

# Martonosi Ádám: Tényezők az alacsony hazai beruházás hátterében\*

*A gazdasági válság kitörését követően az elmúlt négy évben korábban sosem látott mértékű visszaesést láthattunk a nemzetgazdasági beruházásokban. Az erőteljes csökkenés eltérő mértékben, de a gazdaság minden szektorában jelentkezett. A beruházások alakulása kulcsfontosságú a magyar gazdaság felzárkózásában, mivel a tőkeállomány megújulása és bővülése meghatározza a termelőkapacitások nagyságát, ezen keresztül pedig a gazdasági kibocsátás mértékét. Az állami szektor és a háztartások beruházásainak elmaradása elsősorban rövid távon mérsékli a bruttó hazai termék alakulását, míg a vállalati beruházások csökkenése, az aggregált kereslet közvetlen csökkenésén túl a közép- és hosszú távú potenciális növekedési lehetőségeinket is visszaveti.*

*Elemzésünkben régiós összehasonlításban, szektorális és ágazati bontásban vizsgáljuk a beruházási folyamatok alakulását a válság kitörését megelőző évektől kezdődően, elsősorban a válság időszakára fókuszálva.*

*Régiós összehasonlításban már a válság kitörését megelőzően is kedvezőtlen irányba haladtak a hazai beruházási folyamatok, a beruházási ráta a bruttó hazai termék arányában fokozatosan mérséklődött. A 2006-os kiigazítás jelentősen visszafogta a kormányzati beruházásokat, ezzel párhuzamosan a kedvezőtlenebbé váló keresleti feltételek a vállalati beruházások általános csökkenését eredményezték. Mindezek eredményeként a válság kitörésekor, régiós összehasonlításban a legalacsonyabb beruházási rátával rendelkezett Magyarország. 2008 után a nagymértékű gazdasági visszaesés, a tartósan gyengébb keresleti kilátások, az állami és magánszektor jelentős mérlegalkalmazkodási kényszere, a banki hitelaktivitás erőteljes visszazorulása együttesen a beruházások érdemi csökkenését eredményezték. Magyarországon a lakossági felhalmozás csökkenése nemzetközi összehasonlításban is jelentős volt, az állami beruházási ráta – elsősorban a gyorsuló uniós forrásfelhasználásnak köszönhetően – stabil maradt az elmúlt években. A vállalati beruházások csökkenése főleg a belföldre termelő és szolgáltató ágazatok körében bizonyult jelentősnek, míg az exportáló vállalati kör beruházási teljesítményét feldolgozóipari nagyberuházások érdemben növelték, így ebben a szegmensben kedvezőbb a beruházási kép.*

## BEVEZETÉS

A nemzetgazdasági beruházások alakulása több szempontból kiemelt fontosságú. Egyrészt a térség országaiban az aggregált kereslet 20-25 százalékát a megvalósuló beruházások jelentik, így jelentősen hozzájárul a GDP rövid távú alakulásához. Másrészt a beruházások révén bővül és megújul a hazai tőkeállomány. A gazdaság potenciális növekedését a rendelkezésre álló munkaerő, a felhasználható termelőeszközök mennyisége<sup>1</sup> és ezek felhasználásának hatékonysága együttesen határozzák meg. Így a beruházás a gazdaság kínálati oldalán elsősorban a közép- és hosszú távú gazdasági növekedés alapja. Éppen ezért fontos annak

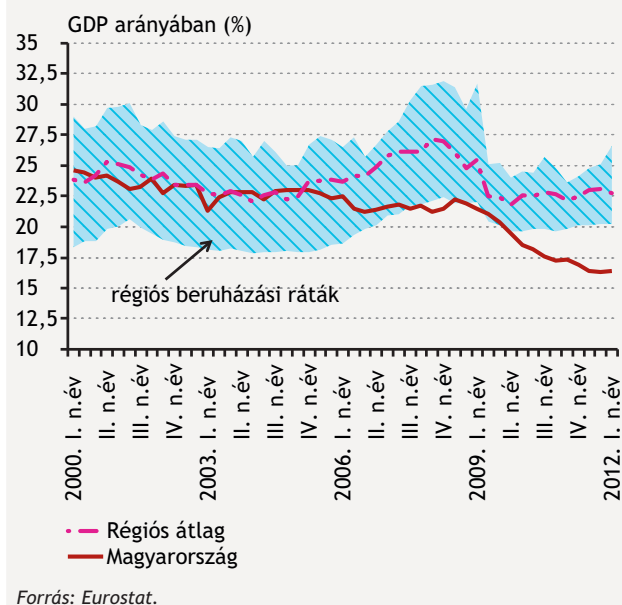
a megértése, hogy az elmúlt évek beruházási aktivitása mögött milyen alapfolyamatok húzódnak meg, a válság mely csatornákon keresztül hatott kedvezőtlenül, mi határozta meg és határozza meg a jövőben a gazdaság egyes szereplőinek beruházásokkal kapcsolatos döntéseit és mennyire tűnik tartósnak ez a kedvezőtlen folyamat.

Magyarországon a 2000-es években tapasztalt dinamikus beruházásbővülés az elmúlt évtized közepére megszakadt (1. ábra). A 2006-os költségvetési kiigazítást követő két évben a lassuló gazdasági növekedést már csupán visszafogott beruházási dinamika támogatta. A globális gazdasági válság kitörését követően azonban 1995 óta nem látott

\* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

<sup>1</sup> A tőkeállomány szintjének alakulásában a beruházások mellett az amortizációnak is fontos szerepe van. Ebben az írásban a beruházási folyamatok megértésére fókuszálunk.

1. ábra  
Beruházási ráták alakulása régiós összehasonlításban



mértékben csökkentek a nemzetgazdasági beruházások, 2009 első negyedévével kezdődően széles körű, a gazdaság minden szegmensét érintő érdemi visszaesését láthattuk. A hazai visszaesés mértéke nemzetközi összehasonlításban is erőteljes, régiós összetételben a szomszédos országoknál kedvezőtlenebb helyzetben vagyunk.

A cikkben arra keressük a választ, hogy nemzetközi összehasonlításban, elsősorban a régió országait vizsgálva, hogyan alakult a válságot megelőzően és a válság során a beruházási aktivitás. Először azonosítjuk azokat a beruházási szempontból fontos csatornákat, amelyekeken keresztül az egyes szektorokat és gazdasági szereplőket érintette a válság, majd azt mutatjuk be, hogy az alkalmazkodási folyamat hol és milyen mértékben okozott tartós, trendszerű visszaesést vagy csak átmeneti, ciklikus jellegű korrekciót.

## BERUHÁZÁSOK ALAKULÁSA A VÁLSÁGBAN

A gazdasági recessziók során a beruházások általánosan prociklikusan viselkednek:<sup>2</sup> az aggregált kereslet visszaesése a felhalmozás jelentős csökkenésével párhuzamosan zajlik. A dekonjunkturális periódusokra jellemző ciklikus visszaesés mellett, a gazdasági növekedéssel kapcsolatos kilátások tartós romlása a korábban megfigyeltnél erőteljesebb alkalmazkodást és a beruházási alapfolyamatok visszaesését eredményezhetik.

A ciklikus visszaesés elsőként a szűkülő aggregált keresleten és a romló lakossági jövedelempozíción keresztül érezteti hatását. A növekvő munkanélküliség és mérséklődő reálbérek mellett a lakossági szereplők legelőször a beruházásait mérséklik, míg fogyasztásukat megtakarításaikon keresztül próbálják simítani. Amennyiben a recesszió jelentősebb lakáspiaci visszaeséssel is párosul, akkor a lakások csökkenése részben a hitelhez bevonható fedezet értékének csökkenésén, részben a banki portfólióminőség és így a jelzáloghitelzés szűkülésén keresztül is a lakosság beruházási aktivitásának mérséklődése irányába hat.

A vállalatok esetében a globális kereslet szűkülése első lépésben a vállalati profitok romlásában tükröződik, amit a termelés és a készletek csökkentésével ellensúlyoznak. A gyengébb kibocsátás a termelésben felhasznált inputok visszaesésével jár együtt, így a bérek visszafogásával és a munkaerő csökkenésével a humán tőke oldaláról, míg a termelési kapacitások kihasználtságának mérséklésével a termelő tőke oldaláról. A gazdaság átmeneti, ciklikus visszaesése esetén – a már válság előtt is kedvezőtlen profithelyzetben lévő cégek kivételével – a vállalatok jellemzően nem építik le tőkeállományukat. Ugyanakkor a beruházás mérséklődik, mivel a csökkenő kapacitáskihasználtság kisebb amortizációt és így kisebb pótlóberuházás-igényt jelent, így a kapacitásbővítések elhalasztásra kerülhetnek.

A fiskális beruházásokat a gazdaság ciklikus visszaesése esetén eltérő megfontolások alakíthatják. A válság előtt fegyelmezett költségvetési politikát folytató országok esetében több mozgástér van lazább fiskális politika folytatására. A költségvetés az aggregált kereslet élénkítésén keresztül részben ellensúlyozhatja a magánszektor gyengülő keresletét. Ilyenre láttunk példát a kedvezőbb kiinduló adósságállománnyal rendelkező országok között, például Németországban az roncsautóprogram keretében, de a régióban 2008 óta Szlovákia és Lengyelország<sup>3</sup> esetében is nőttek az állami beruházások a GDP arányában. A válságban erre sok országban nem volt lehetőség, mivel az állami eladósodottság mértéke a probléma szerves részének bizonyult, így a fiskális hatóságok maguk is költségvetési kiigazításra, és ezen belül az állami beruházások mérséklésére kényszerültek.

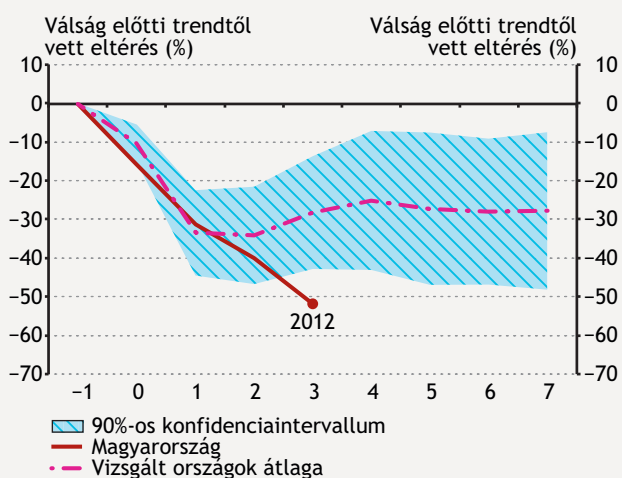
Az IMF pénzügyi válságokról gyűjtött tapasztalatai alapján (2. ábra) a beruházások a válság kitörését követően két évig csökkennek, majd a stabilizálódást követően a válság előtti megközelítő ütemben tovább bővülnek. Megvizsgálva a magyar adatokat, két fontos eltérést tapasztalhatunk: egyrészt a hazai beruházások esetében a nemzetközi tapasza-

<sup>2</sup> A térség és felzárkózó országok esetében ez jelentős volatilitással is párosul (Benczúr-Rátfai, 2005).

<sup>3</sup> Lengyelország esetében a 2012-es labdarúgó Európa-bajnokság infrastrukturális fejlesztései jelentették a beruházásbővítés motorját.

**2. ábra**  
Beruházások alakulása pénzügyi válságok alatt

(a magyar beruházások 2008–2012 között vannak ábrázolva)



Megjegyzés: Az ábrán a Magyarországra vonatkozó adatok a teljes bruttó állóeszköz-felhalmozás idősora, mely az utolsó adatpont esetében az MNB decemberi inflációs jelentésében bemutatott előrejelzést tartalmazza 2012-re.  
Forrás: IMF (2009), MNB.

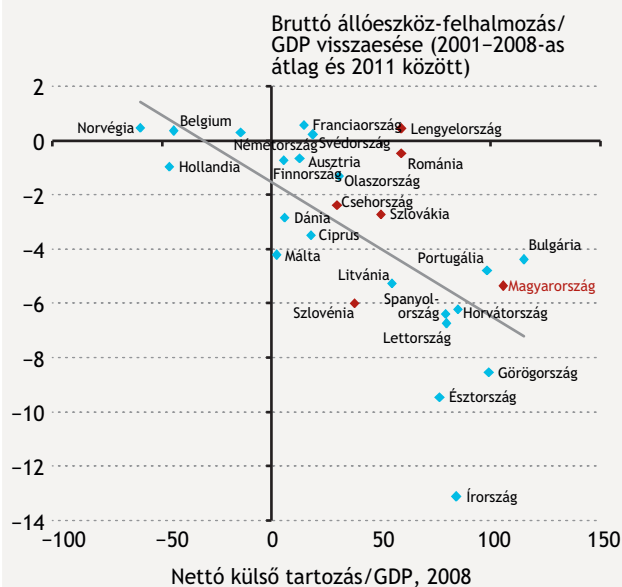
latokban megfigyelnél jelentősebb a válság előtti trendtől való eltérés, másrészt a hazai adatokban egyelőre nem látszik fordulat.

Európa sok országában az állam és/vagy a magánszektor túlzott adóssága bizonyult a probléma egyik fő forrásának, ami már nem csupán ciklikus beruházási visszaesésre utalhat, hanem trendszerű beruházáscsökkenést vetíthet előre a különböző szereplők elhúzó mérlegkiigazítása miatt. A következőkben bemutatjuk azokat az okokat, amelyek tartós beruházás-visszaesésre utalhatnak.

A megelőző évek-évtizedek túlköltekezése számos országban nagymértékű állam- vagy magánadósságot okozott, és 2008-at követően fokozatosan felerősödtek az ezek visszafizetésével kapcsolatos félelmek. Azokban az országokban ahol nagyobb volt az GDP-arányos adósság szintje, gyorsabb alkalmazkodás volt megfigyelhető, így jelentősebben csökkentek a beruházások (3. ábra).

Az általános bizalom meggyengülése egyrészt a meglévő adósságállomány refinanszírozását tette egyre költséesebbé vagy éppen lehetetlenné az államok számára, míg az Európai Unió belüli erősödő koordináció a korábbinál sokkal szigorúbb igényt támasztott az államháztartási folyamatok konszolidálására. Az Európai Központi Bank számos eszközzel próbálta a bajba jutott országok finanszírozási problémáit orvosolni, több ország jelenleg is él ezekkel az eszközökkel, ezzel együtt is azonban a válság előttinél magasabb finanszírozási költségekkel szembesülnek a súlyo-

**3. ábra**  
Adósság és beruházás kapcsolata nemzetközi összehasonlításban



Forrás: Eurostat.

san eladósodott országok. Ilyen környezetben azon államok, ahol fiskális kiigazításra került sor, maguk is részévé váltak a beruházási problémának, hiszen az állami beruházások szintjének tartós visszaesése hosszú távon mérsékelheti a beruházási rátát.

A háztartások eladósodottságának mértéke hasonlóan jelentős szerepet játszott az elmúlt évek beruházási aktivitásában. A válság előtt alacsony kamatokkal elérhető jelzáloghitelek Európa több országában a lakásberuházások gyors növekedését és több esetben ingatlanpiaci buborékok kialakulását (Spanyolország, Írország) okozták. A hitelezési feltételek szigorodása, a jövedelmi helyzet romlása és a lakásár-buborék kidurranása a legtöbb országban az építőipari ágazat termelésének jelentős visszaesésével járt, és a beruházások a korábbi időszak teljesítményének töredékére zsugorodtak. Bár Magyarország esetében ingatlanpiaci buborék kialakulásáról nem beszélhetünk, ám a gyors jelzálogfedezet melletti, jelentős részben devizában denominált lakossági eladósodás hazánkban is jellemző volt. A felhalmozott adósságok miatti lakossági mérlegalkalmazkodás az érintett országokban a válság kitörése óta zajlik, ám ennek üteme lassú és hosszú távon alacsonyabb beruházási rátát eredményez a válság előtti periódushoz viszonyítva.

A vállalati szféra esetében az eladósodottság mértéke kisebb problémát jelentett, így összehasonlítva a másik két szektorral, kisebb mérlegalkalmazkodási igény merült fel az adósságok leépítésével összefüggésben, így itt a ciklikus

csatornák erőteljesebben korlátozhatták a vállalatok beruházási aktivitását.

Az adósság mellett és ezzel szoros összefüggésben a második fontos szempont a finanszírozás kérdése. A beruházások jellemzően nagy hitelhányad mellett valósulnak meg, és a válság pénzügyi rendszert érintő negatív hatásai a gazdaság minden szereplője számára nehezzé vagy éppen lehetetlenné tették a forráshoz jutást, a finanszírozási költségek pedig számottevően megemelkedtek. A bankok és egyéb hitelintézetek esetében a hitelezési képesség gyengült, mivel a hitelportfóliókon elszenvedett veszteségek és a megmaradó portfólión történt negatív ártértékelődések együttesen jelentősen rontották a banki mérlegeket. A szűkülő források és a bankok csökkenő kockázatvállalási hajlandósága jelenleg is erős korlátot jelent a magánszektor szereplőinek, akik így mérséklék beruházási aktivitásukat. Az államok esetében a forráshoz jutás némileg könnyebb, mint a magánszektor szereplői számára. Bár a korábbiaknál magasabb kamatok mellett, de a legtöbb ország esetében továbbra is lehet finanszírozási forrásokat bevonni az állampapírpiacon keresztül, ahol pedig erre átmenetileg vagy tartósan nincs lehetőség, a nemzetközi szervezetek hitelcsomagjai jelentik a megoldást. Európában a felzárkózó országok, így hazánk számára is az uniós fejlesztési források jelenthetnek addicionális finanszírozást. Ezek a források jelentős részben beruházási céllal kerülnek az egyes ország között kiosztásra, és az alacsony önrész miatt részben képesek tompítani az állami és a magánszektor finanszírozási nehézségeit. Összességében azonban a válság előtti időszakhoz viszonyítva a pénzügyi rendszer hitelezési kapacitása gyengült, ami tartósan mérsékelheti a beruházási aktivitást mind a vállalati, mind a lakossági szektorban.

A tartós beruházási probléma harmadik eleme a gazdasági helyzettel kapcsolatos előre tekintő várakozások kérdésköre. Európában az adósság leépítésével küzdő állami és magánszektor csak igen lassan képes a gazdaság keresletoldali dinamizálására, ezt pedig tovább erősítik a pénzügyi rendszer oldaláról meglévő finanszírozási korlátok. Emellett a vállalkozások profitabilitását mérséklék a válságkezelés során növekvő vállalati adóterhek, a szabályozói környezet gyakori változása pedig a kiszámíthatóságot csökkentette, és a kockázatvállalási hajlandóságot mérsékli. Ezek együttesen a vállalati szféra számára kedvezőtlen üzleti környezetet teremtettek, ez pedig elsősorban a belföldre termelő és szolgáltató vállalati kör beruházásainak tartós elmaradását eredményezheti. Az exportra termelő vállalatok esetében kedvezőbb a helyzet, hiszen a világgazdaság más szereplői, elsősorban Ázsia a válság időszaka alatt is jelentős keresletet támasztott, de a globális lassulással kapcsolatos kockázatok az exportőr cégek esetében is a visszafogottabb

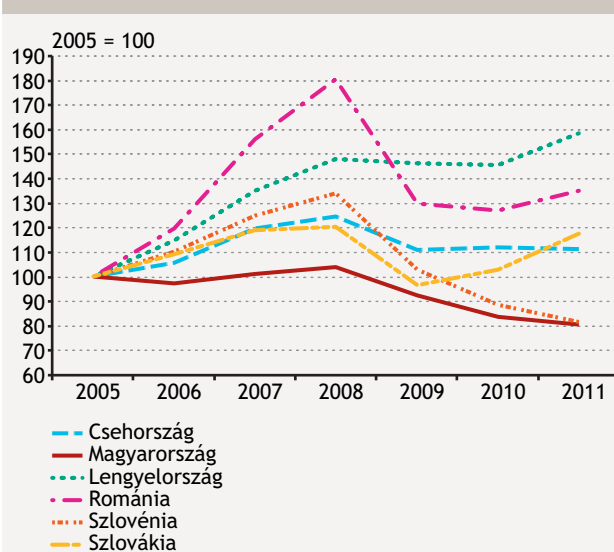
beruházási aktivitás irányában mutatnak, illetve az egyéb kockázatok (finanszírozás, adózás, szabályozói változások) a külső piacokra termelő vállalkozásokat is érintik.

## BERUHÁZÁSI FOLYAMATOK MAGYARORSZÁGON ÉS A RÉGIÓBAN

A magyar és a régiós országok gazdasági fejlettsége elmarad az uniós átlagtól. A felzárkózó országokra jellemző alacsonyabb egy főre jutó tőkeállomány és az alacsonyabb átlagos bérszínvonal együttesen magasabb várható hozamot biztosít a beruházók számára, így a tőkeállomány a fejlett országoknál gyorsabban bővíülhet. A gazdasági válság kitörése azonban mérsékelte a felzárkózás ütemét, a beruházási ráta minden országban számottevően csökkent a régióban. Az alábbiakban megpróbáljuk azonosítani azokat a különbségeket és közös faktorokat, amelyek Magyarország és régiós társainak beruházási folyamataira jellemzőek.

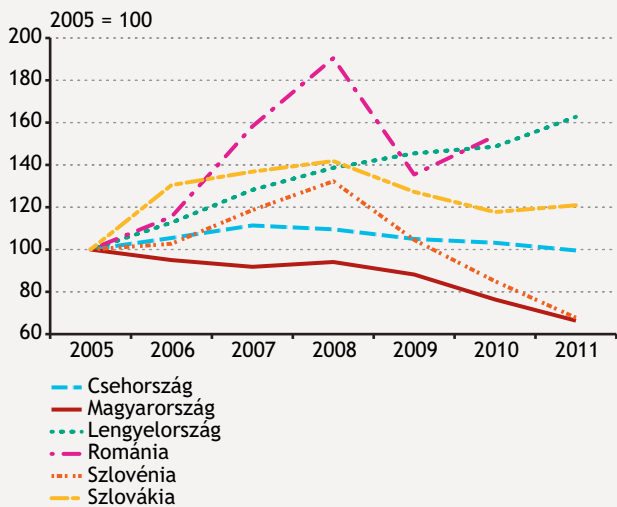
Nemzetközi összevetésben a beruházások GDP-hez mért aránya alapján összemérhető, hogy egy adott ország bruttó hazai össztermékének mekkora részét fordítja tőkeállományának megújítására, bővítésére. A régiós országok közül, a 2000-es évek első felében csupán Lengyelország és Románia esetében láthatunk a hazainál alacsonyabb beruházási rátát. Magyarország azonban a válság kitörését megelőző években már elmaradt a régiós átlagtól, a különbség a válság kitörésekor mintegy 4-5 százalékpontnyi volt a kedvezőbb helyzetben lévő régiós szomszédokhoz viszonyítva (1. ábra). Fontos megjegyezni, hogy a válságot megelőző 2006-os kiigazítás önmagában egy százalékponttal mérsékelte a hazai beruházási ütemét, és az azt követő két évben már

4. ábra  
Beruházások alakulása



Forrás: Eurostat, nemzeti statisztikai hivatalok.

**5. ábra**  
Épületjellegű beruházások



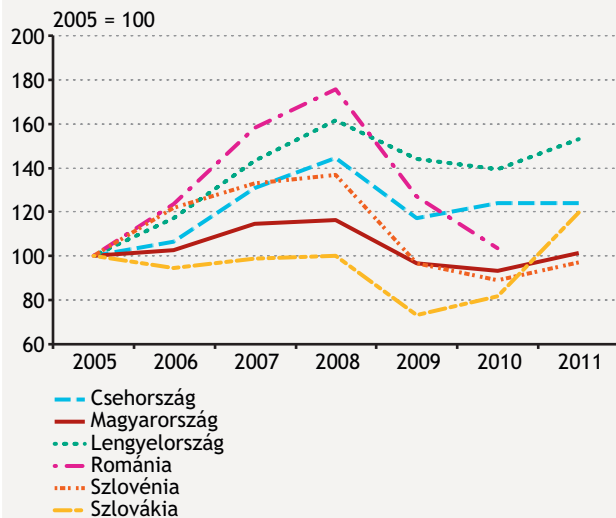
Forrás: Eurostat, nemzeti statisztikai hivatalok.

csak stagnálását láthattunk, míg szinte minden szomszédos országban egészen 2008-ig nőtt a beruházásokra fordított összeg a bruttó hazai termék arányában. 2009-ben mindenhol a beruházások jelentős visszaesését láthattuk. A 2010 óta zajló időszakban a régiós országok legtöbbször stagnált vagy nőtt a beruházás üteme, míg hazánkban 2011-ben 2005-höz viszonyítva mintegy húsz százalékkal volt alacsonyabb a beruházási aktivitás, ami Szlovéniával együtt a legalacsonyabb a régióban.

A régiós szomszédainknál hosszabb ideje alacsonyabb beruházási ráta már önmagában egy tartós beruházási problémára utalhat, kérdés hogy a gazdaság mely szegmenseiben látható ez az elmaradás. Ha megvizsgáljuk az anyagi-műszaki összetétel<sup>4</sup> szerinti bontását a beruházásoknak, erős kettősség rajzolódik ki, melyet a gazdaság különböző szektorainak (állam, lakosság, vállalat) eltérő viselkedésére utalhat.

Az épületjellegű beruházások dinamikája a válság után nagyon heterogén képet mutat a régióban (5. ábra). A hazai teljesítmény az egyik legkedvezőtlenebb, hasonló mértékű csökkenést csupán Szlovéniában láthattunk, ahol mindez gyorsabban és erőteljesebben zajlott le az elmúlt években. A gépberuházások esetében a 2009-es visszaesést követően hazánkban, Csehországban, Lengyelországban és Szlovéniában is lassú stabilizáció jelei láthatóak, míg Szlovákia dinamikusan bővítette kapacitásait (6. ábra). A magyar gépberuházások 2005-ös szintjükön állnak. Mindez arra utal, hogy

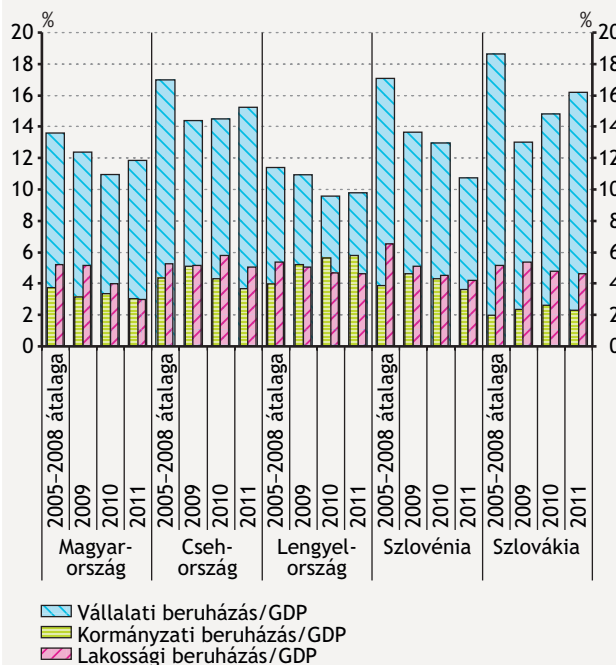
**6. ábra**  
Gépjellegű beruházások



Forrás: Eurostat, nemzeti statisztikai hivatalok.

már a válságot megelőzően alacsonyabb volt a hazai vállalatok beruházási teljesítménye, míg a válság során a vállalati beruházások tekintetében nem figyelhetünk meg a régiós átlagtól eltérő dinamikát.

**7. ábra**  
Szektorális beruházási folyamatok régiós összevetésben



Forrás: Eurostat, nemzeti statisztikai hivatalok.

<sup>4</sup> A beruházások két nagy csoportja az épületjellegű és gépjellegű beruházások, melyek az egész beruházási aktivitás 95-98 százalékát lefedik. A szektorok között az állam és a lakosság főképp épületjellegű beruházásokat hajt végre, míg az vállalati kör felhalmozási kiadásai döntő többségükben gépek és eszközök.

Áttérve az egyes szektorok részletes elemzésére, a beruházási célú kormányzati kiadások mérséklésében Csehország és Szlovénia járt az élen a válság kitörését követően, ezen országokban GDP-arányosan ötödével csökkent az állami beruházások aránya. Magyarországon és Romániában érdemben nem változott a kormányzati beruházások mértéke, fontos azonban megjegyezni, hogy hazánkban 2006 és 2008 között már lezajlott egy fiskális kiigazítás, ahol a beruházási célú kiadások GDP-arányos szintje harmadával csökkent. Lengyelország és Szlovákia azonban a válságtól függetlenül jelentősen növelte a GDP arányos állami beruházásait, a három év viszonylatában átlagosan ötödével bővültek a kiadásai.

Magyarországon az állami szektor a nemzetgazdasági beruházások 15-20 százalékát hajtja végre. Az államhoz tartozó beruházások széles kört ölelnek fel és a közvetlen állami

szerepvállaláson (központi szervek, önkormányzatok, állami vállalatok) túlmenően a piaci vállalati körben is megjelennek az állami körhöz tartozó beruházások (közszolgáltatók, kvázifiskális intézmények, PPP-programok, uniós beruházások). Általánosságban elmondható, hogy a legnagyobb részt az állami felhalmozási teljesítményéből az infrastrukturális fejlesztések hasítják ki, melyek a válságot megelőzően jelentős mértékben növelték a hazai beruházásokat. A 2006-os fiskális kiigazítás során jelentősen csökken a kormányzati beruházási ráta, amit főképp a korábbi jelentős infrastrukturális fejlesztések elmaradása okozott. A válság során, a kiadáscsökkentések az állam minden területén a beruházási tevékenységek visszafogását jelentették, ezzel együtt is azonban, a GDP-arányos állami beruházási ráta nem csökkent a válság előtti szinthez képest. Ennek oka elsősorban a jelentős uniós fejlesztési források beáramlása volt.

### Az európai uniós források szerepe a hazai beruházásokban

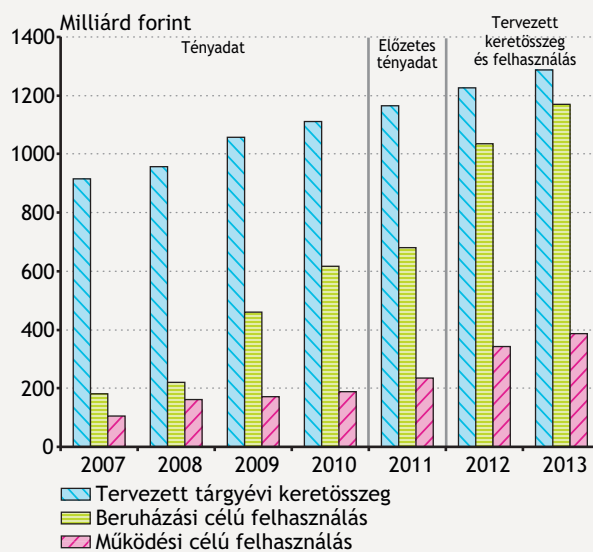
Magyarország több formában kap támogatást az Európai Uniótól. Beruházási szempontból elsősorban a költségvetésben megjelenő források kiemelt fontosságúak, ezek közül a Strukturális Alapokból, a Kohéziós Alapból érkező támogatások és a vidékfejlesztésre fordítható összegek jelentősek.

A 2004–2006 közötti időszakban jelentősen alacsonyabb mértékű támogatás állt Magyarország rendelkezésére, ám a 2007–2013 közti időszakban bővültek az éves keretösszegek. A már eltelt időszak adatai alapján elmondhatjuk, hogy 2007–2008-ban mindössze a lehívható források egynegyedét sikerült felhasználni, ez az arány 2009-re már meghaladta az éves keretösszeg felét, 2010–2011-ben a felhasználás megközelítette tárgyévi keretösszeget, míg idén már várhatóan meg is haladja azt. Fontos hangsúlyozni, hogy az adott tárgyévi keretösszegek nem vesznek el, ha adott évben nem kerültek felhasználásra, az uniós szabályozás lehetővé teszi, hogy éveken túlnyúlóan felhasználhatóak legyenek a támogatások.

Az uniós források szerepe reálgazdasági oldalról elsősorban a nemzetgazdasági beruházások esetében fontos, hiszen a lehívható keretösszegek nagyságrendje az adott tárgyév beruházási teljesítményének 10-15 százalékát is elérheti. Fontos megjegyezni, hogy nem minden hazánkba érkező forrás fordítható bruttóállás-közfelhalmozásra, csak azon tételre szabad számba venni, melyek nem az intézményrendszer fenntartására és nem különböző humánpolitikai projektekre fordíthatók.

Az uniós források felhasználása nemcsak a szűk állami körhöz köthető, hanem a gazdaság minden ágazatában igényelhető. Beruházási szempontból elsősorban az infrastrukturális projektek finanszírozásához és vállalkozásfejlesztéshez lehet támogatást igényelni. Az állami beruházásoknál kiemelt jelentőséggel bírnak, mivel a költségvetési kiigazítás a kormányzati beruházási aktivitást erőteljesen az uniós forrásokból megvalósítható beruházások irányába terelte, így a fokozatosan csökkenő állami önerő mellett sem csökkent az elmúlt években a kormányzati beruházási ráta.

8. ábra  
Az uniós források tervezett és megvalósult felhasználása



Forrás: NGM.

A lakossági beruházások visszaesése, elsősorban Magyarországon és a Szlovéniában volt jelentős mértékű. 2008-hoz viszonyítva 35-40 százalékkal mérséklődött a GDP-arányos lakossági beruházási ráta 2011-re. Szlovákiában és Lengyelországban ehhez képest, kismértékű, 10-15 százalék közötti visszaesést láthattunk a hároméves időhorizonton, míg Csehország és Románia esetében a háztartások beruházásai nem estek vissza érezhető mértékben.

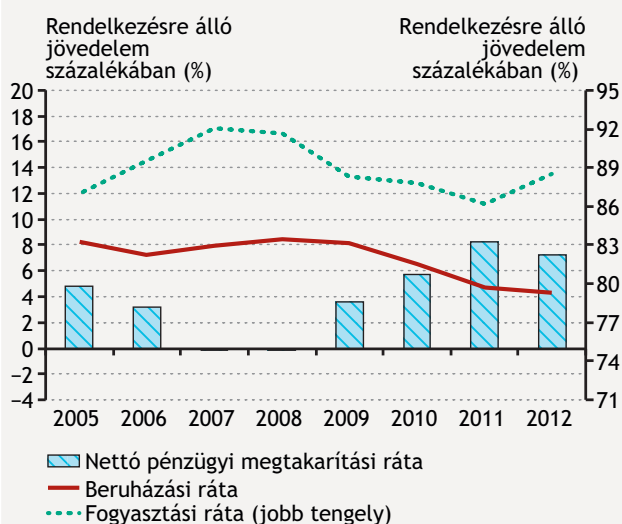
Magyarországon a lakossági felhalmozás az összberuházás 20-25 százalékát teszi ki, mely döntő részben<sup>5</sup> az ingatlanpiachoz kapcsolódik (új lakás vásárlása, régi ingatlan felújítása). Arányait tekintve a válság folyamán a lakossági beruházás visszaesése volt a legjelentősebb, a lakáspiac esetében 2011-re harmadára zsugorodott az évente átadott új lakások száma, mely a rendszerváltás óta látott legalacsonyabb szint. A kereslet drasztikus visszaesése a lakásárak tartós csökkenésével járt együtt.

A visszaesés több okra vezethető vissza. Egyrészt a hazai lakáspiacra a 2000-es évek elejétől erőteljes növekedés bontakozott ki, mely növekedés motorját kezdetben az államilag támogatott forint alapú lakáshitelprogram, később pedig a gyorsan felfutó devizahitelezés biztosította. A válság kitörését követően a forint árfolyama jelentősen gyengült és a devizában denominált lakáshitel-állomány jelentős többletterhet rótt a lakosságra. A törlesztési terhek megemelkedése mellett tovább romlott a háztartások jöve-

delempozíciója. Az aggregált kereslet visszaesésével párhuzamosan a vállalatok részben a bérek visszafogásával és a foglalkoztatottak leépítésével csökkentették költségeiket, így nőtt a munkanélküliség és csökkent a lakossági reáljövedelem. A háztartások első lépésben a fogyasztás gyors visszafogásával reagáltak a recessziós környezetre, majd 2009-et követően fogyasztási hányaduk stabilizálódott, enyhén emelkedett is egy kicsit. A beruházási rátában azonban tartós, trendszerű csökkenést figyelhetünk meg, a rendelkezésre álló jövedelem arányában felére csökkent a válság éveit alatt, így a beruházások elhalasztása a hazai háztartások egyik legfontosabb alkalmazkodási csatornájává vált. Ezeken túl a devizahitelezés teljes hatósági betiltása mellett a forinthitelezés is nagymértékben visszaszorult, ami szintén a lakásvásárlások visszaesését okozta (10. ábra).

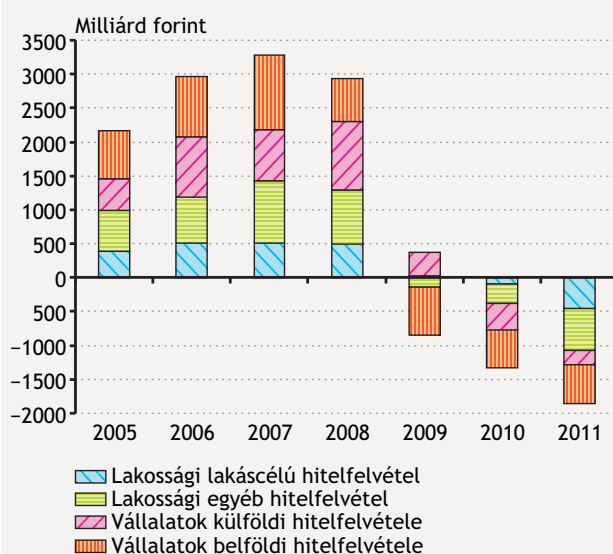
A vállalati beruházások a régiós országok összberuházásának mintegy 55-70 százalékát teszik ki, így a legnagyobb visszaesés jellemzően ezt a szektort érintette. A legkedvezőtlenebb kép Romániában és Szlovéniában rajzolódik ki ahol a vállalati kör beruházásai 2011-ben is tovább mérséklődtek, míg a többi ország, köztük hazánk esetében is kisebb-nagyobb mértékben javult a vállalati beruházási ráta a tavalyi év során, ám sehol sem érte még el a válság előtti szinteket. Míg az állami és lakossági beruházásoknál a visszaesés jellemzően tartósan gyengébb alapfolyamatokat mutat a régióban, a vállalatok esetében kisebb mértékű csökkenést láthattunk, amelyet részben a régióba a válság alatt betelepülő és már itt lévő exportra termelő külföldi vállalatok kedvező beruházási teljesítménye magyaráz. Ha

**9. ábra**  
Háztartások beruházási, fogyasztási és nettó pénzügyi megtakarítási rátáinak alakulása



Megjegyzés: 2011-ben a nettó pénzügyi megtakarítási ráta megugrását és a fogyasztási ráta csökkenését a magán-nyugdíjpénztári redőhozamok kifizetése magyarázza.  
Forrás: MNB, KSH.

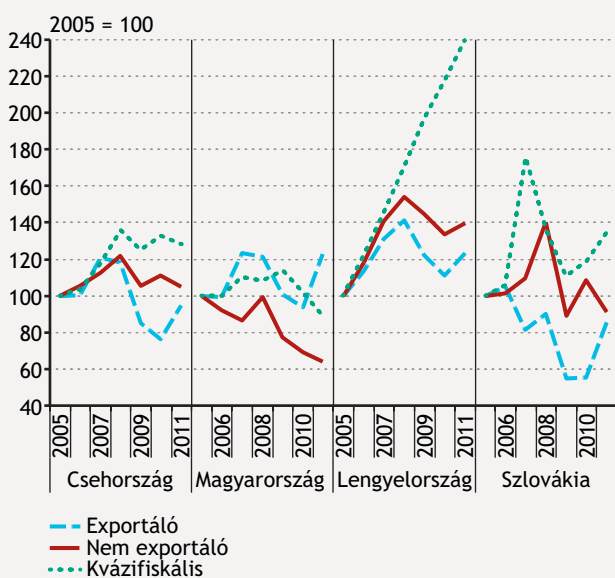
**10. ábra**  
Lakossági és vállalati nettó hitelfelvétel alakulása



Forrás: MNB.

<sup>5</sup> A mezőgazdasággal foglalkozó egyéni vállalkozók gépberuházásai is a lakossági szektorhoz tartoznak, súlyuk mintegy 25 százalék.

11. ábra  
Vállalati beruházások alakulása a régióban ágazati bontás szerint



Forrás: Eurostat.

a vállalati beruházást tovább vizsgáljuk az ágazatok szintjén, eltérő folyamatokat azonosíthatunk a főként exportáló (feldolgozóipar, mezőgazdaság), a főleg belföldre termelő és szolgáltató (pl. kereskedelem, vendéglátás, kommunikáció, pénzügyi szolgáltatások) és a kvázifiskális<sup>6</sup> ágazati körben.

Az exportáló vállalatoknál minden ország esetében látható a javuló beruházási aktivitás, amit elsősorban a kedvező ázsiai exportkereslet és a régióba települő új feldolgozóipari kapacitások magyaráznak. A belföldre termelő és szolgáltató ágazati csoport esetében a gyenge belföldi kereslettel összhangban erőteljesen visszaesett a vállalati felhalmozás. Tekintve, hogy a keresleti kilátások hosszabb ideje rendkívül bizonytalanok, ettől a vállalati körtől továbbra is gyenge beruházási teljesítményt várhatunk. A részben üzleti, de jelentős állami súlyt is tartalmazó kvázifiskális ágazatok esetében vegyes képet mutatnak a régiós folyamatok. Általánosságban elmondható, hogy a válság kitöréséhez képest kismértékű csökkenést láthatunk Szlovákiában és Csehországban, míg Lengyelország esetében a 2012-es labdarúgó Európa bajnokság infrastrukturális fejlesztései tükröződnek az adatokban. Magyarországon ugyanakkor régiós összehasonlításban jelentősebb volt a visszaesés. A kvázifiskális ágazati kör beruházásai nagymértékben kötődnek az uniós forrásokhoz, ez magyarázhatja az egyéb belföldre termelő ágazatoknál kedvezőbb beruházási aktivitást.

A magyarországi folyamatokat részletesebben vizsgálva, az összberuházás 55–60 százalékát teszik ki a vállalati beruházások, melyek mintegy kétharmadát gépek és egyéb eszközök beszerzésére fordítják, és csupán egyharmadát teszik ki az épületek és egyéb építmények. A válság kitörését követően mind a belföldre termelő és szolgáltató, mind az exportáló ágazatok körében érdemben csökkentek a beruházások. A kedvezőtlen kereslettel kapcsolatos negatív várakozásokat jól mutatja, hogy a vállalati beruházások mintegy felét adó feldolgozóiparban 2009-ben 15 százalékkal kevesebbet ruháztak be, mint egy évvel korábban. Az aggregált kereslet zsugorodása mellett, a vállalati hitelezés erőteljes visszaszorulása (10. ábra) és az árfolyamgyengülés miatt dráguló importgépek beszerzése is gátolta a vállalatok beruházási aktivitását. A fiskális kiigazítások miatti különadók tovább mérsékelték egyes ágazatok (kereskedelem, pénzügy, energetika, telekommunikáció) profitabilitását, és ezen keresztül beruházási hajlandóságát.

A csökkenő vállalati beruházások magyarázatául szolgálhat a termelő ágazatokban lévő jelentős kapacitásfelesleg. A főleg belföldi piacra termelő ágazatok esetében a kapacitáskihasználtság 2006 óta trendszerűen csökken és a korábbiakhoz képest jobban elszakad az exportáló vállalatokra jellemző kapacitáskihasználtság mutatóktól.

Az általános kedvezőtlen beruházási klíma ellenére az exportáló ágazatok körében a válság során is láthattunk pozitív jeleket. Az elmúlt években több nagyberuházás is kezdődött Magyarországon, és ahogy már korábban is megfigyelhettük<sup>7</sup>, egy-egy jelentős külföldi tulajdonú feldolgozóipari vállalat betelepülése önmagában jelentősen javíthatja a beruházási képet. A gép- és járműgyártás ágazatokba érkező külföldi cégek (Audi, Mercedes, Opel, Hankook) beruházásainak kedvező hatása 2010 második felétől érezhető és 2012 végéig számottevő maradhat. Az egyedi nagyberuházások mellett azonban fontos megjegyezni, hogy a feldolgozóiparban továbbra is gyengék az alapfolyamatok. A főként belföldi fogyasztásra termelő feldolgozóipari ágazatok beruházási aktivitása negyedével csökkent a 2005-ös szintjéhez képest.

Régiós összehasonlításban a nagyberuházásoknak köszönhetően az exportáló ágazatok esetében kedvező a kép, ám az egyéb ágazatok körében hazánkban láthattuk a legjelentősebb visszaesést. A belföldre termelő és szolgáltató ágazatok 2005-ös szintjükhöz képest közel 40 százalékkal kevesebbet ruháznak be, amit részben a gyenge belső kereslet és a kedvezőtlen konjunkturális kilátások magyaráznak, de

<sup>6</sup> Az ágazati besorolás problémája, hogy részletes bontásnál is tartalmaznak állami indíttatású és tisztán üzleti beruházásokat, pl. autópálya építés, vasút felújítás, energetikai beruházás. A szűken értelmezett állami ágazatokon kívüli beruházások kezelésére, az ágazati csoportokra saját felosztást készítettünk, melynél a kvázifiskális ágazati csoport tartalmazza az energetikát, a vizgazdálkodást, a szállítás ágazatot és több kis súlyú szolgáltató ágazatot.

<sup>7</sup> 2007-ben a dél-koreai Hankook gumiabroncsgyártó üzeme jelentősen növelte a feldolgozóipari beruházások dinamikáját.



fontos megjegyezni, hogy az egyes ágazatokat terhelő vállalati kölönadók (kereskedelem, kommunikáció, pénzügyi szolgáltatások) is hozzájárulhatnak a gyenge beruházási aktivitáshoz.

A vállalati beruházások alakulásában fontos szerep jut a szereplők várakozásainak. A beruházásokért folytatott régiós versenyfutásban jelentős szerepet játszik, hogyan ítélik meg az adott gazdaság versenyképességét. Az üzleti környezetet értékelő rangsorok mutatói számos kritérium (gazdasági növekedés, jogbiztonság, adózás, adminisztrációs terhek, munkaerő minősége stb.) alapján értékelik az egyes országokat.

A davosi Világ gazdasági Fórum növekedési és versenyképességi indexe alapján, hazánk a régiós mezőny közepén foglal helyet. Az indexben számos változót vesznek figyelembe, a versenyképesség nem kizárólag az üzleti környezettől függ. Relatív pozíciónk a régióban 2008-ban volt a legkedvezőtlenebb, a kép valamelyest javult 2012-re. Az üzleti környezet szempontjából releváns alindexek közül, a makrogazdasági környezet megítélése jelentősen kedvezőbb lett 2006 és 2012 között, míg az köz- és magánintézményekre, az oktatásra, a munkaerőpiacra és a technológiára vonatkozó alindexek esetében számottevő volt a magyar pontszám romlása nemcsak régiós, hanem globális összevetésben is.

Egy másik nemzetközi felmérés, a Világbank „Doing Business” felmérése, leginkább az üzleti környezetre és az ezeket meghatározó intézményi feltételekre koncentrálnak, például új vállalkozás alapítása, befektetők védelme, adminisztrációs költsége, adófizetés vagy éppen a jogbiztonság. 2006-ban a második helyen álltunk a vizsgált hat ország között, a legfrissebb rangsor szerint jelenleg az utolsó helyet foglaljuk el a régióban, különösen kedvezőtlen a megítélésünk a befektetők védelmét és az adófizetést összehasonlító alindexek esetében. Bár egyes vizsgált komponensek esetében javult az ország megítélése, de több, a beruházások szempontjából releváns kritérium esetében romlott a relatív megítélésünk, ami negatív kockázatokat hordoz az új beruházások szempontjából.

## KÖVETKEZTETÉSEK

Régiós összehasonlításban hazánk helyzete gyenge a beruházások terén, ez előre tekintve lassítja a fejlett európai gazdaságokhoz történő felzárkózásunkat. A beruházási ráta a válság kitörésekor és aktuálisan is az egyik legalacsonyabb a régióban. Elmaradásunk nagy része már a válságot megelőző időszakban is jelentkezett, miközben a válság kitörése óta lemaradásunk némileg tovább növekedett. A beruházási

ráta süllyedését a válság előtti években nagy részben az állami és vállalati beruházások csökkenése okozta. A 2006-os kiigazítás a kormányzati beruházási ráta jelentős csökkenésével járt, amit a válságot követően az EU-s források növekvő beáramlása stabilizált. Bár a dinamikát tekintve a hazai vállalati beruházások alakulása a válság óta a régiós átlaghoz hasonlóan alakult, a GDP-arányos vállalati beruházásokat tekintve továbbra is 3-5 százalékponttal kevesebbet fordítanak a hazai vállalkozások felhalmozásra, mint régiós szomszédaink. A hosszú idő óta alacsonyabb vállalati beruházások tartós beruházási problémát jelenthetnek, az elmaradás leginkább a belföldre termelő és szolgáltató szektorok esetében szembeötlő, míg az exportáló ágazati kör esetében az elmúlt évek nagyberuházásai tartották fenn a beruházási aktivitást. Ezen nagy egyedi tételek leszámítva az alapfolyamatok ezen szegmensben is gyengék. Bár a hazai lakáspiacon a válságot megelőzően nem utaltak jelek lakáspiaci buborék kialakulására, a lakossági beruházások hazánkban csökkentek legerőteljesebben az elmúlt években. A beruházási célú kiadások visszafogása a lakossági mérlegalkalmazkodás egyik legfontosabb csatornájává vált. Tekintve, hogy a devizában denominált adósságok jelentős átértékelődése miatt a lakossági eladósodás – a rendelkezésre álló jövedelmek arányában – még jelenleg is a 2008-as szint közelében áll, a lakossági beruházások elmaradása még több évig elhúzódó folyamat maradhat.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

GÁL PÉTER (2007): Kedvezőtlen beruházások – növekedési kockázatok?. *MNB-szemle*, június, pp. 12–21. Magyar Nemzeti Bank.

BENCZÚR, PÉTER–ATTILA RÁTFAI (2005): Economic Fluctuations in Central and Eastern Europe – the Facts. *MNB Working Papers*, 2005/02, Magyar Nemzeti Bank.

MAGYAR NEMZETI BANK (2012a): *Jelentés az infláció alakulásáról*, június.

MAGYAR NEMZETI BANK (2012b): *Jelentés az infláció alakulásáról*, szeptember.

MAGYAR NEMZETI BANK (2012c): *Jelentés az infláció alakulásáról*, december.

MAGYAR NEMZETI BANK (2012d): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, november.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009): *World Economic Outlook, Sustaining the Recovery*, October.