

Gál Péter: Kedvezőtlen beruházások – növekedési kockázatok?¹

A potenciális gazdasági növekedés jövőbeli alakulása kulcsfontosságú a várható kibocsátási rés és az ezen keresztül várható inflációs nyomás megítélése szempontjából. A potenciális növekedésnek pedig egyik fontos eleme a reál-tőkeállomány szintje és bővülése, amely beruházásokon keresztül valósul meg. A beruházások tendenciája tehát a jövőbeli potenciális növekedésről ad jelezést. Másrészt a nemzetgazdaság beruházásai az aggregált kereslet részei, így nemcsak a jövőbeli, hanem az aktuális kibocsátási résre, így az aktuális keresleti inflációs nyomásra is hatást gyakorolnak. Végül a beruházások a gazdaság szereplőinek a jövőbeli kilátásokkal kapcsolatos várakozásairól is képet adnak.

Ezért jegybanki szempontból is kiemelt jelentőséggel bír, hogy 2006-ban visszaesett a beruházások volumene hazánkban, amire 10 éve nem volt példa. A visszaesés széles körben megfigyelhető volt, mind az egyes beruházási javak tekintetében (építések, gépbeszerzések), és becsléseink szerint a magánberuházásokon belül a vállalati és a lakossági körben egyaránt. A fiskális kiugazítás nyomán lassuló belső kereslettel összhangban áll a lakossági és belföldre termelő, valamint szolgáltatóvállalatok mérséklődő beruházása. Am a jelenleg erős és a kilátások alapján a jövőben is kedvező európai konjunktúra tükrében a főként külföldre termelő vállalatok visszaeső beruházási hajlandósága meglepő volt, és bár 2007 első negyedévében korrekciót látunk, a hosszú ideig elmaradó tőkeállomány-bővítés felveti annak veszélyét, hogy akár tartósan kedvezőtlenebb beruházási klíma alakul ki hazánkban.²

BEVEZETÉS

A nemzetgazdasági beruházások volumene éves szinten 10 évtől először csökkent 2006-ban. A csökkenés már a kiugazító csomag bejelentése előtt jelentkezett az exportorientált feldolgozóiparban. A múltban a nemzetközi, elsősorban a fejlett európai országok konjunktúrája volt a legfontosabb mozgatórugója a hazai termelővállalatok beruházásainak, ezért a kedvező külföldi folyamatok fényében meglepő és potenciális növekedésünkkel kapcsolatban aggodalomra ad okot a mostani visszaesés.

Ezért kulcsfontosságú annak megértése, hogy milyen okok állhatnak a gyenge feldolgozóipari beruházási teljesítmény hátterében, és mennyiben tartós, illetve mennyiben átmeneti jellegű folyamatot látunk. Az alábbiakban főként erre keresünk a választ, először viszont a beruházások általános szerepét és az ezekkel kapcsolatos stilizált tényeket ismertetjük, majd röviden kitérünk az egyéb, döntően a belföldi kereslet által meghatározott szektorok (szolgáltató szektor, lakosság, állam) beruházási viselkedésének magyarázatára.

A BERUHÁZÁSOK ÁLTALÁNOS SZEREPÉRŐL

A nemzetgazdasági beruházások alakulása három fő szempontból érdemel figyelmet. Egyrészt az aggregált kereslet egyik fontos eleme: Magyarországon átlagosan – csakúgy, mint a felzárkózó országok többségében – a GDP 20-25%-át teszi ki, és nagyfokú volatilitása révén a GDP változását is jelentősen befolyásolja.³ Az aggregált kereslet részeként a kibocsátási résre és így a keresleti inflációs nyomásra is hatással van.

Másrészt a beruházások révén bővül a tőkeállomány, azaz nőnek a rendelkezésre álló termelőeszközök és így a potenciális GDP. Kínálati oldalról tehát nagyban meghatározzák a jövőbeli potenciális gazdasági növekedést, azaz azt a növekedési pályát, amely mellett a kibocsátási rés nulla, és nem jelentkezik inflációs nyomás.

Végül pedig az üzleti beruházások a vállalatok jövőre vonatkozó várakozásait is tükrözik, hiszen csak akkor érde-

¹ Köszönettel tartozom Kiss Gábornak és Kovács Mihály Andrásnak segítségükért és észrevételeikért, amelyek nagyban hozzájárultak az írás jelen formában való elkészültéhez, valamint az MNB Közgazdasági és monetáris politikai szakterületének, Pénzügyi stabilitási területének és az MNB-szemle szerkesztőbizottsága további tagjainak hasznos megjegyzéseikért. A fennmaradó esetleges hibákért a felelősség a szerzőt terheli.

² A problémát az MNB már részben érintette 2006-os „Elemzés a konvergenciafolyamatokról” c. kiadványában, valamint az aktuális folyamatok értékelésénél is felhívta rá a figyelmet a 2007. februári és májusi inflációs jelentésekben. Mivel az adatok több negyedéven át kedvezőtlenek voltak, felmerül annak lehetősége, hogy nem átmeneti, a kiugazítással automatikusan helyreálló tendenciát látunk. A 2007 első negyedéves adatok ugyan jelentős növekedést mutatnak a feldolgozóipar beruházásaiban, azonban ismerve a beruházási idősorok zajosságát (lásd a keretes írást), és a korábbi, több negyedéven át tartó kedvezőtlen tendenciákat, a mostani kiugráson jó adatot egyelőre a korábban elmaradt beruházások pótlásaként értékeljük. Ez az egy adatpont ugyan a hosszabb távú, kedvezőtlen kilátásokkal kapcsolatos kockázatokat enyhítette, ám önmagában nem mond ellent egy esetlegesen lassuló beruházási trendnek. A beruházási probléma tartós vagy átmeneti jellegével kapcsolatos érvek részletesebb áttekintése, valamint a tények alaposabb bemutatása a célja jelen írásnak.

³ A beruházás az egyik legvolatilisabb GDP-komponens, és ez különösen igaz a felzárkózó országok esetében (Benczúr–Rátfai, 2005).

mes beruházni, ha az várhatóan kellő jövedelmezőséget biztosít.⁴

Az egyes szempontoknál eltérő fontosságú, hogy mely szektorok – vállalatok, háztartások vagy az állam – hajtanak végre beruházást. Az aggregált keresletet ugyanúgy növeli bármely szektor többletberuházása, ám a növekedési potenciál bővítése szempontjából egyértelműen a vállalati beruházások játsszák a kulcsszerepet. Ugyan a jól irányzott és megfelelően végrehajtott állami beruházások – pl. infrastruktúrafejlesztések – is kedvezően hatnak a jövőbeli termelési lehetőségekre, ezek hatása általában inkább áttételes és bizonytalan, hiszen nem közvetlenül termelőeszközöket hoznak létre.⁵ A magánszféra jövedelmezőségi kilátásairól pedig a vállalati és valamelyest a lakossági beruházások alakulása nyújthatnak információt.

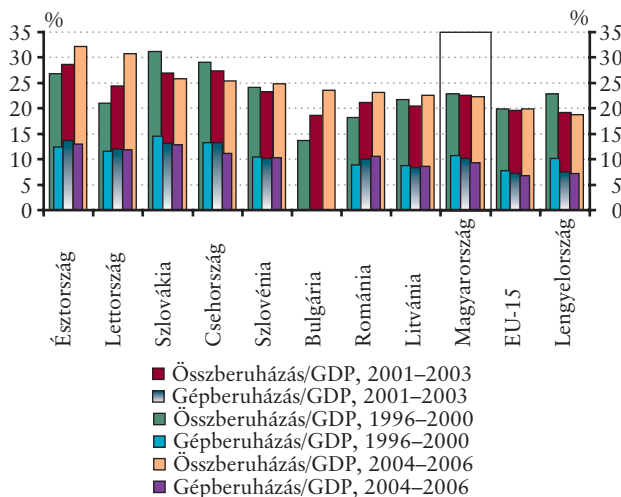
A MAGYARORSZÁGI BERUHÁZÁSOK STILIZÁLT TÉNYEI NEMZETKÖZI ÖSSZEVETÉSSEN

A gazdasági fejlettség szintjét nagyban meghatározza a rendelkezésre álló reál-tőke (gépek, berendezések, épületek, immateriális javak stb.) mennyisége. Magasabb tőkeállománnyal több nemzeti jövedelem állítható elő, változatlan mennyiségű munkafelhasználást és termelékenységet feltételezve.⁶ Az alacsonyabb egy főre jutó jövedelemmel rendelkező, kevésbé fejlett országokban tehát általában kisebb az egy főre jutó tőkeállomány. A tőkebefektetés a kevesebb tőkeállománnyal rendelkező, felzárkózó országokban ezért magasabb hozamot nyújt, mint a fejlett országokban. Ez a magasabb hozam a tőkeállománnak a fejlett országokban tapasztaltnál gyorsabb növelésére ösztönzi a gazdasági szereplőket. A tőkeállomány bővítése pedig állóeszköz-beruházásokon keresztül valósul meg.

A minél gyorsabb felzárkózás tehát megkívánja, hogy Magyarország is az összjövedelem magasabb hányadát költse a reál-tőke bővítésére, azaz beruházásokra, mint a fejlett országok. Ennek egyik mérőszáma a GDP-arányos beruházási ráta,

1. ábra

A gépjellegű és az összes beruházás néhány újonnan csatlakozott EU-tagállamban és a fejlett európai országokban (EU-15)*



* Folyó áras adatok, a GDP százalékában, a 2004–2006 közötti teljes beruházási arány szerinti csökkenő sorrendben. Bulgária esetében a gépberuházások adatai nem elérhetőek.

Források: Eurostat és MNB-számítások.

amely hazánkban más országokhoz képest relatíve stabilan, a fejlett EU-tagországoknál magasabb szinten alakult, összhangban a gyorsabb felzárkózás követelményével. Ám a hasonló fejlettségű országokhoz képest némileg alacsonyabb szinten állunk (1. ábra). Különösen szembetűnő ez az európai konjunktúra legutóbbi, 2004 végétől tartó fellendülése során, amikor a régió országai közül csak Lengyelországban találunk alacsonyabb beruházási rátát.

A termelési kapacitások, azaz a jövőbeli jövedelemtermelő képesség szempontjából az összberuházási számok mellett a vállalati beruházások, illetve a gépjellegű beruházások alakulása kiemelt fontosságú.⁷ Mivel az előbbi tagolás nemzetközi összehasonlíthatóságát módszertani problémák nehezítik,⁸ ezért az utóbbit használjuk, és a gépberuházások GDP-hez vi-

⁴ A lakossági beruházások főként a lakóingatlanokhoz kötődnek, így ezt kevésbé az általános rövid, illetve középtávú konjunkturális várakozások, és sokkal inkább az ingatlanpiac speciális tendenciái (különösen a kínálat és az állami támogatási rendszer) határozzák meg. Hosszú távon pedig elsősorban a demográfiai tendenciák, valamint a gazdasági fejlődéssel járó pénzügyi mélyülés és részben a hosszú távú jövedelemvárakozások lehetnek a meghatározói.

⁵ A felhasználás célját tekintve az európai uniós forrásokból megvalósuló beruházások hasonlóak az állami beruházásokhoz. Az EU-pénzek hatásaival kapcsolatban azonban az MNB 2006-os konvergenciaelemzésének fő megállapítása, hogy a korábbi európai tapasztalatok szerint összességében meglehetősen szerény növekedési többletet jelentettek.

⁶ Ezt aggregált termelési függvény megközelítésben szemléltethetjük. Ennek szellemében a gazdaságban a kibocsátás szintjét (Y) általában három tényezőtől tesszük függővé: a technológiai színvonaltól (A), a rendelkezésre álló reál-tőkeállománytól (K) és a felhasznált munkaerőtől (L). Általános alakban:

$$Y = f(A, K, L),$$

ahol az $f()$ függvény mindhárom változójában monoton növekvő.

⁷ A beruházási javak másik nagy csoportja az építési jellegű beruházások. Ezek körébe tartoznak a lakossági és vállalati ingatlanberuházások, és a tipikusan állami megrendelésre készülő infrastrukturális beruházások. Az immateriális javakba (pl. számítógépes szoftverek) történő beruházások hazánkban még mindig csekély súlyúak, az összberuházásoknak kb. 2-3%-át tették ki az utóbbi években. A beruházási javak típusai közül leginkább a gépjellegű beruházások mozognak együtt a konjunktúrával (Európai Bizottság, DG Economic and Financial Affairs, 2007).

⁸ Többek között az állami vagy vállalati szférába nem egyértelműen besorolható nagyberuházások (pl. infrastruktúra-fejlesztés, PPP-ügyletek stb.) elszámlálása miatt.

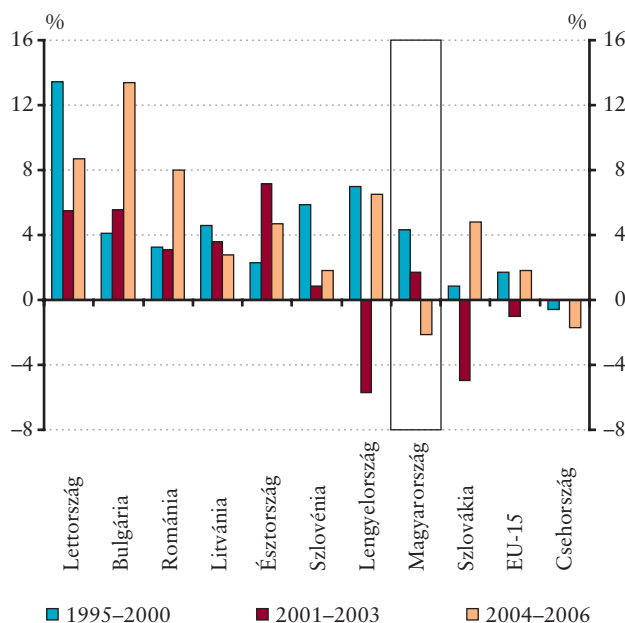
szonyított arányát vizsgáljuk (1. ábra). Ezek szintje szinte minden országban az összeruházásoknak kevesebb mint felét teszi ki. Hazánkban az arány a fejlett EU-országok átlaga feletti, azonban némileg alacsonyabb, mint versenytársaink (az újonnan csatlakozott tagországok) többségében, és ugyan csak csökkenő tendenciát mutat.

Mind a növekedés, mind az aggregált kereslet szempontjából további érdekes kérdés, hogy reálértelemben mennyivel gyorsabb a beruházások növekedése, mint a jövedelmek bővülése. A beruházások és a jövedelem növekedésének kapcsolatát a reálnövekedési ütemek különbségével ragadjuk meg. Ezt mutatja a 2. ábra, melynek egyik tanulsága, hogy Magyarországon a beruházások keresleti oldalról sokkal kevésbé tekinthetők a növekedés húzóerejének, mint régiós versenytársainknál.⁹ Másrészt a növekedési különbségekben megfigyelhető tendencia arról árulkodik, hogy hazánk Csehország mellett az egyedüli ország, amelyben a mostani európai konjunktúra megindulása, azaz 2004 óta kisebb beruházásnövekedés történt, mint GDP-bővülés. Ennek következtében a tőkeállomány bővülése kisebb mértékű lehetett, mint ami a jelenleg dinamikus külső kereslet kielégítéséhez szükséges, és ez már kínálati oldali problémákat is okozhat. Ez a megállapítás összhangban áll azzal a fejleménnyel, hogy egyes jelek szerint a magyar gazdaság a korábbi konjunktúráknál tapasztalható képest most kevésbé kapcsolódik be az európai gazdasági fellendülésbe.¹⁰

Figyelembe véve, hogy az egy főre jutó hazai össztermék (GDP) tekintetében nincs jelentős lemaradásunk a régió országaitól, ezért a most bemutatott tendenciák összességében

2. ábra

A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a GDP reálnövekedési ütemeinek különbsége



Megjegyzés: Az időszak egészében vett átlagos különbség szerint csökkenő sorrendben. EU-15: a 2004-es csatlakozást megelőzően EU-tag országok átlaga.

Források: Eurostat és MNB-számítások.

nem utalnak hosszú ideje fennálló, súlyos beruházási problémára. Azonban fontos megjegyeznünk, hogy ezek tanulsága szerint is inkább a középmezőny alatt állunk, és – különösen a 2006-os adatok ismeretében – a tendencia is kedvezőtlen irányba mutat.

A beruházási adatok elemzésének nehézségei

A közgazdasági elméleti irodalom és az empirikus megfigyelések arra utalnak, hogy vállalati szinten a beruházások időbeli eloszlása erősen koncentrált.¹¹ Ez a koncentrátság az egyéb, makrogazdasági szempontból lényeges, vállalati szintű változókhoz (pl. vállalati hozzáadott érték) képest erőteljesebb. A magyar adatokon végzett vizsgálatok ugyancsak

megerősítik ezt: míg egy átlagos vállalatnál a vizsgált időszak (1994–2004) során az adott vállalat legnagyobb hozzáadott értéke a vállalat átlagos hozzáadott értékét 60%-kal haladja meg, addig a legnagyobb beruházások több mint két és félszeresét (260%-át) adják egy átlagos év beruházásának.^{12,13} Az egyes vállalatok közti eloszlás is koncent-

⁹ Lengyelország és Szlovákia esetében ugyan láthattunk már hasonló negatív értékeket, azonban azok az általános európai dekonjunktúra idején következtek be, és a mostani fellendülés alatt náluk is újra erősebbé vált a beruházások jövedelmekhez képesti bővülése.

¹⁰ Erre utal a „Jelentés az infláció alakulásáról” (2007. május) című kiadványunk 2-1. keretes írása, amelyben az exportteljesítményünkkel kapcsolatos kérdőjelekre hívjuk föl a figyelmet. Emellett a 2006-os feldolgozóipari beruházások, valamint a 2006 év végétől kirajzolódó ipari termelési adatok is kedvezőtlenül alakulnak az Európa-szerte megfigyelt lendületes növekedéshez képest.

¹¹ Az elméleti magyarázat főként az új beruházások üzembe helyezésének költségeihez, a már használt beruházási javak eladásának nehézségeihez, illetve a jövőbeli profitokkal kapcsolatos bizonytalansághoz kötődik. Mindezek révén a tőkeállománynak a sokkokra adott reakciója nem lineáris és emiatt a beruházások időben egy-egy nagy sokk bekövetkezéne környékén koncentrálnak (Carruth et al., 1998). Doms–Dunne (1998) amerikai adatokon végzett vizsgálatának eredményei empirikusan igazolják, hogy a vállalatok időben erősen koncentrálnak a beruházásaikat.

¹² A vizsgálat során a vállalati adóbevallások adatait használtuk, ahol a vállalati szintű hozzáadott értéket és beruházásokat közelítő számításokkal kaptuk, Kátay–Wolf (2004, 2007) tanulmányaiban bemutatott módszer alapján.

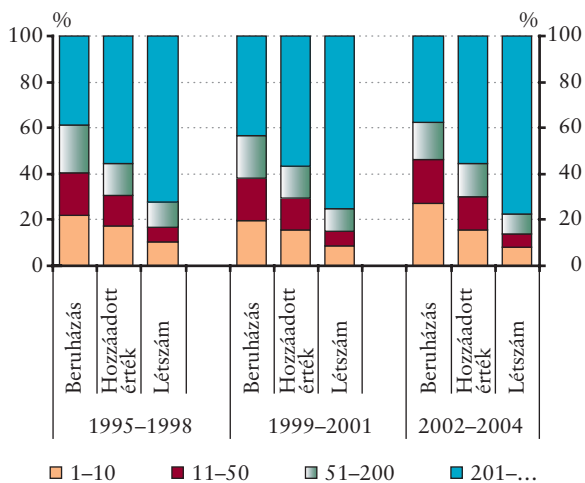
¹³ Ezeknek az egyes vállalatokra jellemző arányoknak az eloszlása erősen aszimmetrikus (jobbra ferde), ezért átlagos vállalatnak azt tekintjük, amelyik a medián maximális/átlagos beruházás, illetve hozzáadott érték aránnyal rendelkezik. A vállalati maximum/átlag mutatókat a beruházás esetén az alábbiak szerint számítottuk:

$$I = \frac{I_{max}}{I_{\text{átlag}}}$$

ahol i az egyes vállalatokat, I_{max} az 1994–2004-es időszak során maximális beruházás értékét, $I_{\text{átlag}}$ az időszak átlagos beruházásának értékét jelenti. Az így kapott I -ből származó eloszlás medián értékét hasonlítottuk össze az analóg módon számított hozzáadott érték mutatók eloszlásának mediánjával.

3. ábra

A beruházás, a hozzáadott érték és a létszám megoszlása a vállalatok között*



* A vállalatok adatait az egyes változók szerinti rangsorban elfoglalt helyezésiük (10 legnagyobb, 11-50. helyezett, stb.) szerint összegeztük és viszonyítottuk a teljes minta aggregátumához.

Forrás: kettős könyvvitelt vezető vállalatok éves adóbevallásai (APEH-adatok).

ráltabb a beruházások esetében: 2002–2004 átlagában a 10 legnagyobb beruházó adja az összes beruházás majd egynegyedét, az 50 legnagyobb pedig majdnem felét. Ugyanezek az arányok rendre kisebbek a hozzáadott érték és a létszám esetében, és ez a koncentrátságbeli különbség 1994 óta fokozódott is.¹⁴

Ennek következtében mind a mikroszintű, mind a makroszintű beruházás vizsgálata és előrejelzése nehézségeket okoz, hiszen a nagy koncentrátság révén nagyobb az esélye, hogy a folyamatok kevésbé szinkronizáltak az egyes vállalatok között, és az általános konjunkturális hatásokhoz képest az egyedi hatások erősebb befolyást gyakorolnak az aggregált számokra, mint az egyéb, egyenletesebb időbeli és vállalatközi eloszlással rendelkező mutatók esetében.¹⁵

Ezzel részben összefügg és a rövid távú folyamatok elemzése és előrejelzése szempontjából különösen nagy gondot jelent, hogy az aggregált (ágazati, nemzetgazdasági) beruházások volatilitása és szezonálisága rendkívül erős az egyéb makrováltozókhoz képest (Benczúr–Rátfai, 2005). Ráadásul Magyarország a szezonális tekintetben kirívó eset: az OECD-országok közül csak Lengyelországban képvisel nagyobb részarányt az év egészéből (majd 40%-ot) az utolsó negyedévi adat, mint hazánkban.

Az adatok elérhetőségével kapcsolatosan is jelentős problémák adódnak. A nemzetgazdasági szintű beruházások közgazdasági szempontból releváns megbontása (üzleti beruházások, állami szféra, lakosság) csak igen durva közelítésekkel lehetséges. Az alapvető kérdés ugyanis közgazdasági szempontból, hogy a beruházások üzleti jellegűek, tehát magánvállalatoknak a jövőre vonatkozó várakozásai tükröződnek benne, vagy állami indíttatású beruházásokról van szó. Ezt azonban a negyedéves adatközlés során publikált idősorok közül sem a jogi forma (vállalkozás vagy sem), sem az ágazati adatok (mezőgazdaság, feldolgozóipar stb.) nem tudják egészen jól megragadni. A jogi forma azért nem, mert számos, államilag támogatott és beruházási döntéseit jórészt a konjunkturális kilátásoktól függetlenül meghozó vállalat jogilag vállalkozásnak minősül (pl. BKV, MÁV, MVM stb.). Az ágazati alapú felosztás problémája pedig az, hogy egyes ágazatok még viszonylag részletes bontásban is vegyesen tartalmaznak inkább állami indíttatásra beruházó és üzleti jellegű vállalkozásokat.¹⁶ Az erős koncentráció és a – különösen a negyedéves adatközléseknél – csak közelítő becslésekkel megfigyelhető szektorális bontások miatt a rövid távú folyamatokat kellő óvatossággal, többfajta bontást (ágazati megoszlás, jogi forma, beruházási javak típusa) együttesen figyelembe véve kell értékelni.

Végül fontos megemlíteni, hogy a beruházási adatok viszonylag gyakran és nagymértékben revideálódnak. Ez feltehetően nem csak magyar sajátosság, például az angol jegybank is utal rá, hogy az Egyesült Királyságban a beruházást érintik a legnagyobb revíziók a GDP tételei közül (Castle–Ellis, 2002).

¹⁴ Természetesen a legnagyobb vállalatok köre időben változik. Előzetes számításaink szerint ez a változás legintenzívebben a beruházásoknál jelentkezik.

¹⁵ Erre jó példa a 2007 első negyedévi beruházási adat, amely a feldolgozóiparban korábban soha nem látott mértékű, 53%-os volumennövekedést mutat az előző év azonos időszakához képest. Sajtóhírek szerint egy gumigyártással foglalkozó multinacionális cég százmilliárd forintos nagyságrendű beruházást hajt végre Magyarországon, ezért eme egyedi hatás kiszűrése végett a gumigyártás (25-ös teaoor kódú) ágazat nélkül vett feldolgozóipari beruházások volumennövekedésére is végeztünk becsléseket. Ezek eredménye szerint már jóval kisebb, 15–20% körüli volumennövekedés adódik, s ez már a múltbéli külpiaci konjunktúrák idején tapasztaltnál némileg mérsékeltőbb bővülés.

¹⁶ Erre jó példa a szállítás, raktározás, posta, távközlés ágazat, amely autót-építések, vasútisín-felújítások és a Magyar Posta beruházásai mellett olyan nagy piaci cégek beruházásait is tartalmazza, mint a Magyar Telekom.

AZ AKTUÁLIS FOLYAMATOK ÉRTÉKELÉSE

A 2006-os visszaesés robusztusságát jelzi, hogy mind a gépjellegű, mind az építési jellegű beruházások volumene csökkent az utolsó két negyedévben és az év egészében is. A szektorális becslések alapján ugyancsak mérséklődtek a vállalati és háztartási szektorhoz köthető ágazatok beruházásai. A kormányzathoz köthető beruházásokban az autópálya-építések okoztak némi növekedést, bár ezek is jelentősen lassultak a 2005-ös magas dinamikák után.¹⁷ Az alábbiakban szektoronként áttekintjük, mik lehetnek a gyenge beruházási kedv fő okai.

Az összberuházásoknak átlagosan kb. 55-60%-át teszik ki a vállalati beruházások. Ezen belül a főként belföldre termelő és szolgáltató vállalatok körében összességében egyértelműen kedvezőtlen a beruházási klíma. Ennek magyarázata, hogy Magyarország konjunktúráját – nagyfokú külkereskedelmi nyitottsága révén – ugyan jelentősen befolyásolják az exportpiacunkon zajló gazdasági folyamatok, ám a következő egy-két évben a pozitív külső keresleti kép – a fiskális kiigazító csomag nyomán – lassuló hazai gazdasággal párosul. A belső kereslet várható lassulása pedig a hazai piacra termelő és szolgáltató vállalatok beruházási döntéseire egyértelműen negatív hat, ezt pedig még fokozza egy általános, az exportszektor is érintő kedvezőtlen hazai üzleti környezetet, amelyet a következő alfejezetben részletesen kifejtünk.

Az összberuházásoknak átlagosan 20-25%-át kitevő lakossági felhalmozás, mely túlnyomórészt ingatlanokhoz kötődő beruházásokat jelent, ugyancsak kedvezőtlenül alakult. Ez a fejlemény összhangban áll az ingatlanpiacon az utóbbi 2 évben megfigyelt dekonjunktúrával. A lakossági jövedelmek várható mérséklődése, valamint az ingatlanpiac strukturális problémái miatt (lassú árbeli és minőségbeli alkalmazkodás) valószínűleg nem várható jelentős javulás egy-két éves horizonton.

A harmadik nagy szektor, az állam a nemzetgazdaság beruházásainak kb. 15-20%-át hajtja végre. Az államhoz tartozó beruházások jelentik a legváltozékonyabb tételt, ráadásul elszámolási bizonytalanságok (pl. PPP-ügyletek, kvázifiskális intézmények, közszolgáltatók besorolása) is nehezítik elemzésüket és a piaci környezetben működő vállalati körtől való pontos elhatárolásukat (lásd a keretes írást). Annyit állíthatunk biztosan, hogy 2006-ban az autópálya-építések dinamikája a ko-

rábbi magas szinthez képest lassult, de még így is pozitívan befolyásolta az összberuházási számokat. Előre tekintve e téren is nagy a bizonytalanság, mert kérdéses, hogy a részben EU-pénzekből finanszírozott infrastrukturális beruházások (metróépítés, vasútfejlesztés, útépités stb.) milyen mértékben váltanak ki már tervezett beruházásokat, illetve milyen mértékben jelennek meg a vállalati vagy az állami körben.

Mindezen folyamatokat tehát közvetlenül vagy közvetve részben megmagyarázza a fiskális kiigazítás miatti kiadás-visszafo-gás és a lassuló belső kereslet. Mivel ezek várhatóan átmeneti jellegű tényezők, így az eddig tárgyalt szektorok esetében feltehetőleg inkább átmeneti jellegű a beruházások csökkenése. Exportunk és nemzetközi versenyképességünk egyik legfontosabb iparága, a feldolgozóipar számára azonban a bevételüket elsősorban az egyre erősödő külső kereslet határozza meg, és ennek megfelelően a beruházási aktivitás legfőbb mozgatórugója a múltban az európai konjunktúra volt. Ám ez a kapcsolat gyengülni látszik, hiszen az iparág 2004 óta fokozatosan lanyhuló beruházási dinamikát mutatott egészen, miközben a külső kereslet erősödött. Ám ez a kapcsolat gyengülni látszik, hiszen az iparág 2004 óta fokozatosan lanyhuló beruházási dinamikát mutatott egészen 2007 első negyedévéig, miközben a külső kereslet erősödött. Önmagában a 2007 első negyedévi kedvező adat sem zárja ki annak lehetőségét, hogy akár egy tartós beruházási problémával szembesülünk, tekintve a beruházási adatok nagymértékű volatilitását. A beruházási probléma megértéséhez először áttekintjük, milyen tényezők hatnak leginkább a vállalati beruházási döntésekre, és ezek mennyiben magyarázzák az elmúlt évek adatait.

Egyszerű vállalati pénzügyi szemléletben, diszkontált jelenérték-számítási keretben gondolkodva a beruházás a várható profitok (cash-flow elemek) és a tőke költségének (a diszkontrátának) a függvénye. Minél kedvezőbbek a jövedelmi kilátások, és minél alacsonyabb a tőkeköltség, annál több projektet lesz érdemes megvalósítani, azaz beruházni.¹⁸ Továbbá a modern közgazdasági elméleti és empirikus irodalom egyre nagyobb hangsúlyt fektet a jövővel kapcsolatos bizonytalanságnak a beruházásokban játszott kiemelkedő szerepére (a beruházások eme, ún. reálopció elméletéről lásd Carruth et al., 2000; Carlsson, 2004; Bond-Lombardi, 2004). A hatás fő mozgatórugója, hogy a tőkeállomány módosításának jelentős „elsüllyedt költségei” vannak. Ez azt jelenti, hogy ha kedvezőtlenül alakulnak a gazdasági folyama-

¹⁷ A volumencsökkenés a szektorális becsléseken kívül a többi adatközlés dezaggregátumait tekintve is széles körben megfigyelhető volt: a jogi forma szerinti bontás esetében szinte az összes vállalkozási formánál (kft., rt., stb) csökkenés következett be. Továbbá az ágazati adatközlés szerint is csak a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás és a pénzügyi közvetítés, valamint az államhoz köthető tevékenységekben (köztük az autópályák egy részét tartalmazó szállítás, raktározás, posta, távközlés) volt pozitív a volumenváltozás. Keretes írásunkban utalunk rá, hogy a beruházási idősorok viszonylag gyakori és nagymértékű revízióknak esnek át, ám tekintve azok múltbéli nagyságrendjét és a 2006-os, több szempontból is széles körben megfigyelhető kedvezőtlen tendenciákat, a kvalitatív képen valószínűleg nem változtatnak az esetleges későbbi revíziók.

¹⁸ Érdemes megjegyezni, hogy az empirikus tanulmányok többsége úgy találja, hogy a jövedelem és a várható jövedelem viszonylag jó magyarázó erővel bír, míg a tőkeköltség hatásait igen nehezen tudják kimutatni, különösen makroszinten. Magyar cégszintű adatokon a vállalati tőkeköltség és beruházás robusztus és szignifikáns kapcsolatát Kátay-Wolf (2004) mutatta ki, míg a profitabilitási sokkok makroszinten is jelentkező, bár moderált hatásait Reiff (2006) eredményei támasztják alá.

tok, és már nincs szükség a tőkeállomány egy részére, azt csak jelentős veszteség árán lehet értékesíteni. Épp ezért bizonytalan gazdasági, illetve szabályozói környezetben (gyakori, váratlan adóváltoztatások stb.) érdemes inkább kivárni és elhalasztani a beruházásokat.

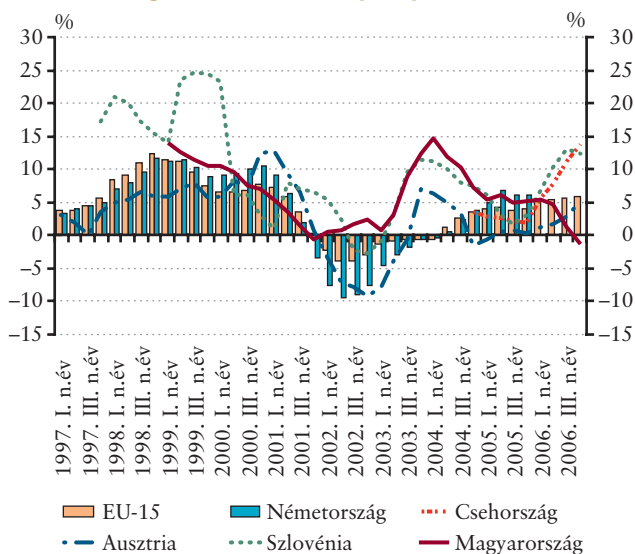
Az első és empirikusan legfontosabbnak talált tényezőt, a profitot érdemes további elemekre bontani. Ezek a keresleti tényezők (bevételek), a termelékenység, valamint a termelés és beruházás költségei, beleértve a vállalkozás során felmerülő összes, implicit költséget is (pl. adminisztrációs költségek). A külső konjunktúra a kereslet tekintetében a külföldre termelő vállalatok számára közvetlenül, a hazai piacra termelőkre és szolgáltatókra – Magyarország nagyfokú nyitottsága révén – közvetetten és késleltetve hat.

A bevételek oldaláról az exportsektor beruházási aktivitása tekintetében tehát – amint azt a magyar adatok is igazolják – exportpiacaink aktuális és jövőben várható kereslete játszik kulcsszerepet.¹⁹ Ennek fényében a külső konjunktúra tartósságával kapcsolatos nagyfokú bizonytalanság jó magyarázata lehet a 2004–2005-ös feldolgozóipari beruházássalulásnak (6. ábra). Ez az általános konjunkturális bizonytalanság megjelent abban, hogy legfontosabb exportpiacunkon, Németországban a vállalatvezetők várakozásait tükröző IFO-mutatók az aktuális német ipari termelési dinamikához képest szokatlanul magas, historikus szinten álltak, valamint a német ipari rendelések is a korábbiakhoz képest egyenetlenül, többszöri megtorpanás mellett növekedtek (5. ábra). A bizonytalanság miatti kiváráó vállalati viselkedés a régió többi országában is többé-kevésbé tetten érhető volt, amelyet leginkább a gépjellegű beruházások alakulásán keresztül tudunk megragadni (4. ábra).²⁰ A keresleti kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság és az aktuális kereslet növekedése a beruházások költséges megindítása helyett a jelenlegi kapacitások intenzívebb kihasználására ösztönözte a vállalatokat mind hazánkban, mind a régió országaiban (5. ábra), amelyre a kapacitáskihasználtság mutatók historikusan magas szintje utal.²¹

A korábbi bizonytalanságot végül a jelenleg tapasztalható, a vártnál erősebb külső kereslet váltotta fel (pl. a 2006-os német GDP-növekedés a 2005-ben várt 1,2-1,6% helyett 2,8% lett), amely együtt járt a jövőbeli növekedési kilátások folyamatos javulásával.²² Ennek nyomán 2005 vége felé a környező országokban viszonylag erős beruházási dinamika

4. ábra

A gépjellegű beruházások éves átlagos volumenindexei a régióban és főbb exportpiacainkon

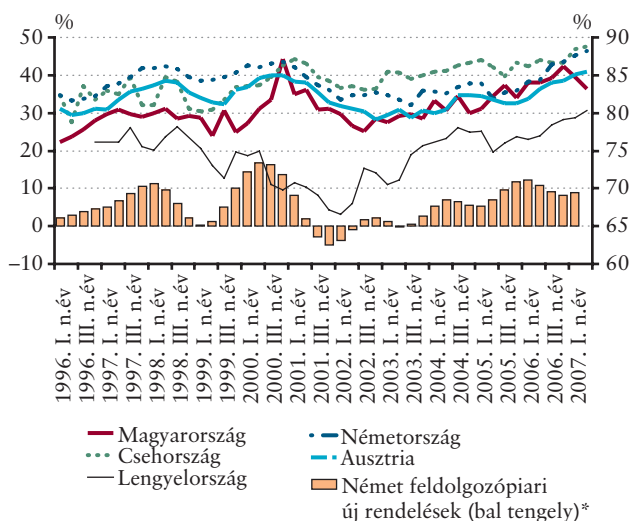


A 2006-os adatok Németország esetében nem elérhetőek.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB-számítások.

5. ábra

Kapacitáskihasználtság a régió és főbb exportpiacaink feldolgozóiparában, valamint a német feldolgozóipari új rendelések alakulása



* Éves volumenindex.

Forrás: Eurostat és Európai Bizottság (Economic Sentiment Indicators).

indult meg, ezzel szemben nálunk visszaesett a beruházási aktivitás (4. ábra). Ez egyaránt igaz, ha a teljes beruházás-

¹⁹ Legfontosabb exportpiacaink a fejlett EU-tagállamok, azon belül is elsősorban Németország.

²⁰ A gépjellegű beruházások elsősorban az ipari vállalatokra jellemzőek, másrészt az ipari vállalatok beruházásainak túlnyomó része gépjellegű beruházás. Ezért az ipari beruházásoknak jó közelítése lehet a gépjellegű beruházások alakulása, amely esetében szélesebb körben állnak rendelkezésre nemzetközileg összehasonlítható adatok.

²¹ Bár a legutóbbi két magyar adatpont csökkenést jelez, a Magyar Kereskedelmi és Iparkamara Gazdasági és Vállalkozáselemzési Intézetének kapacitáskihasználtság mutatója továbbra is emelkedést mutat és historikus csúcsot ért el 2007 első negyedévében. A kapacitáskihasználtság szintjéről tehát robusztusan annyit állíthatunk, hogy historikusan magas szint körül van, aktuális tendenciája azonban egyelőre nem egyértelmű.

²² A nemzetközi előrejelző intézetek sorra a korábbi prognózisoknál magasabb növekedést várnak a következő évekre Európában.

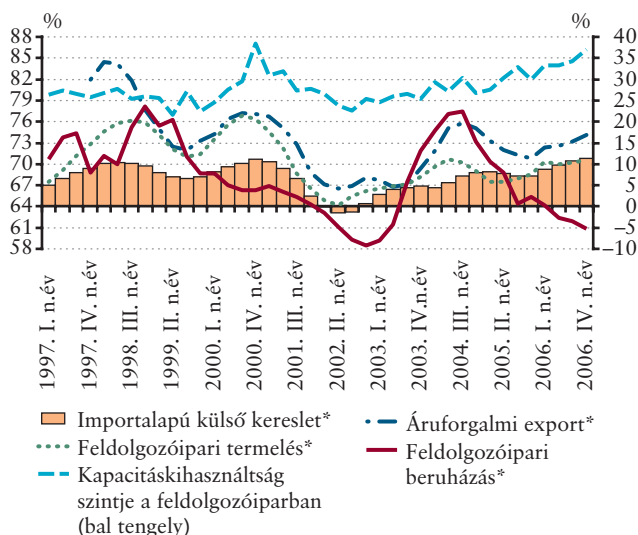
kat tekintjük, vagy ha a gépjellegű, azaz főként az ipari vállalatok beruházásait vizsgáljuk.

Tehát már a kiigazítás bejelentése előtt megkezdődött egyfajta elszakadás a regionális trendtől, amelynek eredményeképpen olyan alacsony beruházási dinamikát láttunk a magyar gazdaságban, melyhez hasonló csupán az európai konjunktúra mélypontján, 2001–2002 idején volt tapasztalható. Akkor azonban – az amerikai tőzsdebuborék kipukkanásának nyomán – nagyjából várható volt az európai növekedés lassulása, és ezért ésszerűbbnek tűnhetett a még erős konjunktúrát átmenetileg magasabb kapacitáskihasználtsággal kihúzni, mint beruházásokat végrehajtani.²³ Ezt a magyarázatot erősíti, hogy a régió többi országában és exportpiacainkon is hasonló folyamatok játszódtak le (4. és 5. ábra). A külső konjunktúra lassulása 2001 környékén viszonylag gyorsan be is következett, és ez a kapacitáskihasználtság változásában csapódott le.

2005 végén–2006 elején azonban egyre világosabban látszott, hogy kedvezőek az európai növekedési kilátások, és ezt egyelőre az adatok is igazolták. Azonban hazánkban elmaradtak a beruházások, ezért a jelenlegi kedvező külső keresletet csak

6. ábra

A feldolgozóipar beruházásai, termelése és kapacitáskihasználtsága, valamint a külső kereslet és az áruforgalmi export alakulása



* Éves átlagos volumenindexek.

Források: KSH, Európai Bizalmi Indikátorok (Európai Bizottság), NIGEM-adatbázis, MNB-számítások.

a kapacitások historikusan magas kihasználásával tudják kiélegetni a magyar vállalatok. Ez magyarázza azt a látszólagos ellentmondást, hogy a magyar adatokon alacsony beruházási és historikusan magas export-, valamint ipartermelés-dinamikákat láttunk 2006 folyamán (6. ábra).

MIRE SZÁMÍTHATUNK: TARTÓS VAGY ÁTMENETI A BERUHÁZÁSI PROBLÉMA?

A magyar vállalatok lanyha beruházási kedve tehát olyan országspecifikus tényezőkkel is összefüggésbe hozható, amelyek nem köthetők csupán a kiigazítással járó tehernövekedéshez és kereslet-visszafogáshoz, hiszen már az intézkedések bejelentése előtt megfigyelhető volt a kedvezőtlen tendencia a kedvező kereslettel szembesülő exportszektorban. Ezért két hipotézist állíthatunk fel a beruházások jövőbeli alakulására vonatkozóan: (1) Gyors és nagymértékű korrekció, amely esetben a beruházási probléma csupán átmeneti bizonytalanságokból fakadt és kivárára készítette a vállalatokat. (2) Enyhe és lassú korrekció, amely csak az elmaradt beruházások pótlását jelenti, és akár az átmeneti problémák megszűnésétől függetlenül, hosszabb távon is alacsonyabb beruházási dinamikát implikálhat. Ahhoz, hogy a régiótól való elszakadás tartós vagy átmeneti jellegét megítéljük, az országspecifikus tényezők jellegét kell megítélnünk. Ahogy már említettük, a vállalatok profitját a keresleten kívül a termelékenység, a versenyképesség, a termelés és a beruházás költségei, valamint az ezek jövőbeli alakulásával kapcsolatos bizonytalanság (azaz a tőkekölség) is befolyásolja, tehát ezen tényezők körében kell keresnünk a magyarázatot.²⁴

A hazai környezetben elérhető vállalati termelékenységet és az ezzel kapcsolatos várakozásokat a vállalatok által alkalmazott technológián és a hatékony menedzsmenten túl a hazai infrastruktúra minősége, a hatóságok működésének megítélése, a humán tőke színvonala is befolyásolja. Az MNB 2006. decemberi konvergenciaelemzésében utalt már arra, hogy a feldolgozóiparban tapasztalható vállalati termelékenységnövekedés jelentősen és folyamatosan lassult 2004-gyel bezárólag (az elemzés 1995 és 2004 közötti időszakra vonatkozik). Amennyiben ez a kedvezőtlen tendencia folytatódott és a hosszú távú várakozásokba is beépült, úgy ez is hozzájárulhatott a hazai gazdasági környezetben elérhető kedvezőtlen profitkilátásokhoz.

A termelékenység és általában a hazai üzleti környezet szempontjából az is jelzésértékű, hogy az országok versenyképes-

²³ Ezt a hipotézist fogalmazza meg az MNB 2000. decemberi inflációs jelentése is (41. oldal).

²⁴ A vállalati jövedelemtermelő képességgel kapcsolatos várakozásokról értékes információt nyújthat a vállalati értékpapírok árfolyamának alakulása. Tekintve azonban a magyar vállalati szektor alacsony tőzsdei lefedettségét, a tőzszeindexek árfolyamváltozása nem reprezentatív az általános profitkilátások szempontjából.

1. táblázat

A Világgaazdasági Fórum növekedési versenyképességi mutatója a régió országaiban

	Magyarország	Csehország	Szlovákia	Szlovénia	Lengyelország	Észtország	Lettország	Litvánia
2001	4,87	4,41	4,36	4,70	4,30	4,87	4,19	4,27
2006	4,43	4,55	4,52	4,77	3,88	5,08	4,45	4,39

Forrás: *Global Competitiveness Report, 2001-2002 és 2006-2007, Growth Competitiveness Index (World Economic Forum)*. A magasabb értékek az index szerint versenyképesebb gazdaságot jeleznek.

ségét, illetve üzleti környezetét értékelő rangsorokban egyre rosszabb helyet foglalunk el. A davosi Világgaazdasági Fórum növekedési és versenyképességi értékelésében a régió országai közül Magyarország rontott a legtöbbet az értékelésén 2001 és 2006 között (1. táblázat), és tavaly csak Lengyelország és Litvánia állt mögöttünk. A mutató által összesúlyozott szempontok három csoportja a technológia, a közintézmények és a makrogaazdasági környezet, ezek mindegyikében megfigyelhető volt hazánk helyzetének abszolút vagy relatív értelemben vett romlása. Egy másik nemzetközi felmérés, a Világbank főként az üzleti környezet intézményi tényezőire koncentráló „Doing Business in ...” rangsorában pedig helyezésünket tekintve a régió országai közül ugyancsak a legnagyobbat estünk vissza 2005–06 között, és csak Lengyelországot előzzük meg (2. táblázat). Szinte minden, a rangsort meghatározó tényezőt tekintve romlott a helyezésünk, és kiemelten rossz helyet foglalunk el a befektetők védelme, az ingatlanbejegyzések költsége, valamint az új vállalkozások indításának költségei terén.²⁵

Egyes külföldi befektetők körében végzett felmérések hazánk számára kedvezőtlen eredményei ugyancsak jó magyarázatul szolgálnak a gyenge ipari beruházási aktivitásra. Kiemelendő közülük a német kereskedelmi és iparkamara 2006-os felmérése, tekintve, hogy Németország a legfontosabb kereskedelmi partnerünk és befektetői forrásunk. Eme felmérés tanúsága szerint Magyarország az új EU-tagállamok és tagjelöltek körében szinte minden, a befektetéseket meghatározó tényezőben (pl. termelékenység, a kép-

zett munkaerő elérhetősége vagy a fizetési morál) a rangsor utolsó harmadában szerepelt.

A tőkeköltészet a termelés és beruházás költségei, és az ezekkel kapcsolatos bizonytalanság (kockázati felár) határozzák meg. Ezen tényezők változása is a beruházások visszafogásának irányába hatott: egyrészt drágább lett a tőkejavak beszerzése, ugyanis mind az építőipari, mind a gépipari árak gyorsuló dinamikát mutattak 2005 második felétől 2006 közepéig, amely háttérben főként az árfolyam jelentős gyengülése állt, és ugyancsak országspecifikus tényezőnek tekinthető.²⁶ Továbbá, bár a tőke finanszírozási költségeiben – az éven túli banki hitelek és a kötvénypiacok hosszú hozamai, illetve kamatai alapján – nem volt jelentős változás, a jövőbeli profitokkal kapcsolatos, mikro- és makrogaazdasági okokra visszavezethető bizonytalanság megnövelhette a magyarországi beruházásokkal kapcsolatban érzékelt kockázatot, így az elvárt hozamot is, azaz végső soron a hazai projektek diszkontrátáját is.²⁷ Az üzleti környezet gyakori változása ugyanis jelentős bizonytalanságot okoz a cégek tervezésénél és nem ösztönzi a hosszú távú beruházásokat. Figyelembe véve, hogy adórendszerünk az utóbbi években számos változtatáson esett át, érdemben nem egyszerűsödött, ráadásul az egyre kedvezőtlenebb fiskális helyzet a további tehernövekedés valószínűségét is növelte, ezek a tényezők is negatívan befolyásolhatták a hazai beruházási terveket.

Míndezen tényezők (termelékenységlassulás jelei, jelentős makro- és mikrobizonytalanság, kedvezőtlen üzleti környezet) tehát már a kiigazítás bejelentése előtti gyenge beruházá-

2. táblázat

A régió országainak a Világbank „Doing Business in ...” üzleti környezeti rangsorában elfoglalt helyezései

	Magyarország	Csehország	Szlovákia	Szlovénia	Lengyelország	Észtország	Lettország	Litvánia
2005	60	50	34	56	74	17	31	15
2006	66	52	36	61	75	17	24	16

Forrás: *Doing Business in 2005, 2006 (Világbank)*.

²⁵ Egy további, ugyancsak elismert és gyakran hivatkozott rangsor, a svájci IMD intézet Versenyképességi Évkönyve szerint is romlott relatív pozíciónk a régióban 2005 és 2006 között. Ám 2007-ben – feltehetőleg a kiigazító csomag megkezdése miatt – a régióban egyedül mi tartottuk pozícióinkat, míg a többi ország hátrébb került.

²⁶ Magyarországgal ellentétben a régióban és a fejlett európai országokban nem volt általános és jelentős áremelkedés a beruházási javak árában.

²⁷ Az általános gazdasági bizonytalanságot jól megragadja az öt év múltvai ötéves eurohozam-felárunk, amely az országgazdasági felár egyik mutatójának tekinthető. Ennek alakulása már 2004 közepe óta elszakadt a visegrádi országok ugyanezen mutatójától, vagyis a beruházásokhoz hasonlóan ugyancsak tetten érhető egyfajta regionális leszakadás.

si dinamikát is magyarázhatják, és összességében felvetik annak kockázatát, hogy Magyarország a korábbiakhoz képest kevésbé vonzó célpont lett a beruházások tekintetében. Ezt megerősíti, hogy az előzetes adatok szerint az újrabefektetett jövedelmek aránya a profithoz képest jelentősen lecsökkent 2006-ban, azaz a külföldi tulajdonosok részéről is utalnak jelek a magyar üzleti környezet kedvezőtlen megítélésre.²⁸

Ezek a tényezők az állami viselkedés megváltozása nélkül (pl. kiszámíthatóbb jogi és adózási környezet), illetve pozitív intézkedések hiányában (egyszerűbb és hatékonyabb hivatali működés, jobb közszolgáltatások, stb.) tartósan negatívan befolyásolhatják a beruházási klímát. A kiigazító csomag bejelentése és végrehajtásának megkezdése ugyan javított a képen, hiszen a fenntarthatatlan fiskális folyamatokat megállította, és csökkentette a bizonytalanságok egy részét. Ám az intézkedések egyes elemei (szolidaritási adó, járulékkerhek növelése) viszont közvetlenül növelték a vállalatok költségeit, ráadásul nem csak a munkát terhelő adók, hanem kimondottan a vállalati nyereséghez kapcsolódó adók is emelkedtek. Figyelembe véve, hogy a fiskális kiigazítás szükségessége valószínűleg ismert volt a vállalatok számára, eme költségnövekedés hatásai részben talán már megjelenhettek a bejelentés előtti beruházási döntésekben és számokban. Ennek mértéke azon múlik, vajon a vállalatok számítottak-e rá, hogy a kiigazítás terhet ilyen mértékben kell viselniük. Tekintve, hogy a sikeres, növekedést hozó fiskális kiigazítások nem ezt a mintát követték (MNB, 2006), elképzelhető, hogy a cégek számára jelentős negatív meglepetést okozott a vállalati terhek növekedése, és így a kiigazító csomag összességében akár tovább is ronthatja a versenyképességünkkel kapcsolatos megítélést és a hazai környezetben elérhető termelékenységgel kapcsolatos várakozásokat.²⁹

A versenyképességünk tartós romlásánál enyhébb következményekkel járó, és kevésbé mély, strukturális okokra visszavezethető magyarázat lehet az, amely az egyes kedvezőtlen tényezők átmeneti jellegét emeli ki, és ezek révén – az erős külső konjunktúra ellenére – a beruházásaival kiváló vállalati magatartást hangsúlyozza. Ezek szerint a külső konjunktúrabeli bizonytalanság ugyan 2005 vége felé mérséklődött, és a kilátások lényegesen kedvezőbbé váltak, ám a kedvezőtlen beruházási klíma fennmaradásában egyre nagyobb lett a hazai tényezők súlya. Ilyen tényezők voltak a beruházási javak drágulása, valamint a választások közeledte és a fiskális helyzet rosszabbodása, ezért a vállalatok továbbra is inkább kivártak, és halasztották beruházásaikat. Valószínűleg érzékel-

ték, hogy fenntarthatatlan a fiskális helyzet, és kiigazításra szorul, azonban ennek módját, a vállalati terhek várható változását nem ismerhették, ez pedig bizonytalanságot okozott. A kiigazítás végül olyan formában valósult meg, amely a vállalati terhek növekedéséhez vezetett és kedvezőtlenül érintette a cégeket. A kiigazítás bejelentése előtt tehát elsősorban a bizonytalanság, a kivárás lehetett a beruházások fő visszafogó ereje. Ez a magyarázat tehát a gyenge beruházási teljesítmény átmeneti jellege mellett szól, amely a fiskális probléma megoldódásával és stabil makrogazdasági kilátásokkal újra jobbra fordulhat.

A tartós vagy átmeneti beruházási probléma forgatókönyvei között azonban a jelenlegi adatok alapján nem tudunk különbséget tenni, hiszen a kiigazítás bejelentése óta mind a vállalati terhek növekedése, mind az intézményekhez kötődő, versenyképességi problémák visszafoghatták a beruházásokat. A feldolgozóipar 2007. első negyedéves beruházási adatának megítélése sem egyértelmű: egy nagy, egyedi tételtől megszűrve csupán az elmaradt beruházások pótlásaként értékelhetjük. Továbbá a külső konjunktúra és az ezzel kapcsolatos várakozások az elmúlt évben folyamatosan egyre kedvezőbbé váltak, valamint a beruházási javak relatív ára csökkenésnek indult, és megkezdődött a kiigazító csomag végrehajtása. Ennek ellenére a beruházási tényadatok több negyedéven át továbbra sem javultak, és ez a versenyképességi gondokra utaló tényezők szerepét hangsúlyozza. Amíg a vállalati kör nem lát érdemi javulást a hazai üzleti környezetben és annak kiszámíthatóságában, addig valószínűleg a jövőbeli termelékenységről és költségekről alkotott várakozásai sem válnak kedvezőbbé, és nem bővíti jelentősen kapacitásait.³⁰

KÖVETKEZTETÉSEK

Összességében tehát mind a jövőbeli aggregált kereslet alakulása, mind a későbbi termelési lehetőségek szempontjából kedvezőtlen folyamatokat vetítenek előre a beruházási adatok. Egyelőre nem lehet egyértelműen megállapítani, hogy átmeneti, és a fiskális egyensúly helyreállításával automatikusan megoldódó problémáról van szó, vagy inkább mélyebb, strukturális gondok állnak a háttérben, amely versenyképességünk romlásának jele.

Azt biztosan állíthatjuk, hogy az elmaradt beruházások a jelenlegi európai konjunktúrába való bekapcsolódást nehezítik, pedig a kiigazítás nyomán jelentkező gyenge belső kereslet el-

²⁸ Felmerülhet ugyan, hogy a 2006-ban is dinamikus működőtőke-beáramlás (FDI) adatok egyelőre nem igazolják ezt a hipotézist, de meg kell jegyezni, hogy az FDI nem kizárólagos finanszírozási formája a beruházásoknak, és emiatt a két idősor korábban sem mutatott szoros kapcsolatot.

²⁹ A 4%-os szolidaritási adó beruházási és tőkenövekedési hatásairól ugyancsak ír az MNB 2006-os konvergenciaelemzése (4.2 alfejezet).

³⁰ A kedvezőtlen vállalati várakozásokra utal például a GKI által számított üzleti környezeti index 2006-ban tapasztalt alacsony szintje, amely kimondottan az üzleti környezet bizonytalanságára, valamint az állami magatartás kiszámíthatatlanságára vonatkozó vállalati megítéléseket is tükrözi. Biztató fejlemény, hogy ezek alakulásában a legfrissebb, 2007 első negyedévi felmérés már javulást jelez.

lensúlyozásában a külső konjunktúra húzóerejének és az erős exportpiaci teljesítménynek kulcsszerepe van. Másrészt a gazdasági szereplők jövőre vonatkozó várakozásai és az ezzel kapcsolatos bizonytalanság a beruházások legfontosabb meghatározói, ezért a kiszámítható és egyszerű szabályozói és adózási környezet, valamint a stabil makrokörnyezet alapvető fontosságú a beruházások fellendülése és a jövőbeli gyors gazdasági növekedés és felzárkózás tekintetében.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- CASTLE, JENNIFER–COLIN ELLIS (2002): Building a real-time database for GDP(E). *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2002. tavasz.
- BOND, STEPHEN–DOMENICO LOMBARDI (2004): To Buy or Not to Buy? Uncertainty, Irreversibility and Heterogeneous Investment Dynamics in Italian Company Data. *IMF Working Papers* 04/104, International Monetary Fund.
- CARLSSON, MIKAEL (2004): Investment and Uncertainty: A Theory-Based Empirical Approach. *Working Paper Series* 2004:17. Uppsala University, Department of Economics.
- CARRUTH, ALAN–ANDREW DICKERSON–ANDREW HENLEY (2000): What Do We Know about Investment under Uncertainty? *Journal of Economic Surveys*, Blackwell Publishing, vol. 14(2), 2000. április, 119–53. o.
- DOMS, MARK E.–TIMOTHY DUNNE (1998): Capital Adjustment Patterns in Manufacturing Plants. *Review of Economic Dynamics*, Elsevier for the Society for Economic Dynamics, vol. 1(2), 1998. április, 409–429. o.
- EURÓPAI BIZOTTSÁG, DIRECTORATE-GENERAL ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS (2007): Country Study: Raising Germany's Growth Potential. *European Economy Occasional Papers*, No. 28., 2007. február.
- PÉTER BENCZÚR–ATTILA RÁTFAI (2005): Economic Fluctuations in Central and Eastern Europe – the Facts. *MNB Working Papers* 2005/02, Magyar Nemzeti Bank (the central bank of Hungary).
- MAGYAR NEMZETI BANK (2000): *Jelentés az infláció alakulásáról*. 2000. december.
- MAGYAR NEMZETI BANK (2006): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról*. 2006. december.
- MAGYAR NEMZETI BANK (2007): *Jelentés az infláció alakulásáról – időközi felülvizsgálat*. 2007. február.
- MAGYAR NEMZETI BANK, (2007): *Jelentés az infláció alakulásáról*. 2007. május.
- KÁTAY GÁBOR–WOLF ZOLTÁN (2004): Investment Behavior, User Cost and Monetary Policy Transmission – the Case of Hungary. *MNB Working Papers* 2004/12.
- KÁTAY GÁBOR–WOLF ZOLTÁN (2007): *Driving Factors of Growth in Hungary – a Decomposition Exercise*. Kézirat.
- REIFF ÁDÁM (2006): Firm-level adjustment costs and aggregate investment dynamics. *Fifth Macroeconomic Policy Research Workshop on micro behavior and monetary policy*, 2006. október 26–27. konferencián előadott kézirat.