartások 2000-es évek derekáig megtapasztalt gyors ütemű jövedelemnövekedésére alapozott várakozásai a megváltozott kilátásokhoz csak fokozatosan alkalmazkodtak. Ennek megfelelően a hitelvállalási képességeiket is túlzottan optimistán ítélték meg. Másfelől a devizahitelezés a háztartások részéről olyan kockázatvállalást is jelentett, melynek mértéke előre nehezen volt kalkulálható.

Ezen hatásokat kiküszöbölendő a háztartások esetében referenciaként számító forgatókönyvben olyan kimenettel számolunk, amely ebben az időszakban csak forint hitelfelvételét tette volna lehetővé.

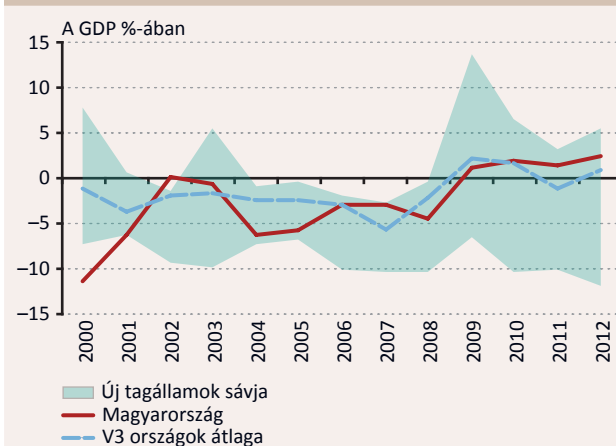
A vállalatok pénzügyi pozíciójának alakulásában szektorszinten nem mutatható ki egyértelműen túladósodás (MNB, 2010). Nemzetközi összevetés-

3-5. ábra
Háztartások megtakarítási képessége az Európai Unió új tagállamaiban



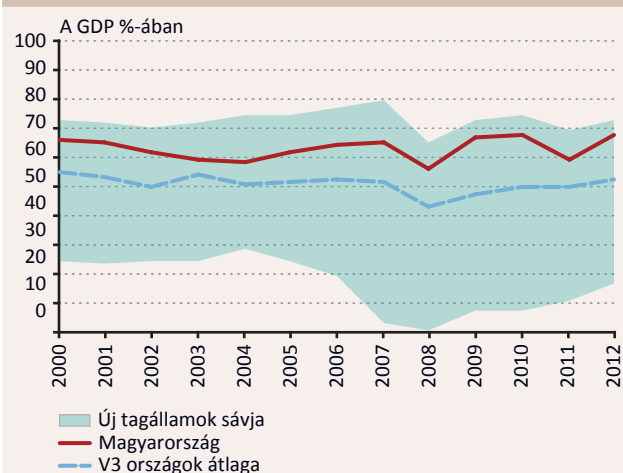
Forrás: Eurostat, MNB.

3-7. ábra
Nem pénzügyi vállalatok megtakarítási képessége az Európai Unió új tagállamaiban



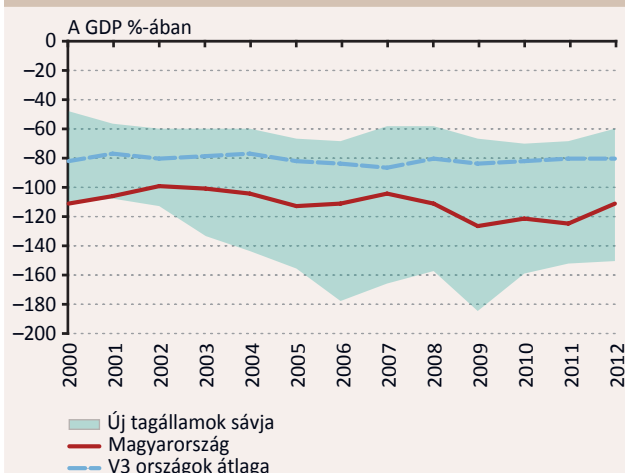
Forrás: Eurostat, MNB.

3-6. ábra
Háztartások nettó pénzügyi állománya az Európai Unió új tagállamaiban



Forrás: Eurostat, MNB.

3-8. ábra
Nem pénzügyi vállalatok nettó pénzügyi állománya az Európai Unió új tagállamaiban



Forrás: Eurostat, MNB.

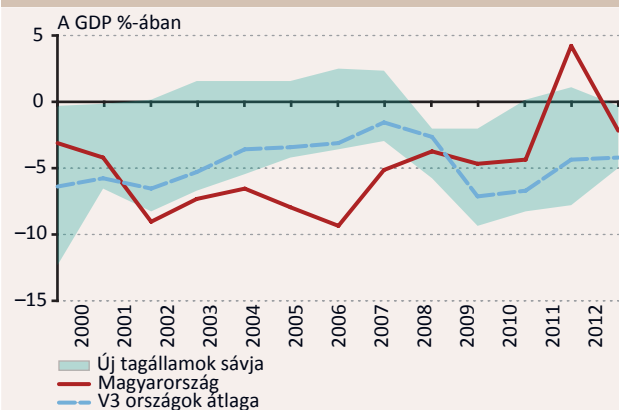
ben a magyarországi vállalatok finanszírozási igénye az alacsonyabbak közé tartozott és a többi Visegrádi országéhoz hasonlóan alakult (3-7. ábra). A szektor eladósodottsága permanensen a nagyobbak közé tartozott, ugyanakkor a válság bekövetkeztéig GDP-arányosan közel változatlan értéken maradt (3-8. ábra). Így a szektor szintű bizonyítékok hiánya miatt a vállalatok esetében nem számolunk megvalósulttól eltérő fenntartható finanszírozási pályával.

Szemben a háztartások és a vállalatok pénzügyi mutatóival a magyar államháztartás hiánya 2002–2007 között messze kiemelkedett az újonnan csatlakozott európai uniós államok adatai közül (3-9. ábra).⁶³ Ez azt eredményezte, hogy míg az Európai Unió tagállamainak többsége – számos ország esetén jelentős mértékben – csökkenteni tudta GDP arányos államadósságát, addig Magyarország Portugália mögött a második legnagyobb mértékű államadósság-nö-

⁶³ A 2002-ben megugró hiány több tényező eredménye volt. Bevételei oldalán elsősorban a személyi jövedelemadó és fogyasztáshoz kötött adók effektív kulcsának csökkenése, a kiadási oldalán a személyi jellegű kiadások, a pénzbeli és természetbeni transferek növekedése magyarázza a költségvetési hiány megugrását. A részletekért lásd Hornok és szerzőtársai (2008) elemzését

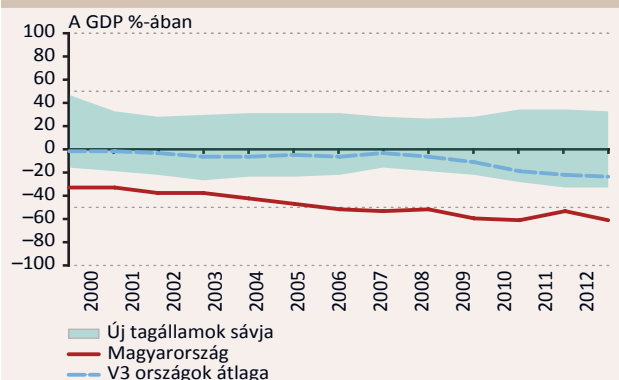
vekedést könnyelhelte el és fejlettségéhez képest is kiemelkedően magas adósságrátát halmozott fel (3-10. ábra).

3-9. ábra
Államháztartás egyenlege az Európai Unió új tagállamaiban



Forrás: Eurostat, MNB.

3-10. ábra
Államháztartás nettó pénzügyi állománya az Európai Unió új tagállamaiban

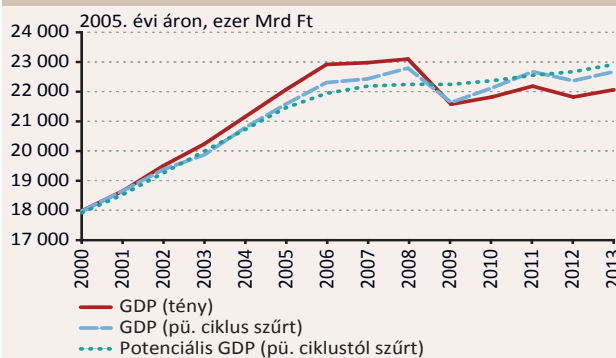


Forrás: Eurostat, MNB.

Tekintettel a 2002–2007 közötti, újonnan csatlakozott államokét magasan meghaladó költségvetési hiányra és az emelkedő pályán mozgó államadósságra kijelenthető, hogy ezen periódus fiskális folyamatai nem voltak fenntarthatóak. Ezért Hornok és szerzőtársai (2008) módszerét követve olyan semleges fiskális pályát definiáltunk erre az időszakra, mely bevételi oldalról a 2001-es effektív adókulcsokat őrizte volna meg, illetve kiadási oldalról a versenyszférával párhuzamosan növekvő közsféraberekkel, az érvényes nyugdíjmelési szabályok betartásával és változatlan GDP-arányos természetbeni transzferekkel számol.⁶⁴

A bemutatott forgatókönyv hatásait az MNB makro-ökonometria modellével, a DELPHI-vel számszerűsítettük (Horváth és szerzőtársai, 2010). Hasonlóan Hornok és szerzőtársai (2008) eredményéhez azt találtuk, hogy a válság előtti időszak növekedését jelentős részben a fiskális expanzió és a devizahitel-állomány gyors bővülése fűtötte, így a semleges fiskális pálya és a háztartások korlátozottabb hitelfelvételi lehetősége egyaránt mérsékelte volna a keresletet. **Összességében a pénzügyi ciklustól szűrt pálya a megvalósultnál átlagosan 0,4 százalékponttal alacsonyabb növekedési pályát eredményezett volna a 2002–2007 időszakban.** Ugyanakkor a válság után a megvalósultnál alacsonyabb mértékű eladósodottság és kisebb alkalmazkodási kényszer miatt érezhetően kisebb visszaesés és a 2009–2013 évekre vonatkozóan átlagosan 0,8 százalékponttal magasabb növekedés adódna (3-11. és 3-12. ábrák).

3-11. ábra
Tény és pénzügyi ciklustól szűrt (potenciális) kibocsátás



Megjegyzés: 2005. évi áron, ezer mrd Ft.

Forrás: MNB.

3-12. ábra
Tény és pénzügyi ciklustól szűrt (potenciális) növekedés



Forrás: MNB.

⁶⁴ Tanulságos, hogy a fenti módon definiált fenntartható fiskális pálya által implikált 2008-as költségvetési kiadások és bevételek igen közel állnak a megvalósult számokhoz. Másfépp megfogalmazva 2008-ra a költségvetés fő számai tulajdonképpen olyan pozícióba tértek vissza, mint ahonnan 2001-ben elindultak.

Utolsó lépésként a pénzügyi ciklustól szűrt növekedés idősorát az üzleti ciklusoktól is megtisztítottuk. Ehhez olyan állapotter modellt becsültünk, ahol a ciklus azonosításához a kapacitáskihasználtsági mutatót használtuk fel:

$$y_t = y_t^{pot} + y_t^{ciklus}$$

$$\Delta y_t^{pot} = \Delta y_{t-1}^{pot} + \varepsilon_t$$

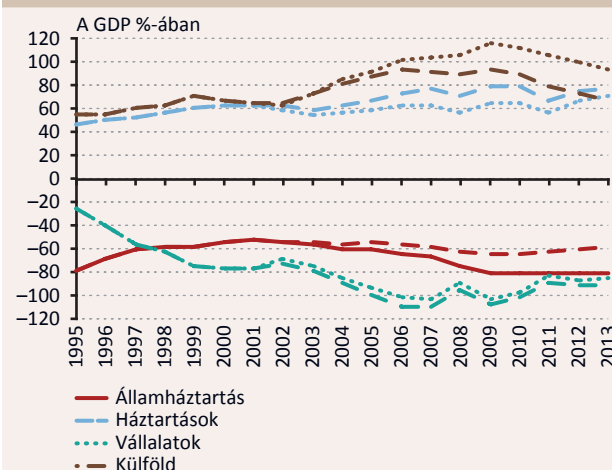
$$\Delta y_t^{ciklus} = \beta \cdot CAPU_t + \xi_t$$

ahol y_t a pénzügyi ciklustól szűrt GDP, y_t^{pot} a potenciális GDP, y_t^{ciklus} a kibocsátási rés, $CAPU$ a kapacitáskihasználtsági mutató.⁶⁵ Az így kapott pénzügyi és üzleti ciklustól szűrt potenciális növekedést ábrázoltuk a 3-11. és 3-12. ábrákon. Megállapítható, hogy az így számított ún. fenntartható növekedési pálya 2004-től lassulást mutat, mélypontját a válság éveiben érve el, majd 2010 után lassan emelkedik. 2013-ban a potenciális növekedés meghaladja az 1 százalékot, 2015-re pedig elérheti a 2 százalékot, melyek értékek magasabbak a nagy nemzetközi intézmények (Európai Bizottság, OECD, IMF) Magyarországra készített potenciális növekedés becslésénél. Ennek oka az, hogy a hivatkozott nemzetközi intézmények becslései alapvetően csak az üzleti ciklus hatását veszik figyelembe a pénzügyi ciklusét pedig nem vagy kevésbé. Így tekintve a pénzügyi ciklus helyzetét (mérlegleépítés miatti nagy negatív „pénzügyi kibocsátási rés”), a felsorolt nemzetközi intézmények alulbecsülhetik a magyar gazdaság aktuális növekedési potenciálját.

A pénzügyi ciklustól szűrt növekedési pálya esetén az egyensúlyi mutatók is kedvezőbben alakultak volna (3-13. ábra és 3-1. táblázat). Szemben a megvalósult emelkedéssel a GDP-arányos államadósság közel változatlan szinten maradt volna egészen a válság kitöréséig. Ebben az esetben – 2008-tól a megvalósult fiskális intézkedéseket változatlanul tekintve is – részben az alacsonyabb induló adósságszint miatt, részben a kedvezőbb konjunkturális folyamatok miatt 2010-et követően az államadósság is dinamikusan csökkenő pályára állhatott volna. Szemben a ténylegesen megvalósult pályával – melyben az államadósság a GDP arányában több mint 25 százalékponttal, míg az ország nettó külső adóssága több mint 30 százalékponttal növekedett – a fenntartható növekedési pálya mentén mind az államadósság-, mind a külső adósságráta 2013-ra közel megegyezett volna 2002-es értékével. Tekintettel arra,

hogy az ország sérülékenységének megítélésakor e két mutatónak kitüntetett szerepe van, ezért kijelenthető, hogy amennyiben nem tört volna le Magyarország a pénzügyi szempontból fenntartható növekedési pályájáról, akkor sokkal kisebb mértékben lett volna kitéve a pénzügyi válság viharainak. A szimuláció során azonban ezt a hatásmechanizmust nem tudtuk figyelembe venni.

3-13. ábra
Szektorok nettó pénzügyi pozíciója tény és fenntartható növekedési pálya esetén



Forrás: MNB.

3-1. táblázat
Szektorok nettó pénzügyi pozíciója tény és fenntartható növekedés esetén

	Tény			Változás 2002-höz képest	
	2002	2007	2013	2007	2013
Háztartások	59,7	63,8	71	4,1	11,3
Vállalatok	-68,9	-102	-85,1	-33,1	-16,2
Államháztartás	-54,2	-66,5	-79,5	-12,3	-25,2
Külföld	63,4	104,7	93,6	41,3	30,2

	Tény	Fenntartható növekedési pálya		Változás 2002-höz képest	
	2002	2007	2013	2007	2013
Háztartások	59,7	77,7	77,5	18	17,9
Vállalatok	-68,9	-110	-91,5	-41,1	-22,6
Államháztartás	-54,2	-56,8	-57,9	-2,5	-3,6
Külföld	63,4	92,2	67,6	28,8	4,2

Forrás: MNB.

⁶⁵ A modell identifikálásához egy keresési algoritmussal úgy állítottuk be a két hibátag relatív varianciáját ($\text{Var}(\varepsilon)$ és $\text{Var}(\xi)$), hogy az eredményül kapott potenciális GDP-idősor varianciája egyezzen meg a tény GDP Hodrick-Prescott-féle filterrel kapott trend idősor empirikus varianciájával. Ezt a megoldást alkalmazza Borio és szerzőtársai (2013, 2014) is. A végponti bizonytalanság csökkentésére a tényadatokat 2015-ig meghosszabbítottuk az MNB előrejelzéseivel.

3.3.2. PÉNZÜGYI EGYENSÚLYT MEGŐRZŐ NÖVEKEDÉSI PÁLYA (AGGREGÁLT MEGKÖZELÍTÉS)

A fenti szektorális megbontáson alapuló számítások mellett aggregált megközelítésben is meghatároztuk a pénzügyi egyensúlyt megőrző növekedési pályát. Borio és szerzőtársai (2013, 2014) elemzését követve a gazdaság ciklikus folyamatainak azonosításához a reálgazdasági mutatók mellett (mint például kapacitáskihasználtság, munkanélküliség) pénzügyi mutatókat is felhasználtuk. Ez utóbbi változók figyelembevétele azért lényeges, mert egyfelől a pénzügyi egyensúlytalanságok felépülése huzamosabb ideig reálgazdasági és inflációs feszültségek nélkül történhet, másfelől, mint azt Drehmann és szerzőtársai (2012) is kimutatják, a pénzügyi ciklusok hosszabbak és nagyobb amplitúdójúak a normál üzleti ciklusokhoz képest, így a pénzügyi ciklusokra nem kontrolláló potenciális kibocsátás számítások tévesen kisebb ciklikus hatást azonosíthatnak a kibocsátás alakulásában. A fenti módon azonosított két pálya különbsége ennek megfelelően a pénzügyi folyamatok potenciális növekedésre gyakorolt hatását mutatja.

Borio és szerzőtársai (2013, 2014) pénzügyi egyensúlyt megőrző potenciális kibocsátást (finance neutral potential output) meghatározó módszerükben felhasznált pénzügyi változók körét (reálhitelnövekedés, reálingatlanár-növekedés, reálkamat) elsősorban az általuk elemzett gazdaságok jellemzői ihlették. Az általuk vizsgált országok (Amerikai Egyesült Államok, Egyesült Királyság és Spanyolország) Magyarországhoz képest nagyobbak, ugyanakkor kevésbé nyitottak. Emiatt módszerük Magyarországra való adaptálásakor érdemes az elemzésbe bevont pénzügyi változók körét is szélesíteni olyan változókkal, amelyek képesek megragadni a relatív kicsi, nyitott magyar gazdaság jellemzőit. Ehhez egyfelől a külső egyensúly alakulását megragadó változókat, úgymint folyó fizetési mérleg és nettó finanszírozási képesség, másfelől a valuta relatív értékeltetését megragadó reálárfolyamot vontuk be az elemzésbe.⁶⁶ Ezt követően Borioék módszeréhez hasonlóan a reál és pénzügyi cik-

lus megragadására szóba jöhető változók széles körét külön-külön megvizsgálva szűkítettük le olyanokra, amelyek szignifikánsan magyarázták a gazdasági ciklus alakulását. Végezetül ebből a leszűkített változókörből építettük fel azt a modellt, amelyben a lehető legtöbb szignifikáns hatását megtartó magyarázó változó szerepelt. A pénzügyi egyensúlytalanságoktól mentes potenciális kibocsátás becslésére így végül az ipari ka-

pacitáskihasználtság (*CAPU*), a reálkamat (*RRATE*) és

a GDP-arányos finanszírozási képesség (*FINCAP*) adatokat használtuk fel. A konkrét modell a dezaggregált megközelítésnél is használthoz hasonló állapotter modell, ahol egyszerre történik az üzleti és pénzügyi ciklus azonosítása:

$$y_t = y_t^{pot} + y_t^{ciklus}$$

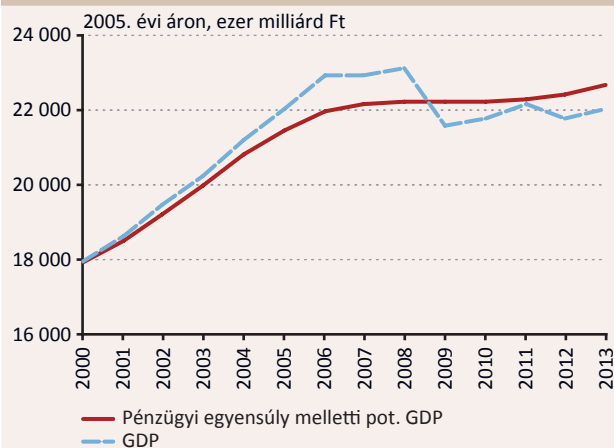
$$\Delta y_t^{pot} = \Delta y_{t-1}^{pot} + \varepsilon_t$$

$$\Delta y_t^{ciklus} = \beta_1 \cdot CAPU_t + \beta_2 \cdot RRATE_t + \beta_3 \cdot FINCAP_t + \xi_t$$

A becslés 2002 végére vonatkozóan 4 százalékon tehető fenntartható (pénzügyi egyensúlyt megőrző potenciális GDP-növekedést eredményez), mely egészen 2009-ig fokozatos lassulást mutat. 2010-et követően a potenciális GDP-növekedés újra dinamizálódik, 2015 végére ismét megközelítve a 2 százalékos ütemet (3-15. ábra). A potenciális növekedés 2002. utáni lassulásában szerepe van a GDP-arányos vállalati beruházási ráta 1999-es közel 14 százalékos csúcsáról 2002-re 11,5 százalékra csökkenésének, mely az utána következő években nem tudta fenntartani a kapacitások gyors ütemű bővülését. A kibocsátási rés alakulásáról elmondható, hogy a válság előtti időszakot mindvégig az ország negatív külső finanszírozási pozíciójához köthető túlfűtöttség jellemezte. Ezt erősítette 2005 után az egyensúlyinál magasabb kapacitáskihasználtság. A reálkamat a 2002–2004 között fékezőleg hatott a gazdaságra, de 2005-től szintén a gazdaság túlhevüléséhez járult hozzá. A válságot követően mind a kapacitáskihasználtság, mind a többletbe forduló külső finanszírozási egyenleg a potenciálistól elmaradó aktuális kibocsátás irányába hat.

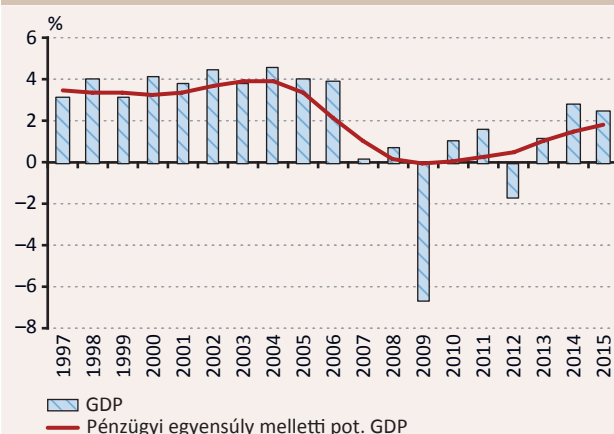
⁶⁶ Borio és szerzőtársai módszerét követve számos országra készült pénzügyi egyensúlyt megőrző potenciális kibocsátás becslés. Alberola és szerzőtársai (2013) az USA, az Egyesült Királyság, Spanyolország, Kína és Németország fenntartható növekedésének vizsgálatához szintén felhasználták a reálárfolyam, folyó fizetési mérleg idősorokat. Bernhofer és szerzőtársai (2014) nyolc országot, köztük négy fejlett (Ausztria, Írország, Hollandia, USA) és négy fejlődő (Bulgária, Észtország, Lengyelország, Szlovákia) pénzügyi ciklusait vizsgálta az ingatlanárak és hitelek reálnövekedésének bevonásával. Megemlíthető Kemp (2014) Dél-Afrika ciklikus helyzetét vizsgáló írása. Krupkina és szerzőtársai (2014) 28 fejlődő országot, köztük Magyarországot fenntartható növekedését vizsgálta GDP-arányos hitel, pénzmennyiség és tőzsdai kapitalizáció adatok felhasználásával. A Nemzetgazdasági Minisztérium is (NGM, 2014) közölt Magyarországra vonatkozó pénzügyi hatásoktól semleges kibocsátás számításokat, melyhez reálkamat, finanszírozási képesség, tőkémerleg és kapacitáskihasználtság adatokat használt fel.

3-14. ábra
Tény és pénzügyi egyensúlyt megőrző potenciális kibocsátás



Megjegyzés: 2005. évi változatlan áron, ezer mrd Ft.
Forrás: MNB.

3-15. ábra
Tény és pénzügyi egyensúlyt megőrző potenciális növekedés



Forrás: MNB.

Összességében mind a szektorális, mind az aggregált megközelítésből tehát az rajzolódik ki, hogy Magyarország a 2002–2008-as időszakban pénzügyi egyensúlyát megőrző potenciális növekedési lehetőségein felül növekedett. Növekedési pályánkat a normál üzleti ciklus

mellett, a pénzügyi ciklus kinyílása és az ezt jellemző gyors eladósodás is érdemben befolyásolta. Ennek korrekciójaként a pénzügyi egyensúly helyreállítására tett intézkedések illetve viselkedés-változások miatt a válság után a kilábalás az fenntartható növekedési ütemtől elmaradó dinamikával zajlott.

A válságot megelőző 7 év átlagában a magyar GDP évi 3,1 százalékkal emelkedett úgy, hogy eközben a belföldi szereplők jelentős pénzügyi egyensúlytalanságokat halmoztak fel. Számításaink szerint ebben az időszakban egy fenntartható, pénzügyi egyensúlyt megőrző potenciális növekedési pályán a megvalósultnál alacsonyabb, évi 2,6–2,8 százalékos növekedést eredményezett volna. A válság és azt követő évek, vagyis 2009–2013-as időszak átlagát tekintve a gazdaság évi 0,9 százalékkal zsugorodott, ugyanakkor a fenntartható potenciális növekedési pályán átlagosan évi 0,3–0,6 százalékkal emelkedett volna a GDP. **Azaz Magyarországnak a hosszú távon is fenntartható lehetőségeihez képest a 2002–2007 közötti időszakban átlagosan évi 0,4–0,5 százalékkal gyorsabban növekedett, miközben a sérülékenységi és a pénzügyi ciklus korrekciójaként a 2009–2013 közötti periódusban lehetőségeihez képest évente 1,2–1,5 százalékkal alacsonyabb növekedést mutatott** (3-2. táblázat).

3-2. táblázat
Szektorok nettó pénzügyi pozíciója tény és fenntartható növekedés esetén

	Ténytől vett eltérés	
	2002–2008 átlaga	2009–2013 átlaga
Tény	3,1	-0,9
Pénzügyi egyensúlyt megőrző potenciális növekedés		
Szektorális megközelítésben	2,6	0,6
Aggregált megközelítésben	2,8	0,3

Forrás: MNB.

3-1. keretes írás

A gazdasági felzárkózás sajátosságai a legfontosabb termelési tényezők tükrében

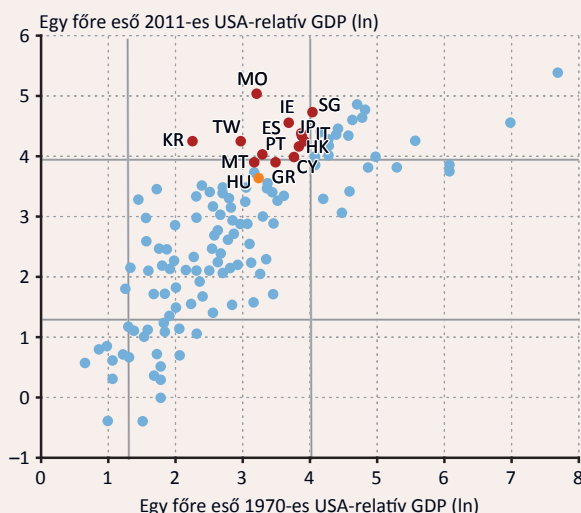
A gazdasági felzárkózás és az azt meghatározó tényezők a közgazdaságtan egyik legtöbbet kutatott területe. A világ gazdaság gyorsabb növekedési fázisaiban – az üzleti és pénzügyi ciklusok felívelő szakaszában – számos kivétel készül a dinamikusan bővülő gazdasági régiók várható utolérési idejéről, ugyanakkor megvizsgálva az elmúlt negyven év tapasztalatát megállapítható, hogy a sikeres és tartós felzárkózás inkább ritka kivételnek, mint általánosságnak tekinthető (3-16. ábra).

A világháború után a legtöbb ország viszonylag hamar eljutott a közepes jövedelmű szintre, miközben 1970 és 2011 között a világ országainak csak kevesebb mint tíz százaléka tudott felzárkózni a világ élvonalához.

Áttekintve az érintett gazdaságokat a gazdaságok szerkezetében (népesség-szám, nyersanyagokkal való ellátottság), az állam szerepvállalásában és a társadalom értékrendszerében jelentősebb eltéréseket is láthatunk. **A felzárkózásnak nincs egyértelmű, minden gazdaságra alkalmazható receptje.** Alábbi keretes írásunkban nem vállalkozunk ezen feltételek különbségeinek árnyalt bemutatására, csak az egyes termelési tényezők alakulásában jelentkező különbségeket elemezzük (3-17. ábra).

3-16. ábra

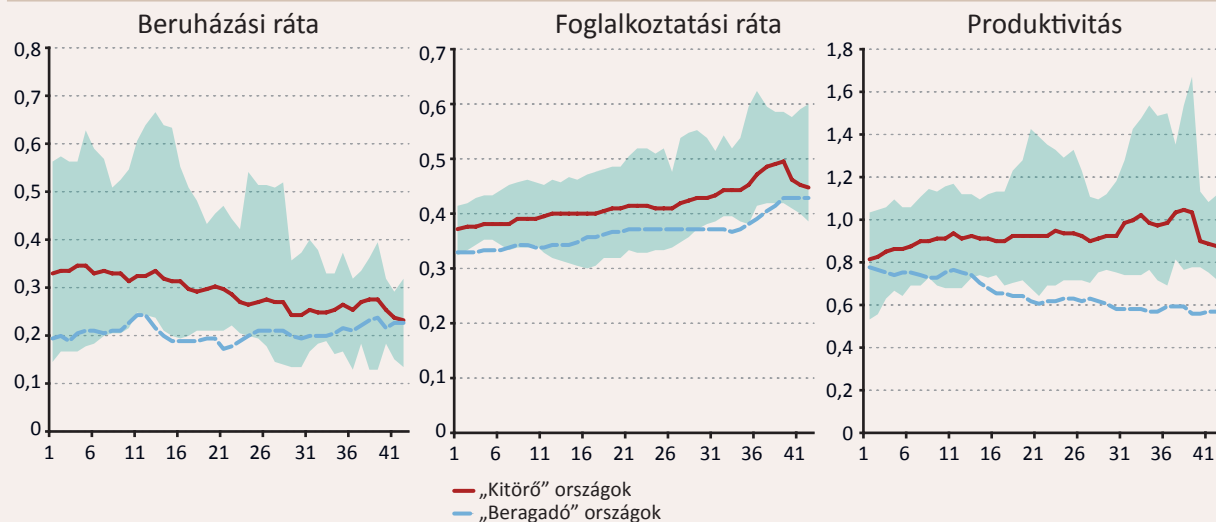
A gazdasági fejlettség változása 1970 és 2011 között



Forrás: PWT, Virág (2014).

3-17. ábra

A termelési tényezők alakulása



Vizsgált országok: „Kitörő országok”: Makaó, Szingapúr, Tajvan, Hong-Kong, Spanyolország, Írország, Korea, Görögország, Olaszország, Ciprus, „Beragadó” országok: Chile, Törökország, Brazília, Dél-Afrika, India, Uruguay, Peru, Paraguay, Mexikó.

Forrás: Penn World Table, IMF WEO, World Bank WDI.

Az elmúlt negyven évben néhány gazdaságnak (Makaó, Hongkong, Tajvan, Korea, Szingapúr, Ciprus, Málta, Olaszország, Spanyolország, Görögország, Írország) sikerült kitörnie a közepesen fejlett státuszából.

A gazdasági felzárkózás szempontjából a beruházások kulcsfontosságú szerepet töltek be. A sikeres felzárkózást mutató országok – bár csökkenő tendencia mellett, de – tartósan magasabb beruházási rátát mutattak. Ezen országcsoportban a hosszú ideig fenntartható fejlődés egészen a válság kitöréséig legalább 25%-os vagy afeletti beruházási ráta mellett valósult meg.

A foglalkoztatási ráta a fejlődő gazdaságokban általában növekedett. A nemzetközileg hasonló folyamatok hátterében erős determinációt jelenthettek demográfia tendenciák. A munkapiacra belépő fiatalabb és egyre képzettebb korosztályok nagyobb valószínűséggel találtak állást a szerkezetileg átalakuló gazdaságokban, miközben az alacsonyabb bérköltségek miatt folyamatosan erős FDI-beáramlás a munkakeresletet is érdemben növelte.

A beruházás mellett a felzárkózási sikerben fontos szerepe volt a magasabb termelési hatékonyságnak is. A gazdasági szerkezetváltás mellett (az alacsonyabb termelékenységű mezőgazdasággal szemben növekedett a feldolgozóipar súlya) az új technológiák gyors adaptálása, a globális kereskedelembe való egyre aktívabb részvétel és innovációs fejlesztések támogatása különböző mértékben, de egyaránt hozzájárult a gyorsabb termelékenység-bővüléshez.

HIVATKOZÁSOK

ABIAD, A. – LEIGH, D. – MODY, A. (2007) *International Finance and Income Convergence: Europe is Different*, IMF Working Paper 2007/64.

ALBEROLA, E. – ESTRADA, Á. – SANTABÁRBARA, D. (2013) *Growth Beyond Imbalances. Sustainable Growth Rates and Output Gap Reassessment*, Banco De España, Documentos de Trabajo 1313.

ARCAND, J. – BERKES, E. – PANIZZA, U. (2012) *Too Much Finance?* IMF Working Paper 2012/161.

BAUER P. – ENDRÉSZ M. KISS R. – KOVALSZKY Zs. – MARTONOSI Á. – RÁCZ O. – SCHINDLER I. (2013) *Túlzott lakossági eladósodás: okok, trendek, következmények*, MNB-szemle, október

BECT, T. (2009) *The Econometrics of Finance and Growth*, Palgrave Handbook of Econometrics, Vol. 2, szerk. T. Mills és K. Patterson, Palgrave MacMillan, Houndsmill, 1180–1211. o.

BECK, T. (2013) *Finance and growth: Too much of a good thing?*, <http://www.voxeu.org/article/finance-and-growth>

BERNHOFER, D. – FERNÁNDEZ-AMADOR, O. – GÄCHTER, M. – SINDERMAN, F. (2014) *Finance, Potential Output and the Business Cycle: Empirical Evidence from Selected Advanced and CESEE Economies, in Focus on European Economic Integration Q2/14*, Oesterreichische Nationalbank, Bécs, 52-75. o.

BORIO, C. – DISYATAT, P. – JUSELIUS, M. (2013) *Rethinking Potential Output: Embedding Information About the Financial Cycle*, BIS Working Paper 404.

BORIO, C. – DISYATAT, P. – JUSELIUS, M. (2014) *A Parsimonious Approach to Incorporating Economic Information in Measures of Potential Output*, BIS Working Paper 442.

BUSSIÈRE, M. – FRATZSCHER, M. – MÜLLER, G. (2004) *Current Account Dynamics in OECD and EU Acceding Countries – An Intertemporal Approach*, ECB Working Paper Series, No. 311.

CA'ZORZI, M. – CHUDIK, A. – DIEPPE, A. (2009) *Current Account Benchmarks for Central and Eastern Europe a Desperate Search?*, ECB Working Paper Series No. 995.

- CECCHETTI, S. – KHARROUBI, E. (2010) *Reassessing the impact of finance on growth*, BIS Working Paper No. 381.
- CSORTOS O. – SZALAI Z. (2014) *Early warning indicators: financial and macroeconomic imbalances in Central and Eastern European countries*, MNB Working Papers 2014/2.
- DREHMANN, M. – BORIO, C. – TSATSARONIS, K. (2012) *Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!*, BIS Working Papers No. 380.
- ENDRÉSZ M. – KISS R. – VIRÁG B. (2014) *Fogyasztás és hitelezés – a magyar háztartások mérlegalkalmazkodásának vizsgálata*, kézirat
- HOFFMANN M. – KÓCZIÁN B. – KOROKNAI P. (2013) *A magyar gazdaság külső egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás*, MNB-szemle, október, 71–82.o.
- HORNOK C. – JAKAB M. Z. – P. KISS G. (2008) *Tükör által homályosan: fiskális expanzió és makrogazdasági folyamatok, 2001–2006*, MNB szemle április.
- HORVÁTH Á. – HORVÁTH Á. – KRUSPER B. – VÁRNAI T. – VÁRPALOTAI V. (2010): *A DELPHI modell*, MKE Konferencia, Budapest, 2010, <http://www.mktudegy.hu/files/DELPHImodellVarpalotaiViktor.pdf>
- JAHAN, S. – MAHMUD, A. S. (2013) *What is Output Gap*, Finance & Development Vol. 50., No. 3.
- KEMP, H. (2014) *Measuring potential output for the South African economy: Embedding information about the financial cycle*, Stellenbosch Economic Papers 03/14
- KRAFT, E. – JANKOV, L. (2005) *Does speed kill? Lending Booms and their Consequences in Croatia*, Journal of Banking and Finance, Vol 29., 105–121. o.
- KISS G. – NAGY M. – VONNÁK B. (2006) *Credit Growth in Central and Eastern Europe: Convergence or Boom?* MNB Working Paper 2006/10.
- KRUPKINA, A. – DERYUGINA, E. – PONOMARENKO, A. (2014) *Estimating sustainable output growth in emerging market economies*, DOFIT Discussion Papers 2014 No. 11.
- LEVINE, R. (1997) *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, Journal of Economic Literature, Vol. 35. No. 2., 688–726. o.
- LEVINE R. (2005) *Finance and Growth: Theory and Evidence*, in Handbook of Economic Growth, szerk P. Aghion és S. Durlauf, Elsevier, 12. fejezet, 865–934. o.
- MNB (2010) *Elemzés a konvergenciafolyamatokról a pénzügyi válság szemszögéből*
- MANGANELLI, S. – POPOV, A. (2013) *Financial Dependence, Global Growth Opportunities, and Growth Revisited*, Economics Letters, Vol. 120., 123–125. o.
- NGM (2014) *Magyarország Konvergencia Programja 2014–2017*
- OECD (2001) *Glossary of Statistical Term*, <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=2094>
- OBSTFELD, M. – ROGOFF, K. (1996) *Foundation of International Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge
- VAMVAKIDIS, A. (2008) *Convergence in Emerging Europe: Sustainability and Vulnerabilities*, IMF Working Paper 2008/181.
- VIRÁG BARNABÁS (2014), *Létezik-e a növekedés „Szent grálja”* c. előadás, Budapest, MNB MoK 2014. április 17.

4. Magyarország növekedési kilátásai

A pénzügyi válságok jellemzően nagymértékben és tartósan visszavetik a kibocsátást. A válság következtében kialakuló tartósan kereslethiányos környezet, illetve a felhalmozott pénzügyi és reálgazdasági egyensúlytalanságok valamennyi termelési tényező alakulására negatívan hatnak, így erodálhatják a gazdaság potenciális növekedési kilátásait is. A nagy nemzetközi szervezetek által a globális gazdaságra készített előrejelzések szerint akár a válság előtti trend, akár a megfigyelt növekedési ütem elérésére a következő évtizedben nem számíthatunk.

Az eltelt idő rövidsége miatt a válságnak a potenciális, vagy ami még fontosabb a fenntartható növekedésre gyakorolt hatásainak számszerűsítéséről egyelőre nehéz egyértelmű válaszokat találni a nemzetközi szakirodalomban. Ezért Magyarország jövőbeli növekedési kilátásainak számszerűsítéséhez egy egyszerű, ám a hosszabb távú növekedési kilátások elemzéséhez gyakran felhasznált modellt, Kaldor növekedési megfigyeléseit vettük alapul. Eszerint hosszabb időhorizonton az egy főre jutó tőke mennyisége és az egy főre jutó kibocsátás időben közel azonos ütemben bővül, így a tőkekibocsátás hányados lényegében változatlan. Emiatt a gazdaság hosszabb távú növekedését a tőke gyarapodásának üteme alakítja. Adott tőkeintenzitás és amortizációs ráta mellett minél magasabb a beruházási ráta, annál gyorsabb lehet a tőkeállomány és vele együtt a gazdaság növekedési üteme.

Ezt figyelembe véve becsléseink szerint az aktuális – egyébként a régió átlagához közelítő – beruházási rátát középtávon kivetítve a magyar gazdaság hosszabb távú növekedési lehetőségei 2,5 százalék körül alakulhatnak, ami a felzárkózási kilátásokat illetően évi kb. 1 százalékos felzárkózási ütemet jelenthet. Ennél gyorsabb ütemű felzárkózás csak a beruházási ráta további, tartós emelése mellett érhető el. Modelleredményeink szerint a 3,5–4 százalékos növekedési potenciál elérése csak a beruházási ráta legalább 25 százalékos értéke mellett képzelhető el.

Gyorsabb ütemű növekedés megvalósításához kívánatos tehát a beruházási ráta további emelése. Azonban fontos kiemelni, hogy az államháztartás által végrehajtott beruházások kivételével a beruházási ráta nem tekinthető olyan változónak, melyet a gazdaságpolitika közvetlenül befolyásolni képes. A növekedési potenciált emelő produktív beruházásokat elsősorban jövedelmezőségi megfontolások alakítják. E tekintetben előretételezve az alábbi tényezők lehetnek a legfontosabbak. (1) A jelenleg érvényes feltételrendszer mellett a munkapiacra potenciálisan bevonható munkaerő létszáma az évtized második felében elérheti a maximumát, amit követően a demográfiában várható tendenciákkal párhuzamosan csökkenni kezd. A folyamat csak a születésszám ösztönzésével, az általános képzettségi szint növelésével és az inaktivitásba vonulás szabályainak további szigorításával korrigálható. Tekintve, hogy a munkakínálat tekintetében a legnagyobb tartalékok az alacsony képzettségűek csoportjában található, ezért különösen fontos ezen potenciális munkavállalók szakképzettségének növelése. (2) A magas árres eléréséhez magasabb technológiai szintű termelés szükséges. Ezt a magán- és állami innovációs ráfordítások emelése mellett, a kis- és közép vállalatok adaptív képességeinek (pl. új munkaszervezés, technológia, finanszírozási megoldások) emelése támogathatja. (3) A befektetési környezet megítélése befolyással van a beruházások értékelésénél figyelembe vett kockázati felárakra. Az általános gazdasági környezet kiszámíthatóságának további javítása az alacsonyabb kockázati felárakon keresztül növelheti a beruházási rátát. (4) A kereslet alakulását tekintve a jelenlegi középtávú kivetítések a világkereskedelem válság előtti mértékéhez képest lassabb ütemű bővüléssel számolnak (részben a mérsékeltebb növekedés, részben a lassuló globalizáció eredményeként). Ezt figyelembe véve az exportszerkezetben akár a közvetlen, akár a közvetett (beszállítói) kapcsolatokon keresztül fontos lehet olyan ágazatok és piacok felé orientálódni, amelyek relatíve dinamikusabban fejlődnek. A földrajzi irányultágot tekintve ilyen lehetnek a gyorsan fejlődő régiós, valamint ázsiai gazdaságok, míg a termékszerkezetet tekintve a válságot követően is dinamikusabban bővülő exportszolgáltatások piaca.

A beruházási ráta emelése mellett a magvalósításához szükséges források elérhetősége is fontos. A válság előtti időszakban a beruházásokat a hazai megtakarítások nem fedezték, így jelentős mértékű külső forrásbevonásra volt szükség. Megtakarítási ráta kivetítésünk szerint a visszafogottabb növekedési pálya nem igényel külső forrásbevonást, és e pálya mentén a fennálló külső adósságráta is dinamikus csökkenhet, így adósság szempontból is fenntarthatónak minősíthető. A dinamikusabb növekedési pálya elérhetőségéhez a megtakarítási ráta tartós emelkedése szükséges. Erre valamennyi belföldi jövedelemtulajdonos esetében látunk lehetőséget: a háztartások esetében a megtakarítástudatosság általános javítása, és a hosszú távú megtakarítási célok támogatása tartósan magasabb szinten stabilizálhatja a megtakarítási rátát. A hazai vállalatok esetében a magasabb hozzáadott érték elérése (pl. előrelépés a termelési láncokban, belépés a magasabb hozzáadott értékkel működő szegmensekbe) a saját forrásokat is emelheti. Végezetül az államháztartás esetében az elmúlt években jelentős mértékben és tartósan javuló egyenleg további javítása lehet indokolt. Ez utóbbi esetben, azonban az időzítés és az intézkedések nagyságrendjét illetően fontos figyelembe venni a mérlegkiigazítási recessziók 1. fejezetben részletesen tárgyalt sajátosságait. Végezetül a belföldi megtakarítások elégtelensége esetén a külső forrásbevonást az adósság jellegű finanszírozás helyett a hosszabb távon stabilabb működőtőke alapú finanszírozás irányába érdemes elmozdítani.

Az előző részben fenntarthatósági szempögből került bemutatásra az elmúlt másfél évtized növekedési folyamata. A múlt növekedési tanulságainak feltárása után Magyarország növekedési kilátásainak elemzésére térünk át. Ehhez a vonatkozó irodalom alapján először röviden áttekintjük a pénzügyi válságok növe-

kedésre gyakorolt hatásait.⁶⁷ Ezt követően számszerűsítjük növekedési kilátásainkat, kitérve arra is, hogy a kivetített növekedési pályák milyen mértékben fenntarthatók, azaz elkerülhető-e a válság előtti adósság-generáló növekedési modell csapdája.

⁶⁷ Részletesebb elemzésért lásd Gábrriel és Motyovszky (2013) elemzését.

4.1. A pénzügyi válságok növekedésre gyakorolt hatásai

A pénzügyi válságok rövid és középtávon a termelési tényezők, illetve a termelékenység alakulásán keresztül is befolyásolhatják a gazdaság termelési potenciálját (e csatornák zömének összefoglalását lásd pl. ECFIN, 2009). A humán tőke és munkaerő potenciális mennyiségét a strukturális munkanélküliség és az aktivitási ráta változása is befolyásolhatja. Így a strukturális munkanélküliség emelkedéséhez vezethet, hogy a hitelezés visszaesése nyomán nőnek az elbocsátások a magas likviditási igényű ágazatokból, miközben a munkahelyteremtés is csökken a külső forrásra utalt ágazatokban (Gallego és Tessada, 2012). Emellett elhúzódó válság esetén a tartósan állás nélkül maradók ismeretei avulnak, tudásuk és gyakorlatuk megkopik, ami későbbi elhelyezkedési esélyeiket rontja (hiszterézis), ezáltal tartósan megemeli a munkanélküliség strukturális rátáját. A népesség aktivitása is elsősorban elhúzódó válságok idején csökkenhet. A tartósan romló elhelyezkedési esélyek hatására reményvesztett munkanélküliek inaktívvá válhatnak. Emellett a válság idején hozott, munkanélkülieket támogató intézkedések (pl. segélyre való jogosultság időtartamának meghosszabbítása) is a strukturális munkanélküliség emelkedéséhez vezethet. Az aktivitás csökkenését ugyanakkor ellensúlyozhatja, hogy a háztartások romló jövedelmi helyzetükre munkakínálatuk növelésével reagálhatnak.

A tőkefelhalmozást több csatornán keresztül hátráltatják a pénzügyi válságok. A válság nyomán növekvő kockázati prémiumok megemelik a tőkebefektetésektől elvárt hozamot, ami miatt nem valósulnak meg a kevésbé jövedelmező beruházások. A hitelkínálati feltételek szigorodása szintén korlátozza a beruházási aktivitást. Végül a recesszió és a hitelszűke miatt emelkednek a vállalati csődráták. A felszámolt cégek eszközei hosszabb időre (vagy akár végleg) kieshetnek a termelésből, különösen, ha a csőd- és felszámolási eljárások időigényesek, nem eléggé hatékonyak.

Végül a pénzügyi válságok a termelékenységet is negatívan érinthetik. Több elemzés kimutatta, hogy a munkaerő és a tőkeállomány változása csak töredékét képes megmagyarázni a pénzügyi válságok idején

megfigyelt kibocsátási veszteségeknek (pl. Ohanian, 2001, Sandleris és Wright, 2011). Recessziók idején először a legkevésbé hatékony cégek vonulnak ki a piacról, ami a megmaradó vállalatok átlagos termelékenységi szintjét emeli. Ugyanakkor ezt a reallokációból fakadó termelékenységnövekedést pénzügyi krízisek idején több tényező ellensúlyozza. A csökkenő kockázati étvágyú és hitelezési képességű pénzügyi rendszer kevésbé finanszírozza a termelékenyebb cégek kapacitásbővítő beruházásait (lásd pl. Ziebarth, 2011). Emellett válságidőszakban drasztikusan nő a makrogazdasági környezet bizonytalansága, ami a vállalatokat kivárássra ösztönzi. Így a hatékony cégek elhalasztják kapacitásaik bővítését, ami szintén lassítja a vállalatok és szektorok közti reallokációt (Bloom és szerzőtársai, 2012). A fentiek hatására a reallokáció lassulása a termelékenység csökkenését eredményezheti. Ezen túl válságidőszakban a növekvő bizonytalanság és a forrásszűke miatt csökkenhet a kutatás-fejlesztési aktivitás, ami visszavetheti a termelékenység növekedését. A vállalati csődök növekedésével pusztul a gazdaság szervezeti tőkéje. A szervezeti tőke a termelés megszervezésével kapcsolatos tudás, melynek felhalmozása az egyes vállalatokhoz kötődik (Prescott és Visscher, 1980). Emellett a cég alkalmazottai is felhalmoznak olyan munkahely-specifikus ismereteket, amelyek elvesznek a vállalatbezárásokkal és az elbocsátásokkal (Jovanovic, 1979).

A növekedésre gyakorolt lehetséges csatornáinak feltárása mellett a pénzügyi válságok kibocsátás viszszavető és növekedést gátló hatásának mértéke is jól van dokumentálva. Cerra és Saxena (2007) több mint 700 recessziós és az azt követő fellendülési időszakát vizsgálva azt találta, hogy a pénzügyi válságok más válságtípusoknál nagyobb mértékben vetik vissza a gazdaságot, másrészt a kilábalás fázisában is alacsonyabb növekedési ráták figyelhetők meg. Checcetti és szerzőtársai (2009) 1980-at követő évek 40 pénzügyi válságát vizsgálva arra jutottak, ez esetek felében a kibocsátás a válság előtti csúcshoz mélypontjáig több mint 9 százalékkal esik vissza. Reinhart és Rogoff (2009) szintén azt találta, hogy a pénzügyi válságokban a GDP átlagosan 9 százalékkal esik vissza 2 év alatt. Abiad és szerzőtársai

(2009) a válságot követő 7 éves horizontot elemezve a válság előtti trendhez képest jelentős és tartós 7-8 százalékos kibocsátás-visszaesést találtak. A potenciális növekedésre fókuszálva Furceri és Mourougane (2012) becslése szerint a súlyos pénzügyi válságok átlagosan és tartósan 4 százalékkal vetik vissza a potenciális kibocsátást. Bijapur (2012) az infláció alakulásának vizsgálatával közvetett bizonyítékot arra, hogy a pénzügyi válságok erodálják a potenciális kibocsátást.

Az áttekintett irodalom eredményei egybehangzóak. Mindegyik a kibocsátás jelentős esését dokumentálja pénzügyi válságepizódokban. A szintveszteség mellett azonban az is lényeges kérdés, hogy a pénzügyi válságok a növekedést is visszavetik-e. Schularick és Taylor (2009) közel 140 évet átfogó vizsgálata azt mutatja, hogy – különösen a II. világháború utáni időszakra jellemző módon – a növekedés üteme a válságot követő 5 év elteltével is alacsonyabb a normál évekéhez képest. Cavallo és Cavallo (2008) szintén a válságot követő 5 éves periódus vizsgálata alapján azt mutatja ki, hogy a krízisek negatív növekedési hatásait enyhíteni tudja a megfelelő gazdaságpolitika, amely nagyobb eséllyel valósul meg ott ahol demokratikus intézmények erősek. Haltmeier (2012) a válságot követő 4 évig

terjesztve ki vizsgálatának horizontját azt találta, hogy a válságot megelőző két év trend növekedését sem a fejlett, sem a fejlődő országok nem érték el a válságot követő 3–4. évben. Estavão és Tsounta (2010) Kanada potenciális növekedési kilátásait elemzik a válságot követő 2 évben. Benati (2012) sztochasztikus trendbecslése a 2010-ig rendelkezésre álló adatok alapján a válság után az eurozóna és az USA potenciális növekedésének 0,9, illetve 1,3 százalékpontos csökkenését mutatta ki. Furceri – Mourougane (2012) inszignifikáns és mértékét tekintve is csekély, mindössze 0,1 százalékpontos növekedési ütemcsökkenést becsültek. ECFIN (2009) becslései szintén nem tudtak szignifikáns növekedés lassulást kimutatni a válságot követő három év elteltével.

A pénzügyi válság GDP-növekedésre gyakorolt hatását elemző tanulmányokról összegezve megállapítható, hogy vizsgálatuk horizontja a válságot követő pár évre (2-7 év) terjed ki, így 2014. év vége felé közeledve, ezek az eredmények kevésbé irányadók a magyar növekedési képesség felmérésére, mivel a növekedési kilátás becslésünk a 2015. évet követő időszakra vonatkozik, ami már a válságot követő nyolcadik éven is túl van.⁶⁸

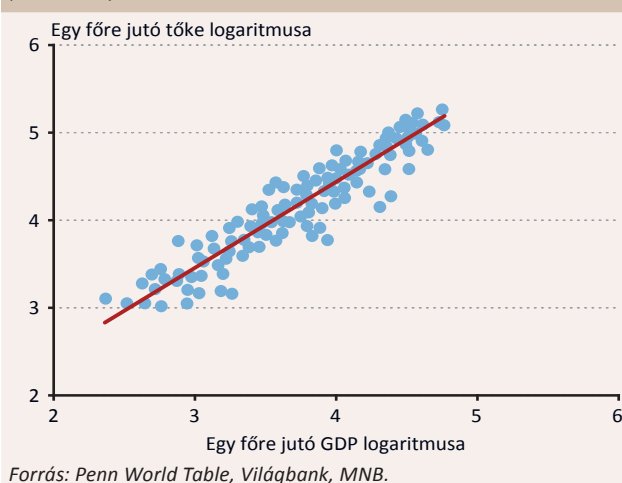
⁶⁸ A Jegybank 2014–2015. évekre publikált makrogazdasági prognózist, amit felhasználunk kivetítésünkben.

4.2. Növekedési kilátások: technikai kivetítés

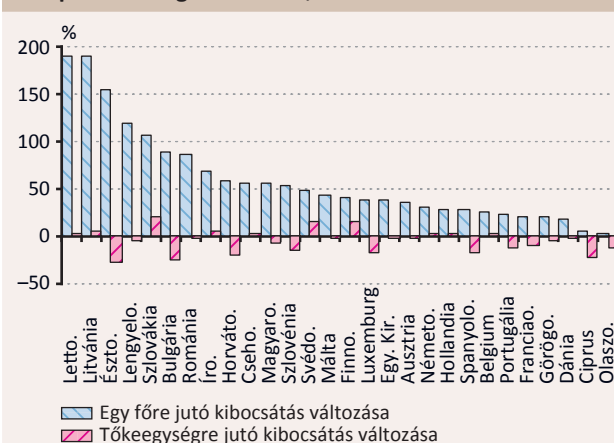
A hosszabb távon elérhető növekedés számszerűsítéséhez Kaldor (1957) megfigyelését vesszük alapul, mely szerint az egy főre jutó tőke mennyisége és az egy főre jutó kibocsátás időben közel azonos ütemben bővül, így a tőkekibocsátás-hányados hosszú távon lényegében változatlan. E hányados változatlansága esetén a kibocsátás növekedési üteme meg kell, hogy egyezzen a tőkeállomány gyarapodásának ütemével. Ezeknek következménye az is, hogy a gazdaság kibocsátását végső soron a rendelkezésre álló tőke állománya határozza meg.

Bár Kaldor lényegében változatlan összefüggéseket említ, figyelemre méltó, hogy a valóságban ténylegesen mennyire szoros, szinte egy-az-egyhez arányú kapcsolat van a tőke és kibocsátás szintje (4-1. ábra), illetve növekedése (4-2. ábra) között. Az utóbbi ábrán az látható, hogy az Európai Unió tagállamainak növekedési mintázata összhangban áll Kaldor közel állandó tőkeintenzitás feltételezésével, ugyanis míg az egy főre jutó kibocsátás – különösen az újonnan csatlakozott tagállamok körében – jelentősen emelkedett, addig a tőkeegységre jutó kibocsátás, vagyis a tőkeintenzitás reciproka eközben alig változott. Tehát mind a több mint 160 ország tőkeállomány kibocsátás számai, mind az európai uniós tagállamok két évtizednyi adatai megerősítik Kaldor feltevéseit, így az alábbiakban bemutatandó számítások végeredménye is megalapozottnak tekinthető.

4-1. ábra
Egy főre jutó kibocsátás és tőkeállomány 2005-ben
(USA-dollár)



4-2. ábra
Egy főre jutó kibocsátás és tőkeintenzitás változása az Európai Unió tagállamaiban, 1995–2015



Kaldor megfigyelése alapján tehát a kibocsátás növekedési üteme jó közelítéssel megegyezik a tőkeállomány gyarapodásának ütemével, melyet két tényező alakít: egyfelől a meglévő tőkeállomány elhasználódása, másfelől az eszközölt beruházások nagysága. Ezek az összefüggések az alábbi képlettel jeleníthetők meg:

$$\begin{aligned}
 g &= \frac{Y}{Y_{-1}} - 1 \approx \frac{K}{K_{-1}} - 1 \\
 &= \frac{(1-\delta)K_{-1} + I}{K_{-1}} - 1 \\
 &= \frac{I}{K_{-1}} - \delta
 \end{aligned} \tag{1}$$

ahol g a gazdaság növekedésének üteme, Y a kibocsátás, K a tőkeállomány rendelkezésre álló mennyisége, δ az amortizációs ráta, végül I a beruházás. A változók előző időszaki értékét -1 index jelöli. Az (1) képlet alapján a növekedést egy az egyben emeli a beruházások tőkeállományhoz viszonyított aránya, illetve csökkenti az amortizációs ráta. További átalakításokkal és felhasználva Kaldor időben állandó tőkekibocsátásra vonatkozó megállapítását a növekedés üteme még kézzel foghatóbb makrogazdasági mutatókhoz köthető:

$$g = \frac{I}{K_{-1}} - \delta = \frac{I}{Y} \frac{(1+g)Y_{-1}}{K_{-1}} - \delta \Rightarrow g \approx \frac{\frac{I}{Y} + \frac{K}{Y} - \delta}{1 - \frac{I}{Y} + \frac{K}{Y}} \quad (2)$$

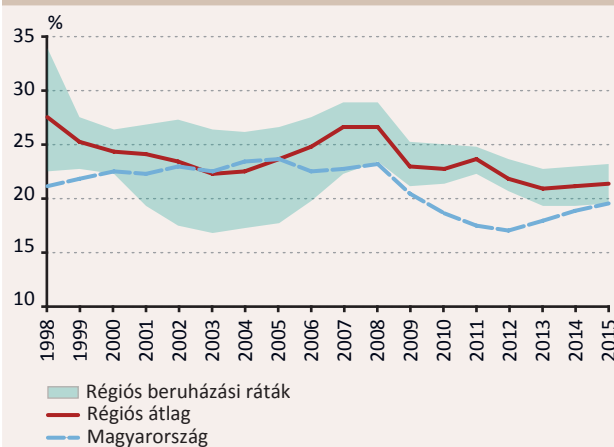
ahol I/Y a beruházási hányad, K/Y a tőke-kibocsátás hányados, más néven tőkeintenzitás. A (2) kifejezés még nyilvánvalóbbá teszi, hogy középtávon a gazdaság növekedését – számottevően nem változó tőkeintenzitás és technológiai folyamatok által determinált amortizációs ráta mellett – a beruházási hányad határozza meg. Adott tőkeintenzitás és amortizációs ráta mellett minél magasabb a beruházási ráta, annál gyorsabb a tőkeállomány és vele együtt a gazdaság növekedési üteme.

A beruházási ráta és a növekedés összefüggésére rávilágító fenti gondolatmenet érvényességét illusztrálja egyfelől a régió beruházási rátáinak és potenciális növekedésének és időbeli alakulása is. A 4-3. és 4-4. ábrákon látható, hogy a potenciális növekedés alakulása igen hasonló a beruházási ráta alakulásához. A Magyarország nélkül számított régiós adatoknál megfigyelhető, hogy a kétezres években egészen a pénzügyi válság kitöréséig a beruházási ráták emelkedtek, amivel párhuzamosan a potenciális növekedés is gyorsult. A pénzügyi válságot követően a beruházási ráták a válság előtti évek átlagos értékénél is alacsonyabbak, hasonlóan a potenciális növekedés alakulásához. A magyar beruházási ráta és potenciális növekedés a régiós átlagnak megfelelően alakult hozzávetőlegesen 2005-ig. Utána Magyarországon mind a beruházási ráta, mind a potenciális növekedés üteme leszakadt a régiós átlagtól. Az előrejelzési horizont végére ugyanakkor mindkét változó kezd ismét felzárkózni a régió átlagához.

A régió gazdasági mutatóiban is érvényesült a beruházási ráta és a növekedés közti összefüggés. Az alábbiakban bemutatott növekedési pálya kivetítések is a (2) képlettel felírt kapcsolat alapján kerültek meghatározásra. Káldor megfigyelésére alapozva a jövőben is változatlanul feltételezve a tőkeintenzitást, továbbá az amortizációs rátát kiszámítottuk, hogy adott beruházási ráta mellett mekkora növekedés várható.

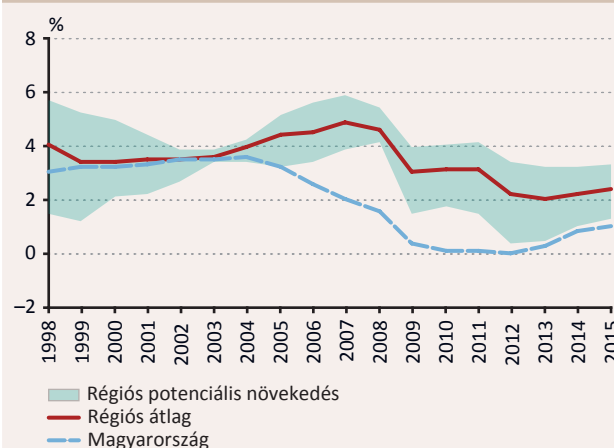
A számítások megbízhatóságát ugyanakkor számos tényező befolyásolhatja. Egyrészt nem egyértelmű, hogy a gazdaság mindenkor teljesítményét illetően mely tőkejavakat tartalmazó mutatók relevánsak. Egy ország tőkeállományának jelentős hányadát testesítik meg a lakásingatlanok, illetve a beruházásokon be-

4-3. ábra
Beruházási ráta Magyarországon és a többi visegrádi országban



Forrás: AMECO.

4-4. ábra
Potenciális növekedés Magyarországon és a többi visegrádi országban



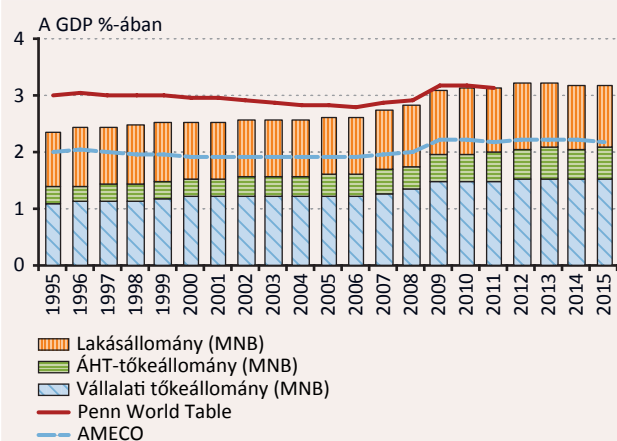
Forrás: AMECO.

lül a lakásberuházások. Szólnak érvek amellett, hogy a kibocsátás alakulását elsődlegesen a termelőtőke állománya befolyásolja, így a lakásállomány és vele együtt a lakásberuházások figyelmen kívül hagyhatók a számítások során. Szintén jelentős, ugyanakkor nehezen számszerűsíthető értéket képviselő termőföld mennyisége sem kerül számbavételre a számítások során, arra hivatkozva, hogy nagysága időben változatlanul tekinthető. Másrészt a tőkejavak releváns körének rögzítése mellett is nagy bizonytalansággal állapítható meg állományuk nagysága. A tőkeállomány meghatározására az úgynevezett folyamatos újraelértékelés módszere (PIM) használatos, melynek alkalmazása önmagában is bizonytalanságot hordozó feltevéseket igényel a kezdeti tőkeállomány nagyságá-

ra továbbá a tőkeelhasználódás mértékére.⁶⁹ Harmadrészt a tőkeállomány meghatározásának módszeréből következően az amortizációs ráta mértéke is bizonytalan. Negyedrészt a tőkeintenzitás és az amortizáció sem feltétlenül állandó időben, ahogy Kaldor is csupán „gyakorlatilag” tekinti időben változatlanak a tőkeintenzitást, azaz a számítások során elhanyagolható mértékűnek a tőkeintenzitás változását.

Magyarországra vonatkozóan több forrásból is elérhető tőkeállományi és amortizációs adatok. A 4-5. ábrán látható, hogy az MNB számításai szerinti összesített GDP-arányos tőkeállomány a válságot követő években nagyságrendileg megegyezik a Penn World Table adatbázis számaival, ugyanakkor a válságot megelőző években az MNB számításai a tőkehányados növekedését mutatják, míg a Penn World Table számai mérséklődést jeleznek.⁷⁰ Ez utóbbi kevésbé tűnik plauzibilisnek, mivel a felzárkózás többnyire a tőkeigényesség növekedésével jár. Az MNB lakásállomány nélkül számított tőkehányadosa ugyan közel van az Európai Bizottság számításaihoz (AMECO-adatbázis), viszont ez utóbbi az összesített, tehát a lakásberuházásokat is tartalmazó beruházásadatokra épül, így a lakásállományt is tartalmazza. Ezt figyelembe véve megállapítható, hogy az AMECO-adatok számottevően alacsonyabb tőkehányadosra utalnak, mint az MNB vagy a Penn World Table számai.

4-5. ábra
GDP-arányos tőkeállomány

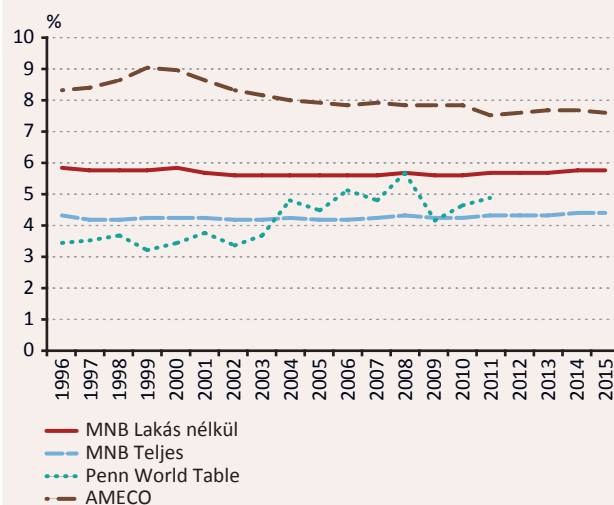


Forrás: Penn World Table, Világbank, MNB.

Az amortizációs ráták tekintetében is elmondható, hogy az MNB lakásállományt is figyelembe vevő amortizációs kulcsa hasonló a Penn World Table számaihoz

(4-6. ábra). Mivel a lakásállomány amortizációja lassabb, mint például a vállalati szektor gépállományának, ezért természetes, hogy a lakásállományt nem tartalmazó tőke amortizációja magasabb. Első látásra meglepőnek tűnhet, hogy az AMECO magas amortizációs kulcsot feltételez. Ugyanakkor figyelembe véve, hogy relatív alacsonyabb tőkehányadosot használ, mint az MNB vagy a Penn World Table, végeredményben a gyorsabb amortizáció „fékezi” a tőkehányados gyors növekedését.

4-6. ábra
Amortizációs ráták



Forrás: Penn World Table, Világbank, MNB.

Összefoglalóan mind a tőkeállomány, mind az amortizációs kulcs esetén az egyes elérhető adatforrások némileg eltérő értékeket mutatnak, ugyanakkor a két évtizedet átfogó vizsgálat alapján mértékük meglehetősen stabilitást mutat.

E stabilitást alapul véve a különböző adatforrások végponti tőkehányadosának és amortizációs rátájának, illetve beruházási hányadra vonatkozó feltevések kombinálásával a (2) képlet segítségével becsülhető a tőkeállomány dinamikának megfeleltethető növekedési képesség.⁷¹ A következőkben két eltérő beruházási rátával számoló forgatókönyvet vizsgálunk meg. Az első változatban a kivetítéshez az MNB 2014. júniusi Inflációs jelentésének 2015. évre vonatkozó beruházási ráta előrejelzését vesszük alapul, míg a másodikban 2015-öt követő években tovább emelkedő beruházási rátával számolunk.

⁶⁹ A folyamatos újraelértározás módszerét alapul véve készültek a számításoknál felhasznált tőkeállomány-idősorok. Lásd Pula (2003).

⁷⁰ Minden adat a tőkeintenzitás növekedését mutatja a válságot követően. Ennek oka a tőkeintenzitás nevezőjében szereplő, a válságban visszaeső GDP.

⁷¹ Hasonló megközelítést alkalmazott növekedési számításokhoz Darvas–Simon (1999).

4-1. táblázat

A magyar gazdaság középtávú növekedési képessége

(technikai kivetítés)

	Beruházási ráta	Tőke-hányados	Amortizációs ráta	Növekedés
MNB Teljes	19,8% ¹	3,18	4,4%	1,9%
MNB Lakás nélkül	17,1% ²	2,08	5,8%	2,7%
Penn World Tables	19,8% ¹	3,21	4,9%	1,4%
AMECO	19,8% ¹	2,20	7,6%	1,5%

¹ 2015. évre vonatkozó teljes beruházási ráta előrejelzése.² 2015. évre vonatkozó lakásberuházások nélküli beruházási ráta előrejelzése.

Forrás: AMECO, Penn World Tables, MNB Inflációs jelentés 2014. június

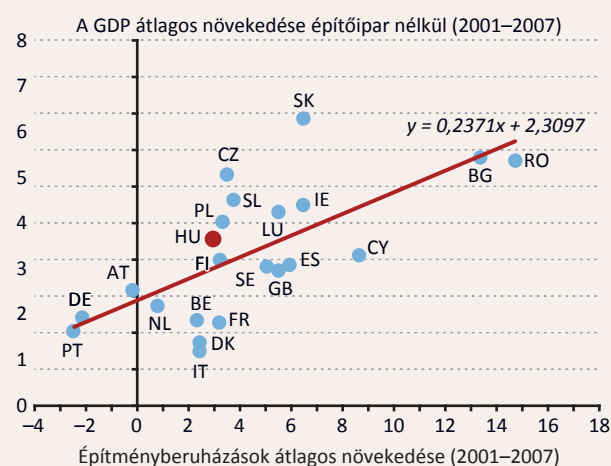
Az első, technikai kivetítésen alapuló számítások értékeléséhez mindenképp három tényezőre szükséges felhívni a figyelmet. Egyrészt az eredmények azon a feltevésen alapulnak, hogy a 2015. évre vonatkozó előrejelzett beruházási ráta változatlan marad 2015-öt követő években is. (A következőkben bemutatásra kerülő alternatív pályában ezen a feltevésen módosítunk.) Amennyiben a beruházások dinamikája kevésbé mérséklődik 2015-öt követően és a beruházási ráta magasabb lesz, akkor a növekedési képesség is kedvezőbben alakulhat a 4-1. táblázatban közltnél. Ugyanakkor kockázatot hordoz, hogy az állami beruházások volumenét magasan tartják 2015-ig az Európai Unió 2007–2013-as évekre biztosított hétéves költségvetéséből finanszírozható projektek. Tekintve az uniós pénzek farnehez felhasználását valószínűsíthető, hogy átlagosan a 2015. évinél alacsonyabb lesz az államháztartás uniós forrásokból fedezett beruházása.

Másrészt a teljes beruházási rátát felhasználó számítások nem képesek figyelembe venni a beruházások összetételét. A növekedési képesség szempontjából viszont a beruházások összetétele nem közömbös. Mint ahogy azt a 4-7. és 4-8. ábrák is mutatják, általában nagyobb növekedési képességet eredményeznek a gépberuházások, mint az épület beruházások. Részben ugyanezen ok miatt a vállalati beruházások a jövőbeli kibocsátás alakulása szempontjából meghatározóbbak, mint például a háztartások lakásberuházásai. A beruházások összetételét bemutató 4-9. ábra alapján megállapítható, hogy várhatóan a GDP-arányos vállalati beruházás 2015-re meghaladja a válságot megelőző évek átlagát, szemben a lakásberuházások alakulásával. Így bár a 2015-re prognosztizált teljes beruházási hányad nem éri el 2000–2007. évek átlagát, ugyanakkor a vállalati beruházások nagyobb hányada miatt összetétele növekedési kilátások szempontjából kedvezőnek ítéltető. Ebből következően a teljes beruházási hányadot figyelembe vevő értékek alulbecsültnek tekinthetők.

Harmadrészt bár a tőkehányadosok időben csekély mértékben változtak, mégis az egyes adatforrások eltérő irányú mozgásokat mutattak a válság előtt. Az AMECO és a Penn World Table által közölt hányadok enyhén csökkentek, míg az MNB számításai kismértékben növekedtek. A válságban minden adatforrás szerint a visszaeső GDP hatására megemelkedtek a tőkehányadosok. Azonban 2009–2015 időszakot vizsgálva a tőkehányadosok minden adatforrás szerint stabilak maradtak.

4-7. ábra

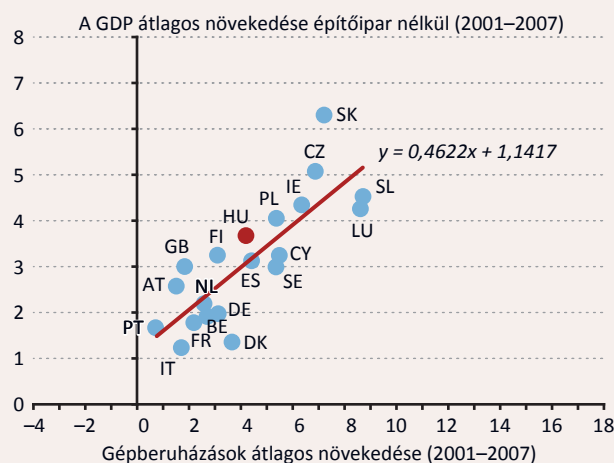
Építményberuházások kapcsolata a növekedéssel



Forrás: Eurostat.

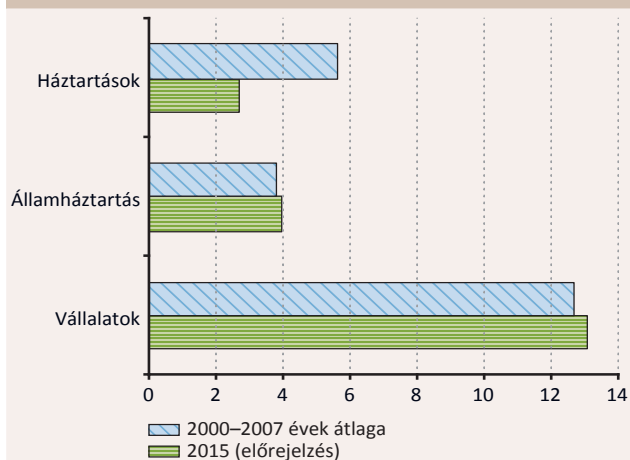
4-8. ábra

Gépberuházások kapcsolata a növekedéssel



Forrás: Eurostat.

4-9. ábra
Beruházási ráták az egyes szektorokban



Forrás: MNB.

Bár a számítások által meghatározott növekedési sáv tágna tekinthető, a fenti megfontolások alapján a beruházások szerkezetét figyelmen kívül hagyó teljes beruházás és tőkeállomány adatokon alapuló számítások vélhetőleg alulbecslik a növekedési képességet. **Ezt figyelembe véve a magyar gazdaság középtávú növekedési képessége változatlan, 20 százalékot közelítő beruházási rátát feltételezve 1,9–2,7 százalék közötti értékre becsülhető.**

4.3. Hogyan érhető el egy dinamikusabb növekedési pálya?

A beruházási ráta és a növekedés előző részben bemutatott kapcsolata alapján kézenfekvő azt is megvizsgálni, hogy a beruházási ráta megváltozása hogyan hat a növekedésre, illetve az alappályánál dinamikusabb növekedési pályának milyen beruházás igénye van.

A beruházási ráta megváltozásának növekedési hatásának számszerűsítéséhez ismét a (2) képletből indulunk ki, amelyből meghatározható a beruházási ráta megváltozásának növekedési hatása:

$$\Delta g \approx \Delta \frac{I}{Y} + \frac{K}{Y} \quad (3)$$

A fenti (3) közelítés alapján a növekedési többlet alapvetően a tőkehányadostól függ. Minél nagyobb a tőkehányados, annál kisebb a növekedési többlet. A fordított kapcsolat oka az, hogy a beruházások valójában kétféle célt szolgálnak. Egyrészt az elhasználdott tőkeállomány pótlását, másrészt a tőkeállomány növelését. Adott beruházás mellett nagyobb tőkearány esetén az elhasználódás miatti pótlás több beruházást szív fel, így kevesebb marad a tőkeállomány gazdaság bővülését biztosító növekedésre.

4-2. táblázat

1 százalékpontos beruházásirata-növekmény által eredményezett növekedési többlet

	Növekedés
MNB Teljes	0,35%
MNB Lakás nélkül	0,55%
Penn World Tables	0,35%
AMECO	0,53%

Forrás: MNB-számítás.

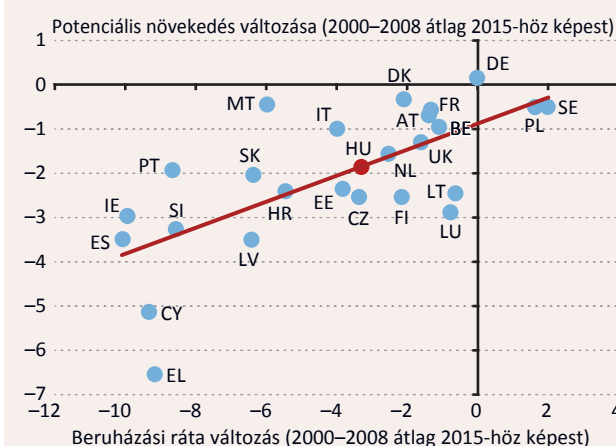
A 4-2. táblázat alapján 1 százalékpontos beruházási ráta emelkedés 0,4–0,6 százalékpontos növekedési ütem gyorsulást eredményez. Az így meghatározott növekedési többlet mértéke hasonló az Európai Bizottság számításaiból leszűrhető nagyságrendhez. Az Európai

Unió tagállamainak beruházási rátáinak és potenciális növekedés számainak összevetéséből az állapítható meg, hogy a beruházási ráta 1 százalékpontos csökkenése a potenciális növekedés ütemét átlagosan 0,3–0,4 százalékponttal csökkenti (4-10. ábra).⁷²

4-10. ábra

Beruházási ráta és a növekedés változása 2015-re 2000–2008 átlagához képest

(százalékpont)



Forrás: AMECO, MNB.

A beruházási ráta emelése révén elérhető növekedési ütem gyorsulás gazdaságpolitikai receptje általános. Így Ray (1998) fejlesztés gazdaságtani könyvében megállapítja, hogy „a beruházásokon és a megtakarításokon alapszik a gazdasági növekedés minden modellje”. Ehhez hasonlóan Todaro és Smith (2002) gazdasági fejlődésről írt könyvében úgy fogalmaz, hogy „a beruházások növelése szükséges a gazdasági fellendüléséhez”. Nemzetközi szervezetek is sokszor tesznek ehhez hasonló értelmű megállapításokat. „A legfrissebb tapasztalatok kiemelik a nemzeti megtakarítások és beruházások központi szerepét a gazdasági növekedés serkentésében” (BIS, 1996). „Beruházási rátát növelő politikák kritikus fontosságúak a növekedési ütem

⁷² A nagyobb mértékű hatás akkor számszerűsíthető, ha a potenciális növekedés változása teljes egészében a beruházási ráta megváltozásához kötődik (nincs konstans a regresszióban). A kisebb mértékű hatás mellett a beruházási ráták megváltozásán túl közel 0,9 százalékpontos általános növekedéslassulás adódik (konstans értéke a regresszióban).

és a foglalkoztatás emeléséhez” (ILO, 1996). „További beruházások a válasz – vagy legalábbis részben a válasz – a gazdasági és társadalompolitikai problémákra” (ENSZ, 1996). Latin-Amerika esetében „a megtakarítási és beruházási ráták 8 százalékpontos emelkedése 2 százalékponttal emelné meg az éves növekedési ütemeket” (Világbank, 1996). Továbbá legfrissebb magyar országtanulmányában az OECD (2014a) megállapítja: „a növekedési potenciált az alacsony beruházások fogják vissza”.

A beruházási ráta emelését ajánló gazdaságpolitikai javaslatok szellemében a technikai kivetítésben alkalmazott megközelítést felhasználva az is meghatározható, hogy milyen növekedési ütem lenne elérhető, ha a magyar gazdaság beruházási rátája ismét a harmadik évezred első éveiben mutatott szintjére emelkedne. **A 4-3. táblázat alapján egy 25 százalékos eléréssel a növekedési ráta mellett a növekedés üteme 4 százalék közelébe gyorsulhatna.**

4-3. táblázat

A magyar gazdaság középtávú növekedési képessége 25 százalékos beruházási ráta mellett

	Beruházási ráta	Tőke-hányados	Amortizációs ráta	Növekedés
MNB Teljes	25,0%	3,18	4,4%	3,7%
MNB Lakás nélkül	20,0%	2,08	5,8%	4,3%
Penn World Tables	25,0%	3,21	4,9%	3,2%
AMECO	25,0%	2,20	7,6%	4,2%

¹ 2015. évre vonatkozó teljes beruházási ráta előrejelzése.

² 2015. évre vonatkozó lakásberuházások nélküli beruházási ráta előrejelzése.

Forrás: AMECO, Penn World Tables, MNB-számítások.

Az eredmények bemutatása mellett szükséges kitérni arra is, hogy a beruházási ráta bár szorosan összekapcsolódik a gazdasági növekedéssel, mégsem tekinthető olyan változónak, melyet a gazdaságpolitika közvetlenül befolyásolni képes. Ez alól kivételt képeznek az államháztartás által végrehajtott beruházások, melyek alakulására a gazdaságpolitika értelemszerűen közvetlen hatással bír. Az államháztartás által végrehajtott infrastrukturális, intézményi beruházások biztosítják a gazdaság vérkeringéséhez szükséges hálózatokat, hozzájárulnak a közigazgatás működőképességéhez, a humán tőke gyarapításához, a társadalom, így a munkavállalók egészségének megőrzéséhez. **Ugyanakkor ezek a beruházások önmagukban nem teremtik meg a hosszú távú növekedéshez szükséges termelőkapacitásokat, így a növekedés szükség-**

ges, de nem elégséges tényezői. Bár az államháztartás beruházásainak optimális mértékét nehéz megbecsülni, a túlságosan intenzív állami beruházások azzal a veszéllyel járnak, hogy kihasználatlan kapacitások jöhetnek létre, miközben a beruházásokra fordított összegeknél esetleg kevésbé tud érvényesülni a költség-hatékonyság.

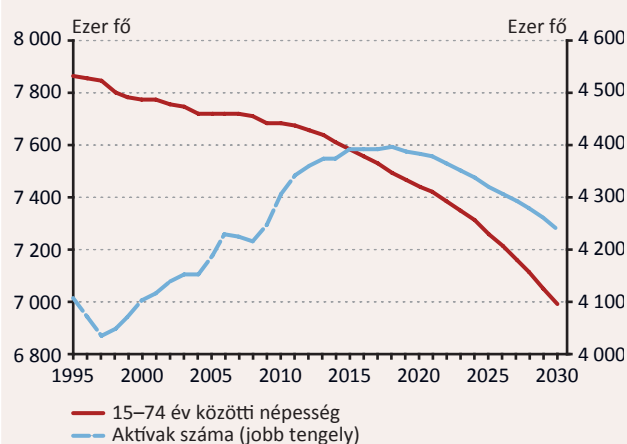
A háztartások beruházásainak túlnyomó részét az ingatlan-beruházások képezik, míg kisebbik részét az agrárgazdasági gép jellegű beruházások. Ez előbbiek a lakhatási igények kielégítésben nélkülözhetetlenek, ugyanakkor a közvetlen konjunktúra keresleti hatásukon túl középtávon érdemben nem emelik a gazdaság kibocsátási képességét. Az utóbbiak viszont hozzájárulhatnak az agrárgazdaság termelékenységének javításához, így a termelési potenciál emelkedéséhez. E gép jellegű beruházásokat – a számottevő támogatási források mellett – jövedelmezőségi megfontolások alakítják. Minél jobb megtérüléssel kecsegtet a beruházás, annál nagyobb lesz az iránta való kereslet.

A vállalatok beruházási döntései mögött leegyszerűsítve szintén egy olyan értékelési folyamat áll, amelyben a projekt megvalósítása esetén várható bevétel és költségek jelenértékeit vetik össze. Ez alapján annál inkább érdemesebb lesz beruházni, minél inkább kedvezőek a bevételi kilátások, azaz magas árrés mellett magas a kereslet növekedésének dinamikája. A magas árrés eléréséhez magas technológiai szintű termelés szükséges, folyamatos innovációval hatékony munkaszervezéssel. A kereslet alakulását tekintve a jelenlegi kivetítések a világkereskedelem válság előtti mértékéhez képest lassabb ütemű bővüléssel számolnak. Hasonlóan a belső kereslet alakulása is visszafogott a mérlegalkalmazkodási kényszer és az óvatossági megfontolások miatt. E tényezőkre tekintettel fontos lehet olyan ágazatok és piacok felé történő orientáció, amelyek dinamikusban fejlődnek. A földrajzi irányultság szerint ilyenek a régió és Ázsia gazdaságai, míg termékszerkezet vonatkozásában a válságot követően is dinamikusban bővülő exportszolgáltatások piaca. Az alacsony költségek szintén beruházás ösztönzők. A beruházási árszint versenyképessége mellett fontos a megfelelően képzett munkaerő rendelkezésre állása, illetve alkalmazásának költségei. Ezekon túl a vállalkozásbarát üzleti környezet, a kiszámíthatóság járulhat hozzá a beruházások élénküléséhez azáltal, hogy a jelenérték számításhoz használt implicit diszkonttényezőben foglalt kockázati elemeket mérséklük.

A magánszektor beruházási döntéseit azonban a szűk értelemben vett jövedelmezőségi szempontokon túl

egyéb megfontolások is alakítják. Így fontos például, hogy milyen mennyiségű és minőségű munkaerő áll rendelkezésre a beruházott javak működtetésére. A várható demográfia folyamatokat tekintve megállapítható, hogy az elkövetkező másfél évtizedben az aktív korú, 15–74 év közötti, népesség gyorsuló ütemben fogyatkozni fog (4-11. ábra). Az elmúlt években e kedvezőtlen demográfiai folyamatot a kormányzati intézkedések következtében számottevő emelkedő aktivitási ráta túlkompenzálta, így az aktívak száma gyarapodni tudott. Azonban további aktivitás ösztönző intézkedés nélkül az aktuális évtized második felétől ismét a demográfia folyamatok dominálhatják az aktívak számának elkövetkező évtizedben várható alakulását.

4-11. ábra
Az aktív korú népesség és az aktívak száma

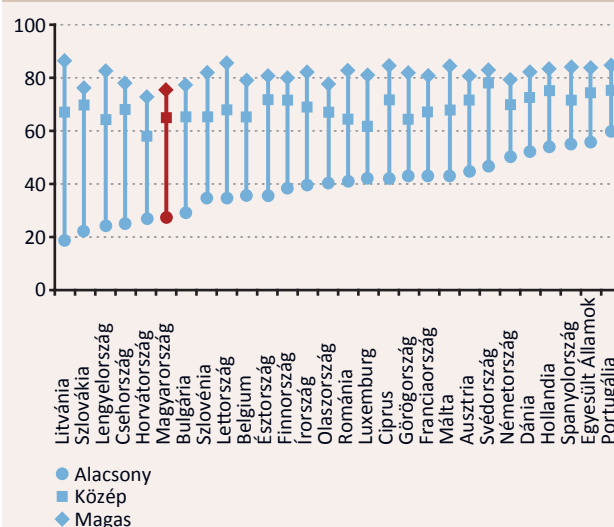


Forrás: KSH, MNB.

Mivel az elmúlt évek kedvező elmozdulása ellenére a magyar aktivitási ráta nemzetközi összevetésben továbbra is alacsony (az Európai Unió tagállamai közül a harmadik legalacsonyabb), így a munkapiac – főként az alacsony végzettségűek, és kisebb mértékben a fiatalok, nyugdíj előtt állók és a középkorú nők körében – potenciálisan kiaknázható tartalékokat rejt. Ugyanakkor a válság kitörése óta felerősödő migráció megfordítása is növelheti munkakínálati tartalékainkat.

A rendelkezésre álló munkaerő mennyisége mellett minősége is meghatározó. A felsőfokú végzettséggel rendelkezők aránya az OECD átlagától jelenleg is elmarad (OECD, 2014b), ami akadály lehet a technológiai tudásátvitelnek (Nelson és Phelps, 1966), illetve korlátozhatja a gazdaság innovációs képességét is (Romer, 1990). A felsőfokú végzettség mellett – a PISA-tesztek

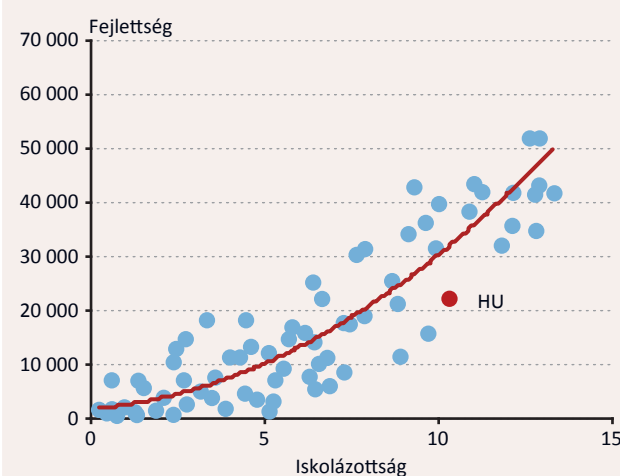
4-12. ábra
Aktivitási ráta képzettségi szintek szerint (2012)



Forrás: Eurostat.

eredményei alapján – az általános készségek elsajátítása is érdemi hatással lehet a növekedési képességre (Hanuschek és Kimko, 2000). E tényezők miatt a fizikai javak mellett a humán tőkébe való befektetés is lényeges elem a felzárkózás megvalósulásához (4-13. ábra). A magyarországi humán tőke gyarapításához a ráfordítások növelése mellett, az oktatás minőségi mutatóinak – mind a felsőoktatás, mind a szakképzések esetében – a piaci igényekhez való közelítése is hozzájárulhat.

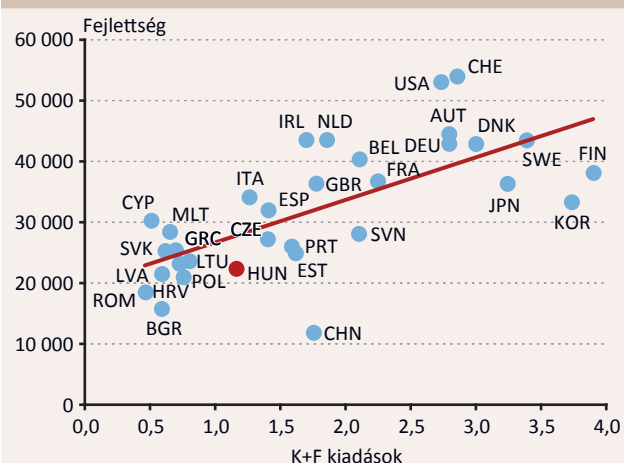
4-13. ábra
Iskolázottság és a fejlettség kapcsolata



Megjegyzés: Iskolában töltött évek átlaga a 40-64 éves korú népességben (2000), egy főre jutó GDP vásárlóerőparitáson (USD, 2012).
Forrás: Cohen és Soto (2007), Penn World Table, MNB.

A megvalósult beruházások termelékenységénövelő hatásának lehető legteljesebb kiaknázásához a képzett humán tőke biztosítása mellett folyamatos innovációra is szükség van. Az innovációs képesség, és a kutatás-fejlesztésekre fordított kiadások egyaránt a fejlettség meghatározói (4-14. ábra). Magyarország GDP arányában alig több mint egy százalékot fordít kutatási és fejlesztési célokra szemben az Európai Unióban átlagos két-, vagy az innovatív német és skandináv államok háromszázalékos vagy afeletti kiadásaival. Az innovációs készséggel párhuzamosan a vállalkozások adaptív képességeinek erősödése – például a munkaszervezési, technológiai, finanszírozási megoldások terén is a legjobb nemzetközi gyakorlat átvétele – szintén hozzájárulhat a termelékenyebb váláshoz.

4-14. ábra
Kutatás-fejlesztésre fordított kiadások aránya és a fejlettség kapcsolata

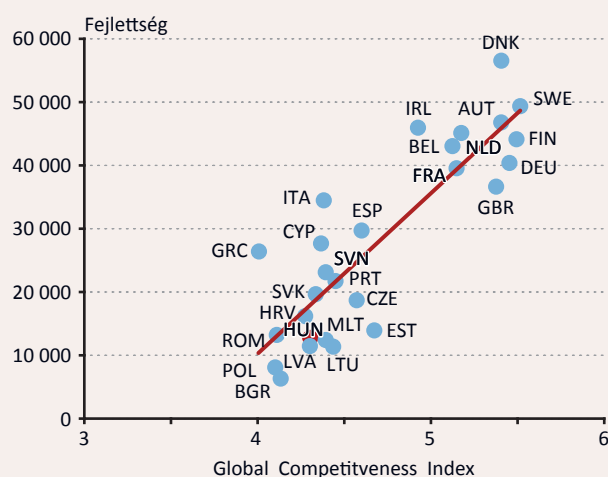


Megjegyzés: K+F kiadások (GDP százalékában, 2011), egy főre jutó GDP vásárlóerőparitáson (USD, 2012).
Forrás: Eurostat, Penn World Table, MNB.

Egy további tényező lehet a beruházási döntések meghozatalakor az általános üzleti környezet megítélése. Hazánk egyensúlyi mutatóinak számottevő javulá-

sa, az infláció tartós csökkenése és a stabilan alacsony hozamkörnyezet hozzájárult az üzleti tervek szempontjából fontos tervezhetőség javulásához. Az általános gazdasági és intézményi feltételrendszer további javítása, a versenyképességi besorolásunk javulása az alacsonyabb kockázati felárakon és a befektetői bizalom javulásán keresztül növelheti a beruházási rátát. (4-15. ábra).

4-15. ábra
Global competitiveness index és a fejlettség kapcsolata



Megjegyzés: Global competitiveness index (2006–2014 átlaga), egy főre jutó GDP vásárlóerőparitáson (USD, 2012).
Forrás: World Economic Forum, Penn World Table.

A fent tárgyalt módon a beruházási döntések mögött összetett szempontok húzódnak meg, és számos olyan tényező van, mely a beruházások sikerében, azaz az ország hosszabb távú növekedésében közrejátszanak. Emiatt a dinamikus felzárkózási pálya elérése szükséges beruházási ráták elérését a beruházási döntéseket befolyásoló tényezők együttes alakításával, több gazdaságpolitikai terület sikeres összehangolásával lehet előmozdítani.

4.4. Mindezt miből finanszírozhatjuk – finanszírozás és fenntarthatóság

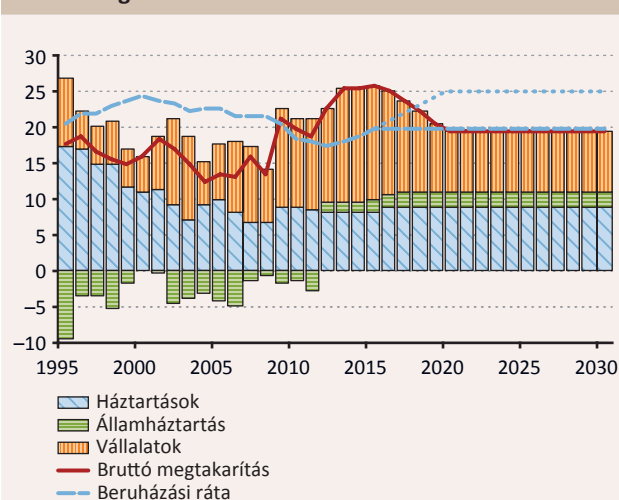
A válság előtti növekedési modell tárgyalásánál bemutattuk, hogy a gyors hitelbővüléssel és ezzel párhuzamosan a külső egyensúly megbomlásával járó növekedési modell fenntarthatatlannak bizonyult. Így kézenfekvő azt megvizsgálni, hogy a növekedési kivetítések hordoznak-e, illetve milyen mértékben finanszírozási szempontból fenntarthatósági kockázatot.

A vizsgálathoz abból a nemzeti számlaazonosságból indultunk ki, amely szerint a külső finanszírozási képesség a bruttó megtakarítások és a beruházások különbségével egyezik meg. Visszatekintve a válság előtti évekre megállapítható, hogy a szektorok bruttó megtakarításai messze nem fedezték az egyébként sem magas beruházásokat (4-16. ábra). Emiatt 1995–2008 átlagában évente a GDP közel 7 százalékának megfelelő külső finanszírozási igény jelentkezett. A válság utáni mérlegalkalmazkodások eredményeként a bruttó megtakarítások és beruházások egyenlege megfordult egyre nagyobb GDP-arányos finanszírozási képességet teremtve. Az MNB előrejelzése szerint 2015-ig a GDP-arányos finanszírozási képesség 6–7 százalék körül alakulhat. A külső egyenleg nagymértékű javulása több tényező eredője. Egyaránt szerepe volt benne a belső kereslet csökkenésének

és a megtakarítások emelkedésének. Ez utóbbi folyamatot az államháztartási fegyelem megerősödése, a hiány alacsony szinten való stabilizálás, az EU-s források növekvő mértékű felhasználása, illetve a vállalatok bruttó megtakarításainak növekedése magyarázza.

Az MNB előrejelzési horizontján túlra technikai kivetítést készítettünk a bruttó megtakarítások alakulására. Ebben azt tételezzük fel, hogy a vállalatok és a háztartások bruttó megtakarításai fokozatosan visszaállnak a 2000–2008-as időszaki átlagukra. Ez a háztartások esetében a 2015-re előrejelzett bruttó megtakarítási ráta pár tizedszázalékpontos emelkedését jelenti, míg a vállalatok esetében ez közel 7 százalékpontos mértéket jelent. Ez utóbbi jelentős mértékű csökkenés, ugyanakkor a vállalatok jelenlegi magas bruttó megtakarítási rátája a mérlegkiigazítási kényszerrel magyarázható. Az államháztartás esetében a 2014. évi konvergenciaprogrammal összhangban azt tételeztük fel (NGM, 2014), hogy a költségvetés egyenlege fokozatosan eléri a középtávú hiánycélt (MTO), ami a GDP 1,7%-a. Emellett középtávon az államháztartás beruházási rátája a 2000–2008-as időszak átlagának megfelelően alakul (GDP 3,8%-a), így a szektor finanszírozási képessége a GDP 2,1%-a körül alakul.

4-16. ábra
Bruttó megtakarítási és beruházási ráták



Forrás: MNB.

Az ily módon készített megtakarítás kivetítést összevetve a két növekedési pályaváltozat beruházásigényével, megállapítható, hogy a technikai kivetítésen alapuló növekedési pálya mentén az ország külső finanszírozási szempontból közel semleges pozíciót mutathat fel, míg a dinamikus növekedési pálya mentén külső finanszírozási igény jelentkezhet. A külső adósság a visszafogottabb növekedési pálya mentén gyors ütemben tovább mérséklődhet, míg a dinamikus növekedési pályán – szintén határozott csökkenés mellett – 2018-ra 50 százalék közélébe apadhat a GDP-arányos külső adósság, azonban az azt követő időszakban kismértékben emelkedhet.

Az egyes pályák fenntarthatóságának megítéléséhez Lane és Milesi-Ferretti (2004) megközelítése alkalmazható. Eszerint akkor fenntartható egy külső egyensúlyi pálya, ha nem jár a külső adósság emelkedésével. E szempont szerint a visszafogott növekedési pálya

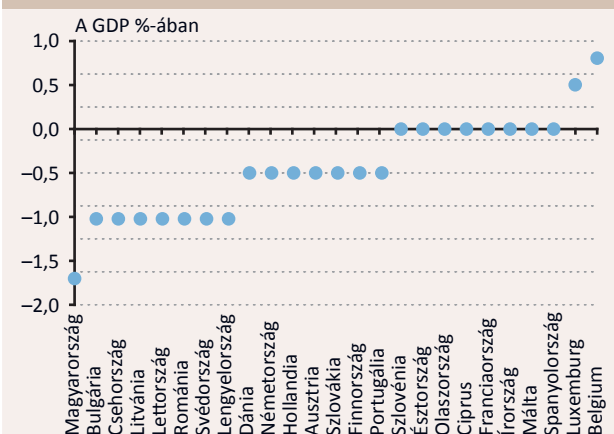
nagy valószínűséggel fenntartható, míg a dinamikus növekedési pálya fenntarthatóságát megszilárdítaná a megtakarítási ráták további, tartós emelkedése.

Szektorokat tekintve megállapítható, hogy a gazdaságpolitika a vállalatok és háztartások megtakarítási döntéseit közvetetten, míg az államháztartás megtakarítását közvetlenül is képes alakítani. A vállalati szektor megtakarításait elsősorban jövedelmezőségük alakulása befolyásolhatja. Jövedelmezőségük emelkedéséhez hozzájárulhat termelékenységük javulása, az export nemzetközi összevetésben alacsony hazai hozzáadott részének növelése, magasabb hozzáadott értékű ágazatok felé fordulás, a nemzetközi versenyképességet tovább javító üzleti környezet és adórendszer. A háztartások megtakarítási képességére hatnak a demográfiai folyamatok. Az időskori függőségi ráta emelkedésével csökken a társadalom megtakarítási képessége (Modigliani, 1970), ugyanakkor a jövedelem emelkedése növeli azt (Loayza és szerzőtársai, 2000). Hasonlóan a pénzügyi mélyülés is hozzájárulhat a háztartások megtakarításainak emelkedéséhez (Bandiera és szerzőtársai, 2000) különösen abban az esetben, ha ez a pénzügyi tudatosság növekedésével jár (Lusardi, 2008). A felsorolt tényezők mellett vannak olyanok is, amelyek átmenetileg hatnak a megtakarítási rátára, így hosszabb távú kilátások szempontjából kevésbé irányadóak. Ilyen tényező lehet a válság, amely az óvatossági megtakarításokat ösztönözte. Mody és szerzőtársai (2012) becslései szerint a 2007–2009 között megfigyelhető megtakarításirata emelkedés kétötöde a válság miatti óvatossági megtakarítások számlájára írható. Ugyanakkor amennyiben egy társadalomnak több válságtapasztalata van, akkor az – mint azt Aizenman és Noy (2013) a 20. század nagymértékű visszaeséseit vizsgálva kimutatta –, tartósan is emelheti a háztartások megtakarítási rátáját.

A gazdaságpolitika az aggregált megtakarítási rátát közvetlenül, az államháztartás megtakarításain keresztül képes alakítani. Egyrészt öröndetes, hogy míg a válság előtt a költségvetés bruttó megtakarítása nagymértékben negatív volt, addig a fiskális fegyelem megerősödésével, a hiány 3 százalékos tartásával az utóbbi években már pozitív a szektor bruttó megtakarítása, érdemben hozzájárulva az ország külső egyensúlyának helyreállításához. Másrészt középtávon, összhangban a Stabilitási és Növekedési Paktummal – mint ahogy az a kormány a Konvergencia Programjában is bemutatta (NGM, 2014) – az elérendő költségvetési hiány mértéke 1,7 százalékos. A jelenlegi 3 százalékos hiányhoz képest az elérendő 1,7 százalékos hiány tehát

mindenképp további megtakarítástöbbletet eredményez. **A dinamikus növekedési pályához szükséges magas beruházási ráta belső megtakarításokkal való fedezéséhez, ezzel a növekedési pálya fenntarthatóságának megerősítéséhez azonban megfontolandó lehet az államháztartási egyenleg további javítása.** Összevetve ugyanis a Magyarországra érvényben lévő középtávú költségvetési egyenleg célt (MTO) az Európai Unió többi tagállamaival megállapítható, hogy a magyar hiány cél a legkevésbé restriktív.⁷³

4-17. ábra
Középtávú költségvetési egyenleg cél



Forrás: Európai Bizottság.

A dinamikus növekedési pálya megvalósulásához, illetve az ahhoz szükséges források megteremtéséhez a Jegybank is hozzájárulhat. **Az árstabilitás biztosítása és a hiteles monetáris politika hosszabb távon is alacsonyabb reálhozamokat eredményezhet.** E tényezők ösztönzőleg hathatnak a beruházásokra. **A pénzügyi kultúra fejlesztése révén a háztartások pénzügyi tudatossága, öngondoskodási célú megtakarításai is növelhetők. A pénzügyi szektor forrásgyűjtő-allokáló képességének makroprudenciális felügyelete és erősítése hozzájárulhat a megtakarítások produktív projektekbe való hatékony csatornázásához.**

A növekedési pályák fenntarthatóságának kulcstényezője, hogy a beruházások forrásai biztosítva legyenek. Amennyiben a hazai források kiegészítésére lenne szükség, akkor azt célszerű közvetlen működőtőke bevonásával fedezni, mivel egyéb típusú külső forrásokhoz képest e formában biztosítható a pénzügyi hangoztatásokra legkevésbé érzékeny fedezet, amely egyben hozzájárulhat az ország tőkeállományának, technológia fejlettségének gyarapodásához és ezen keresztül a gazdaság növekedéséhez.

⁷³ Amennyiben a magyar költségvetés egyenlege is egyensúlyba kerülne, akkor – minden egyéb változatlansága mellett – a dinamikus pálya mentén is elkerülhető lenne a külső adósság emelkedése.

HIVATKOZÁSOK

- ABIAD, A. – BALAKRISHNAN, R. – BROOKS, P. – LEIGH, D. – TYTELL, I. (2009) *What's the Damage? Medium-term Output Dynamics After Banking Crises*, IMF Working Paper 2009/245.
- AIZENMAN, J. – NOY, I. (2013) *Public and Private Saving and the Long Shadow of Macroeconomic Shocks*, NBER Working Paper No. 19067.
- BANDIERA, O. – CAPRIO, G. – HONOHAN, P. – SCHIANTARELLI, F. (2000) *Does Financial Reform Raise or Reduce Saving*, The Review of Economics and Statistics, Vol. 82, 239–263. o.
- BENATI, L. (2012) *Estimating the Financial Crisis' Impact on Potential Output*, Economic Letters, Vol. 114., 113–119. o.
- BIJAPUR, M. (2012) *Do Financial Crises Erode Potential Output? Evidence from OECD Inflation Responses*, Economics Letters, Vol 117., 700–703.
- BIS (1996) 66th Annual Report, Basel.
- BLOOM, N. – FLOETOTTO, M. – JAIMOVICH, N. – SAPORTA-EKSTEN, I. – TERRY, S. J. (2012) *Really Uncertain Business Cycles*, NBER Working Papers, No. 18245, National Bureau of Economic Research, Washington D.C.
- CAVALLO, A. – CAVALLO, E. (2008) *Are Crises Good for Long-Term Growth? The Role of Political Institutions*, Inter-American Development Bank Working Paper No. 643.
- CECCHETTI, S. – KOHLER, M. – UPPER, CH. (2009) *Financial Crises and Economic Activity*, NBER Working Paper No. 15379.
- CERRA, V. – SAXENA, S. CH. (2007) *Growth dynamics: the myth of economic recovery*, BIS Working Papers No. 226.
- DARVAS Zs. – SIMON A. (1999) *A növekedés makrogazdasági feltételei*, MNB Füzetek 1999/3.
- ECFIN (2009) *Impact of the Current Economic and Financial Crisis on Potential Output, European Economy*, Occasional Papers, No. 49, European Commission, Brussels.
- ENSZ (1996) World Economic and Social Survey
- ESTAVÃO, M. – TSOUNTA, E. (2010) *Canada's Potential Growth: Another Victim of the Crisis?*, IMF Working Paper 2010/13.
- FURCERI, D. – MOURUGANE, A. (2012) *The Effect of Financial Crises on Potential Output: New Empirical Evidence from OECD Countries*, Journal of Macroeconomics, Vol. 34., 822–832. o.
- GÁBRIEL P. – MOTYOVSZKY G. (2013) *A pénzügyi válság lehetséges hatásai a potenciális kibocsátásra*, MNB Szemle 2013. május
- GALLEGO, F. A. – TESSADA, J. A. (2012) *Sudden Stops, Financial Frictions, and Labor Market Flows: Evidence from Latin America*, Journal of Development Economics, Vol. 9, No. 2, 257–268. o.
- HALTMAIER, J. (2012) *Do Recessions Affect Potential Output?*, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance, Discussion Papers No. 1066.
- HANUSCHEK, E. – KIMKO, D. (2000) *Schooling, Labor-Force Quality, and the Growth of Nations*, American Economic Review, Vol. 90., 1184–1208. o.
- ILO (1995) World Employment, Genf.
- JOVANOVIC, B. (1979) *Job Matching and the Theory of Turnover*, Journal of Political Economy, Vol. 87, No. 5., 972–990. o.
- KALDOR, N. (1957) *A model of economic growth*, The Economic Journal Vol. 67, No. 268., 591–624. o.
- LANE, P. – MILESI-FERRETTI, G. (2004) *The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and the Real Exchange Rate*, The Review of Economics and Statistics, Vol. 86., 841–857. o.
- LOAYZA, N. – SCHMIDT-HEBBEL, K. – SERVÉN, L. (2000) *What Drives Private Saving Across the World?* The Review of Economics and Statistics, Vol. 82., 165–181. o.
- LUSARDI, A. (2008) *Financial Literacy: An Essential Tool for Informed Consumer Choice?*, NBER Working Paper No. 14084.

- MODIGLIANI, F. (1970) *The Life Cycle Hypothesis of Saving and Inter-Country Differences in the Saving Ratio, in Induction, Growth, and Trade: Essays in Honor of Sir Roy Harrod*, szerk. W. A. Eltis, Clarendon Press, London.
- MODY, A. – OHNSORGE, F. – SANDRI, D. (2012) *Precautionary Saving in the Great Recession*, IMF working Paper 2012/42.
- NELSON, R. – PHELPS, E. (1966), *Investment in Humans, Technological Diffusion, and Economic Growth*, American Economic Review, Vol. 56., 69–75. o.
- NOWOTNY, E. (2013) *Financial Cycles and the Real Economy: Lessons for CESEE*, Conference on European Economic Integration, Bécs
- OECD (2014a) *Economic Survey of Hungary 2014*, <http://www.oecd.org/economy/economic-survey-hungary.htm>
- OECD (2014b) *Education at a Glance 2014*, <http://www.oecd.org/edu/Education-at-a-Glance-2014.pdf>
- OHANIAN, L. E. (2001) *Why Did Productivity Fall So Much during the Great Depression?*, American Economic Review, Vol. 91, No. 2, Papers and Proceedings (May), 34–38. o.
- PULA G. (2003) *Capital Stock Estimation in Hungary: A Brief Description of Methodology and Results*, MNB Working Paper 2003/7.
- PRESCOTT, E. C. – VISSCHER, M. (1980) *Organization Capital*, Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 3., 446–461. o.
- RAY, D. (1998) *Development Economics*, Princeton University Press, Princeton.
- REINHART, C. – ROGOFF, K. (2009) *The Aftermath of Financial Crises*, NBER Working Paper 14656.
- ROMER, P. (1990) *Endogenous Technological Change*, The Journal of Political Economy, Vol. 98., 71–102. o.
- SANDLERIS, G. – WRIGHT, M. L. J. (2011) *The Costs of Financial Crises: Resource Misallocation, Productivity and Welfare, in the 2001 Argentine Crisis*, NBER Working Papers, No. 17552, National Bureau of Economic Research, Washington D.C.
- SCHULARICK, M. – TAYLOR, A. (2009) *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008*, NBER Working Paper 15512.
- TODARO, M. – SMITH, S. (2002) *Economic Development*, 7. kiadás, Longman.

5. Kiemelt témák

5.1. Megtakarítások hatása a gazdasági növekedésre: mi változott a válság óta?

A megtakarítások és a gazdasági növekedési közötti kapcsolat a közgazdaságtan egyik legtöbbet vizsgált területe. **A legtöbb elméleti megközelítés és a nemzetközi adatok alapján, hosszú távon pozitív kapcsolat mutatható ki a gazdasági fejlődés és a megtakarítások között**, ám a kapcsolat erősségét és az oksági viszony irányát illetően jelentős különbségeket láthatunk a különböző megközelítések között (5-1. ábra). Ezen megközelítések következtetései az aktuális makrogazdasági környezettel összhangban sokszor időben is változtak. Az aktuális gazdasági válság újból a kutatások központjába állította a megtakarítások és gazdasági növekedés kapcsolatának elemzését.

Elsősorban a fejlett országokban a beruházási és megtakarítási ráta és ezzel összefüggésben a globális GDP-növekedés üteme az elmúlt évtizedekben csökkenő tendenciát mutatott. Ezzel szemben a feltörekvő és közepesen fejlett országokban az emelkedett a beruházási hányad, erős növekedést generálva. Ezen időszakban a beruházási és megtakarítási tendenciákat meghatározó mélyebb okok, illetve folyamatok érdemben átalakultak. A válságot megelőzően a beruházások és a konjunktúraciklusok viszonya alapján tendenciájában a gyengébben fejlett térségek finanszírozták a fejlett országokat, ami alapján a gazdasági növekedés és a belföldi megtakarítások közötti kapcsolat jelentősen megváltozhatott.

Az endogén és neoklasszikus növekedési irányzat a termelési lehetőségek, azaz a kínálat oldaláról vizsgálja a kérdést, és adottnak veszi a megfelelő kereslet rendelkezésre állását, vagyis adott megtakarítási hányad mellett a szükséges beruházási kereslet mindig rendelkezésre áll. A Keynes eredeti gondolataihoz visszanyúló post-keynesi növekedésmélelet viszont az aggregált kereslet és kínálat közötti kényes egyensúly kialakulásának módjára helyezi a hangsúlyt, és a termelési lehetőségekkel csak mellékesen foglalkozik. **Keynes és a nevével fémjelzett közgazdasági irányzat egyik leg-**

nagyobb vívmánya a beruházások mögötti motivációs tényezők életszerűbb megközelítése, mely a kamatláb mellett elsődleges szerepet szán a vállalkozói profitvárákosoknak is, ugyanakkor a megtakarítási szándék okait sem kizárólagosan a kamatlábra vezeti vissza. Ez a megközelítés átértékeli a klasszikus közgazdaságtan azon mechanizmusát, amely a beruházás-megtakarítás, és ezáltal a kereslet-kínálat egyensúlyát automatikusan biztosította a gazdaságban.

Kiemelt témánkban a megtakarítások és gazdasági növekedés kapcsolatát tárgyaló legfontosabb elméleteket, illetve a válság óta ezen területen bekövetkezett legfontosabb változásokat tekintjük át röviden.

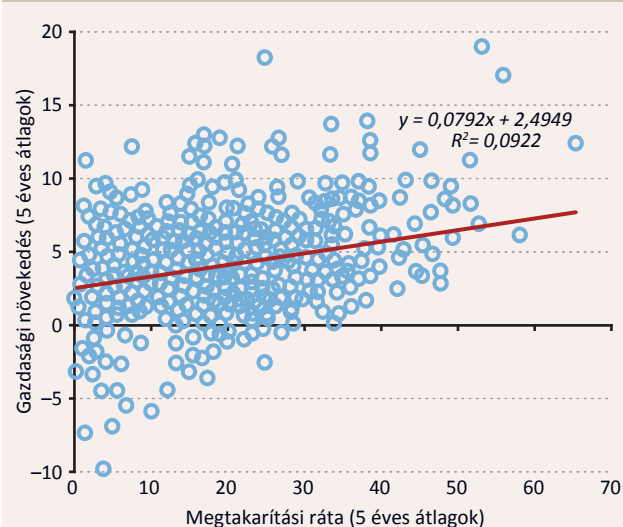
5.1.1. A GYORS NÖVEKEDÉS A MAGAS MEGTAKARÍTÁSI RÁTA OKA VAGY KÖVETKEZMÉNYE?

A megtakarítások és a növekedés közötti hosszú távú pozitív kapcsolat egyik korai empirikus bizonyítékát Houthakker és Modigliani szolgáltatta (Houthakker [1961, 1965], Modigliani [1970]). Interpretációjukban alapvetően a gazdasági növekedés az aggregált jövedelmek emelkedése mentén hat pozitívan a megtakarításokra. A szerzők által használt ún. életciklus-modellekben a gyorsabb gazdasági növekedés emeli az aggregált megtakarításokat, mivel a gazdasági növekedés nagyobb mértékben növeli a fiatalabb generációk megtakarításait, mint amilyen ütemben az idősebb generációk felélik meglévő tartalékaikat. Így az aggregált megtakarítási ráta bár hosszú távon független az aggregált jövedelem szintjétől, rövid távon szoros kapcsolatban áll a népesség és az egy főre eső jövedelem növekedési ütemével.

Hasonló eredményeket mutatottak Carrol és Weil (1994). Az általuk alkalmazott ún. „habit-modellek-

ben” a gyorsabb gazdasági növekedés emeli a megtakarításokat, mivel a háztartások csak lassan igazítják fogyasztási szintjüket az emelkedő jövedelemszintjükhöz. Amennyiben a háztartások jelenlegi fogyasztási döntéseiben szerepet játszik múltbeli fogyasztási szintjük is, akkor a jövedelmi kilátások javulása többlet megtakarítások felhalmozását eredményezi rövid távon, hogy egy esetleges jövőbeli jövedelemcsökkenés miatt ne kelljen túlságosan csökkenteni a már egyszer elért fogyasztási színvonalukat.

5-1. ábra
Gazdasági növekedés és megtakarítási ráták alakulása
(1960–2013, 5 éves átlagok)



Forrás: WDI.

A megtakarítások és a növekedés kapcsolatát érdemben torzíthatják a pénzügyi szektorban jelen lévő frikciók is. Az alacsony pénzügyi fejlettség is képes emelni a makroszintű megtakarításokat. Elsőként a fejletlen pénzügyi rendszer csökkenti a hitelfelvételi lehetőségeket és a hiányos vagy hatékonytalan pénzügyi közvetítés pedig mérsékli a beruházások rugalmasságát a termelékenység növekedése esetén. A folyó fizetési mérleget is vizsgáló modellekben a pénzügyileg fejletlen országokban gyors gazdasági növekedés esetén ezen okok gyakran jelentős folyó fizetésimérleg-többletet halmoznak fel. A fejletlen bankrendszer a belföldi megtakarításokat külföldi eszközök felé tereli, így pedig folyó fizetésimérleg-többlet keletkezik. A fejletlen pénzügyi rendszer egy másik következménye, amennyiben együtt jár a szociális ellátás hiányával, hogy a gazdasági szereplőket a jövőbeli negatív jövedelmi sokkok kivédése érdekében óvatossági megtakarításokra ösztönözheti.

A megtakarítások gazdasági növekedésre gyakorolt hatásainak vizsgálatában a beruházások elemzésének van központi szerepe. Ennek oka, hogy a makroszintű megtakarítások képezhetik a beruházások finanszírozásának forrását, mely révén bővíthetők a kapacitások, fejleszthető a technológia és így növelhető a gazdaság kibocsátása. Zárt gazdaságos, neoklasszikus növekedési modellekben (Solow-Swan [1956], Ramsey [1928]) a megtakarítási ráta exogén növekedése magasabb gazdasági növekedést eredményez, mivel a megtakarítási ráta emelkedése adott tőkeállomány mellett magasabb beruházási szintet, így pedig nagyobb kibocsátást eredményez. Ugyanakkor kis nyitott gazdaságokban ez az oksági kapcsolat nem szükségszerű, sőt negatív korreláció is elképzelhető. Ennek oka, hogy a háztartások fogyasztás-simítása esetén a magas jövőbeli növekedést alacsony megtakarításnak és a külföld felé való eladósodás előzi meg, így az adott időszak megtakarítása negatívan korrelál a jövőbeli növekedéssel.

A nyitott gazdaságokkal foglalkozó makroökonómiában az egyik legtöbbet kutatott anomália a „Feldstein-Horioka rejtély” (Feldstein, Horioka, [1980]). **A két szerző azt a közgazdasági intuíciót vizsgálta, hogy tökéletes nemzetközi tőke mobilitás esetén a belföldi megtakarításoknak a globálisan legvonzóbb beruházási és megtérülési lehetőségeket kell követnie és így nem kell együttmozgást mutatnia a belföldi beruházásokkal.** A „Feldstein-Horioka rejtéllyel” foglalkozó kutatások többsége időben robusztusnak értékeli az összefüggést, bár a megtakarítások és a beruházások közötti korreláció idővel mérséklődött, mind a fejlett, mind pedig a fejlődő országok esetében is.

A megtakarítások és a gazdasági növekedés közötti oksági kapcsolat és az említett F–H-puzzle egyik lehetséges magyarázata a belföldi vállalati szféra hazai piacokra és intézményekre való túlzott fókuszáltságából ered, amit a szakirodalom az ún. „home bias” jelenségként nevezett el. Ennek lényege, hogy a makroszintű megtakarításokban a vállalati megtakarításoknak van nagy jelentősége és a belföldi vállalatok az intézményi meghatározók és a kockázatok miatt nagyobb arányban otthon „szeretnek” és mernek befektetni. Empirikus eredmények alapján az egyes országok méretét és nyitottságát is figyelembe véve valóban alacsony a tőke mobilitása. A tőke mobilitásának alacsony foka strukturális faktorokhoz (az információhiány, befektetők kockázatkörülési hajlandósága, jogi környezet eltérései) is köthető.

A háztartási szektor elmúlt évtizedekben látott fokozódó eladósodása miatt a makroszintű megtakarítások egyre nagyobb részét a vállalati szféra megtakarításai adják, amit elsősorban jövedelmezőségük alakulása befolyásol. A vállalatok azonban a realizált magas profitot, főként stabil keresleti kilátások hiányában nem minden esetben tudják teljes mértékben újra befektetni, így pedig túlzott megtakarítás (savings glut) jön létre. Ezt az álláspontot osztotta Ben Bernanke, az amerikai Fed leköszönt elnöke. Mások – például Raghuram Rajan – szerint azonban az igazi kihívás abból adódik, hogy kevés a jól jövedelmező befektetés (investment shortage). Amennyiben a munkajövedelmek lemaradnak a tőkejövedelmek mögött, akkor mindenképpen fölös tőke képződik, s ez a pénzügyi szektor intézmény-hálózatában keringve a megtérülés érdekében hajlandó azt akár fogyasztás hitelezésére is felhasználni. Így előtérbe került a jövőbeni jövedelmek terhére történő fogyasztás, mely magába foglalja a lakásépítést is. Az elmúlt évtizedek tapasztalatai szerint egyes államok túlzott mértékben is megtámogatták a lakásépítkezést, vagy legalább is hagyták a jelzálogüzletágat kedvezményesen fejlődni, ami végül az ingatlanpiac és a fogyasztás túlhevülését okozta, ami végül hozzájárult a pénzügyi és reálgazdasági válság kialakulásához.

A fenti elméletek mind reálgazdasági oldalról igyekeztek megragadni a megtakarítás, a beruházás és a növekedés kapcsolatát. E megközelítésben a reál értelemben felfogott megtakarítások kínálatának növekedése csökkenti a reálkamatot, ami végeredményben elvezet a reál beruházások élénküléséhez. A reálkamatot itt a jelenbeli és (beruházásokon keresztül megvalósuló) jövőbeli többlet fogyasztás közötti átváltás áraként, azaz időpreferenciaként értelmezik. **Ezen várt hatásmechanizmussal szemben a válságot követően a megnövekedett megtakarítások egyelőre láthatóan nem eredményezték a beruházások automatikus növekedését még historikusan példátlanul alacsony kamatszint mellett sem.** A válság utáni mérlegalkalmazkodások eredményeként a bruttó megtakarítások és beruházások egyenlege megfordult egyre nagyobb GDP-arányos finanszírozási képességet teremtve. **Ezen megfigyelések összhangban lehetnek a monetáris megközelítés állításaival, miszerint a megtakarítások és beruházások közötti kapcsolat megfordulhat: a bankrendszer nem az előzetesen összegyűjtött reál megtakarításokat hitelezi ki, hanem adott esetben a hitelnyújtással képes nominális vásárlóerőt teremteni, ami egyidejűleg nominális betétként jelenik meg a bankok mérlegében.** A hitelek felvevői elköltik a vásárlóerőt, és a sok beruházási, fogyasztási és

megtakarítási tranzakció eredményeként a megvalósuló aggregált kibocsátáson és infláción keresztül az új vásárlóerő egy része végül makrogazdasági szinten reál-megtakarítássá válik (lásd pl. Borio és Disyatat, 2011 és McLeay et al. 2014). Így a makroszintű megtakarítás nem előfeltétele a beruházásoknak, hanem reziduálisan alkalmazkodik a beruházási kereslethez. Ebben a szemléletben feltételezhető, hogy tipikusan vannak kihasználatlan kapacitások, melyek hitellel mozgásba hozhatóak. Ezzel szemben a neoklasszikus elmélet szerint minden erőforrás már ki van használva és így a beruházást az teszi lehetővé, ha a fogyasztás egy részét feladva, reál megtakarításokat képeznek és ezt adják kölcsön beruházási célokra. Más szóval, a megtakarítások és beruházások egyezése nem egyensúlyi feltétel, hanem pusztán utólagos számviteli azonosság.

A fő különbség a két megközelítés között az, hogy az utóbbi megközelítés figyelembe veszi, sőt középpontba állítja azt, hogy az egyéni megtakarítási és beruházási döntések között a kapcsolatot az aggregált kereslet és ezen keresztül a makrogazdasági aktivitás szintje közvetíti. A hagyományos megközelítés ettől a közvetítéstől elvonatkoztat, és úgy tekinti ezeket a döntéseket, mint egy reprezentatív szereplő egyéni döntéseit, ahol a makrogazdasági közvetítés, az aggregált kereslet nem játszik lényeges szerepet vagy automatikusan végbe megy. **A neoklasszikus szemléletben a gazdaságban eszközölt beruházások hatékonysága adotttnak tekinthető,** hiszen a tökéletes verseny szükségszerűen hatékony beruházási projektek finanszírozását teszi lehetővé. **A másik megközelítésben azonban a beruházási aktivitás hatékonysága a fenntartható gazdasági növekedés szempontjából fontos,** hiszen a túlzott mértékű rossz beruházási projektek nem tudják biztosítani a megtérülésen keresztül a szükséges jövedelmi folyamatokat, ami az adósságok felhalmozódása miatt törekény pénzügyi pozíciót eredményezhet.

Az aktuális válság utáni helyzetben a monetáris megközelítés relevanciája nőhetett. A gazdasági szereplők megtakarításaik szokásosnál nagyobb hányadát tartják likvid eszközökben. Ennek oka, hogy nagy bizonytalanság mellett a szereplők az elérhető kamatoknál jobban értékelik az azonnali fizetőképességet, a likviditást, ezért a jövedelmük nagyobb részét likvid formában tartják váratlan kiadásaira, kényszerű vagyoneladások elleni biztosítékként (Tily, 2012). Vagyis a megtakarítások és a beruházások közötti közvetítésben nemcsak az időpreferenciaként felfogott kamat játszik szerepet, hanem monetáris motívumok is, amit Keynes likviditáspreferenciának nevezett. A likviditás iránti prefe-

rencia hozzájárul a biztonságos, illetve likvid eszközök kamatának csökkenéséhez. Másfelől azonban a gazdasági szereplők eladósodottsága, valamint a jövőbeli kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság a fogyasztási és beruházási keresletet is visszafogja, ezáltal az alacsony kamatokkal együtt az aggregált kereslet és a makroszintű kibocsátás is tartósan gyenge lehet.

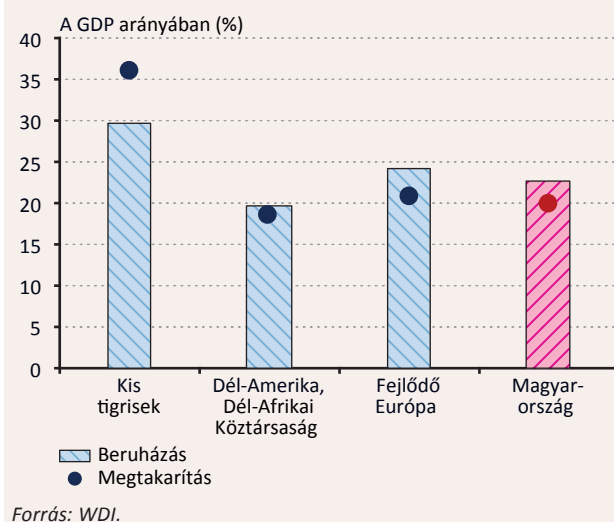
5.1.2. A MEGTAKARÍTÁSOK JELENTŐSÉGE AZ EGYES GAZDASÁGOK NÖVEKEDÉSI STRATÉGIÁJÁBAN

A megtakarítások és gazdasági növekedés kapcsolatát feldolgozó szakirodalom áttekintését követően röviden elemezzük, hogy az elmúlt közel fél évszázadban hosszabb-rövidebb ideig felzárkózó pályán mozgó gazdaságok esetében milyen megtakarítási profilt figyelhetünk meg.

A gyorsan növekvő ázsiai gazdaságok esetében többnyire rendkívül magas megtakarítási hányadot figyelhetünk meg. A magas megtakarításokhoz – a gazdaság és a jövedelmek gyors bővülése mellett – érdemben hozzájárul a jóléti ellátórendszerek hiánya és a 90-es évek feltörekvő piaci válságainak köszönhetően erős megtakarítási motívumok. Bár a magas megtakarítási hányad nemzetközi összevetésben magas beruházási hányadokkal párosulnak, ám a régió jellemzően még így megtakarítási többlettel rendelkezik. **A kevésbé fejlett európai gazdaságok esetében az elmúlt évtizedekben a megtakarítások jellemzően a beruházási ráta alatt alakultak, így a beruházások finanszírozásában az egyre nyitottabbá váló tőkepiacokon a külső források is megjelentek.** Az alacsonyabb megtakarítási hányadokat országonként eltérő mértékben, de többnyire a gyors eladósodást mutató háztartások és az alkalmanként hosszabb időperióduson keresztül is túlköltekező költségvetési politika kettőse okozta. Végezetül érdemes lehet megvizsgálni a gyakran erősebb tőkekorlátok mellett működő dél-amerikai és dél-afrikai gazdaságok helyzetét. Esetükben az alacsonyabb megtakarítási ráta, alacsonyabb beruházási teljesítménnyel párosult. Magyarország elmúlt évtizedes tapasztalatai leginkább a fejlődő európai gazdaságok „modelljéhez” áll közel (5-2. ábra).

Amennyiben a növekedési teljesítményeket a megtakarítási és beruházási teljesítményekkel együttesen értékeljük, akkor a következő erősebb állításokat tehetjük: **(1) a tartósan magasabb növekedési teljesít-**

5-2. ábra
Beruházások és megtakarítások alakulása
(1980–2009 átlag)



mény és a megtakarítási ráta között nincs egyértelmű megfeleltetés. Több évtizeden keresztül jelentkező felzárkózási pálya magasabb (dél-kelet ázsiai modell) és alacsonyabb megtakarítási ráta (fejlődő európai gazdaságok modellje) mellett is elérhető. A gazdasági növekedés elsősorban az eszközölt beruházások mennyiségének és azok hatékonyságának (produktivitásának) függvénye; **(2) a magasabb megtakarítási ráta nagyobb valószínűséggel párosul több beruházással és végeredményben stabilabb felzárkózási pályával;** **(3) a külső forrásokra intenzíven alapozó felzárkózási pályák időben nagyobb volatilitást mutatnak, sőt idővel ki is fulladhatnak.** Ezen kockázatok valószínűsége különösen abban az esetben növekszik, ha külső források nagy arányban nem-terméktermelő beruházásokat és fogyasztást finanszíroznak; **(4) az alacsony belső megtakarítások és az effektív tőkekorlátok együttesen a beruházási ráta csökkenésével és a felzárkózás megakadásával és visszafordulásával párosulhatnak.**

5.1.3. KONKLÚZIÓ

Összességében megállapíthatjuk, hogy a feldolgozott elméletek és nemzetközi adatok alapján a hosszú távú gazdasági növekedés és a megtakarítások közötti pozitív kapcsolat jelentkezhet. Azonban ennek erősségét és az okság kapcsolat irányát illetően az eredmények már sokkal megosztottabbak. A válság, illetve az azt követő kilábalási periódus tapasztalatai felerősítették a korábbi években a megtakarítások és a beruházások ex ante kapcsolatát feltételező érvelésekkel szembeni kritikákat. Az ún. monetáris megkö-

zelítés szerint nem is feltétlenül szükséges ex ante reál megtakarítás a beruházások finanszírozásához, mivel a nominális megtakarítások endogén módon alkalmazkodnak a beruházási kereslethez. **Összességében a kihasználatlan kapacitások megléte és a gazdaságot érő sokkok iránya határozhatja meg a gazdasági növekedés és belföldi megtakarítások közötti oksági viszonyt.**

Érdemes lehet megemlíteni, hogy ezen vita túlmutathat az elméleti makroökonómiai értelmezés keretein, hisz alapvetően befolyásolhatja a pénzügyi közvetítés jövőbeni megítélését. Míg a korábbi megközelítésekben a pénzügyi közvetítőrendszernek a közvetítő funkciója (megtakarítások gyűjtése és abból hitelek kihelyezése) dominált, ahol a bevonható források je-

lenthettek korlátot a hitel-kihelyezések számára. Addig a monetáris értelmezés szerint a pénzügyi közvetítők kínálati oldalon endogén módon reagálhatnak a növekedési kilátások és a beruházási igények megváltozására.

Az elmúlt közel fél évtized felzárkózási tapasztalatai ugyanakkor arra is felhívják a figyelmet, hogy több évtizeden átívelő felzárkózási pályát a magasabb belső megtakarításokkal rendelkező gazdaságok nagyobb valószínűséggel értek el, miközben az erős külső forrás-bevonás – különösen ha nem-termesztív felhasználás irányba áramlik – megemelheti a felzárkózási pálya volatilitását. Ez utóbbi esetben a stabilabb felzárkózási pálya elérésében felértékelődhet a szabályozó hatóságok szerepe.

HIVATKOZÁSOK

AGHION, PHILIPPE, DIEGO COMIN AND PETER HOWITT (2006) *When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?* NBER Working Paper No. 12275.

BORIO, C. – DISYATAT, P. (2011) *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?* BIS Working Papers No. 348.

CARROLL, CHRISTOPHER D., AND DAVID N. WEI (1994) *Saving and Growth: A Reinterpretation*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 40, 133–192.

DOUGLAS W. DIAMOND, RAGHURAM G. RAJAN (2002) *Liquidity Shortages and Banking Crises*, NBER Working Paper No. 8937

FELDSTEIN, M., HORIOKA, C., (1980) *Domestic saving and international capital flows*. Economic Journal 90 (358), 314–329.

HOUTHAKKER, HENDRIK S (1961) *An International Comparison of Personal Saving*, Bulletin of the International Statistical Institute, 38, 55–70.

HOUTHAKKER, HENDRIK S (1965) *On Some Determinants of Saving in Developed and Underdeveloped Countries*, Problems in Economic Development, ed. by E. Robinson. MacMillan, London.

MODIGLIANI, FRANCO (1970) *The Life Cycle Hypothesis of Saving and Inter-Country Differences in the Saving Ratio, in Induction, Growth, and Trade: Essays in Honor of Sir Roy Harrod*, ed. by W. A. Eltis. Clarendon Press, London,

RAMSEY, FRANK P. (1928) *A Mathematical Theory of Saving*. Economic Journal 38 (152): 543–559. JSTOR 2224098.

SOLOW, ROBERT M. (1956) *A Contribution to the Theory of Economic Growth*. Quarterly Journal of Economics 70 (1): 65–94. doi:10.2307/1884513.

SWAN, TREVOR W. (1956) *Economic Growth and Capital Accumulation*. Economic Record 32 (2): 334–361. doi: 10.1111/j.1475–4932.

WORLD BANK (2008) *The Growth Report: Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development*, Commission on Growth and Development

5.2. A növekedés regionális jellemzői

A makroszinten megfigyelt növekedési folyamatok jelentős heterogenitást takarhatnak el akár a területi, akár a különböző társadalmi és vállalati csoportok közötti fejlődési adatok tekintetében. Az ilyen dimenziókban jelentkező egyensúlytalanságok akár a növekedési pálya dinamikáját is alááshatják. **Magyarország esetében a gazdasági teljesítmény és fejlettség az ország relatív kis mérete ellenére is jelentős területi különbségeket mutat.** A 2008-as válsághoz vezető folyamatok, illetve az azt követő mérlegkiigazítási periódus az egyes régiók helyzetét eltérő mértékben érintették.

A gazdasági aktivitás területi eloszlása nem csupán a nemzetgazdasági folyamatok következménye, hanem a gazdaság térszerkezete, és általában az ország társadalmi-gazdasági és műszaki térszerkezete is befolyásolja a makroszintű gazdasági teljesítményt, gyorsíthatja azt, vagy éppen annak korlátjává is válhat, pl. a közlekedési hálózat, a településhálózat eloszlása, a beruházások és egyéb beavatkozások területi összhangja révén.⁷⁴ Az alábbiakban a növekedési trendek, elsősorban a GDP, részben a foglalkoztatás alakulásának legfontosabb területi jellemzőit tekintjük át, hangsúlyt helyezve a legutóbbi évtized folyamataira. A területi adatok időben elhúzódó elérhetősége miatt a 2013-tól dinamizálódó makroszintű növekedés területi vonatkozásait, területi bontású GDP és beruházási adatok hiányában még nem tudjuk értékelni.⁷⁵

5.2.1. GAZDASÁGI TÉRSZERKEZET ÉS ELTÉRŐ TÉRSÉGI FEJLŐDÉSI PÁLYÁK

A 2004-es EU-s csatlakozásunk óta eltelt időszak egy olyan sajátos, **történelmileg determinált gazdasági térszerkezeti örökséggel** indulhatott, amely a volt szocialista országok nagy részével rokon, és az elmúlt 10 évben csak mérsékelten rendeződött át. A piacgazdaságra való áttérés, a piaci liberalizáció és európai uniós integrációnk révén a területi fejlődésben is **mind**

meghatározóbbá vált a külföldi működőtőke szerepe, amely elsősorban a fővárost és szűkebb környezetét, valamint a Nyugat-Dunántúlt és Közép-Dunántúlt vette célba, illetve a piaci alapú beruházások általában is településméret szempontjából mindinkább a nagyvárosok térségeinek telephelyeit preferálták. A gazdasági súlyát vesztő mezőgazdaság meghatározó térségeinek – főképp az Alföldön – gazdasági szerepe csökkent, míg a legtöbb ún. „szocialista iparvidék” válsága máig ható fejlődési gondot jelent, elsősorban Borsod-Abaúj-Zemplén, Nógrád, Baranya megyék korábbi nehézipari térségeiben.

Mindennek következménye, hogy **a kilencvenes évek közepétől majdnem folyamatosan nőttek az országon belüli területi egyenlőtlenségek, létrehozva a főváros és a vidék, illetve a keleti és a nyugati országrész közötti magas fejlettségei különbségeket,** és a jelentősebb város nélküli térségek általános leszakadását. **A differenciálódás töretlenül folytatódott európai uniós csatlakozásunk után is,** egészen 2010-ig, amikortól Budapest országon belüli gazdasági súlya, ha kismértékben is, de mérséklődött. A főváros agglomerációját magába foglaló Pest megye pedig – bár 2007-ig úgy tűnt a fővároshoz kapcsolódó dinamikus térséggé válik – 2008 óta nemcsak abszolút értelemben, hanem a megyék közötti rangsorban is egyre inkább leszakad. A Budapesti agglomeráció szuburbanizációt eredményező intenzív lakásépítési „boom”-jában a válság előtti években a devizahitelezés elterjedésének is nagy szerepe volt, így az abból eredő feszültségek is halmozottan sújtják a térséget.

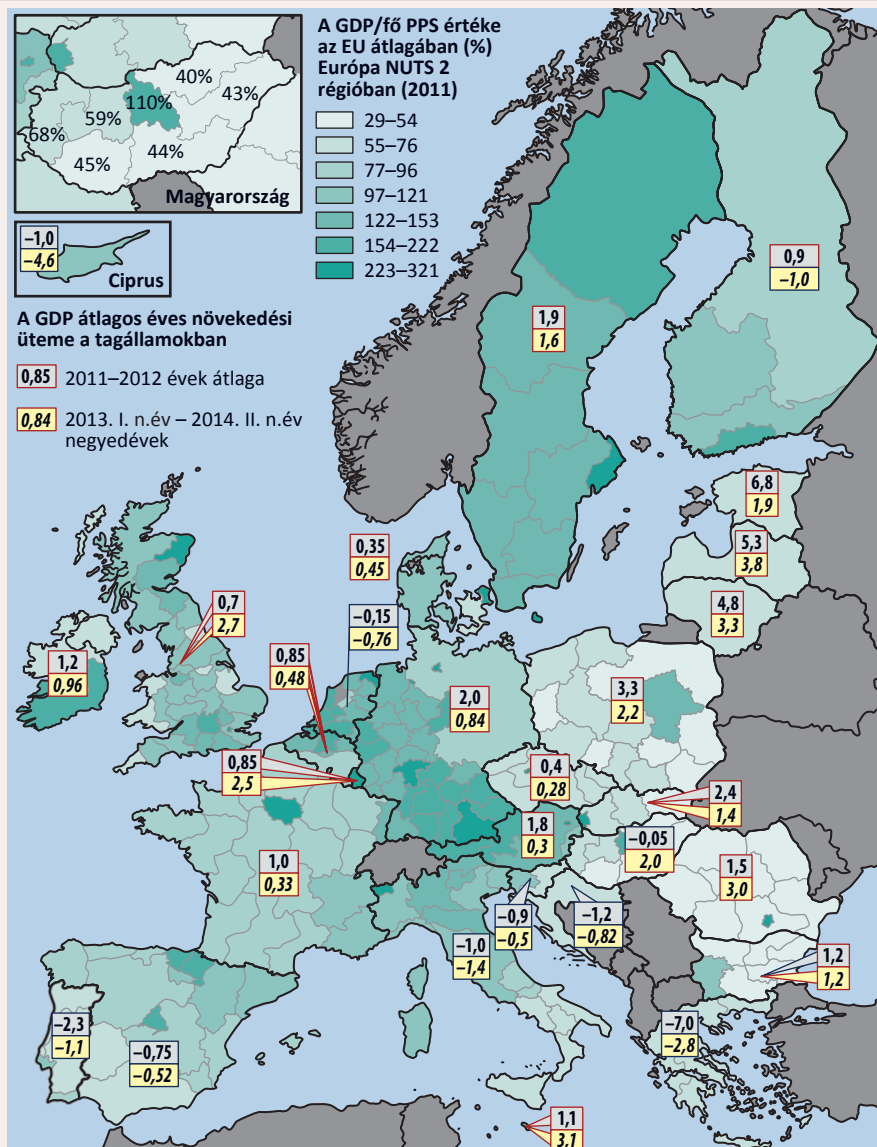
Ugyanakkor a 2009-es gazdasági visszaesés leginkább a magas fejlettségű Nyugat-Dunántúlt és Közép-Dunántúlt érintette a válság nyomán. Ezzel együtt is 2012-ben a népesség 24%-át adó három legfejlettebb régió, Közép-Magyarország, Nyugat-Dunántúl és Közép-Dunántúl adta a megtermelt GDP kétharmadát, míg a területhez köthető külföldi működőtőke 89%-a e régiókban székelő vállalkozásokban működött.

⁷⁴ Ld. Lengyel I 2013.

⁷⁵ (A KSH 2012-ig, az EUROSTAT 2011-ig publikálta területi GDP adatait).

5-3. ábra

Régiók egy főre jutó bruttó hazai terméke 2011-ben és a tagországok növekedési dinamikája*



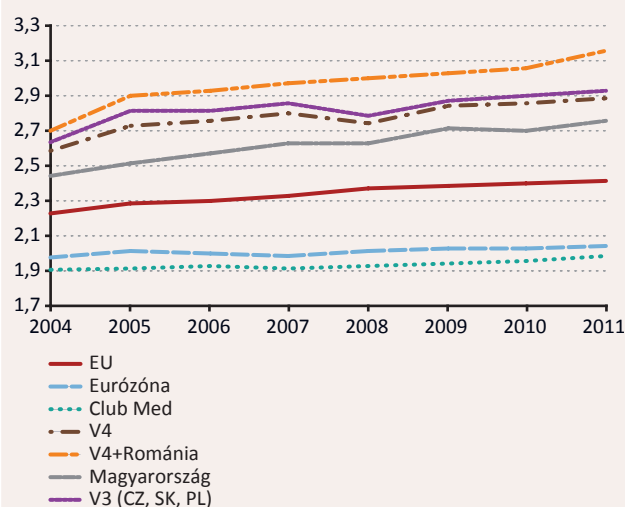
* A regionális GDP adatok 2011-ig érhetők el az adatok lekérésének időpontjában (2014. október).
Forrás: Eurostat.

Az EU28 átlagához viszonyítva, és főképp Magyarország kis méretéhez képest a **belső területi különbségek hazánkban továbbra is különösen nagyok**. A hasonló utat bejárt Visegrádi országok és főképp Románia belső egyenlőtlenségeihez képest azonban a hazai egyenlőtlenségek már nem annyira erőteljesek⁷⁶ (5-3. és 5-4. ábra). Az országon belüli gazdasági fejlettségi különbségek fokozódása tipikus kísérőjelensége a piacgazdasági átállásnak, majd az Európai Unióhoz való integrációnak a volt keleti blokk országaiiban.

Míg az EU-csatlakozás óta az ország gazdasága mérsékelt felzárkózási tendenciát mutatott – 2011-ig a magyar fajlagos GDP az EU átlagában négy százalékponttal javult, elérve annak 67%-os szintjét – **addig régióinkat tekintve azt látjuk, hogy az országos érték területileg erősen eltérő pályákat takar**. A hét régióink közül Közép-Magyarország erőteljesen, Nyugat-Dunántúl kisebb mértékben javította pozícióját, ugyanakkor öt régióink 7–8 hellyel hátrébb került a fajlagos bruttó hazai kibocsátás uniós rangsorában (5-1. táblázat). Az EU28

⁷⁶ Az egyes országok belső egyenlőtlenségeinek összevetése csak korlátozottan értelmezhető az eltérő statisztikai beosztásokból és ország méretekből adódóan.

5-4. ábra
A GDP országon belüli területi koncentrációváltozása a terjedelem alapján, 2004 és 2011 között



Megjegyzés: Adott ország legfejlettebb és legfejletlenebb NUTS2 szintű régiója egy főre eső GDP értékének hányadosa, ország csoportokban azok súlyozatlan átlaga. A tengerentúli régiók és az egy régiós államok nem kerültek figyelembevételre.
Forrás: Eurostat.

5-1. táblázat
A magyar régiók pozíciója az EU28 274 régiójának sorrendjében az egy főre jutó GDP alapján (2011)

Régió	2004		2011	
	GDP/fő PPS EU28 = 100	rangság	GDP/fő PPS EU28 = 100	rangság
Közép-Magyarország	101	124	110	79
Nyugat-Dunántúl	65	225	68	218
Közép-Dunántúl	60	233	59	241
Dél-Dunántúl	45	251	45	259
Dél-Alföld	44	252	44	260
Észak-Alföld	41	256	43	263
Észak-Magyarország	41	257	40	265

Forrás: Eurostat.

átlagához viszonyítva valamennyi régiónk mélypontja 2007-re esett.

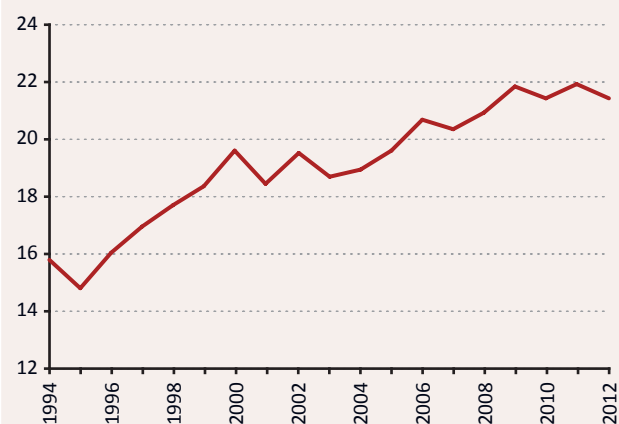
A hazai területfejlesztési politika és a csatlakozástól jelentősebb nagyságrendben megnyíló európai uniós források hatása a területi fejlődés kiegyensúlyozottabbá tételére csekély maradt, legalábbis 2010-ig ennek eredményei nem mutatkoztak meg. Bár a területi felzárkózás szempontja megjelent a forrásfelhasználás stratégiáiban és programjaiban és elindultak térségi

alapú programok (regionális operatív programok), a valóságban a fejlesztési források jelentős részénél mégis a fejlettebb térségek vállalkozásai és szervezetei tudtak nagyobb mértékben – a döntően pályázati rendszerben allokált – forrásokhoz hozzájutni. **A területi alapú regionális operatív programok,** bár jelentős eredményeket értek el pl. a települések fejlesztésében, és általában a gyors forrásabszorpcióban, többnyire nem tudták kellően kamatoztatni az egyes régiók eltérő sajátosságaihoz való igazodás lehetőségét (ami az egyik fő előnyük lett volna), uniformizáltak maradtak, és **jellemzően nem tudtak a térségek gazdasági fejlődését érdemben elindító fejlesztéseket megvalósítani.** Mindehhez kapcsolódott a strukturális alapokon belül a gazdaságfejlesztésre dedikált források alacsony aránya is a hazai operatív programokban. A csatlakozás óta megvalósult közlekedési, elsősorban gyorsforgalmi út fejlesztések sem hozták a remélt, átütő gazdasági hasznot a vidéki térségekben. Nem érhető tetten például a jelentősen továbbfejlesztett M3, M6 autópályán elérhető hátrányos helyzetű térségek (Baranya, Borsod-Abaúj-Zemplén, Hajdú Bihar megyék) gazdasági dinamizálódása, sőt a Budapest-centrikus nagyinfrastruktúra-fejlesztések a főváros térségének agglomerációs előnyeit fokozhatták a vidékkel szemben is.

5.2.2. MEGTÖRTHET A REGIONÁLIS POLARIZÁCIÓ TRENDJE

A térségek közötti differenciálódás EU-csatlakozás óta töretlen folyamata – amely korábban már, 2000 és 2003 között átmenetileg megtorpant – a 2008–2009-es gazdasági válságot követően ismét **megállni látszik, sőt egyes években térségek közötti kiegyenlítődési dinamika is érvényesült** (5-5. ábra). A 2012-ig elérhető területi GDP- és beruházási adatok alapján **a területi különbségek csökkenése mögött azonban még nem elsősorban a leszakadó régiók dinamikus felzárkózása látszik** – bár ennek is vannak bizonyos jelei, pl. előbb Bács-Kiskun, majd az észak-alföldi, azon belül is a Jász-Nagykun-Szolnok megyei beruházások felfutása –, **hanem inkább a legfejlettebbek megtorpanása, visszaesése áll.** A különböző mértékben minden megyét érintő gazdasági válság ugyanis leginkább a legfejlettebb megyéket vetette vissza, amelyekben a külföldi működőtőke a legmagasabb arányú volt, és kibocsátásuk leginkább ki volt téve a külső kereslet gyors változásának, valamint a nagy arányban hitelezésből megvalósított lakossági fogyasztási és beruházási keresletnek.

5-5. ábra
A GDP megyék szintjén mért területi egyenlőtlenségnek alakulása a Hoover index alapján



Megjegyzés: Az index a GDP területi eloszlásának eltérését méri a lakónépesség területi eloszlásához képest. Értékkészlete: 1-100 (1 = nincsen területi különbség). Módszertan ld. Nemes Nagy (2009). Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás.

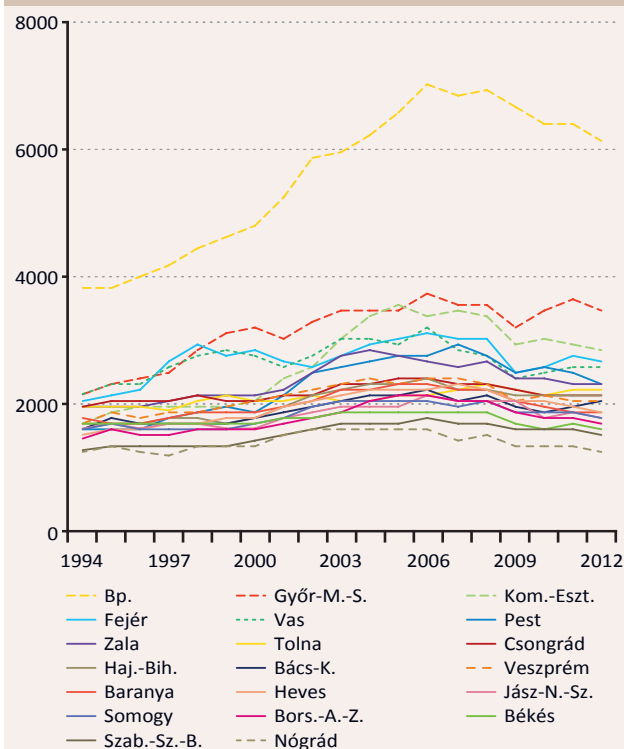
Az országosan 2006–2007-ben stagnáló, majd 2008 és 2012 között mintegy ötödével⁷⁷ szűkülő **beruházások** térbeli megoszlása tekintetében sajátos átrendeződés zajlott le, amely bizonyos, a területi kiegyenlítődség lehetőségét hordozó jegyeket is mutatott. A számottevően visszaeső fővárost 2012-re Győr-Moson-Sopron és Vas megye is megelőzte, de Komárom-Esztergom is megközelítette az egy főre jutó érték tekintetében. Jász-Nagykun-Szolnok megye is messze megelőzte a 2008-ban még harmadik Fejért, de Tolna és Heves megyéket is, melyek 3–4 évvel korábban a beruházások nyertesei voltak.⁷⁸

A meghatározóan külföldi működőtőkén alapuló gazdaságú nyugat- és közép-dunántúli megyék (Győr-Moson-Sopron, Vas, Komárom-Esztergom, Fejér) ugyanakkor nemcsak kedvező helyzetben vannak, hanem egyúttal sérülékenyebbek is, a gyakran kevés számú nagyvállalattól való függésük miatt, amit a válságban egy-egy gyár termelésének kiesését követően tapasztalt jelentős helyi visszaesésük is tükrözött.

Amennyiben a növekedés és a potenciális növekedés térbeli szerkezetét próbáljuk megragadni, akkor azt láthatjuk, **hogy az északnyugati országrész és a főváros dinamikus zónája délkeleti irányban egyfajta növekedési tengelyként folytatódhat** Kecskeméten át Szeged és Csongrád megye felé. Ezt egyébként Csongrád megye 2008-óta relatíve biztató beruházási adatai is

5-6. ábra
A megyék és Budapest növekedési pályája az egy főre jutó GDP alapján

(ezer Ft, 2012-es áron)



Forrás: KSH.

előre vetítik. Ezt az északnyugat–délkeleti irányú tengelyt szigetszerűen egészít ki Debrecen Hajdú-Bihar megyével.

Elsősorban az északkeleti országrész és a Dél-Dunántúl azok a területek, melyek erőforrásai gazdasági aktivizálásának hiánya a nemzetgazdasági növekedést is korlátozhatja. A nagyvárosi koncentráció trendje és a terhes nehézipari örökség egyaránt tartósan sújtja az alacsony szinten urbanizált Nógrád megyét, ami főváros közeli elhelyezkedése ellenére egyre inkább leszakad az ország összes többi megyéjétől az egy főre jutó GDP alapján. (5-6. és 5-7. ábra) Ugyanakkor abban, hogy foglalkoztatási mutatói az elmúlt években látványosan javultak, látszik, hogy a közfoglalkoztatás hatásain kívül Budapest közelségéből is profitálhat a térség. Mára a nagy nyersanyagigényű „szocialista” nehézipar térségei közül Tatabánya térsége és általában Komárom-Esztergom megye tudott válságán túl lépve dinamikusban fejlődni, köszönhetően megerősödő földrajzi helyzetének (M1, Bécs–Budapest tengely) és a beáramló külföldi működőtőkének.

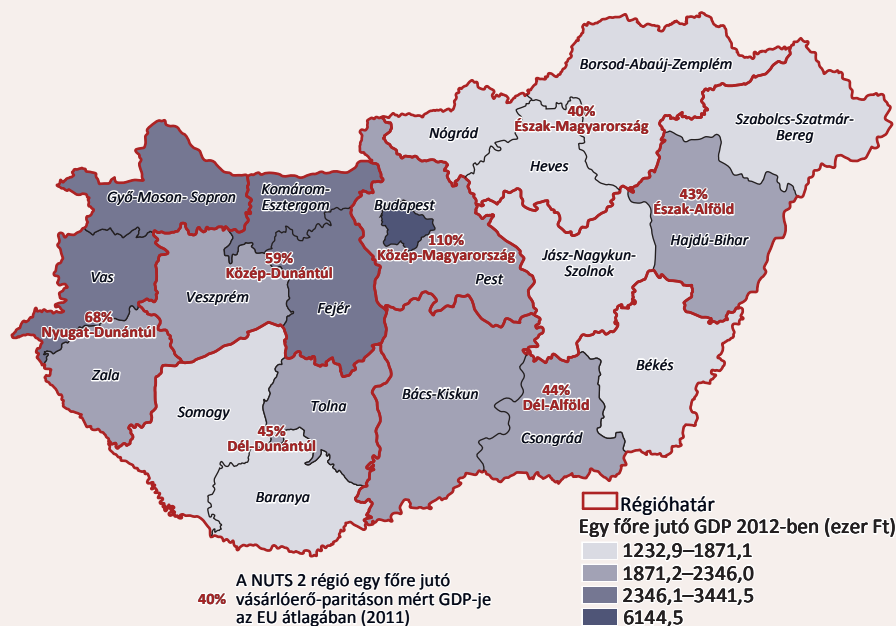
⁷⁷ Összehasonlításon mérve.

⁷⁸ A 2013 második negyedéve óta egyre dinamikusabban növekvő beruházásokról még nem állnak rendelkezésre területi adatok.

5-7. ábra

Az egy főre jutó GDP a megyékben, és az EU-átlaghoz viszonyított aránya a NUTS 2 régiókban

(vásárlóerő-paritáson számítva)



Forrás: KSH, Eurostat.

A 2014 második feléig területileg is mérhető **foglalkoztatás helyzete különösen markáns regionális tagoltságot mutat** (5-8. ábra). Az ország középső és északnyugati térségeinek magas foglalkoztatottságával szemben az északkeleti országrész és a Dél-Dunántúl térségei még mindig jelentős foglalkoztatási kihívással szembesülnek. Míg 2006-tól 2010-ig egy kivétellel minden megyében nőtt a munkanélküliség, addig **a 2011-től bekövetkező foglalkoztatási fordulat szinte minden megyében javulást eredményezett. A növekvő foglalkoztatás a regionális tagolódást lényegesen nem módosította, azonban az egyes megyék relatív helyzetében jelentős átrendeződéseket hozott.** Az elmúlt évtized szinte minden évében Győr-Moson-Sopron megyében a legalacsonyabb a munkanélküliség, melyet 2014-ben Komárom, majd Vas megye követ. A 2006-ban még második helyezett főváros relatív pozíciója 2011 óta az évről évre (összesen három százalékponttal) csökkenő munkanélküliség ellenére is gyengült, hiszen 2014-ben már öt megye is kedvezőbb munkanélküliségi mutatókkal rendelkezik. A válság következtében 2006-tól 2010-ig a legnagyobb mértékben Nógrád, Veszprém, Zala, Baranya, Borsod-Abaúj-Zemplén és Szabolcs-Szatmár-Bereg megyében nőtt a munkanélküliség, addig a kilábalási periódusban, a legnagyobb mértékben, tíz százalékponttal, Nógrád

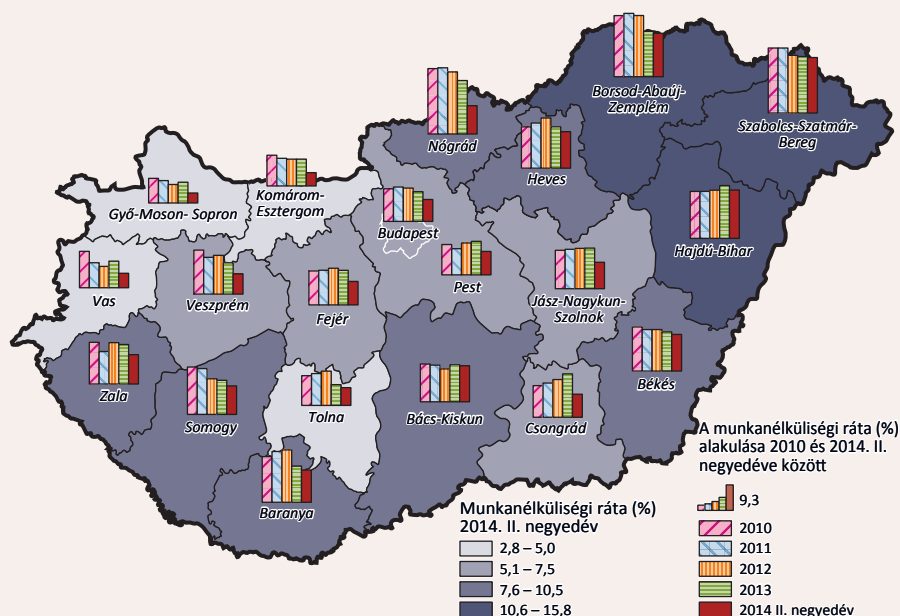
megyében csökkent a mutató, amely így a 2011-ben még utolsó helyéről az országos átlag közelébe került. A fejlettebb Vas és Veszprém megyében is hat százalékpontot meghaladó volt a javulás, míg Bács-Kiskun, Heves és Hajdú-Bihar megyékben az elmúlt évek nem hoztak számottevő javulást a foglalkoztatásban. Olyannyira, hogy ez utóbbi mára a második legrosszabb munkanélküliségi mutatóval rendelkező megyénk lett, Szabolcs-Szatmár-Bereg után, ami a vizsgált tíz évben majdnem mindig a legrosszabb helyén szerepelt a rangsornak a 2010 óta bekövetkezett mérsékelt (2,5 százalékpont) javulás ellenére is (5-8. ábra). Eközben a leginkább prosperáló térségekben nemritkán munkaerőhiány is jelentkezik. A népesség fogyása és öregedése idővel egyre több térségben vezethet munkaerőhiányhoz, rövidesen pedig a magyar növekedés egyik fő gátjává is válhat.

Magyarországon is érvényesülő globális trend, hogy a gazdasági teljesítmény, főképp a nagyobb hozzáadott értékű termelés és az innováció a nagyobb városokban koncentrálódik. 2012-ben Budapesten a bruttó hozzáadott⁷⁹ érték több mint fele koncentrált, míg az itt élő népesség aránya csupán 18% volt. Ugyanakkor a hét, százezer főnél népesebb vidéki város népességarányához közeli 12 százaléket, a száz- és

⁷⁹ A települési bruttó hozzáadott értékek forrása: TelR

5-8. ábra

A munkanélküliség területi megoszlása 2014-ben és változása 2010-hez képest



Forrás: KSH.

ötvenezer közötti népességszámú középvárosok pedig közel 18 százalékot képviselnek a bruttó hozzáadott értékből. Még nagyobb az innovációval összefüggésben álló K+F kapacitások és ráfordítások budapesti és nagyvárosi koncentrációja. A települések gazdasági súlya⁸⁰ alapján a stabilan az első két helyen álló Budapestet és Győrt 2011-ben a dinamikus feltörekvő Szombathely követte – amely 1998-ban még csak tizedik, 2005-ben ötödik volt – majd a sorban utána következik Budaörs, Debrecen és Székesfehérvár. A legjelentősebb súlyvesztés Pécsét jellemzi, amely 1992-ben még a negyedik 2005-ben a nyolcadik legnagyobb gazdasági súlyú település volt, 2011-re pedig kikerült az első tíz város közül.

5.2.3. KONKLÚZIÓK

Magyarországon és a többi hasonló fejlődésű, első-sorban visegrádi országban, az országon belüli területi egyenlőtlenségek növekedési trendje szorosan összekapcsolódik a piacgazdaságra való átállás, és a gazdasági integráció folyamatával. A területi különbségek növekedésének kilencvenes évek óta szinte folyamatosan érvényesülő – 2000–2003 között átmenetileg megálló – trendje az EU-csatlakozás után folytatódott,

azonban a gazdasági válságot követően megállni látszik, sőt bizonyos kiegyenlítődési folyamatok is megjelentek. A nivellálási tendenciáról ma még nem lehet megítélni, hogy az trendfordulót tükröz a területi fejlődésben, vagy a válság okozta visszaesés területi differenciáinak leképeződése csupán. A régiós teljesítményeket tekintve az EU-csatlakozás óta azt látjuk, hogy az ország elmúlt években újrainduló relatív gazdasági felzárkózása az Európai Unió átlagához, valójában Budapest először gyorsabb, majd csökkenő ütemű felzárkózását, a Nyugat-Dunántúl és az Észak-Alföld csekély felzárkózását jelenti, miközben a többi régióknak esetében inkább stagnálásról és romló relatív pozíciókról beszélhetünk.

A térbeli egyenlőtlenségek és a gazdasági térszerkezet kérdése ma már egyáltalán nem csak – talán nem is elsősorban – méltányossági kérdés, hanem a növekedés egyik alapja, illetve annak akár korlátja is lehet. Az ország túlzott egyközpontúsága, a túlzottan főváros-centrikus közlekedési hálózat, a tranzverzális kapcsolatok hiánya vagy éppen a településhálózat rendszerének aránytalanságai, nehezítik a vidéki térségek gazdasági fejlődését, miközben ez a struktúra egy fokon túl már a fővárosnak sem kedvez. A túlzottan – döntően Budapesten és kevés számú további

⁸⁰ A települési gazdasági súly változására vonatkozó megállapítások Csomós György elemzése alapján. (Csomós Gy. 2013)

térségben – koncentrálnódó gazdaság komoly hatékonyságvesztést eredményezhet, pl. a telephelyi kínálat szűkössége, a szállítás, a koncentrálnódó környezet-terhelés, az ingázás, és a gazdaságilag kiürülő vidéki térségek kezelésének költségei miatt. **Amíg vannak az országnak olyan térségei, amelyek nem képesek érdemben részt venni a gazdasági értékteremtésben, addig ez korlátot jelent a nemzetgazdasági növekedés számára, hiszen az aktívabb térségek potenciális kibocsátása is korlátozott.** Miközben szükségszerű minden passzív térség gazdasági aktivizálása, mégsem várható el, hogy a külföldi tőke számára a vidéki térségek mind vonzóak legyenek és globális versenyben érvényesülő exportbázist hozzanak létre. Ezért is különösen fontos a hazai és térségi piacra (is) termelő helyi gazdaság fejlesztése a rurális térségekben, csakúgy, mint a munkaerő országon belüli mobilitásának ösztönzése. Érdemes tehát **a fordulatot hozó makroszintű növekedési politika megteremtése után a növekedés területi alapjainak ösztönzésére is hangsúlyt helyezni.**

Ebből a szempontból fontos a területfejlesztési programok gazdaságfejlesztési karakterének megerősítése

a 2014–2020 közötti fejlesztési programokban. Ugyanakkor a növekedés szempontjából jelentős potenciált hordozhat a gazdaságpolitika fokozódó térbeli tervezettsége, és ennek az ágazati politikákban való érvényesítése, a területi összehangolás, a gazdasági aktivitást koncentrálnó városok és a vidéki térség közötti együttműködés és feladatmegosztás erősítése, valamint az Országos Fejlesztési és Területfejlesztési Kon koncepcióban is célként megjelenő többközpontú térbeli fejlődés érvényesítése, különös tekintettel a gazdaságilag legkevésbé aktív keleti, északkeleti és délnyugati országrészekre. **Az egyetlen globális szerepkörű központunkat jelentő budapesti várostérség, mint funkcionális gazdasági régió terének kibővítése lenne kívánatos,** közlekedési, kooperációs, és governance eszközökkel, valamint egyes funkcióinak megosztása a vidéki nagyvárosokkal. Ugyanakkor **fontos lenne a gazdaságfejlesztésben a helyi és területi szint szerepvállalásának fokozása,** a jövőkép alapú, stratégiai térségi gazdaságfejlesztés, **valamint a térségi gazdaságok több lábon állásának erősítése** a külföldi működőtőkét vonzó környezet kialakítására irányuló törekvések mellett a hazai KKV-k szerepének megerősítésével.

HIVATKOZÁSOK

CSOMÓS, GY. (2013) *Magyarország gazdasági központjainak pozícióváltozása 1992 és 2011 között*, Területi Statisztika vol. 53 n. 6, 529–550. o. <http://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/terstat/2013/06/csomos.pdf>

KÖZPONTI STATISZTIKAI HIVATAL (2013) *A gazdasági folyamatok regionális különbségei, 2012* <http://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/regiok/debrecengazdfejl/debrecengazdfejl12.pdf>

LENGYEL, I. (2013.) *A gazdasági növekedés térbeli korlátai*, 51. Közgazdász-vándorgyűlés http://www.mkt.hu/vandorgyules/2013/Lengyel_Imre.pdf

NEMES NAGY, J. (2009) *Területi egyenlőtlenségi mutatók*, In: *Terek, helyek, régiók. A regionális tudomány alapjai* (64. o.), Akadémiai Kiadó, Budapest

SALAMIN, G. (2013.) *Tervezési felkészülés a 2014–2020-as kohéziós politikai ciklusra*, 51. Közgazdász-vándorgyűlés előadás http://www.mkt.hu/vandorgyules/2013/Salamin_Geza.pdf

TEIR – Országos Területfejlesztési és Területrendezési Információs rendszer (települési bruttó hozzáadott érték adatok és beruházási adatok) <https://www.teir.hu/>

1/2014. (I. 3.) OGY-határozat a Nemzeti Fejlesztés 2030 – Országos Fejlesztési és Területfejlesztési Koncepcióról <http://www.complex.hu/kzldat/o14h0001.htm/o14h0001.htm>

6. Ábrák és táblázatok jegyzéke

ÁBRÁK JEGYZÉKE

1-1. ábra: A gazdasági kibocsátás változása a válság előtti szinthez képest	11
1-2. ábra: Irányadó kamatok	11
1-3. ábra: Folyó fizetésimérleg-hiányok a világ GDP-jének százalékában	12
1-4. ábra: Folyó fizetési mérlegek az eurozóna GDP-százalékában	12
1-5. ábra: Nettó külső adóságok	13
1-6. ábra: Kibocsátási rések alakulása	14
1-7. ábra: Munkanélküliségi ráta néhány fejlett gazdaságban	14
1-8. ábra: Munkanélküliségi ráta az euroövezetben	14
1-9. ábra: Reál effektív árfolyam a fejlett gazdaságokban	15
1-10. ábra: Reál effektív árfolyam az euroövezetben	15
1-11. ábra: Adósságok alakulása	16
1-12. ábra: A GDP alakulása	17
1-14. ábra: Költségvetési hiány és államadósság	17
1-13. ábra: Az infláció alakulása	17
1-15. ábra: Jegybankok mérlegei	17
1-16. ábra: Hosszú és rövid lejáratú kamatok	19
1-17. ábra: Nem-teljesítő hitelek	20
1-18. ábra: Kockázati mutatók: vállalati kötvényfelárak	20
1-19. ábra: Szuverén kockázati felárak	21
1-20. ábra: Kockázati mutatók: részvényindexek	21
1-21. ábra: Kötvénykibocsátások	21
1-22. ábra: Szindikált hitelek, globális jegyzések	22
1-23. ábra: Hitelezés változása a nem pénzügyi magánszektor számára	22
1-24. ábra: Potenciális kibocsátás növekedési üteme	23
1-25. ábra: A potenciális kibocsátás alakulása a világ legfejlettebb (G7) gazdaságaiban	24
1-26. ábra: Megtakarítások	27
1-28. ábra: USA folyó fizetési mérlege és hosszú lejáratú kamatok	27
1-27. ábra: USA folyó fizetési mérleg és effektív USD-árfolyam	27
1-29. ábra: Megtakarítások és növekedés	27
2-1. ábra: A bruttó hazai termék volumene a visegrádi országokban	34
2-2. ábra: A potenciális növekedési ütem eltérése a visegrádi országok átlagától az Európai Bizottság becslése szerint	34
2-3. ábra: Főbb szektorok nettó finanszírozási képessége	35
2-4. ábra: Főbb szektorok nyitott devizapozíciója	35
2-5. ábra: Külföldi befektetési pozíció és országgokkockázati megítélés a válság előtt és alatt	35
2-6. ábra: A válság előtti adósságfelhalmozás és a belső kereslet visszaesése közti kapcsolat az EU országokban	36
2-7. ábra: A GDP alakulása az Európai Unió országában a válság előtti külső adósságszint függvényében	36
2-8. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint	37
2-9. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlegének alkalmazkodása a válság után az Európai Unió országában	37
2-10. ábra: A költségvetési egyenleg alkalmazkodása a válság után az Európai Unió országában	37
2-11. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása	38
2-12. ábra: A nettó külső adósság szintje az Európai Unió országában 2013 végén	38
2-13. ábra: A nem pénzügyi vállalatok és a háztartások adóssága Magyarországon és az Európai Unióban	39

2-14. ábra: A nem pénzügyi vállalatok és háztartások adósságának változása 2002 és 2012 között az Európai Unióban	39
2-15. ábra: A nem pénzügyi vállalatok adóssága nemzetközi összehasonlításban	40
2-16. ábra: A nem pénzügyi vállalatok megtakarítása és beruházása	40
2-17. ábra: A háztartások adóssága nemzetközi összehasonlításban	41
2-19. ábra: A lakossági jövedelmek felhasználása	41
2-18. ábra: A háztartások adósságának változása	41
2-20. ábra: A lakossági hitelállomány eltérése középtávú egyensúlyi értékétől	41
2-21. ábra: Gazdasági növekedés, külső egyensúly és költségvetési egyenleg Magyarországon az 1970-es évek óta	42
2-22. ábra: A háztartások fogyasztásának alakulása az Európai Unió országában a válság előtti külső adósságszint függvényében	43
2-23. ábra: A beruházások alakulása az Európai Unió országában a válság előtti külső adósságszint függvényében	43
2-24. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként	44
2-25. ábra: Az optimális és a tényleges vállalati tőkeállomány eltérése	44
2-26. ábra: Az export alakulása az Európai Unió országában a válság előtti külső adósságszint függvényében	45
2-27. ábra: Exportpiaci részesedés és fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása Magyarországon	45
2-28. ábra: A GDP alakulása pénzügyi válságok után	46
2-29. ábra: Nagy recessziókat követő kilábalási periódusok Magyarországon	46
2-30. ábra: Aktivitási ráták az EU országokban	47
2-31. ábra: A munkapiaci aktivitás változása mögött álló tényezők	48
2-32. ábra: Külföldi telephelyen dolgozók száma a munkaerő-felmérés szerint	48
2-33. ábra: A foglalkoztatottság változásának szerkezete 2008 első negyedévéhez képest	49
2-34. ábra: Foglalkoztatás és hozzáadott érték alakulása a versenyszférában 2008 óta	49
2-35. ábra: A részmunkaidősök arányának változása	49
2-36. ábra: A GDP és a foglalkoztatás visszaesése a válság során az EU országokban	50
2-37. ábra: Különböző bérmutatók alakulása a versenyszférában	50
2-38. ábra: Magyarországi munkapiaci intézmények nemzetközi összehasonlításban	50
2-39. ábra: A magánszektor adósságának változása és a nem külkereskedő szektorok térnyerése az EU országokban 2000–2008 között	52
2-40. ábra: A nem külkereskedő szektorok súlyának változása az EU országokban 2000–2013 között	52
2-41. ábra: Hozzáadott érték és a felhasznált termelési tényezők arányának változása 2007 óta	53
2-42. ábra: A kibocsátás és a termelési tényezők relatív árának változása 2007 óta	53
2-43. ábra: Az export volumenének alakulása a kelet-közép-európai országokban	54
2-44. ábra: Exportpiaci részesedés	54
2-45. ábra: Az áruexport csoportosítása technológiaigény alapján	55
2-46. ábra: Az export hazai hozzáadott értéke technológiaigény alapján és aránya a GDP-hez képest	55
2-47. ábra: A szolgáltatások aránya az exportban	56
2-48. ábra: A világkereskedelem alakulása	56
2-49. ábra: A tőke és munka árának alakulása a versenyszférában	57
2-50. ábra: Tőkeállomány és foglalkoztatás a versenyszférában	57
2-51. ábra: A tőke és a munka relatív ára és relatív felhasználása a versenyszférában	57
2-52. ábra: Magyarország GDP és GNI eltéréseinek dekompozíciója	59
2-53. ábra: GDP/GNI ráták alakulása a régióban	59
2-54. ábra: A Legatum Prosperity Index (LPI) globális rangsorában elfoglalt relatív pozíció változása	60
2-54. ábra: A Humán Fejlettségi Mutató (HDI) globális rangsorában elfoglalt relatív pozíció változása	60
3-1. ábra: Hitelállomány-növekedés és a folyó fizetési mérleg egyenlege	65
3-2. ábra: Üzleti és pénzügyi ciklus	66
3-3. ábra: Külső forrásbevonás és a növekedés a válság előtti években	67
3-4. ábra: Fizetésimérleg-korrektúra és GDP változása 2009-ben	67
3-5. ábra: Háztartások megtakarítási képessége az Európai Unió új tagállamaiban	70

3-6. ábra: Háztartások nettó pénzügyi állománya az Európai Unió új tagállamaiban	70
3-7. ábra: Nem pénzügyi vállalatok megtakarítási képessége az Európai Unió új tagállamaiban	70
3-8. ábra: Nem pénzügyi vállalatok nettó pénzügyi állománya az Európai Unió új tagállamaiban	70
3-9. ábra: Államháztartás egyenlege az Európai Unió új tagállamaiban	71
3-10. ábra: Államháztartás nettó pénzügyi állománya az Európai Unió új tagállamaiban	71
3-11. ábra: Tény és pénzügyi ciklustól szűrt (potenciális) kibocsátás	71
3-12. ábra: Tény és pénzügyi ciklustól szűrt (potenciális) növekedés	71
3-13. ábra: Szektorok nettó pénzügyi pozíciója tény és fenntartható növekedési pálya esetén	72
3-14. ábra: Tény és pénzügyi egyensúlyt megőrző potenciális kibocsátás	74
3-15. ábra: Tény és pénzügyi egyensúlyt megőrző potenciális növekedés	74
3-17. ábra: A termelési tényezők alakulása	75
3-16. ábra: A gazdasági fejlettség változása 1970 és 2011 között	75
4-1. ábra: Egy főre jutó kibocsátás és tőkeállomány 2005-ben	82
4-2. ábra: Egy főre jutó kibocsátás és tőkeintenzitás változása az Európai Unió tagállamaiban, 1995–2015	82
4-3. ábra: Beruházási ráta Magyarországon és a többi visegrádi országban	83
4-4. ábra: Potenciális növekedés Magyarországon és a többi visegrádi országban	83
4-5. ábra: GDP-arányos tőkeállomány	84
4-6. ábra: Amortizációs ráták	84
4-7. ábra: Építményberuházások kapcsolata a növekedéssel	85
4-8. ábra: Gépberuházások kapcsolata a növekedéssel	85
4-9. ábra: Beruházási ráták az egyes szektorokban	86
4-11. ábra: Az aktív korú népesség és az aktívak száma	89
4-12. ábra: Aktivitási ráta képzettségi szintek szerint	89
4-13. ábra: Iskolázottság és a fejlettség kapcsolata	89
4-14. ábra: Kutatás-fejlesztésre fordított kiadások aránya és a fejlettség kapcsolata	90
4-15. ábra: Global competitiveness index és a fejlettség kapcsolata	90
4-16. ábra: Bruttó megtakarítási és beruházási ráták	91
4-17. ábra: Középtávú költségvetési egyenleg cél	92
5-1. ábra: Gazdasági növekedés és megtakarítási ráták alakulása	96
5-2. ábra: Beruházások és megtakarítások alakulása	98
5-3. ábra: Régiók egy főre jutó bruttó hazai terméke 2011-ben és a tagországok növekedési dinamikája	101
5-4. ábra: A GDP országokon belüli területi koncentrációváltozása a terjedelem alapján, 2004 és 2011 között	102
5-5. ábra: A GDP megyék szintjén mért területi egyenlőtlenségének alakulása a Hoover index alapján	103
5-6. ábra: A megyék és Budapest növekedési pályája az egy főre jutó GDP alapján	103
5-7. ábra: Az egy főre jutó GDP a megyékben, és az EU-átlaghoz viszonyított aránya a NUTS 2 régiókban	104
5-8. ábra: A munkanélküliség területi megoszlása 2014-ben és változása 2010-hez képest	105

TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

1-1. táblázat: Nemzetközi bankok kockázattal súlyozott tőke megfelelése	19
1-2. táblázat: Bruttó pénzügyi áramlások az USA-ból és az USA-ba 2007-ben	26
2-1. táblázat: Növekedési mutatók Magyarországon	58
3-1. táblázat: Szektorok nettó pénzügyi pozíciója tény és fenntartható növekedés esetén	72
3-2. táblázat: Szektorok nettó pénzügyi pozíciója tény és fenntartható növekedés esetén	74
4-1. táblázat: A magyar gazdaság középtávú növekedési képessége	85
4-2. táblázat: 4-10. ábra: Beruházási ráta és a növekedés változása 2015-re 2000–2008 átlagához képest	87
4-3. táblázat: A magyar gazdaság középtávú növekedési képessége 25 százalékos beruházási ráta mellett	88
5-1. táblázat: A magyar régiók pozíciója az EU28 274 régiójának sorrendjében az egy főre jutó GDP alapján	102

Gróf Széchenyi István

(1791. szeptember 21. – 1860. április 8.)

Politikus, közíró, közgazdász, a Batthyány-kormány közlekedési minisztere, akit Kossuth Lajos a „legnagyobb magyarnak” nevezett. Apja Széchenyi Ferenc gróf, a Magyar Nemzeti Múzeum és Könyvtár alapítója, anyja Festetich Julianna, a Georgikont alapító, Festetich György gróf leánya.

Széchenyi István máig érvényes üzeneteket hordozó eszméivel, közírói és politikai tevékenységével megvetette a modern Magyarország alapjait. A gróf a magyar politika egyik legkiemelkedőbb és legjelentősebb alakja, akinek nevéhez a magyar gazdaság, a közlekedés és a sport megreformálása fűződik. Számos közhasznú intézmény alapítója és névadója, beutazta Európát, megismerte az akkoriban a gazdasági és politikai fejlődés élén járó Angliát. Széchenyi István felismerte, hogy a fel-emelkedés érdekében Magyarországnak reformokra van szüksége és életcéljának tekintette az iparosodó, polgárosodó Magyarország alapjainak megvetését.

1830-ban megjelent „Hitel” című munkája Magyarország polgári átalakulásának, gazdasági-társadalmi programjának összefoglalása. Az írással Széchenyi gróf célja az volt, hogy rádöbbsen a nemességet az ország társadalmi-gazdasági átalakításának fontosságára. Hasonlóan nagy jelentőségű műve a „Stádium” (1833), amelyben 12 pontba szedett javaslatba foglalta reform-programjának sarokpontjait, köztük az önkéntes és kötelező örökváltságot; az ősiség eltörlését; a parasztság szabad birtoklási jogát; az ipar és kereskedelem szabadságát. Széchenyinek ebben a művében már megjelent a jogegyenlőség és a közteherviselés gondolata is.

Az 1848-as forradalom után Széchenyi István részt vállalt a Batthyány-kormány munkájában, miniszterként nagy energiával látott hozzá közlekedési programjának megvalósításához.

NÖVEKEDÉSI JELENTÉS

2014

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

