

---

MŰHELYTANULMÁNYOK

DISCUSSION PAPERS

**MT-DP – 2014/12**

## **A gazdasági stagnálás „színe” és fonákja**

Jó az exporttöbblet és az adósságcsökkenés, de rossz  
a tőkekiáramlás és a beruházás-visszaesés?

HALPERN LÁSZLÓ – OBLATH GÁBOR

Műhelytanulmányok  
MT-DP – 2014/12

MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Közgazdaság-tudományi Intézet

A gazdasági stagnálás „színe” és fonákja  
Jó az exporttöbblet és az adósságcsökkenés,  
de rossz a tőkeáramlás és a beruházás-visszaesés?

Szerzők:

Halpern László  
tudományos főmunkatárs  
Közgazdaság-tudományi Intézet  
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
és  
The Centre for Economic Policy Research (CEPR)  
E-mail: halpern.laszlo@krtk.mta.hu

Oblath Gábor  
tudományos főmunkatárs  
Közgazdaság-tudományi Intézet  
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
és  
ELTE Közgazdaságtudományi Tanszék  
E-mail: oblath.gabor@krtk.mta.hu

2014. május

ISBN 978-615-5447-26-6

ISSN 1785-377X

Kiadó:  
Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Közgazdaság-tudományi Intézet

## **A gazdagsági stagnálás „színe” és fonákja**

Jó az exporttöbblet és az adósságcsökkenés, de rossz a tőkekiáramlás és a beruházás-visszaesés?

Halpern László - Oblath Gábor\*

### Összefoglaló

Magyarország európai összehasonlításban kiemelkedő exporttöbblete, s az ország ebből is következő jelentős nettó külföldi hitelnyújtása voltaképpen tükörképe a fizetési mérleg pénzügyi mérlegében regisztrált jókora hiánynak (a tőke kiáramlásának) és a magánszektor, illetve az ország mérséklődő külső eladósodásának. E folyamatok hátterében azonban a gazdaság lehangoló jövedelmi, fogyasztási és beruházási folyamatai állnak. Ezért indokolatlan egyfelől sikerként ünnepelni az exporttöbbletet, másfelől sajnálkozni a tőke kiáramlásán és az alacsony (csökkenő) beruházási rátán. Ezek a jelenségek ugyanarról szólnak különböző metszetben, s azokat még csak nem is közgazdasági teóriák, hanem egyszerű mérlegösszefüggések kapcsolják össze. Miközben nemzetközi összehasonlításban számszerűsítjük ezeket az összefüggéseket, egy félreértésre és egy mellőzött jelenségre is felhívjuk a figyelmet. A 2012-ben tapasztalt jelentős tőkekiáramlást olykor „tőkemenekítésként” értelmezik, ez azonban nem olvasható ki az adatokból. Ellenben alig fordul figyelem arra, hogy a magánszektor nettó (amortizáció nélkül számított) beruházásai példátlanul alacsony szintre, a GDP 1%-ára csökkentek. Beruházási fordulat nélkül sem az exportnövekedés fennmaradására, sem a gazdaság élénkülésére nem lehet számítani, ám a beruházások és a lakossági fogyasztás remélhető emelkedése növekvő importtal jár, ez lepasszthatja az exporttöbbletet, ami viszont átmenetileg visszafoghatja a gazdasági növekedést.

**Tárgyszavak:** Magyarország makrogazdasági folyamatai, eladósodás, adósságkepzés, külkereskedelmi többlet, tőkekiáramlás

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E65, F32, F34

---

\* Oblath részvételét a tanulmány alapjául szolgáló kutatásban az Országos Tudományos Kutatási Alapprogramok – OTKA 105660-K számú kutatási pályázata támogatta.

# The “bright” and gloomy side of economic stagnation

László Halpern – Gábor Oblath

## Abstract

Over the last few years Hungary has posted large and increasing surpluses in its trade balance. The country has also become a net lender to the rest of the world, revealed by the surplus in the current and capital account of the balance of payments. These developments are mirrored by significant deficits (capital outflows) recorded in the financial account, as well as by the fall in external indebtedness of both the private sector and the country as a whole. However, it is the poor performance of the economy regarding changes in income, consumption and investments – partly explained by deleveraging in the private sector – which underlies its external performance. Therefore, it makes little sense to rejoice over the surplus in the trade balance, while being unhappy about capital outflows and the low (decreasing) investment rate. These developments reveal different sides of the same story, where the various aspects are related to each other by macroeconomic accounting identities. While our paper aims to quantify these relationships in international comparison, it also makes the point that capital outflows should not be mixed up with “capital flight”; we found no evidence of the latter. We call attention to the fact that private investments, net of capital consumption, decreased to an extremely low level. Without a turn in investment activity, there is no hope for maintaining export growth and revitalizing domestic demand. However, the growth in investments is likely to decrease net exports, which may be a drag on economic growth.

**Keywords:** Hungary’s macroeconomic developments; external debt; deleveraging; surplus on trade and current transactions; capital outflow

Journal of Economic Literature (JEL): E65, F32, F34

## Tartalomjegyzék

|   |    |
|---|----|
| 1. BEVEZETÉS  | 6  |
| 2. GAZDASÁGI FELZÁRKÓZÁS ÉS ELADÓSODÁS – ELAKADÁS ÉS ADÓSSÁG-<br>CSÖKKENÉS  | 9  |
| 3. ADÓSSÁG-LEÉPÜLÉS: KONCEPCIONÁLIS KÉRDÉSEK ÉS NEMZETKÖZI<br>TAPASZTALATOK, HAZAI VONATKOZÁSOK   | 15 |
| 4. EXPORTTÖBBLET, TŐKEKIÁRAMLÁS ÉS A NETTÓ KÜLFÖLDI<br>KÖTELEZETTSÉG-ÁLLOMÁNY ALAKULÁSA   | 18 |
| 4.1. A beföldi makrogazdasági folyamatok és a külgazdasági tranzakciók közötti,<br>valamint a külgazdasági tranzakciókon belüli összefüggések | 18 |
| 4.2. A hazai exporttöbblet mérete és a nettó export változásának összetevői európai<br>összehasonlításban                                     | 24 |
| 4.3. Nettó export, nettó hitelnyújtás és tőkekiáramlás  | 34 |
| 4.4. A tőkeáramlás iránya és a nettó külső kötelezettségráta változása  | 36 |
| 5. A NEMZETKÖZI EGYENLEGEK HAZAI OLDALA: FOGYASZTÁS,<br>MEGTAKARÍTÁS ÉS BERUHÁZÁS   | 40 |
| 5.1. A folyó fizetési mérleg egyenlege és a nettó hitelnyújtás belföldi oldala  | 40 |
| 5.2. A nettó export és a beruházások alakulása  | 46 |
| 6. AZ EXPORTTÖBBLET FENNTARTHATÓSÁGA ÉS LEÉPÜLÉSÉNEK HATÁSA A<br>NÖVEKEDÉSI KILÁTÁSOKRA   | 49 |
| 7. ÖSSZEGZÉS ÉS KITEKINTÉS  | 57 |
| MELLÉKLET: TÁBLÁZATOK ÉS ÁBRÁK  | 60 |
| FÜGGELÉK  | 74 |
| Az exportvezérelt gazdasági növekedés fenntarthatósága, feltételei  | 74 |
| HIVATKOZÁSOK  | 78 |

## 1. BEVEZETÉS

2013-ban Magyarország GDP-arányos nettó külföldi hitelnyújtása a 2012. évi 3,5-5%-ról 6,5-7,4%-ra emelkedett.<sup>1</sup> A nettó hitelnyújtás (az MNB terminológiája szerint: a „nettó finanszírozási képesség”) azt jelzi, hogy egy adott időszak reálgazdasági tranzakciói, jövedelem-, valamint egyoldalú folyó- és tőke-átutalásai (nálunk főként EU-transzferek), illetve pénzügyi tranzakciói hatására hogyan változik az ország nettó pénzügyi vagyona (az összes külföldi követelésének és kötelezettségének a különbsége). Mivel Magyarországon az állami és magánszektor együttes külső kötelezettségállománya közel kétszeresen meghaladja a követeléseket (a nettó külföldi kötelezettségállomány 2013 végén a GDP arányában 93% volt), a nettó pénzügyi vagyon emelkedése csak a *nettó kötelezettség-állomány csökkenését* jelentheti. Ez a kötelezettségek csökkenése és a követelések emelkedése sokféle kombinációja mellett bekövetkezhet, de mindenképpen *tőkekiáramlással jár*. Minderről az elmúlt évek adatai alapján és olyan módon igyekszünk képet adni, hogy összekapcsolunk több, egymáshoz tartozó, de többnyire külön kezelt jelenséget: a külföldi kötelezettség-állomány leépülését, a tőke kiáramlását, az európai összehasonlításban jelentős GDP-arányos nettó külföldi hitelnyújtást és exporttöbbletet, a belföldi megtakarítás és felhalmozás egyenlegének számottevő javulását<sup>2</sup>, végül pedig a gazdaság stagnálását és a belföldi felhasználás, különösen a beruházások súlyos visszaesését.

A felsorolt jelenségeket makrogazdasági mérlegösszefüggések kötik össze, amelyek nem jelzik az oksági kapcsolatok irányát, s így önmagukban csekély támpontot kínálnak a folyamatok magyarázatához. Ehhez egyfajta értelmezési keretre van szükség, melynek fontos része annak tisztázása, hogy mi „hajtja” a folyamatokat. Amint kifejtjük majd, értelmezésünk szerint a 2000-es évek elejétől a 2008-ig tartó időszakra az állami és a magánszektor jövedelemarányos adósságának túlzott és fenntarthatatlannak bizonyult felhalmozódása nyomta rá a bélyegét, 2009 óta viszont a magánszektor eladósodásának erőteljes csökkenése vált meghatározóvá.

A 2008-2009. évi válságot követő fejlemények értelmezését megnehezíti, hogy azokat egyszerre többféle, eltérő természetű és eredetű, többségükben azonban azonos irányú hatás alakította. Az egyik legfontosabb mégis az ország fejlettségéhez viszonyított magas adósság/jövedelem ráta kényszerű leépülése (az úgynevezett „deleveraging”). Ez a folyamat

---

<sup>1</sup> A következőkben tisztázni fogjuk a nettó hitelnyújtásra vonatkozó kétféle adat tartalmát.

<sup>2</sup> Sem a nettó export, sem a nettó megtakarítás egyenlege előjeléhez nem kapcsolható értékítélet, önmagában a negatív egyenleg nem rossz, a pozitív meg nem jó. Elfogadva azt, hogy a szakmai és a köznyelv is egyenlegjavulásként, illetve -romlásként használja az egyik illetve a másik irányba való elmozdulást, hangsúlyozzuk, hogy annak a szóhasználatban megjelenő értéktartalma nem indokolt. Ezzel szemben az a fontos, hogy az egyenleg, illetve annak változása fenntartható-e vagy sem, veszélyezteti-e a makrogazdasági stabilitást vagy sem.

önmagában is visszafogja a gazdasági növekedést. A másik a kormány gazdaságpolitikája, amely nagyrészt tartósnak szánt költségvetési lépésekben testesül meg (az egykulcsos adó, a magánnyugdíj-pénztárak államosítása, a szolgáltató szektorokra kivetett különadók, illetve a pénzügyi szektort specifikusan terhelő elvonások). Végül abban is, hogy folytatódott a kormányzati ciklusokon átívelő prociklikus (a gazdasági élénkülést és visszaesést egyaránt fokozó) fiskális politika, amely legutóbb a 2012. évi gazdasági visszaeséshez járult hozzá. A lépések tartalma mellett nyilván hatott a gazdaságpolitika módszerei és stílusa keltette bizonytalanság és bizalmatlanság, valamint a gazdaság intézményi környezetének ehhez is köthető határozott romlása, amelyre a nemzetközi versenyképességi rangsorokban történt lecsúszásunk is felhívta a figyelmet.<sup>3</sup>

Az elmúlt évek hazai makrogazdasági fejleményeire természetesen hatottak a nemzetközi, különösen az EU-n belüli reálgazdasági folyamatok is, amelyek összességükben nem segítették a gazdaság fellendülését. Ellenben az eladósodott hazai állam számára rendkívül kedvezőek voltak a nemzetközi pénzügyi feltételek: a vezető jegybankok által teremtett likviditásbőség tette lehetővé azt, hogy a kormány a leminősítések ellenére is sokáig lebegtethette, majd elvethette az IMF-fel való hitel-megállapodást. Ez adott lehetőséget a hazai alapkatamos folyamatos csökkentésére is.

Írásunk a hazai makrogazdasági folyamatok egyes belső összefüggéseinek bemutatására törekszik, s nem célunk, hogy a folyamatokat alakító tényezők hatását egymástól elkülönítve vizsgáljuk. Idővel persze ezt a munkát is el kell majd végezni, ehhez azonban nagyobb rálátásra és más elemzési módszerek alkalmazására lesz szükség. A külső hatások egy részét azonban igyekszünk érzékeltetni azzal, hogy a fontosabb jelenségeket és folyamatokat nemzetközi összehasonlításban mutatjuk be.<sup>4</sup>

Előrebocsátjuk, hogy eltérően a külső egyensúlyi pozícióra vonatkozó nemzetközi elemzések gyakorlatától, nem a folyó fizetési mérleg egyenlege, hanem a nemzetgazdaság nettó

---

<sup>3</sup> A World Economic Forum (WEF, 2014) által közzétett GCI rangsor alapján 2011-ről 2012-re 144 ország közül a 48.-ról a 60. 2013-ra pedig 148 ország közül a 63. helyre csúszott Magyarország. Figyelemre méltó, hogy a WEF jelentése szerint a megkérdezett magyarországi vállalatok a gazdaságpolitika instabilitását/kiszámíthatatlanságát említették leggyakrabban a gazdálkodásukat leginkább hátráltató tényezőként, továbbá az ország az intézményi mutatókat tekintve lényegesen hátrébb (2013-ban a 84. helyen) állt, mint az általános versenyképességi rangsorban.

<sup>4</sup> Az elmúlt években születtek olyan írások, amelyek a hazai gazdaság közelmúltbeli teljesítményét nemzetközi összehasonlításban elemezték [pl. Kónya (2011), EEAG (2012), Gyórfy (2013)], ezek azonban elsősorban nem a külső egyensúlyi folyamatokra, illetve azok belföldi hátterére összpontosítottak. Az EU Bizottságának 2014 elején közzétett elemzése (EU, 2014) ez utóbbiakkal is részletesen foglalkozik; megállapításai sok tekintetben megfelelnek azoknak, amelyekre magunk jutottunk. Munkánk lezárásának idején jelent meg az MNB (2014b) kiadványa a fizetési mérleg alakulásáról, amely tanulmányunkéhoz hasonló szerkezetben elemzi az elmúlt évek külső egyensúlyi folyamatait és az azokat befolyásoló tényezőket.

hitelnyújtása/hitelfelvéte, valamint ennek összetevői állnak figyelmünk előterében.<sup>5</sup> Amellett, hogy ez a mutató jelzi a nettó vagyon változását befolyásoló tranzakciók egyenlegét, Magyarország (és más új EU-tagországok) esetében van egy fontos gyakorlati magyarázata is annak, hogy ez, nem pedig a folyó fizetési mérleg egyenlege fejezi ki a külső egyensúlyi folyamatok alakulását. Valamennyi EU-tagországban a folyó fizetési mérlegben – folyó egyoldalú átutalás címen – könyvelik el az EU-költségvetés javára teljesített befizetéseket, ellenben a felzárkózó országok fizetési mérlegének úgynevezett *tőkemérlegében* jelennek meg az EU-alapokból érkező, fejlesztési célú tőkeátutalások. Magyarországon 2013-ban a GDP arányában 3% volt a folyó mérleg többlete, amihez társult a tőkemérleg 3,5%-os aktívuma, s e két mérleg összevont többleteként adódott a nemzetgazdaság 6,5%-os nettó hitelnyújtása (finanszírozási képessége). A nettó hitelnyújtás azonban nemcsak a folyó és tőkemérleg összevont egyenlegeként („felülről”) határozható meg, hanem a finanszírozási tranzakciók oldaláról, a pénzügyi mérleg egyenlegeként („alulról”) is. A két oldalról számított nettó hitelnyújtás jellemzően különbözik egymástól, ezért adtunk meg kétféle adatot a fejezet elején. Az elmúlt két évben – a megelőző évek tapasztalataitól eltérően – a finanszírozás oldaláról mért nettó hitelnyújtás volt a magasabb: 2012-ben a GDP arányában 1,5, 2013-ban pedig közel 1 százalékponttal volt nagyobb, mint a folyó és tőkemérleg együttes egyenlege. A későbbiekben igyekszünk értelmezni ezeket az eltéréseket.

Először az 1990-es évek közepétől napjainkig tartó időszakot áttekintve vizsgáljuk a hazai gazdaság összeteljesítménye és eladósodása kapcsolatát, majd az adósság-leépülés koncepcionális kérdéseiről, nemzetközi folyamatáról és hazai vonatkozásairól szólunk. Ezt követően tekintjük át az írásunkban vizsgált jelenségeket összekötő makrogazdasági összefüggéseket, a kimagasló hazai exporttöbblet és a nettó külföldi hitelnyújtás összetevőit, s ezek összefüggését azzal, hogy Magyarország nettó tőkeimportőrből nettó tőkeexportőrré vált. Erre támaszkodva foglalkozunk a jelenség belföldi hátterével, a jövedelem és a fogyasztás (s így a megtakarítások) alakulásával, valamint a bruttó és a nettó beruházás – nemzetközi összehasonlításban kirívó – zsugorodásával. Végül arra hívjuk fel a figyelmet, hogy a belföldi kereslet – különösen a beruházási tevékenység – élénkülését az exporttöbblet leépülése kísérheti. A stagnálás időszakában kialakult jelentős külkereskedelmi aktívum csökkenése tompíthatja a belföldi felhasználás-bővülés hatását a gazdaság növekedésére.

Munkánk fő célja a 2012-ig tartó folyamatok elemzése. A 2009 és 2012 közötti időszakra egyértelműen az a jelenség nyomta rá a bélyegét, amely elemzésünk középpontjában áll: a

---

<sup>5</sup> A KSH által összeállított nemzeti számlákban a „nettó hitelnyújtás/hitelfelvét”, az MNB által közölt fizetésimérleg-statisztikákban és pénzügyi számlákban a „nettó finanszírozási képesség/igény” megnevezés szerepel, de ezek ugyanazt jelentik: a „net lending/borrowing” különböző magyarításai.



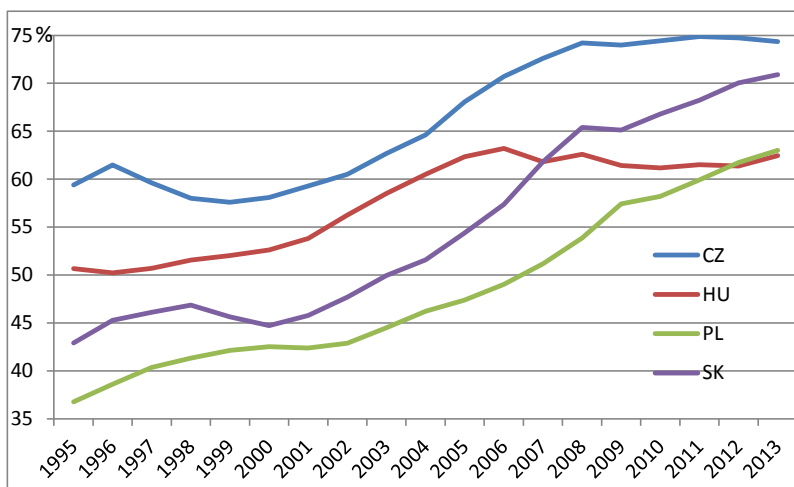
gazdasági stagnálás és a kiviteli többlet emelkedésének kettősége. Bár hivatkozunk a 2013. évi adatokra is, azokat részletesen nem elemezzük.

## 2. GAZDASÁGI FELZÁRKÓZÁS ÉS ELADÓSODÁS – ELAKADÁS ÉS ADÓSSÁG-CSÖKKENÉS

A hazai GDP nominális és változatlan áron mért szintjére vonatkozó – 1995-ig visszamenő – hivatalos idősorok az elmúlt években többször is revízió alá kerültek, melyek esetenként ütköztek az egyes időszakokra vonatkozó korábbi közgazdasági percepciókkal.<sup>6</sup> A jelenlegi hivatalos statisztikák szerint a magyar gazdaságot 1995 óta egyetlen időszakban jellemezte erőteljes – és amint látjuk majd: fenntarthatatlan eladósodáson alapuló – felzárkózás az EU fejlettebb térségének fejlettségi szintjéhez (amelyet az 1. ábrán az euróövezet átlaga reprezentál): 2001 és 2006 között.<sup>7</sup>

1. ábra

### Az egy főre jutó GDP a négy visegrádi országban az euróövezet (EZ 17) átlagának százalékában, 2012. évi vásárlóerő-paritáson és áron



Forrás: az EU-Bizottság AMECO adatbázisa alapján saját számítás

<sup>6</sup> A revíziók egyes problémáiról és az új adatok értelmezése körüli nehézségekről lásd Oblath (2012).

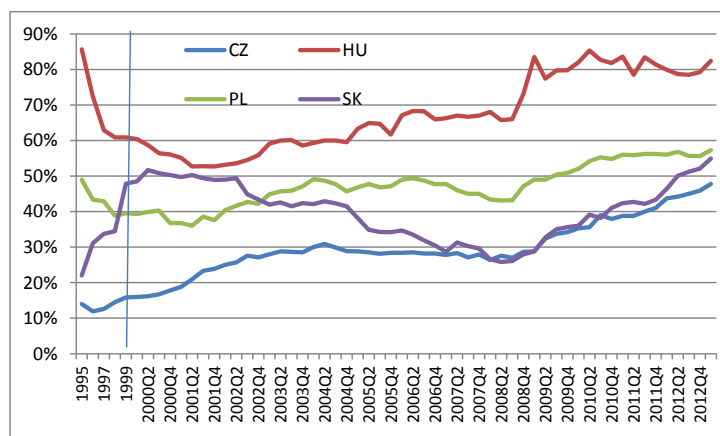
<sup>7</sup> 2012-ben Magyarországon a vásárlóerő-paritáson mért GDP/fő az euróövezeti (EZ-17) átlag 60%-a körül volt, és az övezetbe tartozó valamennyi országotól elmaradt. Az ábrán csak a 2012-re vonatkozó adatpontok jelzik az országok egymáshoz, illetve az euróövezetbe viszonyított fejlettségi szintjét; a többi év adatai a legutolsó év folyó vásárlóerő-paritáson mért relatív szintjeinek és a GDP/fő relatív volumenindexeinek összekapcsolásából adódnak. Ez a megoldás teszi lehetővé a reálfelzárkózás időbeni alakulásának bemutatását, mivel a folyó vásárlóerő-paritáson mért szintek évek közötti változását az egy főre jutó volumen mellett az árárányok változása is befolyásolja (részletesebben lásd Oblath, 2013).

Abban az időszakban, amelyikben Magyarországon gyors volt a felzárkózás, Csehországot és Szlovákiát is gyors konvergencia jellemezte; Lengyelországban – az 1998-2002 közötti relatív stagnálást követően – 2003-tól kapott erőre a felzárkózási folyamat, amely napjainkig is tart. A fő különbség Magyarország és a másik három ország között abban van, hogy miközben nálunk a 2001-et követő lendület 2006 után kifulladt, Csehországban a 2009. évi nemzetközi válságig kitartott, a másik két országban pedig a válság sem állította meg a felzárkózást.<sup>8</sup>

A 2. és a 3. ábra fontos adalékokkal szolgál a másik három országtól látványosan leszakadó hazai teljesítmény értelmezéséhez; egyben kiindulópontot is kínál a további elemzéshez. A 2. ábra az államadósság, a 3. ábra pedig a bruttó és a nettó külső adósság GDP-hez viszonyított arányát mutatja a visegrádi országokban 1995 és 2012 között.

2. ábra

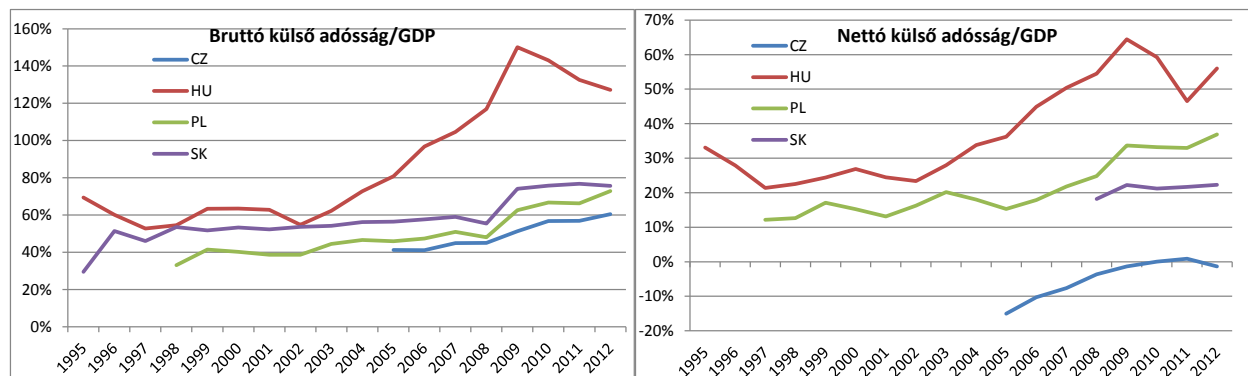
### A GDP-arányos bruttó államadósság a visegrádi országokban (1999-ig éves, 2000-tól negyedéves adatok)



Forrás: Eurostat

<sup>8</sup> Ahhoz azonban, hogy pontosabb képet kapjunk a gazdaságok relatív összteljesítményének időbeni alakulásáról, a felzárkózási mutató (relatív GDP/fő) számlálójára célszerű figyelni. A Melléklet M2. ábrája az euróövezethez viszonyított GDP-növekedést mutatja, 1995. évi bázison, amelyből látszik, hogy az eurózónához viszonyított többletnövekedés kedvezőtlenebb képet mutat a hazai relatív összteljesítményről, mint amit a felzárkózás jelez. A 2006. évi csúcs alacsonyabban van, és azóta – a GDP/fő jelezte irányzattal ellentétben – a termelés relatív szintje nem stagnál (mint Csehországban), hanem egyértelműen süllyed. 1995 és 2006 között a hazai GDP növekedése összesen 16%-kal haladta meg az euróövezetét, 2012-re azonban ez a többlet 8,5%-ra zsugorodott, vagyis a „jó időkben” elért többletnövekedésnek csaknem a felét elveszítettük 2007 és 2012 között. Az elmúlt években az ugyancsak gyengén teljesítő (és Magyarországnál eleve fejlettebb) Csehország 1995-höz viszonyított, euróövezet feletti növekedési többlete 20%, nem is beszélve az alacsonyabb szintről induló Lengyelország és Szlovákia 55% körüli növekedési többletéről. 2013-ban kissé csökkent a másik három országhoz viszonyított különbség.

### A GDP-arányos bruttó és nettó külföldi adósság a visegrádi országokban



Megjegyzés: Az adósság-adatok tartalmazzák az FDI részét képező úgynevezett egyéb tőkét (tulajdonosi hiteleket).

Forrás: Eurostat, illetve a Szlovák Nemzeti Bank bruttó adósság-adatai alapján saját számítás

Magyarországot a 2007-ben indult és 2008-9-ben kiteljesedett nemzetközi válság a másik három országénál lényegesen magasabb állami és külső adósságráta mellett – így sokkal sérülékenyebb állapotban – érte, miután a hazai felzárkózás (relatív növekedés) 2001 és 2006 között tapasztalt gyorsulása (lásd az 1. és az M1. ábrát) a GDP-arányos államadósság (2. ábra) és külföldi adósság (3. ábra) meredek emelkedésével társult. A 2006 második felében megkezdett költségvetési kiigazítás csökkentette az állami deficitet, és 70% alatti szinten stabilizálta az állami adósságrátát<sup>9</sup>, a 2009. évi nemzetközi válság pedig nemcsak megállította, hanem élesen meg is fordította az ország külföldi eladósodásának addigi irányzatát. A gazdaságpolitikai korrekciók és külső sokkok azonban a gazdaság növekedését is blokkolták (2009-ben az EU országai között az egyik legsúlyosabb visszaesését okozták), és az elmúlt hat évben jelentősen lehúzták a másik három országhoz, illetve az euróövezethez viszonyított hazai összteljesítményt.

A 2. ábrán azt is láthatjuk, hogy 2008-2009 óta Magyarország államadósság-rátája stabilizálódott (80 % körül), miközben Csehországban és különösen Szlovákiában számottevően, Lengyelországban mérsékeltebben, de emelkedett az adósságráta (a hazainál lényegesen alacsonyabb szintekről). Magyarországon ugyanis – a válságot megelőzően felhalmozott, jóval magasabb GDP-arányos államadósság miatt – akkor is folytatódott/fokozódott, s így határozottan prociklikussá vált a fiskális szigor, amikor más országokban a költségvetési

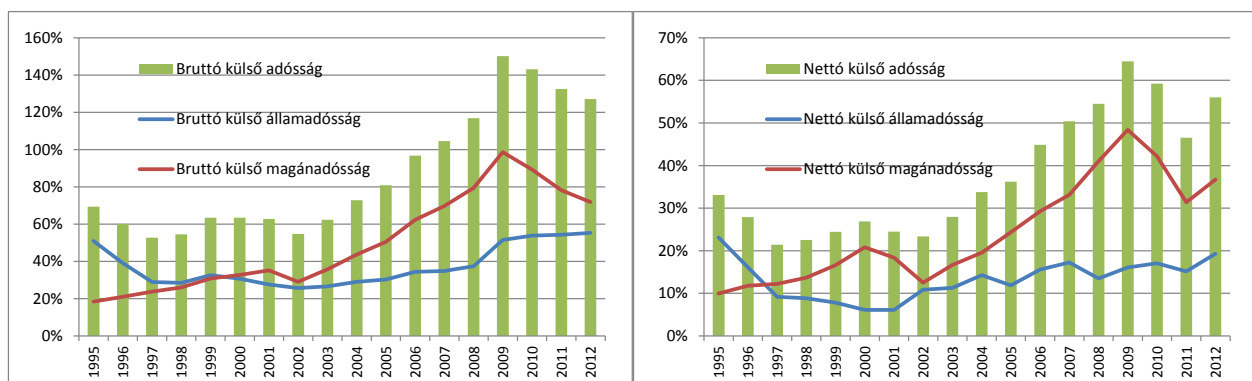
<sup>9</sup> A hazai bruttó államadósság-ráta 2008 negyedik és 2009 első negyedében összesen több mint 15 százalékponttal emelkedett, majd 80% körül stabilizálódott. A hirtelen emelkedésben közrejátszott az IMF-hitelkeret lehívása, a forint leértékelődése és a súlyos gazdasági visszaesés. A GDP arányában mintegy 6% volt a kormány által felvett IMF-hitelnek az a része, amely nem a költségvetés finanszírozását, hanem a devizatartalékok feltöltését szolgálta. A fizetési mérleg adatai szerint 2008 és 2009 vége között a kormányzat és az MNB együttes GDP-arányos bruttó külső adóssága 37-ről 52%-ra, a nettó külső adósság azonban csak 13-ról 16%-ra emelkedett.

stabilizátorok működése, illetve a visszaesést tompítani igyekvő anticiklikus fiskális politika hatására emelkedett az államháztartási hiány és eladósodás.<sup>10</sup> A belföldi kereslet visszaesését fokozó, prociklikus *költségvetési politika* lehet tehát az egyik fontos tényező, amely hozzájárult a magyar gazdaság közelmúltbeli lemaradásához.

Egy további tényező a *magánszektor* közvetlen és közvetett (pénzügyintézetek által közvetített, devizahitelek révén történt) külföldi eladósodásának hirtelen megfordulása, majd radikális csökkenése. Az 4. ábrán, amely Magyarország állami (államháztartás + MNB), valamint a magán (vállalati + pénzügyi közvetítői) szektorának GDP-arányos bruttó és nettó külső adósságát mutatja 1995 és 2012 között, jól megfigyelhető a magánszektor eladósodásában bekövetkezett 2009. évi törés.

4. ábra

#### **Az állami (MNB+államháztartás) és a magánszektor GDP arányos bruttó és nettó külső adóssága Magyarországon**



\*/ Megjegyzés: A magánszektor bruttó, illetve nettó adóssága tartalmazza az FDI-on belüli tulajdonosi hiteleket („egyéb tőkét”).

Forrás: MNB és saját számítások

Az ország bruttó és nettó külső adósságrátájának 2002 utáni meredek emelkedésében a magánszektor gyors, sőt gyorsuló külső eladósodása játszott meghatározó szerepet. 2002 és 2008 között a GDP-arányos összes bruttó, illetve nettó adósság 62, illetve 32 százalékponttal, ezen belül a magánszektoré 50, illetve 29, az államé 12, illetve 3 százalékponttal nőtt. Érdekes azonban a 2002 és 2006 közötti időszakot a költségvetési konszolidációt követő, 2007-2008-as periódussal összehasonlítani. Amíg a GDP arányában az előbbi időszakban évi átlagban 2,2,

<sup>10</sup> Ez akkor is tény marad, ha figyelembe vesszük, hogy a hazai adósságrátát mintegy 5 százalékponttal automatikusan csökkentette a magán-nyugdíjpénztáraktól 2011-ben átvett állampapír-állomány (e hatást kiszűrő összehasonlításhoz ennyivel magasabb hazai adósságrátával kellene 2011 elejétől számolni). E mellett azonban a magán-nyugdíjpénztáraktól átvett összegnek a kormány által elköltött részével is korrigálni kellene az államadósságot: ha ez az összeg nem állt volna rendelkezésre, csak nagyobb eladósodás finanszírozhatta volna a 2011. évi kiadási többletet.

illetve 1,2 százalékponttal emelkedett az állam bruttó, illetve nettó külső adóssága, a magánszektoré pedig évente 8,3, illetve 4,2 százalékponttal nőtt, addig a második periódusban a megfelelő adatok az államra nézve 1,5, illetve -1,1, a magánszektorra pedig 8,5 és 5,9 százalékpontnyi éves változás. Vagyis a költségvetési kiigazítás egyértelműen visszafogta (a nettó mutatót tekintve megfordította) az állam külső eladósodását, ezt azonban ellensúlyozta a GDP-arányos külföldi magánadósság korábbinál is gyorsabb emelkedése (lásd a mellékletben szereplő M1. táblázatot).

*Külföldi kötelezettségek, követelések: tulajdon, tulajdonosi hitel és adósság*

A tájékozódását megkönnyítendő, az M1. táblázat – az MNB, euróban közölt, állományi statisztikái alapján – összefoglalja a külföldi kötelezettségekre, követelésekre és a nettó kötelezettségre vonatkozó GDP-arányos adatokat „nem adósság” (tulajdon + derivatívák) és az adósság két mutatója szerinti bontásban. Az adósságot ugyanis a statisztika kétféleképpen értelmezi: az egyik meghatározás szerint beleszámít az FDI részét képező „egyéb tőke” (tulajdonosi hitel), a másik szerint nem számít bele. A táblázat mindkét értelmezés szerint közli a bruttó és nettó adósságrátákat, valamint a tulajdonosi hitelek nélkül számított bruttó külső adósság szektorok közötti megoszlását. (Csak a magánszektorban vannak tulajdonosi hitelei.) A többféle mutató nyomon követése azért fontos, mert a tulajdonosi hitelek könnyen alakulhatnak át tulajdonná (amint az 2012-ben történt), illetve megfordítva. Úgy látjuk, hogy az elmúlt évek kuszának látszó folyamatainak tisztázását az segíti, ha a tulajdonosi hitelekkel kiegészített **bruttó tulajdonra**, illetve **a tulajdonosi hitelek nélküli adósság-adatok alakulására** figyelünk. Az Eurostat azonban a tulajdonosi hiteleket is tartalmazó adósságokat közli; a nemzetközi összehasonlításhoz értelemszerűen ezeket a hazai adatokat kell használni. Amint arra még visszatérünk, a nettó külső kötelezettség-, illetve adósságráta egyes évek (időszakok) közötti változását számottevően befolyásolhatja, hogy euróban vagy forintban mért rátákat vizsgálunk-e, mivel a GDP-t évi átlagos árfolyamon, az állományokat viszont év végi árfolyamon számítják át a másik valutára.

A magánszektor 2007-2008-ben is folytatódó külső eladósodása egyértelműen a pénzügyi szektorhoz köthető, ami arra utal, hogy egyfajta átváltás történt a költségvetési szigor és a – növekvő külső adósságráta miatt egyre kockázatosabbá váló – belföldi devizahitelezés elnéző szabályozása között. Ez főként a balti országokat jellemezte, amelyekben a valutatábla-rendszer egyrészt nagyfokú fiskális fegyelmet követelt meg, másrészt egyfajta garanciát is jelenthetett az

árfolyam stabilitására. Magyarországon azonban ilyen garancia nem volt, nem is lehetett, hiszen a monetáris rezsim rugalmas árfolyamrendszeren alapult.

Jóllehet a külső adósságráta emelkedő irányzata 2009-ben törik meg, és 2010-től kezd meredeken süllyedni, a fordulópontot valójában 2008 jelenti. 2009-ben a korábbi évekkal összehasonlítva alig nőtt az euróban mért bruttó adósság, a nettó adósság szintje pedig nagyjából az előző év szintjén maradt. A ráták 2009. évi emelkedése a nevező zsugorodásának tudható be (az euróban kifejezett nominális GDP 13,5%-kal csökkent).

2009 és 2012 vége között az ország *bruttó* külső adósságrátája egyértelműen csökkent (4. ábra, bal oldal). Ahogyan az adósság felfuttatásában, annak mérséklésében is a magánszektor szerepe (azon belül: a bankrendszer által közvetített hitelállomány zsugorodása) volt a meghatározó. A 2009. évi 100%-ról 72%-ra esett a tulajdonosi hitelek is tartalmazó, GDP arányos bruttó magánadósság (tulajdonosi hitelek nélkül számítva: 62-ről 42%-ra, ebből a pénzüzeteké 42-ről 24%-ra, a vállalatoké 20-ról 18%-ra módosult). A pénzüzetek külső adóssága 2012 végéig mintegy 20 milliárd euróval (a 2012. évi GDP több mint egyötödének megfelelő összeggel) csökkent.

Az ország, illetve a magánszektor *nettó* adósságrátája is számottevően mérséklődött 2009 és 2011 között, 2012-ben azonban a – tulajdonosi hitelek tartalmazó – nettó mutató irányzata megfordulni látszik (4. ábra, jobb oldal). Annak tisztázásához, hogy valóban történt-e fordulat, egyrészt célszerű az állami és a magánszektor különválasztani, másrészt az utóbbi szektor tulajdonosi hitelek nélkül számított adatait is érdemes szemügyre venni (lásd az M1 táblázatot). Így kiderül, hogy két körülmény okolható a nettó adósságráta 2012. évi emelkedéséért. Egyrészt, 3,4 milliárd eurónyi devizatartalékot állami és magánadósságok visszafizetésére fordítottak (de a tartalékok szintje 2013 közepén már mintegy fél milliárd euróval magasabb volt, mint 2012 végén). Másrészt a rezidens vállalatok a GDP arányában 28-ról 18%-ra csökkentették tulajdonosi hitelállományukat külföldön, miközben hasonló mértékben (22-ről 34%-ra) emelték külföldi tulajdonosi részesedésüket. Vagyis egyfajta – adóoptimalizáláshoz vagy egyéb vállalati megfontolásokhoz kapcsolódó – konverzió történt a kiáramló FDI szerkezetében (adósság-típusú követelések tulajdonná konvertálódtak). A nettó tőkekiáramlásra azonban jelentősebb hatást gyakorolt, hogy a magánszektor tulajdonosi hitelek nélkül számított nettó külső adósságrátája 2011 és 2012 között 29-ről 24%-ra csökkent, s e folyamat 2013-ban sem állt meg. Szó sincs tehát arról, hogy az adósság leépülése véget ért volna, s így nagyon is relevánsak azok a koncepcionális kérdések és nemzetközi tapasztalatok, amelyeket a következő szakaszban tekintünk át.

### **3. ADÓSSÁG-LEÉPÜLÉS: KONCEPCIONÁLIS KÉRDÉSEK ÉS NEMZETKÖZI TAPASZTALATOK, HAZAI VONATKOZÁSOK**

A 2007-2009-es globális pénzügyi válság két fontos következménnyel járt. Egyfelől a pénzügyi rendszer összeomlásának elkerülése érdekében összeállított mentőcsomagok hatására az államadósság megnőtt a fejlett országokban. Másfelől pedig a válságot megelőzően felhalmozott adósság fenntarthatósága alapvetően átértékelődött. Ez utóbbi nem csak a nemzetgazdaságokra, hanem azon belül a jövedelem-tulajdonosokra: a háztartásokra, a vállalkozásokra és az államra egyaránt vonatkozik. Természetesen a következmények nem egyformán érintették a három csoportot, a háztartásokon és a vállalkozásokon belül találhatunk olyanokat, amelyeket nem érintett kedvezőtlenül a válság és annak következményei. Az alábbiakban a nemzetközi tapasztalatok – és az azokra támaszkodó közgazdasági modellek – alapján foglaljuk össze az adósság-leépülés mechanizmusának fontosabb jellemzőit és következményeit.

A válság következtében átrendeződtek a növekedési- és jövedelem-kilátások, másfelől megváltozott az adósságot finanszírozók részéről a kockázat megítélése. Ennek megfelelően jelentős mértékű adósság-leépítés vette kezdetét. Az adósság-leépítés azonban egyértelműen csökkentette az elkölthető jövedelmeket, ezáltal csökken a kereslet, ami mérsékli a növekedést és egy ördögi kör alakulhat ki, mely végső soron akár adósságválsághoz is vezethet. Különösen súlyos lehet ez abban az esetben, ha a jövedelem-tulajdonosok egyszerre kényszerülnek adósságcsökkentésre és így nincs lehetőség mérsékelni ezt a növekedést fékező hatást.

Az adósság-leépítés több csatornán keresztül is hat a termelésre. A háztartások fogyasztásának és beruházásának visszafogása miatt csökken a kereslet és így a termelés. A másik hatás az árakon keresztül jut érvényre. A csökkenő kereslet hat az árakra: csökkenti az árszintet vagy lassítja az árak emelkedését, ami nehezíti az adósság-leépítés folyamatát, mivel az adósság reálértéke emelkedik, vagy kevésbé csökken, mint a folyóáras értéke. Ezért a háztartások még erőteljesebben számolják fel nominális adósságukat, ami további csökkentő hatást fejt ki az árakra. Az adósság-leépülés alacsonyabb beruházáshoz vezet a növekvő reálkamat miatt; önálló monetáris politika hiányában a nominális kamatláb csökkenése elmarad az eszközárak csökkenése mögött. Ez a csatorna a részben vagy egészben önálló monetáris politikát folytató országok esetében kevésbé jelentős. A munkakínálat – a háztartásokat ért negatív jövedelmi sokk miatt – növekszik, a munkakereslet pedig csökken, a reálbérek is tartósan csökkennek. Az egyensúlyi foglalkoztatást elmozdító nettó hatás mértéke a bérek rugalmasságától függ; nagyobb bérmerevség esetén a nominális bérek nem csökkennek jelentős mértékben, viszont a munkanélküliség nagyobb mértékben nő.

Az adósság-leépítés termelés-csökkentő hatása a gazdaság szerkezetétől is függ. Többek között attól, hogy mekkora a vagyonnal rendelkező háztartások aránya, milyen rugalmasan alkalmazkodik a munkapiac mellett a fogyasztási cikkek és beruházási javak piaca, milyen erősek a nominális és reálmerevségek és azok megfelelő gazdaságpolitikai lépésekkel mennyire befolyásolhatók. Meghatározó az is, hogy az ingatlanpiaci válságot elszenvedő országokban a hirtelen feleslegessé vált építőipari kapacitások milyen mértékig csoportosíthatók át más ágazatokba. Végül, egy nyitottabb gazdaság képes lehet a belföldi keresletcsökkenést többé-kevésbé ellensúlyozni az export növelésével. Ha a magánszektor és az állam egyszerre kényszerül adósságcsökkentésre, akkor az anticiklikus költségvetési politika nem ellensúlyozhatja az adósság-leépítés miatti termelés-csökkenést.

Az adósság-leépítés azonban az automatikus stabilizátorokon keresztül – azokban az országokban, amelyekben erre van lehetőség – rontja a költségvetés helyzetét és növeli az adósságrátát is. A lakásépítések visszaesésével csökken a kereslet a nem-külkereskedhető termékek és a szolgáltatások iránt. Ha a lakásberuházási kereslet-csökkenés egy része a fogyasztási cikkek piacán jelenik meg, akkor megnő a fogyasztás és ezen keresztül a külkereskedhető termékek iránti kereslet is. A külső egyensúly akár javulhat is, mert a belföldi árak alakulása reálleértékelődéshez vezet, ami ellensúlyozhatja a megnövekedett fogyasztási kereslet egyenlegcsökkentő hatását.

Az adósság-leépítés addig tart, ameddig az adósság valamilyen fenntartható szintre csökken. A fenntartható adósságot többféleképpen lehet számszerűsíteni.<sup>11</sup> A legnagyobb kihívás az, hogy az adósság folyamatát többnyire hosszú távon lehet csak értékelni, amit viszont megnehezít, hogy a változók közötti kölcsönös kapcsolat feltételezése miatt az adósság is befolyásolja a többi változó alakulását. Elvileg az a közös ezekben a megközelítésekben, hogy a vagyon jelenértékére valamilyen feltételt szabnak meg. A legegyszerűbb szabály az, hogy a nettó vagyon jelenértéke mindig pozitív legyen. Ennél szigorúbb szabály az, amelyik ezt kiigazítási lépés nélkül követeli meg. Végül, egy lazább szabály csak azt követeli meg, hogy a nettó vagyon pozitívvá váljon, azaz eleinte lehet akár negatív is. Az ilyen és az ezekhez hasonló elvi szabályok gyakorlati követelményként való számszerűsítése több ponton kíván meg döntést a használatos mutatók értelmezését és számszerűsítését illetően. Többnyire a feltételeket a bruttó adósságra fogalmazzák meg két okból is. Egyrészt a nettó vagyon kevésbé egységesen definiálható nemzetközi összehasonlításokban, másrészt a követelés és a tartozás kockázata nem azonos és különösen válságosabb időkben válik el egymástól a kettő kockázati megítélése.

---

<sup>11</sup> Lásd Wyplosz (2011).



Tang and Upper (2010) szerint a pénzügyi válságot többnyire a vállalati adósságráta csökkenése követi; az adósság GDP-hez viszonyított aránya átlagosan 38 százalékponttal süllyed és így a válság előtti fellendülést megelőző időszakra jellemző értékhez kerül nagyon közel. A Nemzetközi Valutaalap jelentésében<sup>12</sup> megállapítja, hogy a háztartások adósság-leépítési folyamata egy a válságot megelőző adósságnövekedést követően hosszabb – az adósság-leépítés medián időtartama 7 év – és az adósság/jövedelem hányados 23 százalékponttal csökken. Az adósságráta csökkenése nem figyelhető meg abban az esetben, ha a lakásszektor válságát nem előzte meg adósságnövekedés.

Különös jelentőséget kapott a közelmúltban az államadósság-ráta és a növekedési ütem közötti kapcsolat. Az adósságráta fenntarthatósági küszöbértékének meghatározásával már többen próbálkoztak. Nemrégiben nem csak szakmai körökben vált ismertté az úgynevezett 90%-os szabály.<sup>13</sup>

Az adósságszint fenntarthatóságával összefüggésben az Európai Unió Bizottsága Makrogazdasági egyensúlytalansági eljárása két küszöbértéket határoz meg; egyfelől a bruttó államadósság-ráta esetében 60%, míg a (konszolidált) bruttó magán adósságrátára a 133%-os értéket tekinti kritikusként. Az eljárás során használt mutatószám-rendszerre és azok kritikus értékeire, mint az egyensúlytalanságra figyelmeztető jelzőkre tekintenek, önmagukban nem tekintik értékelhetőeknek, csak kiindulási pontnak az eljárás második lépéseként használt részletes ország-elemzések számára.

Cuerdo et al (2013) szerint a háztartások esetében a következő EU-országokban figyelhető meg erős adósság-leépítési nyomás: Ciprus, Dánia, Spanyolország, Írország, Hollandia, Portugália, Észtország, Lettország, Szlovákia, Svédország és az Egyesült Királyság, míg a nem-pénzügyi vállalkozásokra nézve Belgium, Bulgária, Ciprus, Görögország, Spanyolország, Magyarország, Írország, Olaszország, Portugália, Észtország, Lettország, Szlovénia, Svédország és az Egyesült Királyság esetében okoz komoly feszültséget az adósság-leépítés. Magyarország esetében a vállalati szektor kívánatos adósság-leépítési mértékét a GDP 40, illetve 80 százalékára becsülik attól függően, hogy a válság előtti vagy a 2000. évi szintet tekintik fenntarthatónak.

Az adósság-leépítési folyamatnak a növekedésre gyakorolt hatását jelentős mértékben befolyásolja a hitelezés alakulása. Ha például a bankszektorban is le kell építenie adósságát, akkor az felerősíti a vállalati szektor adósság-leépítés növekedést visszafogó hatását. Ebben a

---

<sup>12</sup> World Economic Outlook 2012. április.

<sup>13</sup> Lásd Reinhart - Rogoff (2010). A legfrissebb kutatási eredmények azonban nem igazolták azt, hogy az adósságráta egy küszöbértéken túljutva fékezi a növekedést. Lásd erről Égert (2013), Panizza and Presbitero (2013). Ez persze nem zárja ki azt, hogy egy ország esetében az adósság vagy az adósságráta túljutva egy ponton fékezi a növekedést. Az ilyen küszöbérték feltételezése továbbra is népszerű elsősorban a politikusok körében.

tekintetben a 2011-re készített számítás szerint Magyarország a hitelkeresleti és -kínálati feszültségek tekintetében Ciprus, Portugália, Spanyolország és Görögország közvetlen közelében található; ezek azok az országok, ahol mindkét oldalon a legmagasabb a feszültség az EU-országok között. (Cuerpo et al, 2013 30. oldal).

Az adósság-leépítés nagyon sokáig tarthat. Koo (2011) szerint a globális pénzügyi válság következtében számos országban alakult ki olyan helyzet, amely több elemében hasonlít ahhoz, ami Japánban a növekedés nélküli – ún. elvesztegetett – évtizedhez vezetett. Koo azt javasolja, hogy amennyiben lehetséges, az állam mindaddig lépjen a magánszektor helyébe, folytassa az eladósodást, amíg a magánszektor adósságát leépíti.

#### **4. EXPORTTÖBBLET, TŐKEKIÁRAMLÁS ÉS A NETTÓ KÜLFÖLDI KÖTELEZETTSÉG-ÁLLOMÁNY ALAKULÁSA**

Az eladósodás hazai tapasztalatainak, valamint az adósság-leépülés koncepcionális kérdéseinek és nemzetközi vonatkozásainak áttekintése után térhetünk rá az állományok változását kísérő tranzakciók (flow-k) elemzésére. Jóllehet statisztikai értemben a tranzakciók „okozzák” az állományok változását (nyitó állomány + tranzakciók + átértékelődések = záró állomány), szándékosan használjuk az ok-okozati kapcsolat irányát homályban hagyó „kísérik” kifejezést. Amint ugyanis az előzőekben láthattuk, a túlzottá vált adósságszintek szándékolt mérséklése, illetve spontán csökkenése (a többnyire „mérlegalkalmazkodásként” fordított „balance-sheet adjustment”) is előidézheti a tranzakciók terjedelmének és egyenlegének változását. Először a belföldi makrogazdasági folyamatok és a külgazdasági tranzakciók közötti, valamint a külgazdasági tranzakciókat egymással összekapcsoló alapvető számviteli összefüggéseket tekintjük át, majd a hazai exporttöbblettel és annak pénzügyi ellentételével, a tőke kiáramlásával foglalkozunk.

##### **4.1. A BEFÖLDI MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK ÉS A KÜLGAZDASÁGI TRANZAKCIÓK KÖZÖTTI, VALAMINT A KÜLGAZDASÁGI TRANZAKCIÓKON BELÜLI ÖSSZEFÜGGÉSEK**

Egy ország külfölddel folytatott tranzakcióinak terjedelme, szerkezete és egyenlege többféle metszetben vizsgálható, ezekről a továbbiakban egyenként igyekszünk képet adni. Az *első* a *megtermelt hazai* jövedelem (a GDP) és annak belföldi felhasználása; a *kettő* különbsége az áru- és szolgáltatás-kereskedelem egyenlege (a nemzeti számlák alapján értelmezett külkereskedelmi mérleg, a makrogazdasági elemzések terminológiája szerint a nettó export). A GDP alaponosságának átrendezésével kapjuk az (1) összefüggést:

$$GDP - C - I = X - M = NX \quad (1)$$

ahol  $C$  a fogyasztást,  $I$  a bruttó felhalmozást,  $X$  a kivitelt,  $M$  a behozatalt,  $NX$  a nettó exportot jelöli. ( $C$  és  $I$  összege a belföldi felhasználás).

A második metszet a rendelkezésre álló nemzeti jövedelem (szabadon elkölthető források) és a belföldi felhasználás közötti viszony alakulása. A rendelkezésre álló nemzeti jövedelem ( $GNDI$ , *gross national disposable income*,  $Yd$ ) a nettó külföldi jövedelem ( $NFI$ ), a nettó egyoldalú folyó átutalások ( $NFTc$ ) és a GDP összege:

$$GDP + NFI + NFTc = GNDI = Yd \quad (2)$$

A rendelkezésre álló nemzeti jövedelem és a belföldi felhasználás ( $C+I$ ) közötti rés azonos a folyó fizetési mérleg egyenlegével ( $CA$ ). A (3) összefüggés két oldalról mutatja a folyó mérleg egyenlegét. Belföldi oldalról a nemzetgazdasági megtakarítások ( $S = Yd - C$ ) és a bruttó felhalmozás ( $I$ ) különbsége, a külfölddel folytatott tranzakciók felől nézve pedig a nettó export, a nettó külföldi jövedelmek, valamint a nettó egyoldalú folyó átutalások összege.

$$Yd - C - I = S - I = NX + NFI + NFTc = CA \quad (3)$$

A rendelkezésre álló nemzeti jövedelem és annak felhasználása, illetve az ennek megfelelő külföldi tranzakciós egyenleg (a folyó fizetési mérleg) azonban a nemzeti számlarendszer mai kategóriái szerint nem mutatja a külfölddel folytatott tranzakciók „végső” egyenlegét – vagyis azt, hogy az ország külföldi finanszírozásra szorul-e (nettó pénzügyi kötelezettségeket halmoz fel), vagy éppen ellenkezőleg, finanszírozza a külföldet (nettó pénzügyi követeléseket halmoz fel, illetve nettó kötelezettségeket épít le). Ahhoz, hogy az így értelmezett finanszírozási igényt, illetve kapacitást jelző egyenleghez eljussunk, a (3) azonosság belföldi és külföldi oldalát egyaránt korrigálni kell a nettó egyoldalú *tőkeátutalásokkal* ( $NFTk$ ), amelyek a nemzeti számlák tőkeszámláján szerepelnek, és a fizetési mérleg úgynevezett tőkemérlegének meghatározó súlyú tételét jelentik Magyarországon és az EU valamennyi új tagországában. Itt számolják el ugyanis az EU-alapokból átutalt, *beruházási célú* egyoldalú transzfereket. A tőketranszferekkel korrigált rendelkezésre álló nemzeti jövedelem [ $Yd(k) = Yd + NFTk$ ] ismeretében határozható meg a *kiegészített* hazai megtakarítás-felhalmozás egyenleg. Ezt, valamint külső ellentételét az alábbi azonosság mutatja:

$$S + NFTk - I = CA + KA = NL \quad (4)$$

A (4) összefüggés bal oldala azt jelzi, hogy a hazai beruházásoknak a külföldi kötelezettségeket nem növelő forrása a *tőketranszferekkel kiegészített* nemzetgazdasági megtakarítás. Jobb oldala pedig azt, hogy egy ország nettó hitelnyújtása ( $NL$ ; alternatív kifejezéssel: nettó finanszírozási kapacitása) a fizetési mérleg folyó- ( $CA$ ), valamint

tőkemérlegének (KA) összevont egyenlege.<sup>14</sup> Ha NL negatív, az ország finanszírozásra („hitelfelvételre”) szorul; ha pozitív, akkor finanszíroz („hitelt nyújt”). A makrogazdasági folyamatok természetének tisztázásához (így a külső egyensúlyhiány belföldi ellentételének vizsgálatához) azonban a nemzetgazdasági aggregátumoknál általában mélyebbre kell menni: az egyes jövedelemtulajdonos szektorok tőkeáttérrel korrigált megtakarításainak és felhalmozásának alakulását is vizsgálni szükséges. Egyes elemzésekben elegendő a kormányzati ( $g$ ) és a magánszektor ( $p$ ) megkülönböztetése; másoknál az utóbbit célszerű tovább bontani háztartási ( $h$ ) és vállalati ( $v$ ) szektorra.

$$(Sg - Ig) + (Sp - Ip) = CA \quad (4/a)$$

$$(Sg + NTk(g) - Ig) + (Sp + NTk(p) - Ip) = NLg + NLp = CA + KA = NL \quad (4/b)$$

A (4/a) összefüggés a folyó fizetési mérlegnek, a (4/b) pedig a nettó hitelnyújtásnak a fő szektorokra bontott belföldi ellentételét mutatja. ( $NLg$  az a kormányzati egyenleg, amelyet az EU-Bizottság az úgynevezett túlzott deficit-eljárás keretében országonként vizsgál.) Ezeknek az összefüggéseknek a számszerűsítése annak tisztázásában segíthet, hogy a külső egyensúlyhiány GDP-arányos értékéhez (annak változásához) mennyiben járul hozzá a kormányzati, illetve a magánszektor.

Ezen a ponton térhetünk át a nemzetközi tranzakciók *harmadik* fontos metszetére, a *finanszírozási* (pénzügyi-eszköz áramlási) *oldalra*, amelyről a gazdaság egészét tekintve a nemzetgazdaság pénzügyi számlái, a rezidensek és nem rezidensek közötti tranzakciók szempontjából pedig a fizetési mérleg pénzügyi mérlege alapján tájékozódhatunk. Az alábbiakban a fizetési mérleg alapazonosságából kiindulva tekintjük át a fontosabb összefüggéseket.

$$CA+KA+FINA+NEO = 0 \quad (5)$$

$FINA$  a pénzügyi mérleg egyenlegét jelöli,  $NEO$  (net errors and omissions) pedig a finanszírozott ( $CA+KA$ ), valamint a finanszírozó tételek ( $FINA$ ) egyenlege közötti statisztikai eltérés.<sup>15</sup>

Az alapazonosságot és a pénzügyi mérleg belső tételeit kissé átrendezve jutunk a (6) összefüggéshez, ahol a bal oldal az úgynevezett „alulról számított” nettó hitelnyújtást (finanszírozási képességet) mutatja, amelynek ellentettje a finanszírozó tételek egyenlege.<sup>16</sup>

<sup>14</sup> A tőkemérlegben a tőkeáttérre kívül van egy „Nem termelt, nem pénzügyi javak” nevű tétel is, például koncessziós díjak, ezzel itt nem foglalkozunk.

<sup>15</sup> Magyarország fizetési mérlegét az MNB kissé más szerkezetben közli: a devizatartalékok változását ( $dR$ -t) kiemeli a pénzügyi mérleg más tételei közül, így az MNB adatközlése szerinti pénzügyi mérleg ( $FINA^*$ ) =  $FINA - dR$ .

<sup>16</sup> Az MNB kiadványaiban gyakran találkozhatunk a „felülről számított”, illetve „alulról számított” külfölddel szembeni finanszírozási képesség fogalmával. Az előbbi  $CA+KA$  (a fizetési mérleg „felső” része), az utóbbi pedig a fizetési mérleg „alsó része” egyenlegének ellentettje [ $-(FINA^*+dR) = (CA+KA+NEO)$ ].

$$CA + KA + NEO = -(NFD + NEQ + NDER + dR) = -FINA \quad (6)$$

*NFD* az adósság-típusú pénzügyi tranzakciók egyenlegét, *NEQ* a tulajdont (equity-t) megtestesítő pénzügyi eszközök forgalmának egyenlegét, *NDER* a derivatív eszközök nettó forgalmát, *dR* pedig a devizatartalékok változását jelöli. A statisztikai eltéréstől eltekintve, (6) azt az egyszerű összefüggést fejezi ki, hogy amennyiben a folyó és a tőkemérleg összevont egyenlege többlettel zár (az ország nettó hitelnyújtó), a pénzügyi eszközök tranzakcióinak összevont egyenlege (*FINA*) szükségképpen hiányt mutat, vagyis az országból *kifelé* áramlik a tőke (mert a pénzügyi eszközök be- és kiáramlásának egyenlege negatív). Fordított a helyzet a folyó és tőkemérleg összevont egyenlegének deficitje esetén: ilyenkor a pénzügyi mérleg többletet mutat, mivel a tőke *befelé* áramlik. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlege tehát nem lehet deficités tőkebeáramlás nélkül, de szufficitet sem mutathat, ha nincs tőkekiáramlás. (A *tőke* ki- és beáramlása, valamint a „tőkemérleg” pusztán névazonosságáról, a devizatartalékok változásának előjeléről, valamint a *NEO* lehetséges értelmezéséről az alfejezet végén szereplő keretes írásban szólnunk.)

Végül, a finanszírozási *tranzakciók* (a fizetési mérleg pénzügyi mérlege) egyenlegének és a nettó külföldi pénzügyi kötelezettségállomány *változásának* (*dNFL*) kapcsolatát mutatja a (7) összefüggés, amelyben *NKL<sub>NFL</sub>* (net capital loss) a kötelezettségeken, illetve a követeléseken keletkező átértékelési (ár- és árfolyamváltozásból eredő) *veszteségek* nettó hatását jelöli (a nettó átértékelési nyereség előjele értelemszerűen negatív).<sup>17</sup>

$$FINA + NKL_{NFL} = dFL - dFA = dNFL \quad (7)$$

A pénzügyi mérleg pozitív egyenlege (a tőke nettó beáramlása), csakúgy, mint a nettó pénzügyi kötelezettségeken keletkező átértékelési veszteség, növeli a bruttó kötelezettségek (*FL*) és követelések (*FA*) különbségét, a nettó külső kötelezettségek (*NFL*) állományát. Az utóbbit viszont csökkenti a pénzügyi mérleg hiánya (a tőke kiáramlása) és az állományokon keletkező nettó átértékelési nyereség. Ha a bruttó állományok (*FL* és *FA*) a GDP arányában nagyon jelentőssé válnak, akkor az átértékelési nyereség/veszteség hatása gyakran felülmúlja a tranzakciókét. Hangsúlyozni kell azonban, hogy az átértékelődés nagysága (olykor előjele is) függ attól, hogy milyen valutában mérünk. Például Magyarországon 2012-ben az euróban mért átértékelési veszteség abszolút nagysága meghaladta a tranzakciók (nettó tőkekiáramlás) hatását, így a nettó külső kötelezettségállomány nőtt. Forintban mérve az átértékelődések negatív hatása elmaradt a tőkekiáramlás mértékétől, így *NFL* csökkent (erre visszatérünk).

A továbbiakban első lépésként az elmúlt évek hazai makrogazdasági folyamatainak külgazdasági oldalát – vagyis a fenti (1), (3) és (4) összefüggések jobb oldalát, továbbá a (6) és (7)

<sup>17</sup> Az átértékelési hatásba beleértjük az úgynevezett egyéb állományváltozást (pl. egyoldalú adósságleírást).

összefüggéseket – vizsgáljuk nemzetközi összehasonlításban. A kimagasló exporttöbblet kialakulásának dekomponálásával kezdjük, és a nettó export fizetési mérlegen belüli szerepével folytatjuk a statisztikai elemzést, bemutatva, hogy a jelentős exporttöbbletet szükségképpen kíséri jelentős tőkeáramlás. Ezt követően foglalkozunk majd a külkereskedelmi többlet belföldi hátterével – az (1), (3) és (4) összefüggések bal oldalával.

A fizetési mérlegre vonatkozó (6) összefüggés értelmezésével kapcsolatban azonban felmerül néhány kérdés, amelyekkel az alábbi keretes írásban foglalkozunk. Az egyik terminológiai (tőkemérleg vs. tőkeáramlás), másik technikai (a devizatartalék-változás előjele), a harmadik egyszerre statisztikai és közgazdasági természetű (mit jelent, illetve jelez a fizetési mérlegen belüli NEO), a negyedik pedig a jövedelmi oldalról („felülről”) és a pénzügyi számlákban szereplő pénzügyi tranzakciók alapján („alulról”) mért megtakarítási adatok eltéréséhez kapcsolódik.

*A fizetési mérleghez kapcsolódó terminológiai, technikai, értelmezési kérdések; a fizetési mérleg és nemzetgazdaság pénzügyi számlái közötti összefüggés*

1. *Tőkeáramlás vs. tőkemérleg.* A folyamatok leírását kissé nehézkessé teszi (egyben gyakori félreértések forrása), hogy a fizetési mérleg **pénzügyi mérlege** mutatja a **tőkeáramlásokat** (a pénzügyi tranzakciókat), **tőkemérlege** viszont azokról az egyoldalú átutalásokról tájékoztat, amelyek a transzfer kedvezményezettjének *vagyonát* változtatják meg (a fejletlenebb EU-tagországok esetében ezek főként az EU alapokból származó beruházási célú transzferek). A *mai terminológia szerinti* tőkemérlegnek tehát – a névrokonságon kívül – semmi köze sincs a tőkeáramlásokhoz. A statisztikai és a közgazdasági terminológia szinkronját a nemzeti számlarendszer (SNA) 1993. évi revíziója óta sem sikerült megteremteni. E revízió keretében nevezték át a tőkeáramlásokat egykor tartalmazó tőkemérleget pénzügyi mérleggé, és ékelték be a folyó és a pénzügyi mérleg közé – megváltozott tartalommal – az úgynevezett tőkemérleget. A közgazdászok azonban kitartóan tőkeáramlásnak nevezik a pénzügyi áramlások negatív egyenlegét, ellenben nem sikerült egyszerű, a tőkeáramlástól jól megkülönböztethető, megnevezést találni a tőkemérlegen keresztül érkező forrásokra. (Javaslatunk: fejlesztési forrás-beáramlás)

2. *A devizatartalék-változás előjele* ellentétes az intuícióval. A devizatartalékok emelkedését a fizetési mérlegben negatív, csökkenését pozitív érték jelzi. Az MNB nem szokványos adatközlése is hozzájárulhat ahhoz, hogy ezen fennakadunk, ugyanis a hazai statisztika nem a pénzügyi mérleg részeként, hanem külön tételként közli a devizatartalék-változást. Holott a pénzügyi mérlegben mindazon tételek, amelyek növelik a nettó külföldi kötelezettségeket (pl. külföldiek hazai állampapír-vásárlása) pozitív, amelyek pedig csökkentik azokat (például rezidensek külföldi részvény-vásárlása), negatív előjellel szerepelnek. E példákkal analóg módon a

devizatartalék-csökkenésnek (amely növeli a nettó külső kötelezettségeket) pozitív, a devizatartalék-emelkedésnek pedig (amely a nettó külső kötelezettségeket csökkenti) negatív az előjele.

3. A *statisztikai eltérés (NEO) értelmezésével* kapcsolatban gyakran vetődik fel a kérdés: a fizetési mérleg vajon melyik részének – „felső” (folyó + tőkemérleg) vagy „alsó” (pénzügyi) tételeinek – a „hibáját” jelzi? A kérdésre – kivételes esetektől eltekintve – nem lehet válaszolni, mivel a fizetési mérlegnek csak egyetlen része kemény adat (nem pedig statisztika): a devizatartalék-változás, amely a jegybanki mérlegnek is része. Mindenesetre a NEO nagy/növekvő *negatív* értéke nem regisztrált tőkekiáramlásra (tőkemenekítésre), és a kimutatottnál rosszabb külkereskedelmi egyenlegre (nagyobb deficitre, illetve kisebb többletre) egyaránt utalhat. Magyarországon 2010-ben és 2011-ben a GDP 1, illetve 1,5%-a körül alakult a *negatív előjelű* statisztikai eltérés (ez nemzetközi összehasonlításban egyáltalán nem kirívó), amely 2012-ben a GDP arányában *plusz* 1,5%-ra fordult át. Ez utalhat arra, hogy a folyó- és tőkemérleg GDP-hez viszonyított 3,5%-os összevont többlete alulbecsült (például: az exporttöbblet nagyobb a hivatalosan regisztrálnál), vagy arra, hogy a hivatalosan kimutatott 5%-nál kisebb arányú volt a nettó tőkekiáramlás („túl sok” tőkekiáramlást, illetve „túl kevés” tőkebeáramlást mér a statisztika), s ezek kombinációjára.

4. A *statisztikai eltérés és a nemzetgazdaság pénzügyi számlái: a megtakarítások és a megtakarítás-beruházás egyenleg körüli bizonytalanság.* A fizetési mérleg pénzügyi mérlegének a devizatartalékok változását is tartalmazó egyenlege szervesen kapcsolódik a nemzetgazdaság pénzügyi számláinak egyenlegéhez. A pénzügyi számlák a gazdaság pénzügyi állományairól és áramlásairól tájékoztatnak, amelyek a nemzetgazdaság úgynevezett integrált számláinak részét képezik. Ezért különösebb kutakodás nélkül kiszámítható a nemzetgazdaság „felülről”, illetve „alulról” (a pénzügyi tranzakciók oldaláról) számított nettó hitelnyújtása közötti különbség, amely lényegében megegyezik a fizetési mérleg statisztikai eltéréssel (a NEO-val). Ez az információ azért fontos, mert világossá teszi, hogy a fizetési mérleg pénzügyi mérlege mögött éppúgy belföldi oldalról is azonosítható pénzügyi tranzakciók állnak, ahogyan a folyó és tőkemérleget is belföldi jövedelmi és kiadási tételek támasztják alá. Ha elfogadjuk, hogy a pénzügyi mérleg egyenlege nem egyszerű „maradék”, akkor azt is el kell fogadnunk, hogy a folyó fizetési és tőkemérleg összevont egyenlegének (a „felülről” számított finanszírozási képesség mutatójának) nincs primátusa az „alulról” számított finanszírozási képesség felett. Mi több, ha adottak a fogyasztásra, a felhalmozásra és a nettó tőketranszferekre vonatkozó adatok, akkor belföldi oldalról két egyenrangú mutató számítható a megtakarításokra, s így a megtakarítás-beruházás egyenlegre is. Ha van értelme „alulról” és „felülről” számított nettó hitelnyújtásról

beszélni, akkor annak is van értelme, hogy az alulról, illetve felülről számított megtakarítás-beruházás egyenlegről beszéljünk. Az „alulról számított” megtakarítás-beruházás egyenleg annak a hipotetikus helyzetnek felel meg, amelyben a pénzügyi tranzakciók tökéletesen vannak mérve, és a jövedelmek mérési hibájából származik a statisztikai eltérés. Az „alulról” számított” megtakarítás a következő formulával határozható meg:  $S = NL + I - NTk$ .

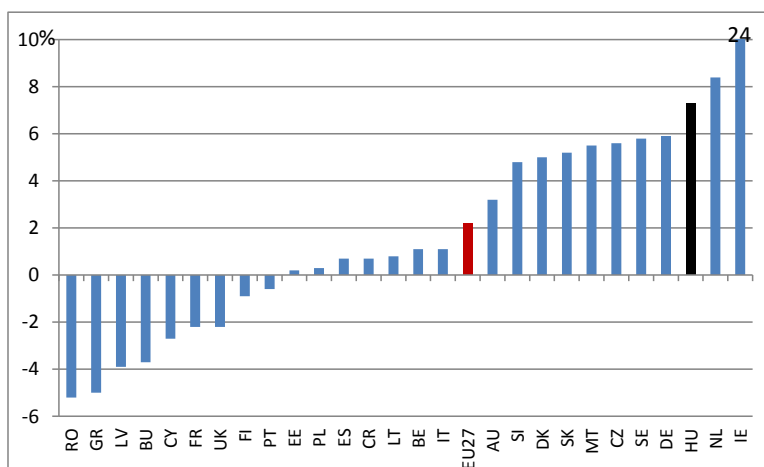
#### 4.2. A HAZAI EXPORTTÖBBLET MÉRETE ÉS A NETTÓ EXPORT VÁLTOZÁSÁNAK ÖSSZETEVŐI EURÓPAI ÖSSZEHAJONLÍTÁSBAN

Magyarország áru- és szolgáltatás-kereskedelmi egyenlegében (a nemzeti számlák szerint értelmezett nettó exportjában) évek óta folyamatosan emelkedik a GDP-arányos többlet. 2005-ben még 2%-os volt a deficit, ez 2007-ben fordult át 1%-os aktívumba, amely 2012-ben 7,4%-ra és a 2013. évi előzetes adatok szerint 8%-ig emelkedett.

Mindenekelőtt azt célszerű tisztázni, hogy a 2012. évi többlet hogyan fest európai összehasonlításban. Az 5. ábra szerint ez messze kiemelkedik az európai mezőnyből: Írország extrém (a GDP 24%-át elérő, főként a külföldi jövedelmek alacsony adóztatásához köthető) többletét leszámítva, egyedül Hollandiában mutatkozott a hazainál nagyobb GDP-arányos aktívum az áru- és szolgáltatás-kereskedelemben.

5. ábra

#### GDP arányos nettó export az EU tagországokban, valamint az EU27 (súlyozatlan) átlaga 2012-ben (százalék)



Forrás: Eurostat

Indokolt azonban megvizsgálni, hogyan alakult ki ez a jelentős többlet. A nettó export GDP-hez viszonyított arányát ugyanis a folyó áron mért export emelkedése, az import csökkenése és a GDP összehúzódása egyaránt növelheti. Amint azonban az alábbi dekompozíció alapján látható,



a GDP változása nem önmagában, hanem a kezdeti nettó exporttal interakcióban befolyásolja a GDP-arányos nettó export változását:

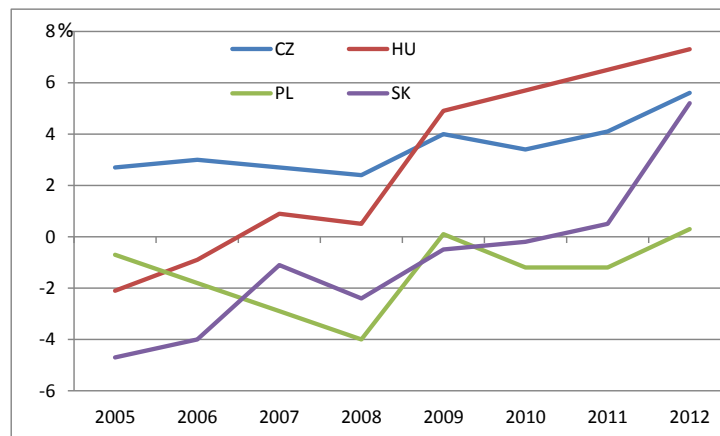
$$\frac{X-M}{Y} - \frac{X_{-1}-M_{-1}}{Y_{-1}} = \left( \frac{X-X_{-1}}{Y} - \frac{M-M_{-1}}{Y} \right) - \frac{X_{-1}-M_{-1}}{Y_{-1}} * \frac{Y-Y_{-1}}{Y} \quad (1)$$

ahol  $X$ ,  $M$  és  $Y$  rendre a kivitelet, a behozatalt és a GDP-t, a  $-1$  alsó index pedig a bázisidőszakot jelöli. A formula azt mutatja, hogy a GDP-arányos nettó export változása egyrészt a nettó export változásának a tárgyidőszaki GDP-hez viszonyított aránya (a zárójeles tag) befolyásolja, másrészt bázisidőszaki GDP-arányos nettó exportnak a gazdasági növekedéssel képzett szorzata. Ez utóbbi hatás akkor számottevő, ha a kezdeti export- (illetve import-) többlet és a gazdasági növekedés (illetve visszaesés) egyaránt jelentős.<sup>18</sup>

A 6. ábra a négy visegrádi ország GDP-arányos nettó exportját mutatja 2005 és 2012 között, a 7. ábra pedig a nettó export-ráta változásának összetevőit, egyrészt 2008-ig (a válság kitöréséig), másrészt 2009-től 2012-ig.

6. ábra

### A GDP-arányos nettó export a visegrádi országokban 2005 és 2012 között (százalékban)



Forrás: Eurostat

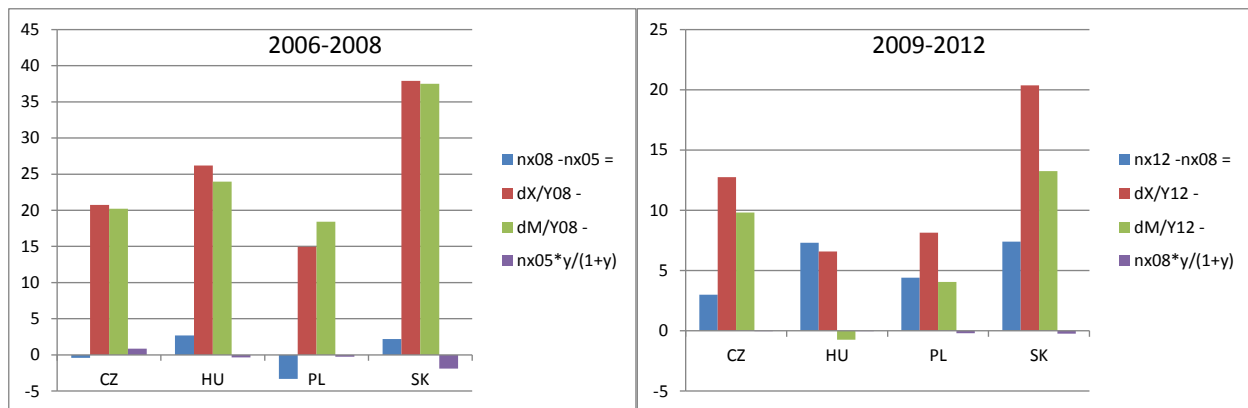
Magyarországnak nemcsak az exporttöbblete jelentős, hanem annak változása is. 2007-ben szűnt meg a korábbi deficit; 2008 és 2012 között 6,8 százalékponttal emelkedett a GDP-arányos

<sup>18</sup> A nagy kezdeti importtöbblet és gyors gazdasági növekedés kombinációjának a nettó importráta emelkedését számottevően fékező hatását mutatják a balti államok, Bulgária és Románia tapasztalatai 2006 és 2008 között. A nagy kezdeti importtöbblet és a jelentős GDP-zsugorodás kombinációjának a nettó exportráta emelkedését visszafogó hatására pedig Görögország 2009 és 2012-közötti tapasztalatai kínálnak példát. Az írás végén szereplő M2. táblázat a dekompozíció értelmezését segítő alapadatokat – GDP-arányos export, import és nettó export –, az M3. táblázat pedig a dekompozíció eredményeit tartalmazza 27 EU-tagországra a 2006-2008-as, valamint a 2009-2012-es időszakokra.

aktívum (a változás mértéke Szlovákiában jelentősebb, de ott csak 2011-ben alakult ki többlet). Csehországban a teljes időszakban pozitív volt az egyenleg, Lengyelországban pedig 2009 óta egyensúly-közeli volt az export-import egyenleg. A 7. ábra arról ad képet, hogy a négy országban milyen tényezők alakították a GDP-arányos egyenlegek változását. A számítások az Eurostat által közölt folyó áras (euróban mért) adatokra támaszkodnak.

7. ábra

**A folyó áron mért, GDP arányos nettó export változása és összetevői 2006 és 2008, illetve 2009 és 2012 között (százalékpontban)**



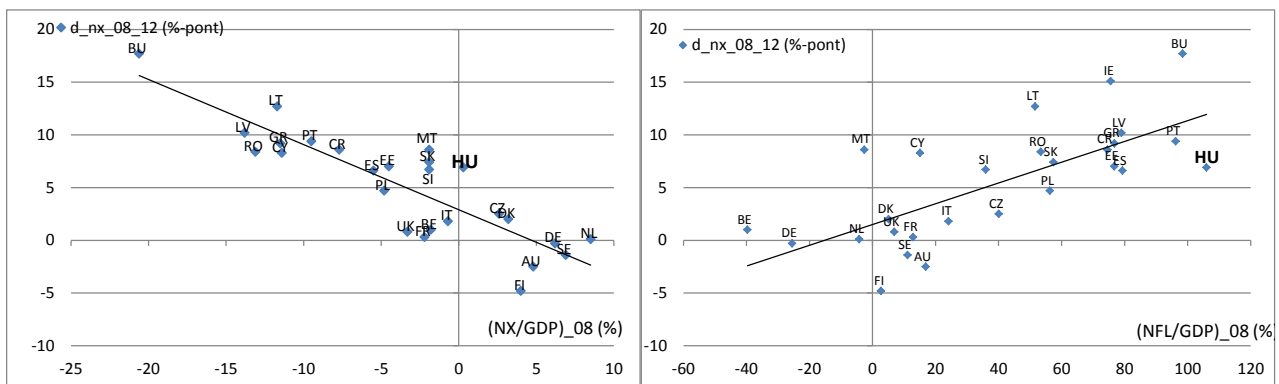
Forrás: Eurostat alapján saját számítás

Az egyes országokhoz tartozó négy oszlop közül az első a GDP-arányos nettó export változását mutatja (százalékpontban), a második az exportbővülés (pozitív), a harmadik az importbővülés (negatív) hozzájárulását, a negyedik pedig a GDP-bővülés és a kezdeti nettó export együttes hatását jelzi (ez a hatás akkor pozitív, ha az előjel negatív). Látható, hogy az utóbbi egyedül Szlovákia esetében volt számottevő az első időszakban (viszonylag nagy volt a kezdeti deficit és gyorsan nőtt a GDP). Ami a két időszak egybevetése, illetve a Magyarországot jellemző folyamatoknak a másik három országgal való összehasonítása alapján szembevetünk, az az export és import hozzájárulásában bekövetkezett rendkívül jelentős változás. Amíg az első periódusban Csehországnál és Lengyelországnál nagyobb relatív export és importbővüléssel sikerült elérni a nettó exportráta mintegy 2,5 százalékpontnyi emelkedését, addig a második időszakban a négy ország közül Magyarországon volt a legcsekélyebb a kivitel növekedésének hozzájárulása, és – egyedülálló módon – az import csökkenése is hozzájárult (0,7 ponttal) a nettó exportráta 7,3 százalékpontnyi emelkedéséhez. Különösen elgondolkodtató a Szlovákiával való összehasonlítás (jobb oldali ábra, utolsó négy oszlop): északi szomszédunk úgy ért el ugyanakkora, azonos irányú változást, hogy közben a kivitel bővülésének hozzájárulása több mint 20, a behozatalé pedig több mint 13 százalékpontot tett ki.

Magyarország GDP-arányos nettó exportjának 2008 óta bekövetkezett változását érdemes szélesebb keretbe helyezve, az EU-tagországokkal összehasonlítva is bemutatni. A térség egészét tekintve ugyanis a külkereskedelmi egyenleg változása (a 9. ábrán jelzett) két – egymással is összefüggő – tényezővel mutat szoros kapcsolatot: a GDP-arányos nettó export, valamint a nettó külső kötelezettségráta (NFL/GDP) „kezdeti” (2008. évi) értékével. (A belföldi tényezők közül a beruházások volumen-változásával függ szorosan össze, erre visszatérünk.) Érthető, hogy a válság előtt létrejött kereskedelmi deficitek mérete jelentősen befolyásolta a kiigazítás későbbi mértékét, ellenben figyelemre méltó, hogy amíg a nettó export változása alig mutat kapcsolatot a nettó külső adósságrátával, addig az FDI-t is tartalmazó nettó külföldi kötelezettségráta válság előtti szintje a kereskedelmi egyenleg változásának szignifikáns magyarázó tényezője. Ez arra utal, hogy a finanszírozási korlátok, illetve alkalmazkodási/kiigazítási kényszerek szempontjából nincs éles választóvonal a működőtőke-, illetve adósság-típusú nettó külföldi kötelezettségek között.

8. ábra

**A GDP-arányos nettó export változása 2008 és 2012 között a 2008. évi nettó export (bal oldal), illetve a 2008. évi nettó külföldi kötelezettségráta (jobb oldal) függvényében az EU tagországaiban\*/**



\*/A bal oldalról kihagytuk Írországot, ahol a 9%-os többlet 24%-ra emelkedett.

Forrás: Eurostat alapján saját számítás

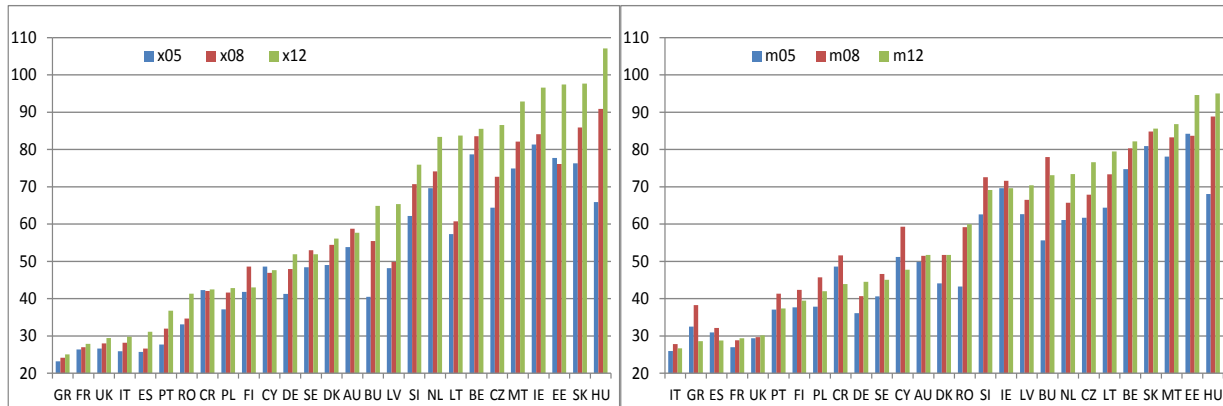
A 8. ábrán egyrészt látható, hogy a hazai nettó export változása európai összehasonlításban korántsem kirívó: az eurózána válság-országokban (általában az árfolyamot rögzítő országokban) jelentősebb volt a kiigazítás mértéke. Másrészt, az is kitűnik, hogy a térség egészét jellemző trendhez képest nálunk a nettó export változása nagyobb volt, ha az utóbbit a „kezdeti” nettó exporthoz, és kisebb, ha a nettó külföldi kötelezettséghez viszonyítjuk. 2008-ban Magyarország nettó külső kötelezettségrátája (NFL/GDP) volt a legmagasabb az EU-ban, s az akkori egyensúly-közeli nettó exporttal egyértelműen kilógtunk a sorból. A válságot megelőzően ugyanis szoros pozitív kapcsolat mutatkozott az importtöbblet mértéke és az NFL/GDP mutató között: azokat az

országokat, amelyek jelentős kötelezettségeket halmoztak fel, általában számottevő folyó hiányok is jellemezték. (2012-re egyébként a nettó külső kötelezettségráta tekintetében hátrébb kerültünk: Portugália, Írország és Görögország rátája magasabb volt a hazainál.)

A nettó export folyó áron mért relatív nagysága s annak változása a további elemzés szempontjából azért fontos, mert ezek az adatok kapcsolhatók össze az alább vizsgálandó fizetési-mérleg tételekkel (nettó hitelnyújtással, illetve tőkeáramlással), továbbá a nettó hitelnyújtás belföldi ellentételének szektorok közötti felbontásával. Amikor azonban a továbbiakban a hazai exporttöbblet belföldi reálgazdasági háttéréről igyekszünk képet kapni, a folyóáras mutatók mellett fontosak lesznek a *változatlan áron* mért indikátorok (változások és ráták), hiszen ezek tájékoztatnak a gazdaság reál-teljesítményéről. Ezért a visegrádi négyekre bemutatjuk a nettó export-ráta változását és annak dekompozícióját 2005. évi áron is. A változatlan áras felbontás értelmezéséhez azonban elengedhetetlen a 2005. évi áron mért GDP-arányos export és import szintjének ismerete, e tekintetben ugyanis Magyarország mutatói európai összehasonlításban kifejezetten extrém értékeket értek el, lásd a 9. ábrát.

9. ábra

**A 2005. évi áron mért GDP-arányos export (bal oldal) és import (jobb oldal) az EU tagországaiban 2005-ben, 2008-ban és 2012-ben**



Forrás: Eurostat

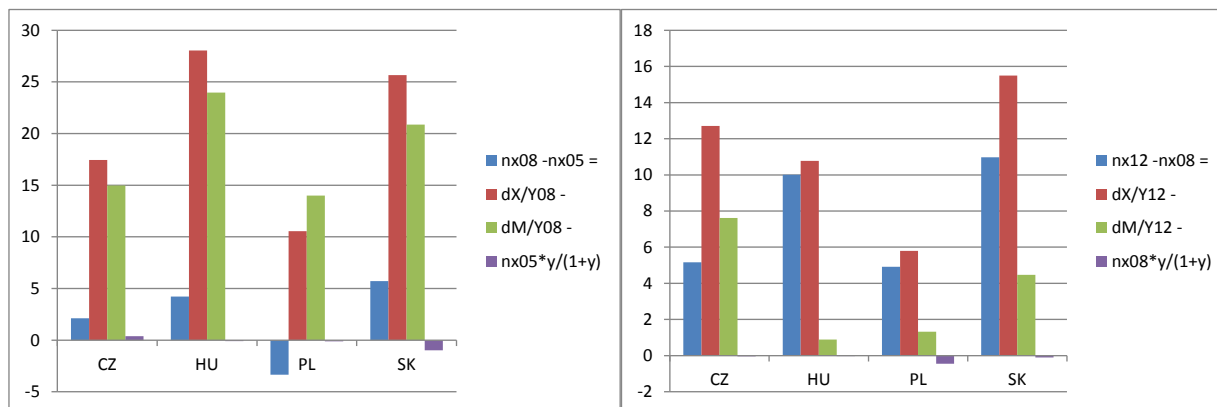
2012-ben Magyarország a 2005. évi áron mért export- (107%) és importhányadot (95%) tekintve egyaránt szélső pozícióba került az EU-tagországok között. Luxemburgon kívül (amelytől ilyen összehasonlításokban mindig eltekintünk) nincs más ország, amelynek így mért exporthányada meghaladja a GDP 100%-át, és egyedül Észtország közelíti meg a magyarországi importhányadot. Ez arra utal, hogy a hazai külgazdasági szektor reál-teljesítménye európai összehasonlításban szokatlan mértékben távolodott el a gazdaság összteljesítményétől.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> Lásd erről Oblath (2010).

Mindezek fényében értelmezendő a 10. ábra, amely a GDP-arányos nettó export változatlan áron mért alakulásának összetevőit mutatja be. (Az EU valamennyi tagországra vonatkozó számítás értelmezéséhez szükséges információk az M4. táblázatban, a számítás részletei az M5. táblázatban szerepelnek.)

10. ábra

**A GDP arányos nettó export változása és összetevői 2005. évi áron, 2006 és 2008 (bal oldal), illetve 2009 és 2012 (jobb oldal) között (százalékpontban)**

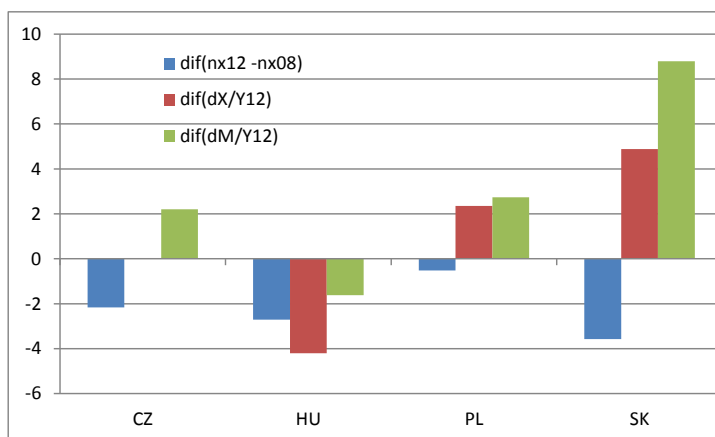


Forrás: Eurostat alapján saját számítás

Változatlan áron mérve, Magyarországon nagyobb az export változásának hozzájárulása mindkét időszakban, mint folyó áron (az export hozzájárulását tekintve, az első időszakban az élen álltunk, a másodikban Szlovákia és Csehország mögé szorultunk), továbbá a második időszakban a hazai import nem csökkent, hanem minimálisan emelkedett. Ez abból eredt, hogy a nemzetgazdasági kivitel és behozatal GDP-hez viszonyított árszintje egyaránt csökkent, amiben a négy ország között egyedül állunk. A folyó, illetve változatlan áron mért export és import hozzájárulásának eltérése a *belső reálárfolyam* változásának egyfajta mutatójaként is felfogható.<sup>20</sup> A 11. ábrán látható, hogy 2008 és 2012 között a külkereskedelemben *bekerült* áruk és szolgáltatások relatív ára nálunk csökkent, Lengyelországban mérsékelten, Szlovákiában számottevően emelkedett, Csehországban az exporté nem változott, az importé emelkedett.

<sup>20</sup> A „belső” és „külső” reálárfolyam fogalmi és statisztikai kérdéseiről lásd pl. Égert- Halpern - MacDonald (2006).

**A GDP-arányos folyó, illetve változatlan áron mért nettó export változásának és komponenseinek különbsége 2008 és 2012 között (százalékpontban)**



Forrás: lásd a 7 és a 10. ábrát

Az export, illetve az import relatív árváltozásának egybevetéséből az is kitűnik, hogy mind a négy ország cserearányai romlottak, bár eltérő mértékben: a legnagyobb cserearány-veszteséget Szlovákia szenvedte el, Magyarországon és Csehországban némileg enyhébb, Lengyelországban pedig minimális volt az árveszteség.

*A kivitel piaci részesedésének alakulása és a behozatal változása nemzetközi összehasonlításban*

Elemzésünk elsősorban GDP-arányos mutatókra támaszkodik, hiszen a kivitel, a behozatal, valamint a kettő közötti különbség nemzetgazdasági összefüggéseiről igyekszik képet adni. A hazai áru- és szolgáltatás-külkereskedelem alakulásáról alkotott kép azonban hiányos lenne, ha nem térnénk ki kivitelünk nemzetközi piaci részesedésének, illetve behozatalunk világimportban képviselt részarányának változására. A 2008-2012 közötti időszakra összpontosítunk, azokra az évekre, amelyeket a GDP-arányos nettó export szakadatlan emelkedése jellemez.

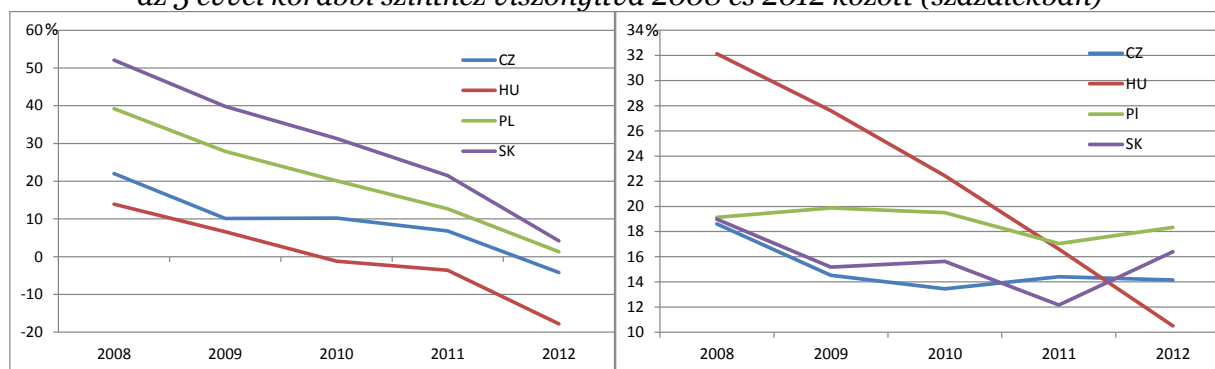
A kivitel piaci részesedés-változásának vizsgálatához alkalmas kiindulópont az EU makrogazdasági egyensúlytalansági eljárása (MIP)<sup>21</sup> keretében vizsgált mutató: a világ áru- és szolgáltatás-kivitelében képviselt, folyó áron mért részaránynak az öt évvel korábbi sinthez viszonyított változása.<sup>22</sup> (Figyelmeztető jel: 6%-nál nagyobb csökkenés.) Az alábbi ábra bal oldalán e mutató alakulását láthatjuk a visegrádi országok körében. Amíg Lengyelországot és Szlovákiát (valamint Csehországot 2011-ig) a növekedési ütem mérséklődése jellemzi,

<sup>21</sup>[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/macro-economic\\_imbalance\\_procedure/mip\\_scoreboard/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macro-economic_imbalance_procedure/mip_scoreboard/index_en.htm)

<sup>22</sup> Erre a mutatóra visszatérünk az 1. Függelékben.

Magyarország részesedése 2010 óta csökken a világexportban, amelynek 18%-os 2012. évi mértéke jóval a túllépte a MIP által kritikusnak tekintett küszöböt. Az ábra jobb oldala egy ehhez hasonló, az AMECO-adatbázison alapuló, saját számítás eredményét mutatja be. Itt az egyes országok saját exportpiacaik bővüléséhez viszonyított áru- és szolgáltatás-kivitelének változását<sup>23</sup> láthatjuk az öt évvel korábbival összehasonlítva, ez esetben azonban nem folyó, hanem változatlan áron mérve. Bár a hazai kivitel így értelmezett relatív volumenváltozása még 2012-ben is mintegy 10%-os – vagyis a folyó áron mért összehasonlítással ellentétben, nem válik negatívvá – a mutató meredek, sőt gyorsuló süllyedése világosan jelzi a kedvezőtlen irányzatot. A másik három ország mutatója 2012-re a hazai fölé került, és egyikük esetében sem mutatkozik a hazaihoz hasonló, határozott irányzat.

*A folyó áron mért áru és szolgáltatás-export világpiaci részesedésének változása (bal oldal) és a változatlan áron mért áru- és szolgáltatás kivitel piaci részesedésének változása (jobb oldal) az 5 évvel korábbi szinthez viszonyítva 2008 és 2012 között (százalékban)*

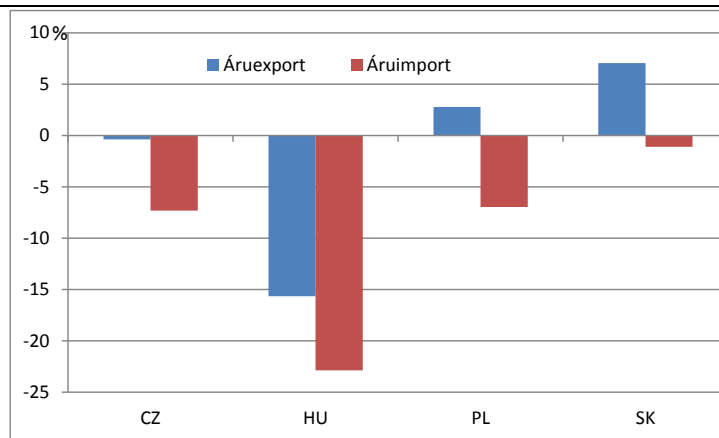


Forrás: bal oldali ábra: EU Bizottság: MIP; jobb oldali ábra: AMECO alapján készült saját számítás

Az a körülmény, hogy a hazai külkereskedelmi többlet emelkedését a kivitel gyengülő piaci teljesítménye kísérte, arra utal, hogy a nemzetközi összehasonlításban kimagasló exporttöbblet háttérében a kirívóan gyenge „importteljesítményt” kell keresni. Az alábbi ábra, amely a visegrádi országoknak a világ áruexportjában és -importjában képviselt részesedések változásáról ad képet, pontosan ezt mutatja.

*A világ folyó áron mért áruexportjában és -importjában képviselt részarányok változása 2008 és 2012 között (százalékban)*

<sup>23</sup> A felhasznált mutató megnevezése az AMECO-ban: Market performance of exports of goods and services on export weighted imports of goods and services.



Forrás: AMECO alapján saját számítás

Abban az időszakban, amelyben a GDP-arányos árukiviteli egyenlegünk<sup>24</sup> 1,2%-os deficitből 3,6%-os többletbe fordult át, vagyis a mérleg mintegy 5 százalékponttal „javult”, a folyó áron mért exportunk részesedése csaknem 16%-kal csökkent a világkereskedelemben, ezt azonban jóval meghaladta behozatalunk részarányának zsugorodása (23%). A másik három országban ennél lényegesen enyhébbnek bizonyult az import-részesedés csökkenése, miközben az export-részarány Csehországban alig változott, Lengyelországban és Szlovákiában pedig emelkedett.

A fentiekhez közvetlenül kapcsolódik a Mellékletben szereplő M2. ábra, amely az áru és szolgáltatás-forgalom változásának összetevőiről (áru és szolgáltatás; export és import; volumen-ár és érték-változás szerint) nyújt áttekintést a visegrádi országokra nézve. Az összehasonlításból kitűnik, hogy Magyarország az elmúlt években csaknem valamennyi metszetben rosszabbul teljesített a többi országnál, ahogyan az is, hogy a 2000-2007, valamint a 2008-2012 közötti időszak egybevetése számunkra kifejezetten hátrányos. Magyarország szempontjából különösen kedvezőtlenek a folyó áron mért, illetve az árukereskedelemre vonatkozó összehasonlítások. Az egyetlen terület, ahol Magyarország nemzetközi összehasonlításban és más tevékenységekhez viszonyítva jól teljesített, a szolgáltatás-export volt.

Itt visszatérünk a GDP-arányos, változatlan áron mért kiviteli és behozatali hozzájárulásokra. Ha a növekményeket – a 11. ábrán bemutatottól eltérően – a nem a tárgyévi, hanem a bázisévi GDP-hez viszonyítjuk, akkor a kettő különbségeként a nettó export növekedési hozzájárulásához jutunk, amely – a belföldi felhasználásával egybevetve – a gazdasági növekedés/visszaesés keresleti tényezőit illetően tartalmaz fontos információt.<sup>25</sup> A 12. ábra mutatja a nettó export,

<sup>24</sup> Lásd a Melléklet 8. táblázatát a GDP-arányos áru-és szolgáltatásforgalmi egyenleg összetevőiről.

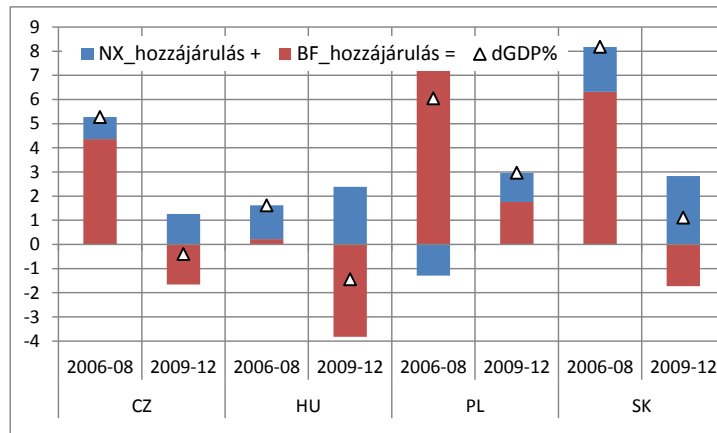
<sup>25</sup> A nettó export (NX) növekedési hozzájárulása:  $(NX_t - NX_{t-1})/Y_{t-1} = [(X_t - X_{t-1})/Y_{t-1} - (M_t - M_{t-1})/Y_{t-1}]$ . A belföldi felhasználás (BF) növekedési hozzájárulása:  $(BF_t - BF_{t-1})/Y_{t-1}$ . A GDP növekedési üteme:  $(Y_t/Y_{t-1}) - 1 = NX$  növekedési hozzájárulása + BF növekedési hozzájárulása. Jelölések: Y, NX, X, M és BF rendre a



illetve a belföldi felhasználás (százalékpontban mért) hozzájárulását a GDP évi átlagos változásához a négy összehasonlított országban (az M6. táblázat tartalmaz valamennyi EU-tagországra vonatkozó, a fogyasztás, illetve beruházás hozzájárulására is kiterjedő adatokat).

12. ábra

**A belföldi felhasználás (BF) és a nettó export (NX) hozzájárulása a GDP átlagos évi növekedéséhez a visegrádi országokban 2006-és 2008, illetve 2009 és 2012 között (százalékpont, illetve százalékos változás)**



Forrás: Eurostat alapján saját számítás

A válságot követően mind a négy országban pozitív a nettó export növekedési hozzájárulása, de ehhez egyedül Lengyelországban társult a belföldi felhasználás emelkedése, így a lengyel gazdaság igen gyorsan növekedett. A belföldi felhasználás visszaesése Magyarországon volt a legsúlyosabb, s mivel ezt a hatást a nettó export kedvező hozzájárulása csak tompítani tudta, a hazai GDP jelentősen csökkent. Figyelmet érdemel azonban, hogy miközben Szlovákiában a nettó export pozitív hozzájárulása nagyjából megegyezett a magyarországgal, a belföldi felhasználás csökkenése ott sokkal kisebb volt, s így a gazdaság, ha szerény mértékben is, de növekedni tudott. Ez úgy is megfogalmazható, hogy a nettó export hasonló relatív javulásának Szlovákiában lényegesen kisebb volt a belföldi felhasználás visszaesésében kifejezett költsége, mint Magyarországon.

Ha viszont a válságot közvetlenül megelőző két év (2006-2008), valamint 2009-2012-es időszak változásait (a differenciák differenciáit) vetjük egybe, Magyarországon a válság által okozott sokk némileg enyhébb volt, mint a többi országban. Nálunk a belföldi felhasználás növekedési hozzájárulása 4, Lengyelországban 5,5, Csehországban 6, Szlovákiában pedig 8 százalékponttal csökkent a két időszak között. A különbségek fő oka, hogy 2006-2008-ban Magyarországon – a megindult költségvetési konszolidáció folytán – a belföldi felhasználás alig

GDP, a nettó export, az export, az import és a belföldi felhasználás változatlan áron mért szintje; t a tárgyidőszak, t-1 a bázisidőszak jele.

bővült, miközben a másik három országban éppen ekkor jutott növekedésének csúcsára. Így a gazdasági növekedés ütemváltását tekintve Lengyelországhoz hasonló a helyzetünk; Csehországban és Szlovákiában sokkal jelentősebb volt a növekedési ütemben bekövetkezett fordulat. A változatlan áron mért nettó export és a belföldi felhasználás kapcsolatára még visszatérünk; előbb azonban a folyó áron mért nettó export és a tőkekiáramlás közötti hazai összefüggésről kell szólni.

#### 4.3. NETTÓ EXPORT, NETTÓ HITELNYÚJTÁS ÉS TŐKEKIÁRAMLÁS

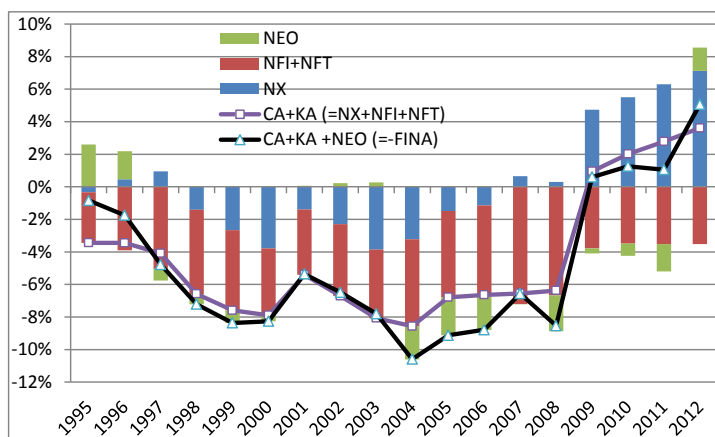
A nettó export és a nettó tőkeáramlás kapcsolatát a 4.1. pontban felírt (3) és (6) azonosság összekötésével és átrendezésével mutathatjuk be. A nettó export (NX), a nettó külföldi jövedelem (NFI) valamint az összes (folyó és tőke-) transzfer (NFT) egyenlege, korrigálva a statisztikai eltéréssel, megadja a gazdaság úgy nevezett „alulról számított” nettó hitelnyújtását (finanszírozási képességét), amelyet a pénzügyi mérleg (FINA) egyenlege finanszíroz.

$$(NX + NFI + NFT) + NEO = -FINA \quad (7)$$

A zárójelben szereplő három tag összege megegyezik a folyó (CA) és tőkémérleg (KA) összevont egyenlegével (a „felülről számított” nettó hitelnyújtással, illetve finanszírozási képességgel). Mivel a nettó export mellett a jövedelem- és a transzfermérleg alakulása is kapcsolatban állhat a pénzügyi tranzakciók egyenlegével, az a korábban megfogalmazott állításunk, amely szerint a sajnálatosnak ítélt tőkekiáramlás voltaképpen tükörképe az örvendetesnek tekintett külkereskedelmi többletnek, nem általános érvényű, hanem az elmúlt év hazai folyamataira vonatkozó empirikus megállapítás. Mielőtt azonban ezt adatokkal is alátámasztanánk, ismét hangsúlyozzuk, hogy a (7) összefüggés – a 4.1. alfejezetben áttekintettekhez hasonlóan – mérlegazonosság, és nem oksági összefüggés. A bal oldal zárójeles tagja „okozhatja” a jobb oldalt, és megfordítva; de persze az is lehetséges, hogy egyik oldal sem „okozza” a másikat, hanem a két oldalt közös tényezők alakítják. Ilyen lehet a már tárgyalt adósság leépülés, amely egyszerre válthat ki tőkekiáramlást és okozhat nettó külföldi hitelnyújtást (a megtakarítások emelkedése és a beruházások visszaesése révén). Ezt a hatását azonban gazdaságpolitikai lépések is fokozhatják, erről a bevezető részben szóltunk.

A 13. ábra hazai adatok alapján – a jövedelem- és a transzfermérleget (NFI-t és NFT-t) összevonva – reprodukálja a (7) összefüggés időbeni alakulását. Jóllehet Magyarországon, az EU legtöbb tagországához hasonlóan, hosszabb távon is szoros (negatív) kapcsolat mutatkozik a nettó export és a pénzügyi mérleg egyenlege között (mind a szinteket, mind a változásokat tekintve), most az elmúlt négy évre összpontosítunk: arra az időszakra, amelyet a pénzügyi mérleg deficitje, vagyis tőkekiáramlás jellemezett.

### A GDP-arányos „felülről” és „alulról” számított finanszírozási képesség és főbb összetevőinek alakulása Magyarországon 1995 és 2012 között

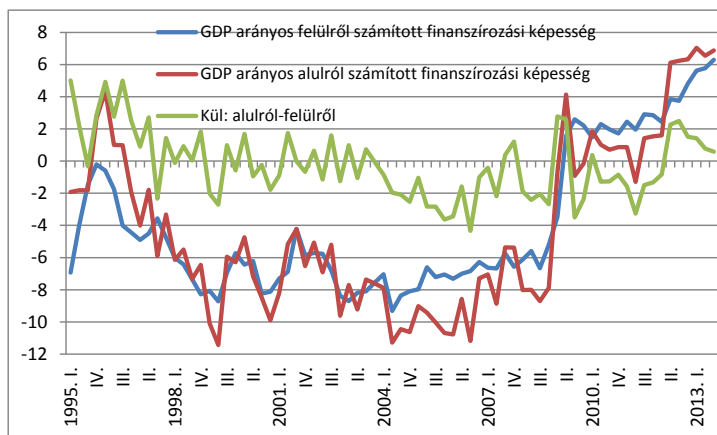


Jelölések: NEO: statisztikai eltérés; NFI, nettó külföldi jövedelem; NFT: nettó külföldi (folyó és tőke-) transzfer; NX: nettó export; CA, folyó fizetési mérleg; KA tőkemérleg; FINA: pénzügyi mérleg

Forrás: MNB-adatok alapján saját számítás

Szembetűnő, hogy 2009 és 2012 között a jövedelmi és transzfermérleg GDP-arányos együttes egyenlege lényegében nem változott (a jövedelemegyenleg némi romlását ellensúlyozta az EU-transzferek beáramlása); így a „felülről számított” növekvő nettó külföldi hitelnyújtás (a folyó- és tőkemérleg együttes egyenlegének fokozódó többlete) kizárólag az áru- és szolgáltatáskereskedelmi többlet emelkedéséhez köthető. A tőkeáramlást jelző finanszírozási oldalon a folyamatok iránya azonos, de volt olyan év (2011), amikor a (negatív) NEO emelkedése eltérítette egymástól a kétféle oldalról mért nettó hitelnyújtás változásának irányát. 2012-ben, éppen ellenkezőleg, nagyobbak mutatkozik a külföld finanszírozása, mint amit a folyó- és tőkemérleg együttes egyenlege indokol. Ez a regisztráltnál nagyobb exporttöbbletből és/vagy kisebb nettó tőkekiáramlásból egyaránt adódhat. *Ha azonban a statisztikai eltéréstől eltekintünk, egyértelmű a nettó export és a nettó külföldi hitelnyújtás alakulásának rendkívül szoros kapcsolata.* Kérdés persze, hogy eltekinthetünk-e a statisztikai eltéréstől. A folyamatok statisztikai leírásában nyilván nem tekinthetünk el tőle, de azok közgazdasági értelmezésében mindaddig nem tulajdoníthatunk specifikus jelentőséget a NEO-nak, amíg nem ismerjük annak mögöttes tartalmát, azaz véletlen hatásnak kell tekintenünk. A 14. ábra a „felülről” és az „alulról” számított finanszírozási képesség alakulását mutatja a GDP arányában; a kettő különbsége a statisztikai eltérés. 2012 óta a statisztikai eltérés pozitív (nagyobb az alulról, mint a felülről számított többlet).

**A GDP-arányos „felülről” és „alulról” számított finanszírozási képesség  
szazonálisan kiigazított időszora Magyarországon 1995 első és 2013 harmadik  
negyedéve között**



Forrás: MNB

A 14. ábra szerint a pénzügyi mérleg egyenlege alapján számított finanszírozási képesség egyedül az 1995. évi stabilizációt követő időszakban haladta meg számottevően a „felülről” mért finanszírozási képességet, amit a szakma akkoriban a tőke „hazamenekítéseként” értelmezett (a Mexikó után Magyarországot fenyegető csődveszély elhárult, és a korábban külföldre vitt, illetve ott tartott összegek belföldi devizaszámlákra kerültek.) AZ EU-csatlakozás után fordított irányban nyílt ki a két mutató közötti olló, aminek valószínű magyarázata a külkereskedelmi (főleg az import-) statisztika minőségének romlása és a külkereskedelmi deficit alábecslése volt. Arra nézve, hogy 2002 eleje óta miért nagyobb az alulról mért, mint a felülről számított többlet, nincs kézenfekvő magyarázat, amint azonban említettük, a jelenség ellentmond a tőkemenekítés feltevésének.

#### 4.4. A TŐKEÁRAMLÁS IRÁNYA ÉS A NETTÓ KÜLSŐ KÖTELEZETTSÉGRÁTA VÁLTOZÁSA

A külső pénzügyi folyamatok áttekintését a GDP-arányos külső kötelezettségállomány változásának felbontásával zárjuk. Emlékeztetőül: a nettó külső kötelezettség (NFL: net foreign liabilities) az adósság, valamint nem-adósság típusú kötelezettségek és követelések különbsége; nagysága megegyezik az ország *negatív* nettó befektetési pozíciójával (NIIP: net international investment position). Az NFL változása közvetlenül összefügg a pénzügyi mérleg egyenlegével (nettó tőkebeáramlás nyomán emelkednek, nettó tőkekiáramlással csökkennek a nettó külső kötelezettségek), de az átértékelődések is jelentős hatásuk lehet, továbbá a GDP arányosában kifejezett mutató változását a gazdasági növekedés üteme is befolyásolja:

$$nfl_t - nfl_{t-1} = \frac{NFL_t - NFL_{t-1}}{Y_t} - \frac{NFL_{t-1}}{Y_{t-1}} \left( \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_t} \right) \quad (8)$$

ahol NFL a nettó külső kötelezettségráta, *nfl* annak GDP-arányos értéke, *Y* a nominális GDP, *t* és *t-1* indexek pedig a tárgy, illetve bázisidőszakot jelölik. A jobb oldal első tagja a nettó külföldi kötelezettségráta tárgyévi változásának a tárgyévi GDP-hez mért arányát, a második tag pedig a bázisévi nettó külföldi kötelezettségráta és a gazdasági növekedés interakciójának hatását mutatja.<sup>26</sup> A második tag azt jelzi, hogy a külső kötelezettségráta emelkedését annál inkább lassítja a gazdasági növekedés, minél magasabb a kezdeti ráta, ám a gazdasági visszaesésnek a ráta emelkedésére gyakorolt hatása is a kezdeti szint növekvő függvénye. A jobb oldali első tag számlálójának összetevői:

$$NFL_t - NFL_{t-1} = (\text{tranzakciók})_t + (\text{nettó átértékelődési veszteség})_t + (\text{egyéb volumenváltozások})_t$$

$$\text{, ahol}$$

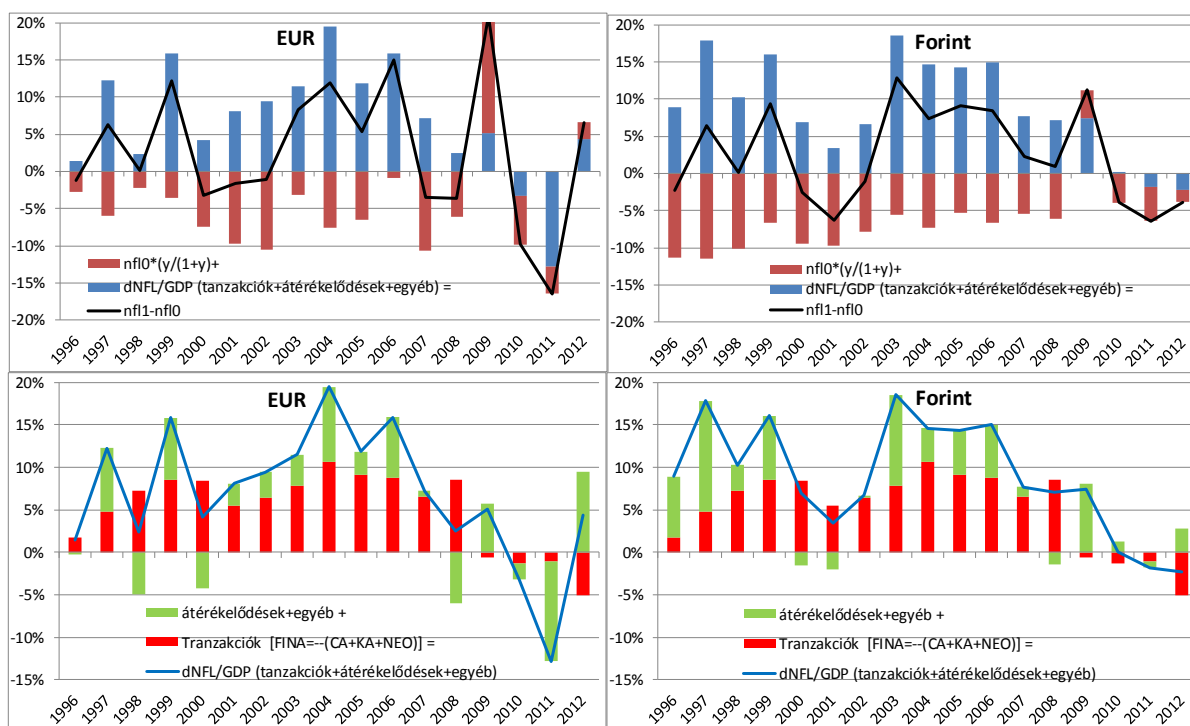
$$(\text{tranzakciók})_t = FINA_t = -(CA_t + KA_t + NEO_t)$$

Vagyis a nettó külföldi kötelezettséget növeli a pénzügyi mérleg pozitív egyenlege, csakúgy, mint a nettó átértékelődési veszteség; a pénzügyi mérleg deficitje és az átértékelődési nyereség viszont csökkenti a nettó külső kötelezettségeket. A 15. ábrán bemutatott dekompozíciók arra hívják fel a figyelmet, hogy a nettó külföldi kötelezettségráta rövid távú változásáról és annak összetevőiről alkotott képet jelentősen befolyásolhatja, hogy euróban (bal oldal) vagy forintban (jobb oldal) mérjük a változásokat. (Az átértékelődési hatást és az „egyéb volumenváltozást” összevonjuk, mivel az utóbbinak a legtöbb évben csekély a jelentősége.)

---

<sup>26</sup> A nettó külföldi kötelezettségráta-változás finomabb felbontásának számos módszere lehetséges (a reál- és árváltozások megkülönböztetése, a reálárfolyam-változás hatásának elkülönítése, a reálhozam felbontása kamat/profit-, illetve átértékelődési hatásra stb.). Ezekről lásd például Lane – Milesi-Ferretti (2005a és 2005b), vagy – a 2005-ig tartó hazai folyamatokra alkalmazva – Antal Judit (2006) tanulmányát.

**Magyarország GDP-arányos nettó külső kötelezettségállomány-változásának dekompozíciója euróban (bal oldali ábrák) és forintban (jobb oldali ábrák) (A nettó külső kötelezettségráta százalékpontban mért éves változása és annak összetevői)**



Forrás: MNB alapján saját számítás

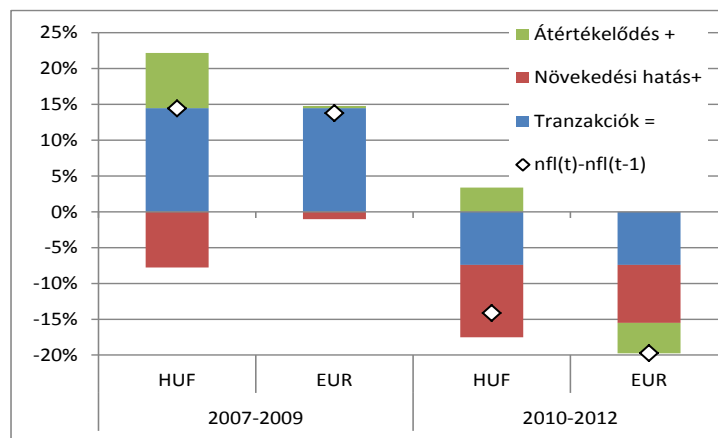
A 15. ábra felső két része a gazdaság nominális növekedésének a nettó kötelezettségráta változására gyakorolt hatását különíti el a másik két tényezőétől (tranzakciók és átértékelődések), az alsó kettő pedig a tranzakciók, illetve az átértékelődések hozzájárulását mutatja. A bal, illetve jobb oldal összehasonlításából kitűnik, hogy miközben a tranzakciók hatása (vagyis a pénzügyi mérleg GDP-arányos egyenlege) független attól, hogy euróban vagy forintban számolunk-e, mind a növekedési, mind pedig az átértékelődési hatás nagyságát, illetve előjelét – s így a nettó külső kötelezettségráta változását is – befolyásolhatja a számbavétel devizaneme. Például 2012-ben az euró-adatok alapján mintegy 6,5 százalékponttal nőtt, a forint-adatok szerint viszont 4 százalékponttal csökkent Magyarország nettó külföldi kötelezettség-rátája, holott a tranzakciók önmagukban – mindkét módon számítva – mintegy 5 százalékponttal járultak hozzá a külső kötelezettségráta mérsékléséhez.<sup>27</sup>

<sup>27</sup> A Mellékletben szereplő M3 és M4. ábrán látható azonban, hogy hosszabb távon nagyjából együtt mozognak a forintban, illetve euróban mért GDP-arányos nettó kötelezettségek (csakúgy, mint a bruttó kötelezettségek és követelések). Azokban az években mutatkoznak jelentős eltérések, amelyekben nagy a különbség az évi átlagos és az év végi árfolyam között.

A tranzakciókon kívüli tételek jelentős hatása alapvetően annak tulajdonítható, hogy Magyarországon mind a bruttó kötelezettségek és követelések szintje, mind pedig azok egyenlege rendkívül magasra emelkedett a GDP arányában. (A Mellékletben szereplő M1. táblázatból és M1. ábrából kitűnik, hogy 2012-ben a GDP-hez viszonyítva a bruttó kötelezettségek 200% felett, a bruttó követelések 100% körül, így a nettó kötelezettségek is 100% felett alakultak.) A bruttó száraz magas aránya azzal jár, hogy a nettó kötelezettségráta *változása* rendkívül érzékenyé válik az átértékelődési hatások egyenlegére, a magas *kezdeti* nettó kötelezettségráta pedig arra vezet, hogy a GDP nominális változásának – devizanemtől függő – mértéke ugyancsak jelentősen befolyásolhatja e ráta alakulását. S amint szó volt róla, az euróban és forintban mutatkozó, olykor jelentős eltérések pedig elsősorban ahhoz köthetők, hogy a tranzakciók (így a GDP és a pénzügyi számla egyenlege) évi átlagos árfolyamon, ellenben a követelés, illetve kötelezettség-állományok év végi árfolyamon kerülnek számbavételre. A 16. ábra a nettó külföldi kötelezettségráta emelkedésének csúcspontjáig (2009-ig) tartó, valamint azt követő három év kumulált változásának összetevőiről ad képet, forintban és euróban mérve (2009-ben forintban 117%, euróban 221% volt a ráta).

16. ábra

**A 2007 és 2009, illetve a 2010 és 2012 közötti nettó külföldi kötelezettségráta-változás összetevői (százalékpontban)**



Forrás: MNB alapján saját számítás

Az ábra jól mutatja, hogy a külső kötelezettségráta változása egyes időszakokban megegyezhet a tranzakciók hatásával (lásd 2007-2009-es periódust), mivel az egyéb tényezők hozzájárulása csekély, vagy kioltják egymást, ellenben 2010 és 2012 között fokozták a tranzakciók kötelezettségráta-csökkentő hatását. Az, hogy az előbbi periódusban a növekedési hatás euróban mérve minimálisnak bizonyult, azzal magyarázható, hogy 2009-ben a gazdaság visszaeséséhez a forint jelentős leértékelődése társult, így az euróban mért GDP közel 14%-kal

zsugorodott. (Sokkal kisebb mértékben, de ugyanezt tapasztalhattuk 2012-ben is, ekkor a GDP euró-összege mintegy 2,5%-kal csökkent.) Más években azonban a nominális növekedés hozzájárulása negatív volt, vagyis a külső kötelezettségráta csökkenése irányában hatott.

Az átértékelődési hatás viszont hosszabb távon – forintban és euróban egyaránt – a nettó külső kötelezettségráta emelkedéséhez járult hozzá; e tekintetben a 2011-ben tapasztaltak kivételnek számítanak. A hosszabb távú irányzat háttérének tisztázása az itt alkalmazottnál részletesebb dekompozíciót igényelne, amely tartalmazná a nettó átértékelési veszteség összetételének elemzését (a különböző külföldi kötelezettségeken és eszközökön keletkezett átértékelési nyereségek és veszteségek számbavételét), ami túlmutat írásunk keretein.<sup>28</sup> Annyit azonban leszögezhetünk, hogy a gazdaságpolitika legfeljebb a *tranzakciókat*, és azoknak is viszonylag csekély körét képes *közvetlenül* befolyásolni. Ellenben – a nemzetközi hatásokkal együtt, vagy azok által tompítva – *közvetett* módon (a gazdasági növekedésre, az inflációra és az árfolyamra gyakorolt hatása révén) befolyásolhatja a nettó külső kötelezettség- ráta alakulását. A továbbiakban a *tranzakciók egyenlegének belföldi* összetevőit vizsgáljuk, részben makrogazdasági szinten, részben a főbb jövedelemtulajdonosi szektorok szerinti bontásban.

## **5. A NEMZETKÖZI EGYENLEGEK HAZAI OLDALA: FOGYASZTÁS, MEGTAKARÍTÁS ÉS BERUHÁZÁS**

Ebben a részben először a folyó fizetési mérleg, illetve nettó külső hitelnyújtás (finanszírozási képesség) belföldi összetevőit, a megtakarítások és a felhalmozás alakulását tekintjük át, majd a nettó export javulása, valamint a bruttó és nettó beruházások visszaesése közötti kapcsolatot mutatjuk be.

### **5.1. A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG EGYENLEGE ÉS A NETTÓ HITELNYÚJTÁS BELFÖLDI OLDALA**

A nemzetgazdasági megtakarítás a rendelkezésre álló nemzeti jövedelem (GNDI), csökkentve a fogyasztás összegével, a folyó fizetési mérleg egyenlege pedig a nemzetgazdasági megtakarítás és a bruttó felhalmozás különbségének felel meg. Ez utóbbinak a tőketranszfereket tartalmazó tőkemérleggel összevont egyenlege a nemzetgazdaság nettó hitelnyújtása [lásd a 4.1. alfejezetben, szereplő (2) - (3) összefüggéseket]. A 17. ábra a nettó hitelnyújtást befolyásoló

---

<sup>28</sup> A kérdés azonban fontos, amint arra az USA fizetési mérlegének és nettó külföldi kötelezettségállomány-változásának széttartó irányzata nyomán kibontakozott, az átértékelődési hatás természetére irányuló kutatások ráirányították a figyelmet. Lásd pl. Gourinchas-Rey (2007), Lane- Milesi-Feretti (2005b), Obstfeld (2004).

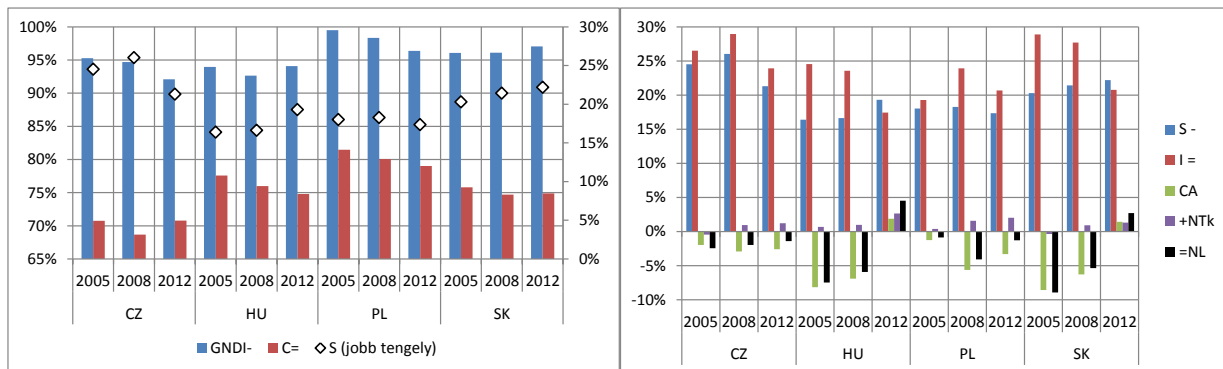


belföldi aggregátumok GDP-arányos szintjét mutatja a négy viseigrádi országra nézve 2005-ben, 2008-ban és 2012-ben, a 18. ábra pedig a 2005 és 2008, illetve 2008 és 2012 közötti változásokról ad képet.

Magyarország a 2012. évi, a GDP arányában közel 4%-os nettó hitelnyújtással kiemelkedik a négy ország közül (Csehországban és Lengyelországban a folyó és tőkemérleg összevont egyenlege negatív volt, Szlovákiában kisebb volt a többlet). A hazai többlet Csehországtól és Szlovákiáétól elmaradó (de Lengyelországtól kissé meghaladó) megtakarítási ráta, és a valamennyi országénál alacsonyabb felhalmozási ráta mellett jött létre. A tőke-transzferek hozzájárulása a nettó hitelnyújtáshoz viszont jelentősebb volt, mint a többi országban. Ami a 2008-hoz viszonyított *változást* és annak összetevőit illeti (18. ábra), Magyarországon a GDP arányában 10%-ponttal javult a folyó- és tőkemérleg egyenlege, amihez a megtakarítási ráta némi emelkedése, és a felhalmozási ráta jelentős süllyedése egyaránt hozzájárult.

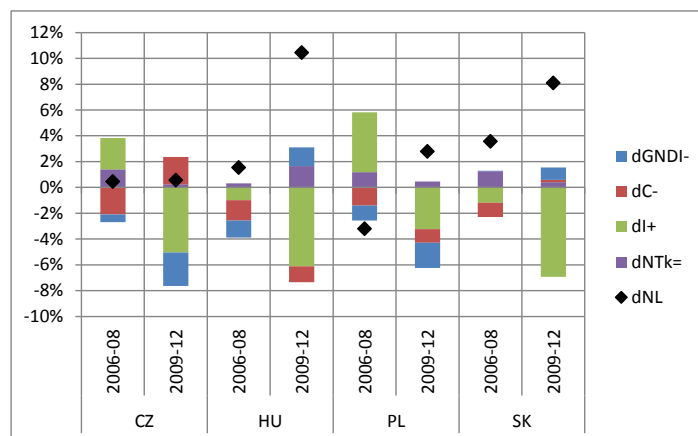
17. ábra

**A GDP-arányos rendelkezésre álló jövedelem, fogyasztás és megtakarítás (bal oldal) és a megtakarítás-felhalmozás egyenleg, valamint a nettó hitelnyújtás összetevői (jobb oldal)**



Forrás: AMECO alapján saját számítás

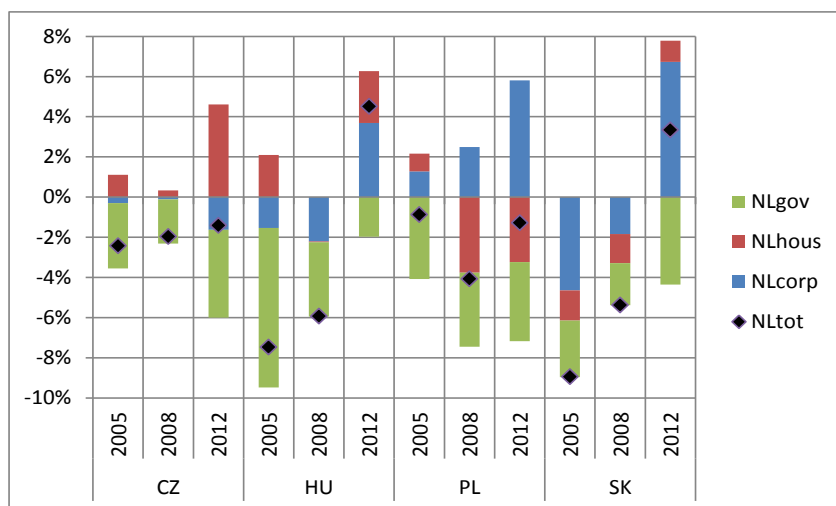
**A belföldi tényezők és a nettó tőketranszferok hozzájárulása  
a GDP-arányos nettó hitelnújtás változásához  
(2006-08 és 2009-12), százalékpont**



Forrás: lásd a 17. ábrát

A felhalmozási ráta Csehországban és Szlovákiában is csökkent, de lényegesen magasabb kezdeti szintekről, továbbá figyelmet érdemel, hogy ezekben az országokban – Magyarországgal ellentétben – a fogyasztási hányad kissé emelkedett. Igaz, Csehországban a külső egyensúlyhiány önmagában nem indokolt makrogazdasági kiigazítást (mindvégig igen alacsony volt a deficit), Szlovákiában viszont a hazaihoz hasonló arányú volt a folyó mérleg (tőketranszferekkel korrigált) hiánya. Amint azonban a 19. ábra jelzi, más volt a fő jövedelemtulajdonosok szerinti összetétele. (A 19. ábra csak a „végső” egyenleget, a nettó hitelnújtást mutatja, a részletekről – így a magán, illetve állami szektor megtakarításainak és felhalmozásának alakulásáról – a Melléklet M.5., M6. és M7. ábrái tájékoztatnak.)

### A GDP-arányos nettó hitelnyújtás fő jövedelemtulajdonosok szerinti bontása a visegrádi országokban\*



Jelölések: NL<sub>gov</sub>, NL<sub>hous</sub>, NL<sub>corp</sub>, NL<sub>tot</sub> rendre: a kormányzat, a háztartások, a vállalatok és a nemzetgazdaság nettó hitelnyújtása (a negatív értékek nettó hitelfelvétet jeleznek).

\*Lengyelországban 2005-ben és 2008-ban a szektorok összege 1%-pontosan magasabb nettó finanszírozási igényt jelez, mint a nemzetgazdaság egészére vonatkozó adat. A többi ország esetében nincs érdemi eltérés.

Forrás: AMECO

Magyarországon 2005-ben és 2008-ban elsősorban a kormányzati deficit állt a jelentős külső egyensúlyhiány mögött; Szlovákiában viszont a magánszektor negatív egyenlege. A 2008 és 2012 között tapasztalt hazai makrogazdasági alkalmazkodásnak az a legszembeűnőbb sajátossága, hogy a másik három országtól eltérően, nálunk valamennyi szektor egyidejűleg igyekezett/kényszerült csökkenteni nettó hitelfelvételét (javítani a tőketranszferekkel korrigált megtakarítás-felhalmozás egyenlegét). Csehországban és Szlovákiában számottevően romlott a kormányzati egyenleg, ami fékezte a magánszektor alkalmazkodásának növekedés-visszafogó hatását. Lengyelországban enyhébb volt a kormányzati egyenleg romlása, de ott a gazdaságot alig érintette a nemzetközi válság. A hazai gazdaságnak az elmúlt években tapasztalt nemzetközi leszakadása, és valamennyi szektorának egyidejű alkalmazkodási kényszere alighanem egy töről fakad: a túlzottá vált adósságszintek folytán a költségvetés nem tompíthatta a magánszektor alkalmazkodási folyamatainak a gazdaság összeteljesítményét csökkentő hatását.

A nettó külső hitelnyújtás belföldi összetevőire vonatkozó, kétféle forrásból származó hazai adatokból azonban kitűnik, hogy jelentős bizonytalanság övezi a megtakarítások nagyságát és szektorok szerinti összetételét. Az 1. táblázat a „felülről” (a nemzeti számlák szektoronkénti jövedelmi adataiból), illetve „alulról” (a pénzügyi számlák szektoronkénti pénzügyi

tranzakcióiból) számított egyenlegeket mutatja be, a további részletekről – így a felhalmozás és az alternatív módon számított megtakarítások évenkénti alakulásáról – a Mellékletben közölt M7. táblázat tájékoztat. A kormányzat nettó hitelnyújtására vonatkozó adatok lényegében megegyeznek, ellenben évenként változó mértékű/előjelű, de olykor igen jelentős eltérések mutatkoznak a magánszektor egyenlegében (az eltérés mértékét az egyes években az 5. sorban szereplő statisztikai eltérés mutatja). Egyfajta minta azonban kirajzolódik: a jövedelmi oldalról számított adatok a háztartásokra nézve általában rosszabb egyenlegeket jeleznek, mint a pénzügyi számlák (az utóbbiak tehát a kimutatottnál magasabb jövedelmet implikálnak), és a vállalatok esetében pontosan fordított a helyzet. Az 1. táblázat egyes évekre vonatkozó harmadik sorában a folyó fizetési mérleggel konzisztens megtakarítás-felhalmozás egyenlegek szerepelnek, de az M7. táblázatban az „alulról számított” megfelelő egyenlegeket is feltüntettük.

**Magyarország GDP-arányos megtakarítás-beruházás egyenlege és nettó hitelnújtása szektoronként (2005-2012; százalékban)**

|      |                       | Nemzetgazdaság | Kormányzat | Magánszektor | Háztartások | Vállalatok |
|------|-----------------------|----------------|------------|--------------|-------------|------------|
| 2005 | NL/GDP (felülről) [1] | -7,4           | -7,9       | 0,6          | 2,1         | -1,5       |
|      | NFK/GDP (alulról)[2]  | -9,2           | -8,0       | -1,2         | 4,4         | -5,7       |
|      | S-I = CA [3]          | -8,2           | -7,2       | -1,0         | 1,5         | -2,5       |
|      | NTk [4=1-3]           | 0,8            | -0,7       | 1,5          | 0,6         | 0,9        |
|      | Stat. eltérés [5=2-1] | -1,9           | -0,1       | -1,8         | 2,3         | -4,1       |
| 2006 | NL/GDP (felülről) [1] | -6,8           | -9,5       | 2,6          | 3,2         | -0,6       |
|      | NFK/GDP (alulról)[2]  | -9,1           | -9,4       | 0,2          | 3,5         | -3,3       |
|      | S-I = CA [3]          | -7,5           | -8,6       | 1,0          | 2,6         | -1,6       |
|      | NTk [4=1-3]           | 0,7            | -0,9       | 1,6          | 0,6         | 1,0        |
|      | Stat. eltérés [5=2-1] | -2,3           | 0,1        | -2,4         | 0,2         | -2,7       |
| 2007 | NL/GDP (felülről) [1] | -6,6           | -5,1       | -1,5         | 0,5         | -2,0       |
|      | NFK/GDP (alulról)[2]  | -6,2           | -4,9       | -1,3         | 1,7         | -2,9       |
|      | S-I = CA [3]          | -7,4           | -4,1       | -3,3         | 0,0         | -3,3       |
|      | NTk [4=1-3]           | 0,8            | -1,1       | 1,9          | 0,5         | 1,3        |
|      | Stat. eltérés [5=2-1] | 0,4            | 0,2        | 0,2          | 1,1         | -1,0       |
| 2008 | NL/GDP (felülről) [1] | -5,9           | -3,7       | -2,2         | 0,0         | -2,2       |
|      | NFK/GDP (alulról)[2]  | -7,8           | -3,7       | -4,1         | 1,5         | -5,6       |
|      | S-I = CA [3]          | -6,9           | -3,1       | -3,8         | -0,5        | -3,4       |
|      | NTk [4=1-3]           | 1,0            | -0,6       | 1,6          | 0,4         | 1,2        |
|      | Stat. eltérés [5=2-1] | -1,8           | 0,0        | -1,9         | 1,5         | -3,4       |
| 2009 | NL/GDP (felülről) [1] | 1,1            | -4,5       | 5,6          | 1,4         | 4,2        |
|      | NFK/GDP (alulról)[2]  | 0,3            | -4,4       | 4,8          | 3,8         | 1,0        |
|      | S-I = CA [3]          | -0,1           | -4,7       | 4,6          | 1,0         | 3,6        |
|      | NTk [4=1-3]           | 1,2            | 0,2        | 1,0          | 0,4         | 0,6        |
|      | Stat. eltérés [5=2-1] | -0,8           | 0,1        | -0,8         | 2,4         | -3,3       |
| 2010 | NL/GDP (felülről) [1] | 3,0            | -4,5       | 7,4          | 2,7         | 4,7        |
|      | NFK/GDP (alulról)[2]  | 1,1            | -4,6       | 5,7          | 4,4         | 1,3        |
|      | S-I = CA [3]          | 1,2            | -5,8       | 7,0          | 2,4         | 4,6        |
|      | NTk [4=1-3]           | 1,8            | 1,4        | 0,4          | 0,3         | 0,1        |
|      | Stat. eltérés [5=2-1] | -1,9           | -0,2       | -1,7         | 1,8         | -3,5       |
| 2011 | NL/GDP (felülről) [1] | 3,4            | 4,3*/      | -0,9*/       | -6,0*/      | 5,1        |
|      | NFK/GDP (alulról)[2]  | 1,5            | 4,2*/      | -2,7*/       | -4,3*/      | 1,6        |
|      | S-I = CA [3]          | 1,0            | -5,4       | 6,4          | 3,1         | 3,3        |
|      | NTk [4=1-3]           | 2,3            | 9,7*/      | -7,3         | -9,1*/      | 1,7        |
|      | Stat. eltérés [5=2-1] | -1,8           | -0,1       | -1,7         | 1,7         | -3,4       |
| 2012 | NL/GDP (felülről) [1] | 3,7            | -2,1       | 5,9          | 2,5         | 3,4        |
|      | NFK/GDP (alulról)[2]  | 4,9            | -2,1       | 7,1          | 5,1         | 2,0        |
|      | S-I = CA [3]          | 1,1            | -3,5       | 4,7          | 1,5         | 3,1        |
|      | NTk [4=1-3]           | 2,6            | 1,4        | 1,2          | 1,0         | 0,2        |
|      | Stat. eltérés [5=2-1] | 1,2            | 0,0        | 1,2          | 2,6         | -1,4       |

\*/2011-ben a magánnyugdíj-vagyon állami átvétele folytán a háztartási szektor a GDP arányában 9,8%-os tőke-transzfer teljesített a kormányzat javára.

Jelölések: NL (net lending): nettó hitelnújtás/hitelfelvét (a nemzeti számlák tőkeszámlájának egyenlege); NFK: nettó finanszírozási képesség (a pénzügyi számlák egyenlege); S: megtakarítás; I: felhalmozás; CA: a folyó fizetési mérleg egyenlege; NTk: nettó tőke-transzfer.

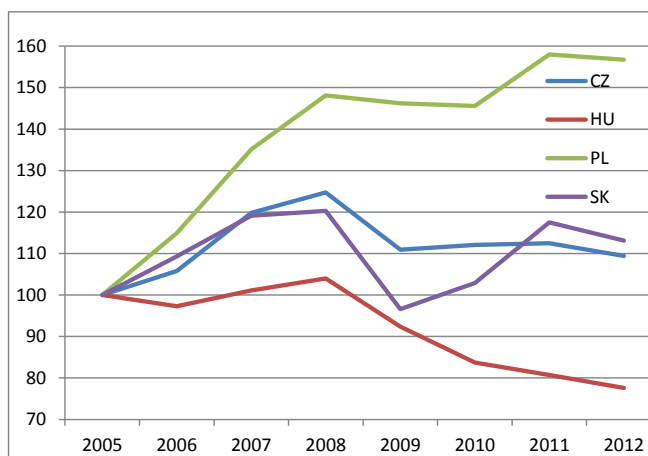
Forrás: KSH: A nemzetgazdaság integrált számlái alapján saját számítás

A 2008 (a nagy válságot megelőző „békeév”) és 2012 között bekövetkezett változások a következőkben összegezhetők. A nemzetgazdaság nettó hitelnyújtása közel 6-8%-os GDP arányos negatív egyenlegről mintegy 4-5%-os többletre fordult át, vagyis a négy év alatt nagyjából 10-13 pontnyi kiigazodás történt (az első érték a „felülről”, a második az „alulról” számított szinteket, illetve változásokat jelzi). A változás döntő része 2009-ben következett be, de 2010-ben és 2011-ben is folytatódott. Nemzetgazdasági szinten a felhalmozási ráta 6 %-pontnyi csökkenése járult hozzá a kiigazításhoz (a kormányzat felhalmozása 0,5 ponttal nőtt, a magánszektoré 6,5 ponttal csökkent, amiből a meghatározó rész a vállalati szektorra jutott). A megtakarítások hozzájárulása körül azonban nagy a bizonytalanság (2-5%-pont: ebből a magánszektoré -0,3 és 0,8, a vállalatoké 2,2 és 4,2 között lehetett). A nettó hitelnyújtás egyenlegének javulásához a nettó tőke-transzferek is hozzájárultak (nemzetgazdasági szinten mintegy 1,5 %-ponttal). A lényeg azonban az, hogy pénzügyi számlák (és a fizetési mérleg pénzügyi mérlege) által jelzett megtakarítás-felhalmozás egyenleg-javulás meghaladja a „felülről” számítottat, ami akár arra is utalhat, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlegének javulása nagyobb lehet a kimutatottnál – vagy, amint korábban, a nemzetközi tőkeáramlásokkal kapcsolatban felmerült: a tőkekiáramlás mértéke kisebb lehet a kimutatottnál.

## 5.2. A NETTÓ EXPORT ÉS A BERUHÁZÁSOK ALAKULÁSA

Az elmúlt években Magyarországon a GDP-arányos nettó export szakadatlan emelkedését a beruházások (állótőke-felhalmozás) folyamatos csökkenése kísérte. A 20. ábra a változatlan áron mért beruházások alakulását mutatja, és azt jelzi, hogy 2008-hoz viszonyítva, a visegrádi országok között kivételesen alacsony szintre süllyedt a hazai beruházási volumen.

**A bruttó állótöke-felhalmozás (beruházás) volumene a visegrádi országokban 2005-2012 között (2005=100)**



Forrás: Eurostat

A 21. ábra jól mutatja, hogy a 2008 óta évről-évre emelkedő hazai nettó export ráta szorosan együtt mozgott a beruházási ráta folyamatos csökkenésével. Az összehasonlított visegrádi országok egyikében sem tapasztalható olyan szoros fordított együttmozgás a két ráta között, mint Magyarországon. Csehország esetében mutatkozik némi hasonlóság, de a GDP-arányos beruházás lényegesen magasabb, a nettó export alacsonyabb szintje mellett.

**A GDP-arányos nettó export (bal oldal) és a bruttó állótöke-felhalmozás (jobb oldal) a visegrádi országokban 2008-2012 között**

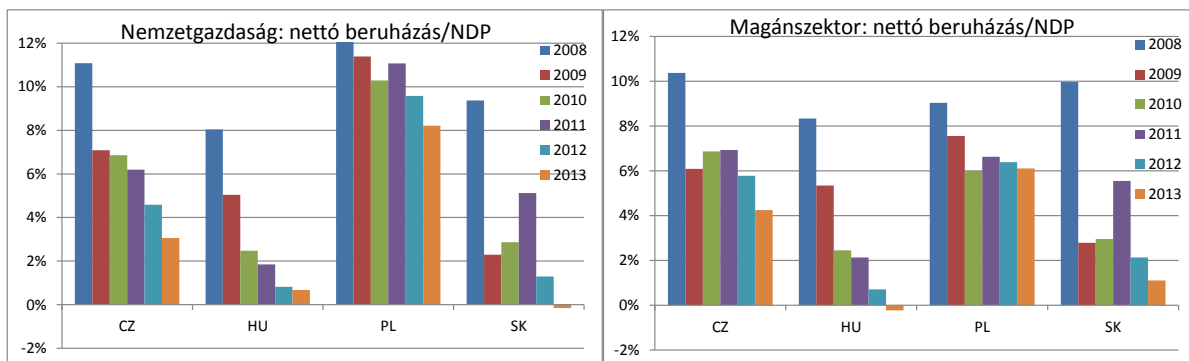


Forrás: Eurostat

Miközben a visegrádi országok közül Magyarországon emelkedett a legmagasabbra a nettó export/GDP arány, nálunk süllyedt a legalacsonyabb szintre a beruházási ráta.<sup>29</sup> Az is figyelmet érdemel, hogy a 2008-2012 közötti periódus egészét tekintve, nálunk a nettó export/GDP ráta 1%-pontnyi javulása a beruházási ráta 1,5 %-pontnyi csökkenésével társult (a megfelelő arányok Csehországban, Lengyelországban és Szlovákiában rendre 0,75, 1,45 és 1,3 %-pont). A tőkeállomány bővülését jelző nettó (az amortizáció feletti) nemzetgazdasági és magánberuházások alakulása pedig a 22. ábrán azt mutatja, hogy Magyarország különösen a magánszektor tőkebővülését tekintetve áll a többi országnál rosszabb helyzetben; 2012-ben minimális a magánszektor nettó beruházása, 2013-ra pedig az EU-Bizottság a tőkeállomány csökkenését vetítette előre.

22. ábra

**A nettó hazai termékhez (NDP) viszonyított nemzetgazdasági (bal oldal) és magánszektorbeli (jobb oldal) nettó beruházás alakulása a visegrádi országokban 2008 és 2013 között**



Forrás: AMECO alapján saját számítás; a 2013-évi értékek az EU-Bizottság előrejelzésén alapulnak

A magánszektorban tapasztalt zsugorodó (2013-ban talán negatívvá is vált) tőkebővülés okkal veti fel a kérdést: meddig és milyen feltételek mellett tartható fenn a nettó export nemzetközi összehasonlításban kimagasló többlete? És vajon melyek lehetnek a külkereskedelmi többlet csökkenésének makrogazdasági következményei? Elemzésünk utolsó szakasza ezekkel a kérdésekkel foglalkozik.

<sup>29</sup> 2013-ban Magyarországon az előző évi 17,5-ről 18%-ra emelkedett, a másik három országban pedig kissé csökkent a beruházási hányad, így a hazai lemaradás némileg mérséklődött.



## 6. AZ EXPORTTÖBBLET FENNTARTHATÓSÁGA ÉS LEÉPÜLÉSÉNEK HATÁSA A NÖVEKEDÉSI KILÁTÁSOKRA

Befejezésül írásunk kiindulópontjához, Magyarország óriási exporttöbbletéhez térünk vissza, amellyel kapcsolatban három kérdést fogalmazunk meg. Az elsőt a fenti elemzés utolsó része veti fel: hol lehetnek a beruházás-csökkenésen alapuló nettó export-emelkedés határai? A második az, hogy egy közepesen fejlett, tőkeimportra szoruló gazdaságnak vajon természetes állapota-e, hogy évről évre növekvő kiviteli többletet mutat fel? A harmadik kérdés technikai természetű: mennyiben korlátozhatja a hazai gazdasági növekedést az exporttöbblet leépülése? Reális-e a jelentős nettó export tartós fennmaradásával számolni?

Ami az *első kérdést* illeti, különbséget kell tenni a beruházás-alakulás keresleti és kínálati hatása között. Amikor az előző szakaszban a beruházások csökkenésének és a külkereskedelmi többlet emelkedésének együttmozgását tárgyaltuk, akkor a beruházás-visszaesés import-fékező hatása révén érvényesülő kapcsolatról volt szó. A kínálati oldalról, vagyis a beruházásoknak az exportkapacitásokra kifejtett hatásáról nem állnak rendelkezésre statisztikai információk, erre csupán a feldolgozóipari beruházások alakulása alapján szokás következtetni. Az utóbbiak az 2009. évi 15%-os visszaesést követően 2010 és 2013 között folyamatosan (2011-ben 24%-kal, 2012-13-ban 5-5%-kal) bővültek, és 2013-ban közel 50%-kal haladták meg a 2010. évi szintet. Ugyanebben az időszakban a nemzetgazdasági beruházások volumene összesen 8%-kal zsugorodott (lásd a 20. ábrát). A feldolgozóipari – különösen a járműipari –beruházás-növekedés azonban néhány nagy külföldi cég (pl. Mercedes, Audi) egyedi, korábban elhatározott tőkebefektetéséhez köthető, és nagy kérdés, hogy ezek, illetve más cégek terveznek-e további olyan beruházásokat, amelyek az elmúlt években tapasztaltnál hasonló mértékben járulhatnak hozzá Magyarország exportkapacitásának bővüléséhez.

Az mindenestre megállapítható, hogy a feldolgozóipar néhány cégének kimagasló kapacitás-bővítése, valamint az ágazatok meghatározó többségét – s így a nemzetgazdaság egészét – jellemző beruházás-csökkenés nyomán az elmúlt években nőtt a gazdaságon belüli, korábban sem jelentéktelen polarizáció. Miközben a feldolgozóipar beruházási részaránya a 2010. évi 22%-ról 2013-ra 33%-ra nőtt, a piaci szolgáltatásoké csökkent, az államiaké pedig emelkedett. Az exporttöbblet fenntarthatósága szempontjából azonban a piaci szolgáltatások körében tapasztalt beruházás-csökkenésnek is jelentősége lehet. A vizsgált négy év során az állótőke-felhalmozás volumene a kereskedelemben 8, a szállításban 25, a vendéglátásban 15, az informatika-kommunikációban 17,5, a pénzügyi és biztosítási tevékenységek körében pedig 49%-kal *csökkent*. Ezek a szolgáltatások valamennyien a „külkereskedhető” tevékenységek közé tartoznak. 2013-

ban a hazai áru-és szolgáltatásforgalom 8%-os GDP-arányos többletéhez az árumérleg 4,1, a szolgáltatásforgalom egyenlege pedig 3,9 százalékponttal járult hozzá. 2010-ben az 5,7%-os összevont többletéhez az áruforgalom hozzájárulása 2,5 százalékpont (43%), a szolgáltatásoké 3,2 százalékpont (57%) volt. (A részleteket és a 1995 és a 2013 közötti idősorokat lásd az M8. táblázatban.) Mindez jelzi azt, hogy megalapozatlan az az elképzelés, miszerint a jelentős hazai exporttöbblet csak az áruforgalomhoz kötődik, ahogyan az is, hogy a szolgáltató szektorban tapasztalt jelentős beruházás-csökkenés – kínálati oldalról – idővel ne csökkenthetné a hazai exportkapacitást, és vele együtt az elmúlt években kialakult jelentős többletet.

*A második kérdésre, arra, hogy vajon a magyar gazdaságnak természetes állapota-e, hogy 2008 óta évről évre növekvő, és 2013-ban a GDP 8%-át elérő áru- és szolgáltatásforgalmi többletet mutat fel, kétféle megközelítés alapján igyekszünk választ adni. Egyrészt az idevonatkozó szakirodalom eredményeinek áttekintésére és következtetéseinek összegzésére, másrészt az EU tagországaira vonatkozó, keresztmetszeti statisztikai becsléseinkre támaszkodunk. Önmagában egyik sem csalhatatlan, ez esetben azonban a kétféle megközelítésből ugyanaz a következtetés adódik: az elmúlt években kialakult hazai exporttöbblet lényegesen meghaladhatta azt a mértéket, amelyet a gazdaság adottságai indokolnának.*

*A témakörhöz kapcsolódó irodalom hazai vonatkozású feldolgozása az 1. Függelékben olvasható. Ebből azt emeljük ki, hogy a felzárkózási folyamat és a működőtőke-áramlás kapcsolata nem lineáris; több szakaszra bontható. A piacgazdasági átmenet során egy kis, nyitott gazdaság számára az exportvezérelt gazdasági növekedés teremtheti meg a fenntartható gazdasági felzárkózás feltételeit. A kezdeti időszakban az elmaradott technológiák és eszközök lecserélése, a hiányzó vezetési és szervezési szakértelem és tudás pótlása egyértelműen külföldről történhetett vagy a külföldiek által alapított vállalkozásokban valósult meg. Jelentős import és külföldi működőtőke (KMT) beruházás jellemezte azt az időszakot. A második szakaszban az ország termelési kapacitásának átalakított része képessé válik külföldön is eladható versenyképes termékek előállítására. Ebben a szakaszban derül ki az, hogy a létrehozott termelő kapacitás milyen hatást fejt ki a fogadó ország működési környezetére. Ez az ún. áttérjedési hatás többféle csatornán jelenhet meg. Az újonnan létrehozott kapacitás egyfelől versenyt teremt az általa előállított termékek belföldi piacán, ami megfelelő feltételek teljesülése esetén serkenti a hazai vállalkozásokat is. Másfelől viszont a beszállítói és értékesítési kapcsolatokon keresztül keresleti és technológiai hatások révén segítheti a hazai vállalkozásokat. A harmadik szakaszban a felzárkózási folyamat befejeződik és kialakul a fejlett piacgazdaságokra jellemző intézményi-, technológiai- és termékszerkezet, a vállalkozások beágyazódnak a nemzetközi gazdasági*

környezetbe és adott esetben maguk is kezdeményeznek KMT-beruházásokat fejlett vagy kevésbé fejlett gazdaságokban.

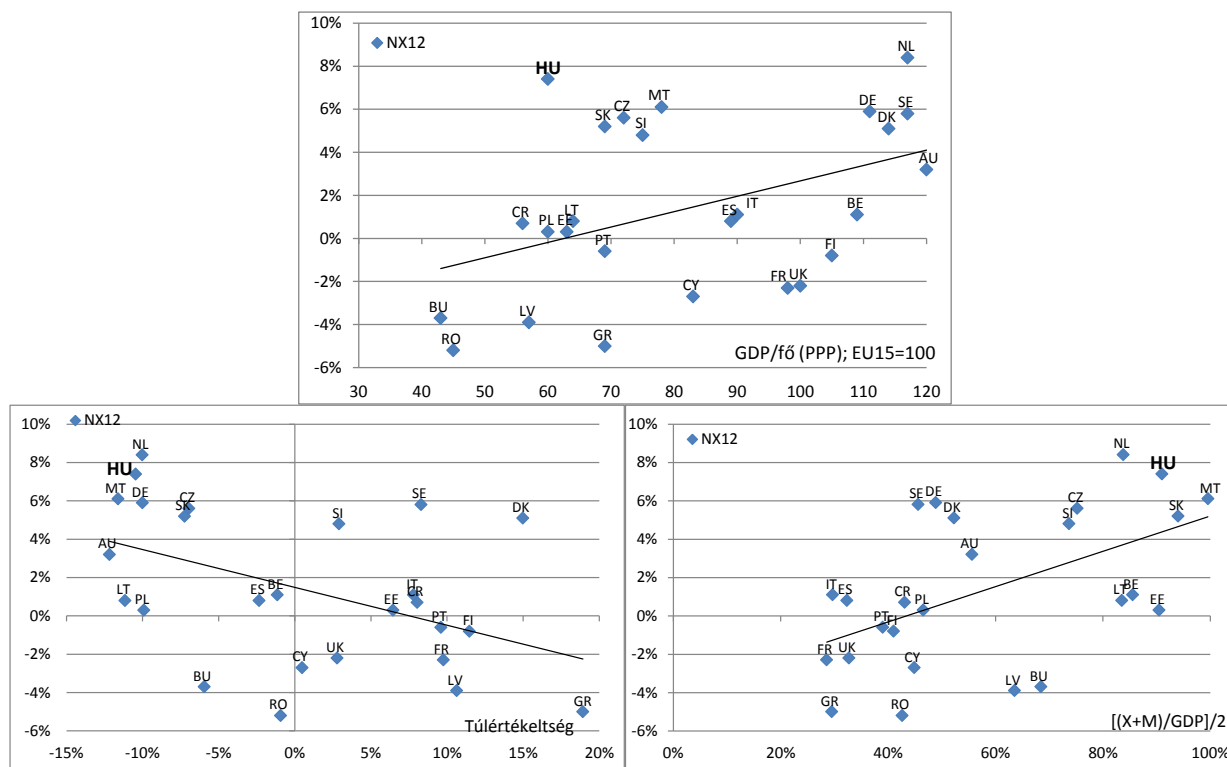
A kérdés másik megközelítése annak vizsgálatán alapul, hogy a GDP-arányos nettó export lehetséges magyarázó tényezői hozzávetőleg mekkora exporttöbbletet indokolnának. Az EU tagországait az elmúlt években jellemző keresztmetszeti összefüggéseket megvizsgálva három olyan tényezőt találtunk, amelyek viszonylag szoros kapcsolatban állnak a nettó exporttal, s amelyek esetében e kapcsolat nem számviteli azonosságokon alapul, hanem közgazdasági természetű.<sup>30</sup> A három tényező: a gazdasági fejlettség (a vásárlóerő-paritáson mért GDP/fő szintje); a gazdasági nyitottság (a nemzetgazdasági export és import átlagának a GDP-hez viszonyított aránya) és a valuta alul-, illetve túlértékeltisége.<sup>31</sup> További magyarázó tényezőként felmerülhet a GDP-arányos nettó külföldi kötelezettség-, illetve adósságállomány, továbbá a GDP, illetve a belföldi felhasználás volumenének változása. Miközben a nettó külső kötelezettség-állomány/GDP semmiféle kapcsolatot nem mutat a nettó exporttal, a nettó külföldi adósság/GDP az elmúlt években negatív kapcsolatban állt az exporttöbblettel. Ez az összefüggés azonban eltűnik, ha a szélsőséges, a GDP arányában közel 25%-os exporttöbbletet és extrém nettó külső adósságtípusú követelést (a GDP arányában 400%-ot) felmutató Írországot kihagyjuk az összehasonlításból. Az elmúlt években a nettó export enyhén pozitív kapcsolatban volt mind a GDP, mind a belföldi felhasználás volumenváltozásával, az összefüggés azonban statisztikailag nem szignifikáns (akár külön-külön, akár más tényezőkkel kombinálva, továbbá akár Írországgal együtt, akár nélküle vizsgáljuk). A 23. ábra Írország adatai nélkül mutatja a nettó export 2012. évi kapcsolatát a fejlettségi szinttel, a valutatúlértékeltiséggel és a gazdasági nyitottsággal az EU tagállamaiban.

---

<sup>30</sup> Például a nettó exportnak a nemzetgazdasági megtakarítás-felhalmozás egyenleggel, vagy az utóbbi részét képező kormányzati egyenleggel való kapcsolata makrogazdasági azonosságokon alapul.

<sup>31</sup> A valuta alul-, illetve túlértékeltiségeinek értelmezéséről lásd a következő lábjegyzetet.

**A GDP-arányos nettó export összefüggése a GDP/fő szintjével (felső ábra), a valutatúlértékeltséggel (bal alsó ábra) és a gazdasági nyitottsággal (jobb alsó ábra) az Európai Unió tagországaiban 2012-ben**



Megjegyzés: Írország nem szerepel az ábrán; GDP arányos exporttöbblete 2012-ben 24%-volt. A negatív előjelű túlértékeltség értelem szerűen alulértékeltséget jelent.

Forrás: Eurostat alapján saját számítás

A nettó export pozitív kapcsolatban áll a gazdasági fejlettséggel és a gazdasági nyitottsággal, ellenben negatív kapcsolata van a valutatúlértékeltséggel. Az összefüggések közepesen szorosak, és mindegyikük statisztikailag szignifikáns. Mivel a túlértékeltség és a nyitottság egymással enyhén negatív kapcsolatban áll, külön-külön néztük meg azt, hogy ez utóbbi két tényező és a gazdasági fejlettség együttesen mekkora GDP-arányos nettó exportot indokolna az EU tagországaiban. A nyitottságot a nemzetgazdasági kivitel és behozatal átlagának a GDP-hez viszonyított arányaként értelmezzük, a túlértékeltség számszerűsítésében pedig Rodrik (2008), MacDonald-Flávio (2010) és Bhalla (2012) eljárását követtük, akik Balassa (1964) klasszikus írásának szemléletét és technikáját alkalmazva, a GDP relatív árszintjének a relatív reál-GDP/fő

által indokolttól való pozitív, illetve negatív eltérésként számszerűsítették a valuták túl, illetve alulértékeltségét.<sup>32</sup>

Becsléseink – összhangban azzal, ami a 23. ábrán is jól látható – arra utalnak, hogy Magyarország nettó exportja meghaladja azt a mértéket, amely gazdaságának más EU-tagországokhoz viszonyított fejlettségével, valutájának alulértékeltségével, illetve nyitottságával tipikusan együtt jár.

Természetesen abból, hogy közös tényezők hatását vizsgálva, a régió egészére vonatkozó becslés alapján a hazai exporttöbbletnek csak kis részét lehet megmagyarázni, nem következik az, hogy ország-specifikus tényezőkre támaszkodva ne lehetne akár az egészét is értelmezni. Ilyen tényező a belföldi felhasználás visszaesése és annak szerkezete. A már hivatkozott 21. ábrán láthattuk, hogy Magyarország esetében kivételesen szoros, más országokban nem tapasztalt együttmozgás mutatkozott a nettó export emelkedése és a beruházási ráta csökkenése között. A régió egészére vonatkozó becslési eredmények csupán arra figyelmeztetnek, hogy 1) a GDP 8%-a körüli exporttöbblet nem tekinthető a magyar gazdaság természetes állapotának; 2) a specifikus hatások változása vagy elmúltá nyomán az exporttöbblet számottevően mérséklődhet. A legtöbb előrejelzés azonban nem számol ezzel, sőt, némelyik a nettó export további emelkedését vetíti előre, ezért véleményünk szerint az indokoltnál derülátóbban ítéli meg a hazai gazdaság növekedési kilátásait.

Ez a megállapítás átvezet a szakasz elején feltett harmadik kérdéshez: mennyiben korlátozhatja a gazdasági növekedést az exporttöbblet leépülése? Úgy látjuk, hogy amennyiben megindul, illetve tartóssá válik a belföldi felhasználás, különösen a beruházások emelkedése, nem reális a mára kialakult masszív exporttöbblet fennmaradásával számolni. 2013-ban, amikor évek óta először emelkedett a belföldi felhasználás (0,8%-kal), továbbá a bruttó állótöke, illetve összes felhalmozás egyaránt nőtt (5,9, illetve 2,1%-kal), nyomban zárult az export és az import növekedése közötti, az export javára korábban szétnyílt olló (2013-ban mindkettő 5,3%-kal bővült). A nagy exporttöbbletnek az a következménye, hogy amennyiben a kivitel és a behozatal azonos ütemben nő, akkor tovább emelkedik a nettó export. Ennek tudható be, hogy a 2013 évi 1,1%-os GDP-növekedéshez az előző évi áron mért kiviteli többlet változása 0,4 százalékponttal járulhatott hozzá. Ha azonban az import növekedése meghaladja az exportét, kisebb lesz a nettó export pozitív hozzájárulása a gazdasági növekedéshez, egy ponton túl pedig előjelet vált. A hazai gazdaság kialakult felhasználási arányai mellett (a plauzibilis kiviteli és behozatali növekedési ütemek tartományában) az import javára mutató 0,4-0,5 százalékpontnyi többletnövekedés

---

<sup>32</sup> Ez a módszer az úgynevezett Balassa-Samuelson hatás számszerűsítésére támaszkodik. Az egyensúlyi reálárfolyam számszerűsítésének számos további, összetettebb módszere létezik, melyekről Égert – Halpern– MacDonald (2006) adott áttekintést.

esetén válik semlegessé a nettó export hozzájárulása a növekedéshez, ennél nagyobb különbség esetén pedig negatívvá válik.

A 2. táblázat rendkívül egyszerű, illusztratív számításokat tartalmaz arra nézve, hogy a 2013-ban tapasztalt felhasználási arányok mellett hogyan befolyásolhatja a belföldi felhasználás, illetve az export és az import növekedési üteme a GDP változását. Látható, hogy a feltevések módosításának erős hatása van a GDP növekedésére. Az I. scenáriót tekinthetjük az alapváltozatnak: ebben 2 %-os belföldi felhasználás-emelkedés és 5%-os export- és import-bővülés mellett 2,3%-kal nő a GDP. A II. esetben ugyancsak 2%-kal emelkedik a belföldi felhasználás, de importigényesebb szerkezetben (például az importigényes beruházások bővülnek), a kivitel továbbra is 5%-kal, az import viszont 5,5%-kal nő. Ekkor a GDP az alapváltozathoz képest 0,4 százalékponttal lassabban, 1,8%-kal bővül. A harmadik scenárió erőteljesebb, 3%-os belföldi felhasználás-növekedést és az előbbiekkal azonos külső keresletet feltételezve, azzal számol, hogy az import és az export közötti növekedési olló 1 százalékpontra tágul. Ebben az esetben a GDP ugyanannyival bővül, mint az alapváltozatban, jóllehet a belföldi felhasználás növekedése 1 százalékponttal gyorsabb. A negyedik hipotetikus forgatókönyv olyan helyzetnek felel meg, amelyben a hazai és nemzetközi kereslet egyidejűleg meglódul: a belföldi felhasználás 3,5%-kal, a kivitel 10%-kal nő, de ezek jelentős importvonzata miatt 2 százalékpontra tágul a növekedési rés a behozatal javára. Bár a belföldi felhasználás növekedése 1,5, az exporté 5 százalékponttal gyorsabb, mint az alapváltozatban, a GDP bővülése megegyezik azzal.

2. táblázat

**Illusztratív számítás: a belföldi felhasználás és a nettó export hozzájárulása a GDP növekedéséhez alternatív feltevések esetén**

|                    |              | BF    | X     | M      | NX    | GDP   | NX/GDP |
|--------------------|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| Részarány 2013-ban |              | 92%   | 96%   | 88%    | 8%    | 100%  | 8%     |
| I.                 | Volumenindex | 102,0 | 105,0 | 105,0  |       | 102,2 | 8,2%   |
|                    | Hozzájárulás | 1,8%  | 4,8%  | -4,4%  | 0,4%  | 2,2%  |        |
| II.                | Volumenindex | 102,0 | 105,0 | 105,5  |       | 101,8 | 7,8%   |
|                    | Hozzájárulás | 1,8%  | 4,8%  | -4,8%  | 0,0%  | 1,8%  |        |
| III.               | Volumenindex | 103,0 | 105,0 | 106,0  |       | 102,3 | 7,4%   |
|                    | Hozzájárulás | 2,8%  | 4,8%  | -5,3%  | -0,5% | 2,3%  |        |
| IV.                | Volumenindex | 103,5 | 110,0 | 112,0  |       | 102,3 | 6,9%   |
|                    | Hozzájárulás | 3,2%  | 9,6   | -10,6% | -1,0% | 2,3%  |        |

Az, hogy a hipotetikus scenáriók melyike áll majd közelebb a valóságos folyamatokhoz, a külső kereslet alakulásán és a belföldi felhasználás bővülésének szerkezetén múlik. E tekintetben többféle forgatókönyv is elképzelhető, a hazai és nemzetközi előrejelzések azonban egyaránt

rendkívül optimisták: az exporttöbblet tartós fennmaradásával, némelyek pedig annak további emelkedésével számolnak. Az alábbi prognózisok közül egyedül az IMF (2013 márciusában készült) 2018-ig tartó előrejelzése számol azzal, hogy a külkereskedelmi többlet leépülése lassíthatja a növekedést. Ez abból tűnik ki, hogy miközben az IMF-prognózis szerint a belföldi felhasználás 2014-re várt 0,5%-os bővülése 2018-ban 2,3%-ra (1,8 %-ponttal) emelkedik, a 2012. évi áron mért GDP-arányos nettó export 9-ről 7%-ra mérséklődik (lásd a 3. táblázat legalsó blokkját). A változatlan áron mért kiviteli többlet 2%-pontnyi csökkenése viszont azzal jár, hogy a GDP 2014-re prognosztizált 1,2%-os növekedése 2018-ra mindössze 0,4 %-ponttal, 1,6 százalékra gyorsul. A belföldi felhasználás 1,8 %-pontnyi gyorsulásából ugyanis 1,4%-pontot „levesz” az exporttöbblet mérséklődése. Itt természetesen nem az a kérdés, hogy más előrejelzésekhez viszonyítva számszerűen hogyan teljesítenek az IMF előrejelzései, hanem az, hogy más előrejelzők is számolnak-e azzal a problémával, amelyet a 2. táblázatban illusztráltunk (lásd a 3. táblázatot).

**A GDP, a belföldi felhasználás, a kivitel és a behozatal volumenének éves növekedése (százalékos változás), a belföldi felhasználás, illetve nettó export hozzájárulása a GDP növekedéséhez (százalékpontban) és a 2012. évi áron mért GDP-arányos nettó export (százalékban) - ötféle előrejelzés szerint (Magyarország Kormánya, MNB, EU, OECD, IMF)**

|          |                                 |      | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| KP*      | Növekedési ütem (%-os változás) | GDP  | -1,7 | 0,7  | 1,9  | 2,3  | 2,5  | -    | -    |
|          |                                 | BF   | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
|          |                                 | X    | 2    | 3,3  | 5,8  | 6,1  | 6,1  | -    | -    |
|          |                                 | M    | 0,1  | 2,7  | 5,2  | 5,7  | 5,8  | -    | -    |
|          | Hozzájárulás (%-pont)           | NX   | 1,7  | 0,7  | 0,9  | 0,8  | 0,9  | -    | -    |
|          | BF                              | -3,5 | 0,0  | 1,0  | 1,5  | 1,6  | -    | -    |      |
|          | NX/GDP 2012. évi                |      | 7,3  | 8,1  | 8,9  | 9,6  | 10,2 |      |      |
| MNB**    | Növekedési ütem (%-os változás) | GDP  | -1,7 | 1,1  | 2,1  | 2,5  | -    | -    | -    |
|          |                                 | BF   | -3,5 | 0,6  | 2,3  | 2,1  | -    | -    | -    |
|          |                                 | X    | 1,7  | 5,2  | 5,8  | 6,5  | -    | -    | -    |
|          |                                 | M    | -0,1 | 5,0  | 6,2  | 6,4  | -    | -    | -    |
|          | Hozzájárulás (%-pont)           | NX   | 1,6  | 0,5  | 0,2  | 0,6  | -    | -    | -    |
|          | BF                              | -3,3 | 0,6  | 1,9  | 1,9  | -    | -    | -    |      |
|          | NX/GDP 2012. évi                |      | 7,3  | 7,8  | 7,7  | 8,1  |      |      |      |
| EU***    | Növekedési ütem (%-os változás) | GDP  | -1,7 | 0,7  | 1,8  | 2,1  | -    | -    | -    |
|          |                                 | BF   | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
|          |                                 | X    | 1,7  | 3,7  | 5,3  | 6,1  | -    | -    | -    |
|          |                                 | M    | -0,1 | 3,7  | 5,5  | 6,5  | -    | -    | -    |
|          | Hozzájárulás (%-pont)           | NX   | 1,6  | 0,3  | 0,2  | 0,1  | -    | -    | -    |
|          | BF                              | -3,3 | 0,4  | 1,6  | 2    | -    | -    | -    |      |
|          | NX/GDP 2012. évi                |      | 7,3  | 7,6  | 7,7  | 7,6  |      |      |      |
| OECD**** | Növekedési ütem (%-os változás) | GDP  | -1,7 | 1,2  | 2,0  | 1,7  | -    | -    | -    |
|          |                                 | BF   | -3,7 | 1,6  | 1,2  | 0,9  | -    | -    | -    |
|          |                                 | X    | 1,7  | 3,9  | 5,2  | 5,5  | -    | -    | -    |
|          |                                 | M    | -0,1 | 4,6  | 4,5  | 5,1  | -    | -    | -    |
|          | Hozzájárulás (%-pont)           | NX   | 1,6  | -0,3 | 1,0  | 0,8  | -    | -    | -    |
|          | BF                              | -3,3 | 1,5  | 1,0  | 0,9  | -    | -    | -    |      |
|          | NX/GDP 2012. évi                |      | 7,3  | 6,9  | 7,8  | 8,4  |      |      |      |
| IMF***** | Növekedési ütem (%-os változás) | GDP  | -1,7 | 0,0  | 1,2  | 1,5  | 1,6  | 1,6  | 1,6  |
|          |                                 | BF   | -3,4 | -1,2 | 0,5  | 2,1  | 2,0  | 2,3  | 2,3  |
|          |                                 | X    | 1,7  | 2,9  | 3,5  | 3,9  | 4,4  | 4,6  | 4,7  |
|          |                                 | M    | 0,2  | 2,0  | 3,0  | 4,6  | 5,2  | 5,4  | 5,5  |
|          | Hozzájárulás (%-pont)           | NX   | 1,4  | 1    | 0,7  | -    | -    | -    | -    |
|          | BF                              | -3,0 | -1   | 0,4  | -    | -    | -    | -    |      |
|          | NX/GDP 2012. évi                |      | 7,3  | 8,3  | 9,0  | 8,6  | 8,1  | 7,5  | 7,0  |

*Jelölések:* BF: belföldi felhasználás; X: és M: áru- és szolgáltatás export és import; NX: nettó export

*Források:* \*KP: Magyarország Kormánya: Magyarország Konvergencia Programja 2013-2016. 2013. április; \*\* MNB: Jelentés az infláció alakulásáról. 2014. március; \*\*\*EU: European Commission: European Economic Forecast, Autumn 2013; \*\*\*\*OECD: Economic Surveys: Hungary. 2014 January; \*\*\*\*\*IMF: Hungary. Staff Report for the 2013 Article IV Consultation and Third Post Program Monitoring Discussions. 2013 March.

A 3. táblázatban bemutatott előrejelzések többsége nem számol az exporttöbblet leépülésének lehetőségével, így azzal sem, hogy a gazdaság növekedési pályára való visszatérése csak fokozatosan történhet, mivel a 2013-ra kialakult extrém felhasználási arányok mellett (lásd



a 2. táblázat első sorát) a gazdaság növekedése jelentősen függ a belföldi felhasználás bővülését kísérő export-import növekedési olló szétnyílásától. Minél gyorsabban emelkedik a belföldi felhasználás, annál inkább táguhat az import és export növekedése közötti rés – lásd a 2. táblázatban közölt illusztratív számításokat és az IMF előrejelzését – ez viszont a belföldi kereslet bővüléséhez viszonyítva lassíthatja a gazdaság növekedését.

## **7. ÖSSZEGZÉS ÉS KITEKINTÉS**

Magyarország európai összehasonlításban kimagasló exporttöbbleteket ért el az elmúlt években. Ezt azonban hosszú éveken át tartó áru- és szolgáltatásforgalmi deficittek előzték meg, amelyek hozzájárultak az ország nettó külső adósságának fenntarthatatlannak bizonyult emelkedéséhez. A közelmúlt növekvő külkereskedelmi többletét tőkekiáramlás, ezáltal az ország jövedelméhez mérten túlzottá vált adósságszint mérséklődése kísérte (elsősorban a magánszektor alkalmazkodása révén). Bemutattuk, hogy az exporttöbblet, a tőke kiáramlása, valamint a bruttó/nettó külső adósság- (kötelezettség-) csökkenés lényegében ugyanazokat a folyamatokat jeleníti meg eltérő nézőpontokból. Ezért csekély értelme van e folyamatok olyan beállításának, amely szerint az exporttöbblet és az adósságcsökkenés örvendetes, ellenben a tőkekiáramlás sajnálatos, sőt káros fejlemény.

Az exporttöbbletnek az elmúlt években tapasztalt emelkedését a hazai kivitel és behozatal nemzetközi térvesztése kísérte. A többlet növekedése nem az export piaci pozíciójának javulásához, hanem ahhoz köthető, hogy a hazai kivitel nemzetközi piaci részesedésénél sokkal gyorsabban csökkent a behozatal részaránya a világimportban.

Belföldi oldalról döntően a beruházások visszaesése járult hozzá a nettó export javulásához, illetve – az adósságcsökkenést közvetlenül érintő – nettó finanszírozási képesség emelkedéséhez, jóllehet az előbbiben a fogyasztás visszaesésének, az utóbbiában pedig a megtakarítások emelkedésének is volt szerepe. A gazdaság szélesebb szektorait tekintve, az alkalmazkodás döntő része a magánszektorban történt, ahol 2008 és 2012 között a GDP arányában a felhalmozás 6,5 százalékponttal csökkent, a megtakarítás-beruházás egyenleg pedig mintegy 8,5-11,5%-ponttal javult. Ehhez képest a kormányzati szektorban csekély volt a kiigazítás, ám Magyarországot az különbözteti meg a többi visegrádi országtól (és az európai országok túlnyomó többségétől), hogy a kormányzat egyenleg – a „jó időkben” felhalmozott adósságtömeg folytán – nem tompíthatta, hanem inkább fokozta a magánszektorból kiinduló, növekedés-visszahúzó hatásokat. Túl azon, hogy a költségvetési egyenleg alakulása nem csillapította a gazdaság hullámait, a fiskális politika

az elmúlt években is kifejezetten prociklikus volt: akkor szigorított, amikor lazítás lett volna indokolt.

A külkereskedelmi többletek nyomán a külföldi adósság összege és annak a GDP-hez viszonyított aránya egyaránt számottevően mérséklődött az elmúlt években. Ez a magánszektorban bekövetkezett adósságleépülésnek volt a következménye, ami önmagában véve kedvező, de visszafogja a gazdaság növekedését – Magyarországon éppúgy, mint más olyan országokban, amelyekben a magánszektor túlságosan optimista jövedelmi prognózisok alapján vett fel hiteleket.

Nálunk azonban a belföldi felhasználás bővülését nem csupán a magánszektorban tapasztalt – államilag is inspirált – adósságleépülés, hanem a kormány gazdaságpolitikája és annak jellege is fékezte. Az egykulcsos adó a fogyasztást, a nem-termelőnek vélt (szolgáltató, pénzügyi közvetítői) tevékenységeket sújtó különadók rendszere pedig a beruházásokat fékezte, csakúgy, mint a gazdaság intézményi-befektetői környezetének az elmúlt években tapasztalt határozott romlása, amelyre valamennyi nemzetközi felmérés felhívta a figyelmet. Ezek a tényezők is hozzájárultak ahhoz, hogy 2013-ban Európai összehasonlításban kivitelesen alacsonyra süllyedt a belföldi felhasználás részesedése a GDP-ben. E kevésbé biztató fejleményeknek csupán tükröződése a szokatlanul magas külkereskedelmi többlet, illetve export- és importhányad.

Ilyen meghatározottság mellett, amelyben a belföldi felhasználás részesedése a GDP-ben rendkívül alacsonnyá vált, a külkereskedelemé pedig erősen megemelkedett, a következő néhány év gazdasági növekedése döntő módon függ attól, *hogyan változik a külkereskedelmi egyenleg*. Kritikus kérdéssé válik, hogy a belföldi felhasználás többletéből eredő keresleti többlet mennyiben képes ellensúlyozni a külkereskedelmi aktívum mérséklődéséből származó kereslet-csökkenést. A magyar kormánytól eltérően, szerintünk nincs ok arra számítani, hogy a belföldi felhasználás bővülését – ha bekövetkezik – éppúgy kísérsni fogja a mára kialakult exporttöbblet további emelkedése, vagy akár fennmaradása, ahogyan a belföldi felhasználás csökkenését kísérte. Éppen ellenkezőleg, arra indokolt felkészülni, hogy a belföldi felhasználás növekedéséhez az importkereslet növekedése (a nettó export csökkenése) társul majd, ami azt jelenti, hogy nem számíthatunk hirtelen meglóduló növekedésre. A nettó export csökkenéséből fakadó visszahúzó hatás mértéke az export és az import növekedési üteme közötti rés alakulásától függ, ami viszont a külső kereslet alakulásán, valamint a belföldi termelés, illetve felhasználás bővülésének szerkezetén múlik. Úgy látjuk, hogy ettől a hatástól eltekintenek azok a hazai és nemzetközi előrejelzések, amelyek az elkövetkező évekre 2%-nál számottevően magasabb, tartós gazdasági növekedést vetítenek előre.

Legvégül egy szerkezeti kérdéstről, és egy ehhez kapcsolódó, a gazdaság ágazati összetételének átalakítását célzó gazdaságpolitikai törekvésről kell szólni. A hazai gazdaságpolitika szavakban és tettekben (így például az adórendszerben) kifejezett célja a „nem termelőnek” vélt szolgáltató szektorok visszaszorítása, és a „termelőnek” tekintett (főként feldolgozóipari) tevékenységek előnyben részesítése. A gazdaság összeteljesítményét tekintve azonban figyelembe kellene venni, hogy a szolgáltató szektorok adják az exporttöbblet felét, miközben bővülésüknek lényegesen kisebb lehet az importvonzata, mint a feldolgozóipari tevékenységeké, így a szolgáltatásokat korlátozni igyekvő gazdaságpolitika többféle módon is akadályozhatja a GDP bővülését.

## MELLÉKLET: TÁBLÁZATOK ÉS ÁBRÁK

### TÁBLÁZATOK

M1. Magyarország külföldi kötelezettségei és követelései, valamint azok összetétele tulajdon, illetve adósság, továbbá szektorok szerint 1995 és 2012 között.

M2. A GDP arányos export, import és nettó export 2005-ben, 2008-ban és 2012-ben.

M3. A GDP-arányos nettó export változásának dekompozíciója 2005 és 2008, illetve 2008 és 2012-között.

M4. A 2005. évi áron mért GDP arányos export, import és nettó export 2005-ben, 2008-ban és 2012-ben.

M5. A 2005. évi áron mért GDP-arányos nettó export változásának dekompozíciója 2005 és 2008, illetve 2008 és 2012-között.

M6. A GDP volumenének változása (százalékban), valamint a belföldi felhasználás és a nettó export hozzájárulása a GDP változásához 2006 és 2008, illetve 2009 és 2012 között.

M7. A jövedelmi adatokból (felülről) és a pénzügyi számlákból (alulról) számított szektoronkénti nettó hitelnyújtás (finanszírozási képesség), megtakarítás, megtakarítás-beruházás egyenleg, továbbá a beruházások és a nettó tőketranszferok GDP-arányos értéke 2005 és 2012 között.

M8. Magyarország GDP-arányos áru- és szolgáltatás-kivitele, behozatala és egyenlege 1995 és 2012 között.

### ÁBRÁK

M1. Az eurózónához viszonyított GDP-növekedés a visegrádi országokban.

M2. A visegrádi országok áru- és szolgáltatás-exportjának és -importjának volumen-, -ár és értékváltozása (euróban) 2001-és 2007, illetve 2008 és 2012 között.

M3. Magyarország forintban, illetve euróban mért GDP-arányos nettó külső kötelezettségei, bruttó kötelezettségei és bruttó követelései 1995 és 2012 között.

M4. Magyarország GDP-arányos nettó külső adósságának, illetve nettó FDI-állományának alakulása az FDI „egyéb tőkével” (tulajdonosi hitellel) együtt és anélkül számítva, forintban és euróban 1995 és 2012 között.

M5. A kormányzati és a magánszektor megtakarítás-felhalmozás egyenlege, a folyó fizetési mérleg és a nettó hitelnyújtás 2005-ben, 2008-ban és 2012-ben.

M6. A megtakarítás és a felhalmozás szektorbontása 2005-ben, 2008-ban és 2012-ben.

M7. A szektoronkénti nettó hitelnyújtás alakulása Magyarországon 2005 és 2012 között ábra: Szektoronkénti nettó hitelnyújtás 2005 és 2012 között.

**Magyarország külföldi kötelezettségei és követelése, valamint azok összetétele tulajdon, illetve adósság, továbbá szektorok szerint 1995 és 2012 között  
(a GDP százalékában, euró-adatok alapján számítva)**

|              |  | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>I</b>     | <b>Külső kötelezettségek és követelések<br/>(Tulajdon + adósság)</b> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| I/1          | Bruttó külföldi kötelezettség (GFL)                                  | 93   | 88   | 93   | 94   | 116  | 111  | 112  | 103  | 115  | 135  | 148  | 175  | 176  | 181  | 229  | 220  | 204  | 207  |
| I/2          | Bruttó külföldi követelés (GFA)                                      | 37   | 33   | 32   | 34   | 43   | 41   | 44   | 36   | 40   | 47   | 55   | 67   | 72   | 80   | 108  | 108  | 108  | 105  |
| I/3          | Nettó külföldi kötelezettség (NFL)                                   | 56   | 54   | 61   | 61   | 73   | 70   | 68   | 67   | 75   | 87   | 93   | 108  | 104  | 101  | 121  | 111  | 95   | 102  |
| <b>II</b>    | <b>Tulajdon (FDI + portfólió: tulajdoni részesedés)* /</b>           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| II/1         | Tulajdon: kötelezettség (tul. hitellel)                              | 26   | 32   | 45   | 46   | 60   | 55   | 59   | 58   | 65   | 72   | 78   | 93   | 88   | 87   | 115  | 109  | 101  | 110  |
| II/2         | Tulajdon: követelés (tul. hitellel)                                  | 1    | 1    | 2    | 2    | 4    | 5    | 6    | 8    | 11   | 13   | 16   | 23   | 28   | 37   | 50   | 50   | 50   | 52   |
| II/3         | Tulajdon: nettó kötelezettség (tul. hitellel)                        | 25   | 31   | 44   | 44   | 56   | 50   | 53   | 50   | 54   | 59   | 62   | 70   | 60   | 50   | 65   | 59   | 51   | 58   |
| II/4         | Az FDI-on belül: tulajdonosi hitelek - adósság                       | 2    | 4    | 5    | 6    | 7    | 7    | 10   | 10   | 12   | 11   | 11   | 15   | 17   | 23   | 36   | 32   | 30   | 30   |
| II/5         | Az FDI-on belül: tulajdonosi hitelek - követelés                     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 3    | 5    | 5    | 6    | 7    | 11   | 19   | 28   | 26   | 28   | 18   |
| II/6         | Az FDI-on belül: tulajdonosi hitelek - nettó adósság                 | 2    | 4    | 4    | 5    | 7    | 7    | 9    | 7    | 7    | 5    | 5    | 7    | 6    | 4    | 8    | 6    | 2    | 12   |
| <b>III/A</b> | <b>Adósság</b>   |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| III/A.1      | Bruttó külföldi adósság (tul. hitellel)                              | 69   | 60   | 53   | 55   | 63   | 63   | 63   | 55   | 62   | 73   | 81   | 97   | 105  | 117  | 150  | 143  | 133  | 127  |
| III/A.2      | Bruttó külföldi adósság-típusú követelés (tul. hitellel)             | 36   | 32   | 31   | 32   | 39   | 37   | 38   | 31   | 34   | 39   | 45   | 52   | 54   | 62   | 86   | 84   | 86   | 71   |
| III/A.3      | Nettó külföldi adósság (tul. hitellel)                               | 33   | 28   | 21   | 23   | 24   | 27   | 24   | 23   | 28   | 34   | 36   | 45   | 50   | 55   | 64   | 59   | 47   | 56   |
| III/A.4      | Bruttó külföldi adósság (tul. hitel nélk.)                           | 67   | 56   | 48   | 49   | 56   | 56   | 53   | 45   | 50   | 62   | 70   | 82   | 88   | 94   | 114  | 111  | 103  | 97   |
| III/A.5      | Bruttó külföldi adósság-típusú követelés (tul. hitel nélk.)          | 36   | 32   | 31   | 32   | 39   | 36   | 38   | 28   | 29   | 34   | 39   | 44   | 44   | 43   | 58   | 58   | 58   | 53   |
| III/A.6      | Nettó külföldi adósság (tul. hitel nélk.)                            | 31   | 24   | 17   | 17   | 17   | 20   | 15   | 17   | 21   | 28   | 31   | 38   | 44   | 51   | 56   | 53   | 44   | 44   |
| <b>III/B</b> | <b>Adósság: szektorbontás</b>  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| III/B.1      | Bruttó külső magánadósság (tul. hitellel)                            | 18   | 21   | 24   | 26   | 31   | 33   | 35   | 29   | 36   | 44   | 51   | 62   | 70   | 79   | 99   | 89   | 78   | 72   |
| III/B.2      | Adósság-típusú külföldi magánkövetelések (tul. hitellel)             | 8    | 9    | 12   | 12   | 14   | 12   | 17   | 17   | 19   | 24   | 26   | 33   | 37   | 38   | 50   | 47   | 47   | 35   |
| III/B.3      | Nettó külső magánadósság (tul. hitellel)                             | 10   | 12   | 12   | 14   | 17   | 21   | 18   | 12   | 17   | 20   | 24   | 29   | 33   | 41   | 48   | 42   | 31   | 37   |
| III/B.4      | Bruttó külső magánadósság (tul. hitel nélk.)                         | 16   | 17   | 19   | 20   | 23   | 26   | 25   | 19   | 24   | 33   | 39   | 48   | 53   | 56   | 62   | 57   | 48   | 42   |
| III/B.4.a    | ebből: - Pénzüintézetek  | 6    | 7    | 10   | 11   | 12   | 12   | 12   | 10   | 14   | 17   | 21   | 28   | 31   | 40   | 42   | 36   | 30   | 24   |
| III/B.4.b    | - Egyéb szektorok  | 10   | 10   | 9    | 10   | 12   | 14   | 14   | 9    | 9    | 16   | 18   | 20   | 22   | 16   | 20   | 21   | 19   | 18   |
| III/B.5      | Adósság-típusú külföldi magánkövetelések (tul. hitel nélk.)          | 8    | 9    | 11   | 12   | 14   | 12   | 16   | 13   | 14   | 19   | 21   | 26   | 26   | 19   | 22   | 21   | 19   | 17   |
| III/B.6      | Nettó külső magánadósság (tul. hitel nélk.)                          | 8    | 8    | 8    | 8    | 10   | 14   | 9    | 6    | 10   | 14   | 19   | 22   | 27   | 37   | 40   | 36   | 29   | 24   |
| III/B.7      | Bruttó külső államadósság  | 51   | 39   | 29   | 28   | 33   | 31   | 28   | 26   | 27   | 29   | 30   | 34   | 35   | 37   | 52   | 54   | 54   | 55   |
| III/B.8      | Bruttó külső állami követelések                                      | 28   | 23   | 20   | 20   | 25   | 25   | 22   | 15   | 15   | 15   | 18   | 19   | 18   | 24   | 35   | 37   | 39   | 36   |
| III/B.9      | Nettó külső államadósság   | 23   | 16   | 9    | 9    | 8    | 6    | 6    | 11   | 11   | 14   | 12   | 16   | 17   | 13   | 16   | 17   | 15   | 19   |
|              | Memo: Derivatívák +portfólió-befektetésekből: tulajdon               |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|              | Kötelezettség  | 1    | 3    | 6    | 5    | 10   | 7    | 6    | 6    | 8    | 12   | 14   | 18   | 13   | 10   | 15   | 15   | 13   | 14   |
|              | Követelés  | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    | 2    | 3    | 2    | 2    | 3    | 3    | 5    | 6    | 8    | 10   | 11   | 9    | 9    |
|              | Nettó kötelezettség  | 1    | 2    | 6    | 4    | 8    | 5    | 4    | 4    | 6    | 9    | 11   | 13   | 6    | 2    | 5    | 4    | 3    | 5    |

**A GDP arányos export (x), import (m) és nettó export (nx)  
2005-ben, 2008-ban és 2012-ben (folyó áron, százalékban)**

|    | X <sub>05</sub> | X <sub>08</sub> | X <sub>12</sub> | m <sub>05</sub> | m <sub>08</sub> | m <sub>12</sub> | nX <sub>05</sub> | nX <sub>08</sub> | nX <sub>12</sub> | nX <sub>08</sub> -<br>nX <sub>05</sub> | nX <sub>12</sub> -<br>nX <sub>05</sub> |
|----|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|--|--|
| BE | 78,7            | 84,9            | 84,8            | 74,7            | 84,1            | 83,6            | 4,0              | 0,8              | 1,2              | -3,2                                   | 0,4                                    |
| BU | 40,5            | 58,2            | 66,6            | 55,6            | 78,7            | 70,3            | -15,1            | -20,5            | -3,7             | -5,4                                   | 16,8                                   |
| CZ | 64,4            | 64,4            | 78,0            | 61,7            | 62,1            | 72,7            | 2,7              | 2,3              | 5,3              | -0,4                                   | 3,0                                    |
| DK | 49,0            | 54,7            | 54,4            | 44,1            | 51,6            | 49,4            | 4,9              | 3,1              | 5,0              | -1,8                                   | 1,9                                    |
| DE | 41,3            | 48,2            | 51,6            | 36,1            | 41,9            | 46,0            | 5,2              | 6,3              | 5,6              | 1,1                                    | -0,7                                   |
| EE | 77,7            | 71,0            | 92,5            | 84,2            | 75,1            | 92,0            | -6,5             | -4,1             | 0,5              | 2,4                                    | 4,6                                    |
| IE | 81,3            | 84,0            | 108,3           | 69,6            | 74,8            | 84,1            | 11,7             | 9,2              | 24,2             | -2,5                                   | 15,0                                   |
| EL | 23,2            | 24,1            | 27,0            | 32,5            | 38,6            | 32,0            | -9,3             | -14,5            | -5,0             | -5,2                                   | 9,5                                    |
| ES | 25,7            | 26,5            | 32,2            | 30,9            | 32,3            | 31,2            | -5,2             | -5,8             | 1,0              | -0,6                                   | 6,8                                    |
| FR | 26,4            | 26,9            | 27,4            | 27,0            | 29,1            | 29,7            | -0,6             | -2,2             | -2,3             | -1,6                                   | -0,1                                   |
| CR | 42,3            | 42,1            | 43,4            | 48,6            | 49,8            | 42,7            | -6,3             | -7,7             | 0,7              | -1,4                                   | 8,4                                    |
| IT | 25,9            | 28,5            | 30,3            | 25,9            | 29,3            | 29,1            | 0,0              | -0,8             | 1,2              | -0,8                                   | 2,0                                    |
| CY | 48,6            | 45,8            | 45,5            | 51,2            | 57,0            | 45,4            | -2,6             | -11,2            | 0,1              | -8,6                                   | 11,3                                   |
| LV | 48,2            | 43,1            | 61,1            | 62,6            | 56,8            | 64,4            | -14,4            | -13,7            | -3,3             | 0,7                                    | 10,4                                   |
| LT | 57,3            | 59,6            | 84,2            | 64,4            | 71,5            | 83,8            | -7,1             | -11,9            | 0,4              | -4,8                                   | 12,3                                   |
| HU | 65,9            | 81,7            | 94,8            | 68,1            | 81,2            | 87,0            | -2,2             | 0,5              | 7,8              | 2,7                                    | 7,3                                    |
| MT | 74,9            | 91,8            | 102,3           | 78,1            | 93,6            | 96,3            | -3,2             | -1,8             | 6,0              | 1,4                                    | 7,8                                    |
| NL | 69,6            | 76,3            | 87,4            | 61,1            | 68,0            | 78,5            | 8,5              | 8,3              | 8,9              | -0,2                                   | 0,6                                    |
| AU | 53,8            | 59,3            | 57,0            | 49,9            | 53,5            | 53,5            | 3,9              | 5,8              | 3,5              | 1,9                                    | -2,3                                   |
| PL | 37,1            | 39,9            | 46,2            | 37,8            | 43,9            | 45,8            | -0,7             | -4,0             | 0,4              | -3,3                                   | 4,4                                    |
| PT | 27,7            | 32,4            | 38,8            | 37,1            | 42,5            | 39,3            | -9,4             | -10,1            | -0,5             | -0,7                                   | 9,6                                    |
| RO | 33,1            | 30,4            | 40,0            | 43,2            | 43,5            | 45,2            | -10,1            | -13,1            | -5,2             | -3,0                                   | 7,9                                    |
| SI | 62,2            | 67,9            | 75,0            | 62,6            | 70,4            | 71,0            | -0,4             | -2,5             | 4,0              | -2,1                                   | 6,5                                    |
| SK | 76,3            | 83,5            | 95,6            | 80,9            | 85,9            | 90,6            | -4,6             | -2,4             | 5,0              | 2,2                                    | 7,4                                    |
| FI | 41,8            | 46,8            | 39,7            | 37,7            | 43,1            | 40,3            | 4,1              | 3,7              | -0,6             | -0,4                                   | -4,3                                   |
| SE | 48,4            | 53,5            | 48,7            | 40,6            | 46,8            | 42,6            | 7,8              | 6,7              | 6,1              | -1,1                                   | -0,6                                   |
| UK | 26,6            | 29,4            | 31,5            | 29,4            | 31,6            | 33,7            | -2,8             | -2,2             | -2,2             | 0,6                                    | 0,0                                    |

**A GDP-arányos nettó export változásának dekompozíciója 2005 és 2008, illetve 2008 és 2012-között (folyó áras adatokból számítva; százalékpont, illetve százalék)**

|    |                       |               |               |                    | memo         |             |                       |               |               |                    | memo         |             |
|----|-----------------------|---------------|---------------|--------------------|--------------|-------------|-----------------------|---------------|---------------|--------------------|--------------|-------------|
|    | 1                     | 2             | 3             | 4                  | 5            | 6           | 7                     | 8             | 9             | 10                 | 11           | 12          |
|    | $nx_{08} - nx_{05} =$ | $dX/Y_{08} -$ | $dM/Y_{08} -$ | $nx_{05}^*y/(1+y)$ | $dNX/Y_{08}$ | $[y/(1+y)]$ | $nx_{12} - nx_{08} =$ | $dX/Y_{12} -$ | $dM/Y_{12} -$ | $nx_{08}^*y/(1+y)$ | $dNX/Y_{08}$ | $[y/(1+y)]$ |
| BE | -3,2                  | 16,0          | 18,6          | 0,5                | -2,6         | 12,4        | 0,4                   | 6,6           | 6,2           | 0,1                | 0,4          | 7,9         |
| BU | -5,4                  | 31,6          | 42,2          | -5,2               | -10,6        | 34,4        | 16,8                  | 14,6          | 0,0           | -2,2               | 14,6         | 10,7        |
| CZ | -0,4                  | 20,7          | 20,2          | 0,9                | 0,5          | 32,2        | 3,0                   | 12,7          | 9,8           | 0,0                | 2,9          | -1,3        |
| DK | -1,8                  | 11,5          | 12,7          | 0,6                | -1,2         | 11,8        | 1,9                   | 1,9           | -0,1          | 0,1                | 1,9          | 4,0         |
| DE | 1,1                   | 11,0          | 9,4           | 0,5                | 1,6          | 10,1        | -0,7                  | 6,6           | 6,8           | 0,4                | -0,2         | 6,4         |
| EE | 2,4                   | 17,5          | 17,1          | -2,0               | 0,4          | 31,1        | 4,6                   | 24,6          | 20,2          | -0,2               | 4,4          | 4,5         |
| IE | -2,5                  | 9,9           | 11,4          | 1,0                | -1,5         | 8,9         | 15,0                  | 16,5          | 2,3           | -0,9               | 14,2         | -9,3        |
| EL | -5,2                  | 4,9           | 11,7          | -1,6               | -6,8         | 17,2        | 9,5                   | -2,0          | -14,5         | 3,0                | 12,4         | -20,4       |
| ES | -0,6                  | 5,0           | 6,5           | -0,9               | -1,4         | 16,4        | 6,8                   | 4,7           | -2,3          | 0,2                | 7,0          | -3,6        |
| FR | -1,6                  | 3,5           | 5,1           | -0,1               | -1,5         | 11,1        | -0,1                  | 1,8           | 2,0           | -0,1               | -0,2         | 4,9         |
| CR | -1,4                  | 10,0          | 13,0          | -1,5               | -3,0         | 24,2        | 8,4                   | -2,2          | -11,3         | 0,6                | 9,1          | -8,3        |
| IT | -0,8                  | 4,9           | 5,6           | 0,0                | -0,8         | 8,8         | 2,0                   | 1,7           | -0,4          | 0,0                | 2,1          | -0,6        |
| CY | -8,6                  | 7,3           | 16,4          | -0,5               | -9,1         | 20,7        | 11,3                  | 1,5           | -9,2          | -0,5               | 10,7         | 4,1         |
| LV | 0,7                   | 15,9          | 21,5          | -6,3               | -5,6         | 43,5        | 10,4                  | 16,8          | 6,0           | 0,4                | 10,8         | -2,8        |
| LT | -4,8                  | 22,6          | 29,8          | -2,5               | -7,2         | 35,3        | 12,3                  | 25,4          | 13,3          | -0,2               | 12,1         | 1,4         |
| HU | 2,7                   | 26,2          | 24,0          | -0,3               | 2,2          | 15,9        | 7,3                   | 6,6           | -0,7          | 0,0                | 7,3          | -8,0        |
| MT | 1,4                   | 29,9          | 29,1          | -0,5               | 0,8          | 17,3        | 7,8                   | 21,9          | 14,3          | -0,2               | 7,6          | 12,3        |
| NL | -0,2                  | 16,1          | 15,2          | 1,2                | 0,9          | 13,6        | 0,6                   | 11,9          | 11,2          | 0,1                | 0,6          | 1,0         |
| AU | 1,9                   | 12,6          | 10,3          | 0,5                | 2,3          | 13,3        | -2,3                  | 3,1           | 4,8           | 0,5                | -1,7         | 9,0         |
| PL | -3,3                  | 14,9          | 18,4          | -0,2               | -3,5         | 32,7        | 4,4                   | 8,1           | 4,1           | -0,2               | 4,1          | 4,7         |
| PT | -0,7                  | 7,6           | 9,3           | -1,0               | -1,6         | 10,3        | 9,6                   | 5,0           | -4,9          | 0,4                | 9,9          | -4,1        |
| RO | -3,0                  | 11,5          | 18,8          | -4,4               | -7,2         | 42,9        | 7,9                   | 7,7           | -1,0          | 0,8                | 8,7          | -6,1        |
| SI | -2,1                  | 19,9          | 22,1          | -0,1               | -2,2         | 22,9        | 6,5                   | 3,7           | -2,9          | 0,1                | 6,6          | -5,0        |
| SK | 2,2                   | 37,9          | 37,5          | -1,9               | 0,4          | 40,2        | 7,4                   | 20,4          | 13,3          | -0,2               | 7,1          | 9,9         |
| FI | -0,4                  | 11,4          | 11,1          | 0,6                | 0,3          | 15,2        | -4,3                  | -5,0          | -0,8          | 0,2                | -4,2         | 4,5         |
| SE | -1,1                  | 10,2          | 10,4          | 0,8                | -0,3         | 10,5        | -0,6                  | 5,1           | 4,5           | 1,3                | 0,7          | 18,6        |
| UK | 0,6                   | 2,3           | 1,7           | 0,0                | 0,6          | -1,7        | 0,0                   | 3,5           | 3,6           | -0,1               | 0,0          | 4,7         |

Forrás: Eurostat nemzeti számla adatok alapján saját számítás

Jelmagyarázat:  $nx_{08} - nx_{05}$  a nettó exportarány növekedése,  $dX/Y_{08}$  az exportarány változása,  $dM/Y_{08}$  az importarány változása,  $nx_{05}^*y/(1+y)$  korrekciós tényező.

**A 2005. évi áron mért GDP arányos export (x), import (m) és nettó export (nx)  
2005-ben, 2008-ban és 2012-ben (százalékban)**

|    | X <sub>05</sub> | X <sub>08</sub> | X <sub>12</sub> | m <sub>05</sub> | m <sub>08</sub> | m <sub>12</sub> | nX <sub>05</sub> | nX <sub>08</sub> | nX <sub>12</sub> | nX <sub>08</sub> -<br>nX <sub>05</sub> | nX <sub>12</sub> -<br>nX <sub>08</sub> |
|----|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|--|--|
| BE | 78,7            | 83,5            | 85,5            | 74,7            | 80,3            | 82,1            | 4,0              | 3,2              | 3,4              | -0,7                                   | 0,1                                    |
| BU | 40,5            | 55,5            | 64,9            | 55,6            | 77,9            | 73,1            | -15,1            | -22,5            | -8,2             | -7,4                                   | 14,3                                   |
| CZ | 64,4            | 72,7            | 86,6            | 61,7            | 67,8            | 76,6            | 2,7              | 4,8              | 10,0             | 2,1                                    | 5,2                                    |
| DK | 49,0            | 54,4            | 56,1            | 44,1            | 51,7            | 51,7            | 4,9              | 2,7              | 4,4              | -2,2                                   | 1,7                                    |
| DE | 41,3            | 47,9            | 51,9            | 36,1            | 40,6            | 44,5            | 5,2              | 7,3              | 7,4              | 2,1                                    | 0,1                                    |
| EE | 77,7            | 76,1            | 97,4            | 84,2            | 83,7            | 94,6            | -6,5             | -7,6             | 2,8              | -1,1                                   | 10,4                                   |
| IE | 81,3            | 84,1            | 96,6            | 69,6            | 71,6            | 69,6            | 11,7             | 12,5             | 27,0             | 0,8                                    | 14,5                                   |
| EL | 23,2            | 24,2            | 25,1            | 32,5            | 38,3            | 28,6            | -9,3             | -14,1            | -3,5             | -4,8                                   | 10,6                                   |
| ES | 25,7            | 26,6            | 31,1            | 30,9            | 32,1            | 28,8            | -5,2             | -5,5             | 2,3              | -0,3                                   | 7,8                                    |
| FR | 26,4            | 27,0            | 27,9            | 27,0            | 28,8            | 29,4            | -0,6             | -1,8             | -1,5             | -1,2                                   | 0,4                                    |
| CR | 42,3            | 42,0            | 42,5            | 48,6            | 51,6            | 43,9            | -6,3             | -9,6             | -1,4             | -3,3                                   | 8,2                                    |
| IT | 25,9            | 28,2            | 29,8            | 25,9            | 27,8            | 26,7            | 0,0              | 0,4              | 3,1              | 0,4                                    | 2,7                                    |
| CY | 48,6            | 46,9            | 47,7            | 51,2            | 59,3            | 47,8            | -2,6             | -12,4            | -0,1             | -9,8                                   | 12,2                                   |
| LV | 48,2            | 49,9            | 65,4            | 62,6            | 66,5            | 70,4            | -14,4            | -16,6            | -5,1             | -2,2                                   | 11,6                                   |
| LT | 57,3            | 60,7            | 83,7            | 64,4            | 73,3            | 79,4            | -7,1             | -12,6            | 4,3              | -5,5                                   | 16,9                                   |
| HU | 65,9            | 90,9            | 107,1           | 68,1            | 88,8            | 95,0            | -2,2             | 2,1              | 12,1             | 4,2                                    | 10,0                                   |
| MT | 74,9            | 82,1            | 92,8            | 78,1            | 83,2            | 86,8            | -3,2             | -1,1             | 6,1              | 2,1                                    | 7,2                                    |
| NL | 69,6            | 74,1            | 83,4            | 61,1            | 65,7            | 73,4            | 8,5              | 8,4              | 9,9              | -0,1                                   | 1,5                                    |
| AU | 53,8            | 58,7            | 57,7            | 49,9            | 51,5            | 51,7            | 3,9              | 7,2              | 5,9              | 3,3                                    | -1,3                                   |
| PL | 37,1            | 41,6            | 42,8            | 37,8            | 45,7            | 42,0            | -0,7             | -4,1             | 0,9              | -3,3                                   | 4,9                                    |
| PT | 27,7            | 31,9            | 36,8            | 37,1            | 41,3            | 37,4            | -9,4             | -9,4             | -0,6             | 0,0                                    | 8,8                                    |
| RO | 33,1            | 34,7            | 41,3            | 43,2            | 59,2            | 60,0            | -10,1            | -24,5            | -18,6            | -14,4                                  | 5,9                                    |
| SI | 62,2            | 70,7            | 75,9            | 62,6            | 72,6            | 69,2            | -0,4             | -1,9             | 6,8              | -1,5                                   | 8,6                                    |
| SK | 76,3            | 85,9            | 97,7            | 80,9            | 84,8            | 85,6            | -4,6             | 1,1              | 12,1             | 5,7                                    | 11,0                                   |
| FI | 41,8            | 48,6            | 43,0            | 37,7            | 42,4            | 39,5            | 4,1              | 6,2              | 3,5              | 2,1                                    | -2,7                                   |
| SE | 48,4            | 53,0            | 51,9            | 40,6            | 46,6            | 45,0            | 7,8              | 6,4              | 6,9              | -1,4                                   | 0,5                                    |
| UK | 26,6            | 28,0            | 29,4            | 29,4            | 29,7            | 30,2            | -2,8             | -1,7             | -0,7             | 1,1                                    | 0,9                                    |



**A 2005. évi áron mért GDP-arányos nettó export változásának dekompozíciója  
2005 és 2008, illetve 2008 és 2012-között (százalékpont, illetve százalék)**

|    | memo            |            |            |                 |           |             |                 |            |            |                 |           |             |
|----|-----------------|------------|------------|-----------------|-----------|-------------|-----------------|------------|------------|-----------------|-----------|-------------|
|    | 1               | 2          | 3          | 4               | memo      |             | 7               | 8          | 9          | 10              | memo      |             |
|    | $nx08 - nx05 =$ | $dX/Y08 -$ | $dM/Y08 -$ | $nx05^*y/(1+y)$ | $dNX/Y08$ | $[y/(1+y)]$ | $nx12 - nx08 =$ | $dX/Y12 -$ | $dM/Y12 -$ | $nx08^*y/(1+y)$ | $dNX/Y08$ | $[y/(1+y)]$ |
| BE | -0,7            | 9,8        | 10,2       | 0,2             | -0,5      | 6,3         | 0,1             | 2,9        | 2,7        | 0,0             | 0,2       | 1,1         |
| BU | -7,4            | 21,8       | 31,7       | -2,6            | -10,0     | 16,9        | 14,3            | 7,9        | -6,9       | 0,5             | 14,9      | -2,7        |
| CZ | 2,1             | 17,4       | 15,0       | 0,4             | 2,5       | 14,3        | 5,2             | 12,7       | 7,6        | 0,0             | 5,1       | -1,6        |
| DK | -2,2            | 7,4        | 9,4        | 0,2             | -2,0      | 4,0         | 1,7             | -0,3       | -1,8       | -0,1            | 1,6       | -3,6        |
| DE | 2,1             | 9,8        | 7,3        | 0,4             | 2,5       | 7,6         | 0,1             | 5,1        | 4,9        | 0,2             | 0,3       | 2,4         |
| EE | -1,1            | 7,6        | 9,4        | -0,8            | -1,9      | 11,8        | 10,4            | 20,7       | 10,3       | 0,0             | 10,4      | -0,8        |
| IE | 0,8             | 9,4        | 7,6        | 0,9             | 1,7       | 8,1         | 14,5            | 9,1        | -4,9       | -0,4            | 14,0      | -4,1        |
| EL | -4,8            | 2,9        | 8,5        | -0,8            | -5,6      | 8,3         | 10,6            | -5,1       | -19,2      | 3,6             | 14,1      | -24,9       |
| ES | -0,3            | 3,0        | 3,7        | -0,4            | -0,7      | 8,0         | 7,8             | 3,1        | -5,0       | 0,3             | 8,1       | -5,3        |
| FR | -1,2            | 1,8        | 3,1        | 0,0             | -1,2      | 4,5         | 0,4             | 1,0        | 0,7        | 0,0             | 0,4       | 0,5         |
| CR | -3,3            | 4,4        | 8,5        | -0,7            | -4,0      | 11,1        | 8,2             | -4,7       | -14,0      | 1,0             | 9,3       | -12,2       |
| IT | 0,4             | 3,0        | 2,6        | 0,0             | 0,4       | 2,6         | 2,7             | -0,1       | -2,8       | 0,0             | 2,7       | -6,1        |
| CY | -9,8            | 4,0        | 14,2       | -0,3            | -10,1     | 11,8        | 12,2            | -0,4       | -13,0      | 0,3             | 12,6      | -2,5        |
| LV | -2,2            | 9,0        | 13,4       | -2,2            | -4,3      | 15,1        | 11,6            | 10,4       | -2,9       | 1,4             | 13,3      | -10,2       |
| LT | -5,5            | 13,6       | 20,4       | -1,3            | -6,8      | 17,9        | 16,9            | 19,8       | 2,2        | 0,6             | 17,6      | -5,3        |
| HU | 4,2             | 28,0       | 24,0       | -0,1            | 4,1       | 4,7         | 10,0            | 10,8       | 0,9        | 0,0             | 9,9       | -6,0        |
| MT | 2,1             | 14,5       | 12,8       | -0,3            | 1,7       | 9,8         | 7,2             | 13,2       | 6,1        | -0,1            | 7,1       | 3,1         |
| NL | -0,1            | 10,5       | 9,8        | 0,7             | 0,6       | 8,6         | 1,5             | 7,7        | 6,3        | -0,2            | 1,4       | -2,1        |
| AU | 3,3             | 9,4        | 5,8        | 0,3             | 3,6       | 8,3         | -1,3            | -0,1       | 1,1        | 0,1             | -1,2      | 1,7         |
| PL | -3,3            | 10,5       | 14,0       | -0,1            | -3,4      | 16,1        | 4,9             | 5,8        | 1,3        | -0,4            | 4,5       | 11,0        |
| PT | 0,0             | 5,3        | 5,6        | -0,3            | -0,3      | 3,7         | 8,8             | 2,9        | -6,4       | 0,6             | 9,4       | -6,1        |
| RO | -14,4           | 7,8        | 24,1       | -1,9            | -16,3     | 18,8        | 5,9             | 4,9        | -2,3       | 0,7             | 7,2       | -5,3        |
| SI | -1,5            | 17,6       | 19,1       | -0,1            | -1,5      | 14,6        | 8,6             | -1,2       | -10,0      | 0,2             | 8,8       | -9,1        |
| SK | 5,7             | 25,7       | 20,9       | -1,0            | 4,8       | 21,0        | 11,0            | 15,5       | 4,5        | -0,1            | 11,0      | 4,3         |
| FI | 2,1             | 10,7       | 8,2        | 0,4             | 2,5       | 9,3         | -2,7            | -7,1       | -4,2       | -0,1            | -2,9      | -3,2        |
| SE | -1,4            | 7,8        | 8,7        | 0,5             | -0,9      | 6,6         | 0,5             | 1,8        | 0,9        | 0,4             | 0,8       | 5,4         |
| UK | 1,1             | 2,7        | 1,8        | -0,1            | 0,9       | 5,2         | 0,9             | 0,8        | -0,2       | 0,1             | 1,0       | -2,4        |

**A GDP volumenének változása (százalékban), valamint a belföldi felhasználás (BF) és a nettó export (NX) hozzájárulása a GDP változásához (százalékpontban) 2006 és 2008, illetve 2009 és 2012 között**

|    | 2006-2008 |      |           |        |       |       |       |      |       | 2009-2012 |           |        |       |      |       |       |  |  |
|----|-----------|------|-----------|--------|-------|-------|-------|------|-------|-----------|-----------|--------|-------|------|-------|-------|--|--|
|    | dY%       | BF   | Ebből     |        |       | NX    | Ebből |      | dY%   | BF        | Ebből     |        |       | NX   | Ebből |       |  |  |
|    |           |      | Fogy.kiad | Beruh. | Egyéb |       | X     | M    |       |           | Fogy.kiad | Beruh. | Egyéb |      | X     | M     |  |  |
| BE | 6,7       | 7,2  | 4,1       | 2,3    | 0,8   | -0,5  | 10,4  | 10,9 | 1,1   | 0,9       | 2,5       | -1,3   | -0,2  | 0,2  | 2,9   | 2,8   |  |  |
| BU | 20,4      | 32,4 | 15,9      | 13,9   | 2,5   | -12,0 | 26,2  | 38,2 | -2,6  | -17,1     | -3,3      | -12,1  | -1,8  | 14,5 | 7,7   | -6,8  |  |  |
| CZ | 16,7      | 13,8 | 6,0       | 6,4    | 1,3   | 2,9   | 20,3  | 17,5 | -1,6  | -6,6      | -0,4      | -3,4   | -2,8  | 5,0  | 12,5  | 7,5   |  |  |
| DK | 4,2       | 6,3  | 4,7       | 2,0    | -0,3  | -2,1  | 7,7   | 9,8  | -3,5  | -5,0      | -0,5      | -3,2   | -1,3  | 1,5  | -0,2  | -1,8  |  |  |
| DE | 8,3       | 5,6  | 2,3       | 2,6    | 0,7   | 2,7   | 10,6  | 7,9  | 2,5   | 2,2       | 3,3       | -0,6   | -0,5  | 0,3  | 5,3   | 5,0   |  |  |
| EE | 13,4      | 15,6 | 12,5      | 5,3    | -2,3  | -2,1  | 8,6   | 10,7 | -0,8  | -11,1     | -5,1      | -4,3   | -1,7  | 10,4 | 20,6  | 10,2  |  |  |
| IE | 8,8       | 6,9  | 8,4       | -0,9   | -0,6  | 1,9   | 10,2  | 8,3  | -3,9  | -17,4     | -6,6      | -12,0  | 1,2   | 13,4 | 8,7   | -4,7  |  |  |
| GR | 9,0       | 15,1 | 10,2      | 4,3    | 0,5   | -6,1  | 3,2   | 9,2  | -19,9 | -31,2     | -18,7     | -12,0  | -0,4  | 11,3 | -4,1  | -15,4 |  |  |
| ES | 8,7       | 9,4  | 7,1       | 1,9    | 0,3   | -0,7  | 3,3   | 4,0  | -5,0  | -12,7     | -3,3      | -9,8   | 0,3   | 7,7  | 2,9   | -4,8  |  |  |
| FR | 4,7       | 6,0  | 3,8       | 2,1    | 0,1   | -1,3  | 1,9   | 3,2  | 0,5   | 0,2       | 2,7       | -1,6   | -0,9  | 0,4  | 1,0   | 0,7   |  |  |
| CR | 12,5      | 17,1 | 8,7       | 7,3    | 1,2   | -4,6  | 5,0   | 9,5  | -10,9 | -19,2     | -7,2      | -9,9   | -2,1  | 8,3  | -4,2  | -12,5 |  |  |
| IT | 2,7       | 2,3  | 1,4       | 0,3    | 0,6   | 0,4   | 3,1   | 2,6  | -5,8  | -8,3      | -3,2      | -4,1   | -1,0  | 2,5  | -0,1  | -2,7  |  |  |
| CY | 13,4      | 24,9 | 18,5      | 6,3    | 0,1   | -11,5 | 4,6   | 16,1 | -2,5  | -14,7     | -4,9      | -9,6   | -0,1  | 12,3 | -0,4  | -12,7 |  |  |
| LV | 17,8      | 22,9 | 21,7      | 2,5    | -1,3  | -5,1  | 10,6  | 15,7 | -9,2  | -21,3     | -11,4     | -7,5   | -2,4  | 12,0 | 9,4   | -2,6  |  |  |
| LT | 21,8      | 30,1 | 18,1      | 8,7    | 3,4   | -8,3  | 16,6  | 24,9 | -5,1  | -21,7     | -8,8      | -7,5   | -5,4  | 16,7 | 18,8  | 2,1   |  |  |
| HU | 4,9       | 0,7  | 0,4       | 0,9    | -0,7  | 4,3   | 29,4  | 25,2 | -5,6  | -15,0     | -6,0      | -5,7   | -3,2  | 9,3  | 10,2  | 0,8   |  |  |
| MT | 10,9      | 9,0  | 9,7       | -2,5   | 1,8   | 1,9   | 16,1  | 14,2 | 3,2   | -4,2      | 3,7       | -4,8   | -3,1  | 7,4  | 13,7  | 6,3   |  |  |
| NL | 9,4       | 8,7  | 5,2       | 3,5    | 0,0   | 0,7   | 11,4  | 10,8 | -2,1  | -3,4      | -0,4      | -3,6   | 0,5   | 1,3  | 7,5   | 6,2   |  |  |
| AU | 9,1       | 5,2  | 3,6       | 1,1    | 0,5   | 3,9   | 10,2  | 6,3  | 1,7   | 2,9       | 2,2       | 0,2    | 0,4   | -1,2 | -0,1  | 1,1   |  |  |
| PL | 19,3      | 23,4 | 13,7      | 8,8    | 0,9   | -4,1  | 12,6  | 16,7 | 12,4  | 7,4       | 6,3       | 1,3    | -0,2  | 5,0  | 6,5   | 1,5   |  |  |
| PT | 3,8       | 4,2  | 3,8       | 0,2    | 0,2   | -0,3  | 5,5   | 5,8  | -5,7  | -14,5     | -6,9      | -7,2   | -0,5  | 8,8  | 2,7   | -6,1  |  |  |
| RO | 23,1      | 43,2 | 26,2      | 19,1   | -2,2  | -20,0 | 9,6   | 29,6 | -5,0  | -11,8     | -6,1      | -7,1   | 1,4   | 6,8  | 4,6   | -2,2  |  |  |
| SI | 17,0      | 18,8 | 8,4       | 8,6    | 1,8   | -1,8  | 20,6  | 22,3 | -8,3  | -16,4     | -0,1      | -13,0  | -3,3  | 8,1  | -1,1  | -9,2  |  |  |
| SK | 26,6      | 20,5 | 14,3      | 5,4    | 0,9   | 6,1   | 32,5  | 26,4 | 4,5   | -7,0      | -0,6      | -1,5   | -5,0  | 11,5 | 16,2  | 4,7   |  |  |
| FI | 10,3      | 7,5  | 5,9       | 2,4    | -0,8  | 2,8   | 11,9  | 9,1  | -3,1  | -0,3      | 2,6       | -1,7   | -1,2  | -2,8 | -6,9  | -4,1  |  |  |
| SE | 7,1       | 8,1  | 4,0       | 3,7    | 0,4   | -1,0  | 8,3   | 9,3  | 5,7   | 4,8       | 5,2       | -0,1   | -0,2  | 0,9  | 1,9   | 1,0   |  |  |
| UK | 5,5       | 4,5  | 0,0       | 1,0    | 3,5   | 1,0   | 2,9   | 1,9  | -2,4  | -3,3      | 0,0       | -2,7   | -0,6  | 1,0  | 0,7   | -0,2  |  |  |

**A jövedelmi adatokból (felülről) és a pénzügyi számlákból (alulról) számított szektoronkénti nettó hitelnyújtás (finanszírozási képesség), megtakarítás, megtakarítás-beruházás egyenleg, továbbá a beruházások és a nettó tőketranszferek GDP-arányos értéke 2005 és 2012 között\*/**

|        |          |                | Nemzet-<br>gazdaság | Kormányzat | Magánszektor | Háztartások | Vállalatok |
|--------|----------|----------------|---------------------|------------|--------------|-------------|------------|
| 2005   | 1        | NL(felülről)   | -7,4                | -7,9       | 0,6          | 2,1         | -1,5       |
|        | 2        | NFK (alulról)  | -9,2                | -8,0       | -1,2         | 4,4         | -5,7       |
|        | 3        | S (felülről)   | 16,4                | -3,2       | 19,6         | 7,0         | 12,6       |
|        | 4 =(3+9) | S (alulról)    | 14,5                | -3,3       | 17,8         | 9,3         | 8,5        |
|        | 5        | I              | 24,5                | 4,0        | 20,6         | 5,5         | 15,1       |
|        | 6 (=3-5) | (S-I) felülről | -8,2                | -7,2       | -1,0         | 1,5         | -2,5       |
|        | 7 (=4-5) | (S-I) alulról  | -10,0               | -7,3       | -2,7         | 3,9         | -6,6       |
|        | 8 (=1-6) | NTk            | 0,8                 | -0,7       | 1,5          | 0,6         | 0,9        |
|        | 9 (=2-1) | Stat. eltérés  | -1,9                | -0,1       | -1,8         | 2,3         | -4,1       |
| 2006   | 1        | NL (felülről)  | -6,8                | -9,5       | 2,6          | 3,2         | -0,6       |
|        | 2        | NFK (alulról)  | -9,1                | -9,4       | 0,2          | 3,5         | -3,3       |
|        | 3        | S (felülről)   | 16,6                | -4,1       | 20,7         | 7,3         | 13,4       |
|        | 4 =(3+9) | S (alulról)    | 14,3                | -4,0       | 18,2         | 7,5         | 10,7       |
|        | 5        | I              | 24,1                | 4,5        | 19,7         | 4,7         | 15,0       |
|        | 6 (=3-5) | (S-I) felülről | -7,5                | -8,6       | 1,0          | 2,6         | -1,6       |
|        | 7 (=4-5) | (S-I) alulról  | -9,9                | -8,5       | -1,4         | 2,9         | -4,3       |
|        | 8 (=1-6) | NTk            | 0,7                 | -0,9       | 1,6          | 0,6         | 1,0        |
|        | 9 (=2-1) | Stat. eltérés  | -2,3                | 0,1        | -2,4         | 0,2         | -2,7       |
| 2007   | 1        | NL (felülről)  | -6,6                | -5,1       | -1,5         | 0,5         | -2,0       |
|        | 2        | NFK (alulról)  | -6,2                | -4,9       | -1,3         | 1,7         | -2,9       |
|        | 3        | S (felülről)   | 15,0                | -0,4       | 15,4         | 5,1         | 10,4       |
|        | 4 =(3+9) | S (alulról)    | 15,4                | -0,2       | 15,6         | 6,2         | 9,4        |
|        | 5        | I              | 22,4                | 3,7        | 18,8         | 5,1         | 13,7       |
|        | 6 (=3-5) | (S-I) felülről | -7,4                | -4,1       | -3,3         | 0,0         | -3,3       |
|        | 7 (=4-5) | (S-I) alulról  | -7,0                | -3,9       | -3,2         | 1,1         | -4,3       |
|        | 8 (=1-6) | NTk            | 0,8                 | -1,1       | 1,9          | 0,5         | 1,3        |
|        | 9 (=2-1) | Stat. eltérés  | 0,4                 | 0,2        | 0,2          | 1,1         | -1,0       |
| 2008   | 1        | NL (felülről)  | -5,9                | -3,7       | -2,2         | 0,0         | -2,2       |
|        | 2        | NFK (alulról)  | -7,8                | -3,7       | -4,1         | 1,5         | -5,6       |
|        | 3        | S (felülről)   | 16,6                | -0,2       | 16,8         | 4,7         | 12,1       |
|        | 4 =(3+9) | S (alulról)    | 14,8                | -0,1       | 14,9         | 6,2         | 8,7        |
|        | 5        | I              | 23,6                | 2,9        | 20,7         | 5,2         | 15,5       |
|        | 6 (=3-5) | (S-I) felülről | -6,9                | -3,1       | -3,8         | -0,5        | -3,4       |
|        | 7 (=4-5) | (S-I) alulról  | -8,8                | -3,0       | -5,7         | 1,0         | -6,8       |
|        | 8 (=1-6) | NTk            | 1,0                 | -0,6       | 1,6          | 0,4         | 1,2        |
|        | 9 (=2-1) | Stat. eltérés  | -1,8                | 0,0        | -1,9         | 1,5         | -3,4       |
| 2009*/ | 1        | NL (felülről)  | 1,1                 | -4,5       | 5,6          | 1,4         | 4,2        |
|        | 2        | NFK (alulról)  | 0,3                 | -4,4       | 4,8          | 3,8         | 1,0        |
|        | 3        | S (felülről)   | 17,9                | -1,6       | 19,5         | 6,2         | 13,3       |
|        | 4 =(3+9) | S (alulról)    | 17,2                | -1,5       | 18,7         | 8,6         | 10,1       |
|        | 5        | I              | 18,0                | 3,1        | 14,9         | 5,2         | 9,7        |
|        | 6 (=3-5) | (S-I) felülről | -0,1                | -4,7       | 4,6          | 1,0         | 3,6        |
|        | 7 (=4-5) | (S-I) alulról  | -0,9                | -4,7       | 3,8          | 3,4         | 0,4        |
|        | 8 (=1-6) | NTk            | 1,2                 | 0,2        | 1,0          | 0,4         | 0,6        |
|        | 9 (=2-1) | Stat. eltérés  | -0,8                | 0,1        | -0,8         | 2,4         | -3,3       |

M7. táblázat (folytatás)

|         |          |                | Nemzetgaz | Kormányzat | Magánszektor | Háztartás | Vállalatok |
|---------|----------|----------------|-----------|------------|--------------|-----------|------------|
| 2010    | 1        | NL (felülről)  | 3,0       | -4,5       | 7,4          | 2,7       | 4,7        |
|         | 2        | NFK (alulról)  | 1,1       | -4,6       | 5,7          | 4,4       | 1,3        |
|         | 3        | S (felülről)   | 19,9      | -2,5       | 22,3         | 6,4       | 15,9       |
|         | 4 (=3+9) | S (alulról)    | 18,0      | -2,7       | 20,6         | 8,2       | 12,5       |
|         | 5        | I              | 18,7      | 3,4        | 15,3         | 4,0       | 11,3       |
|         | 6 (=3-5) | (S-I) felülről | 1,2       | -5,8       | 7,0          | 2,4       | 4,6        |
|         | 7 (=4-5) | (S-I) alulról  | -0,7      | -6,0       | 5,3          | 4,1       | 1,2        |
|         | 8 (=1-6) | NTk            | 1,8       | 1,4        | 0,4          | 0,3       | 0,1        |
|         | 9 (=2-1) | Stat. eltérés  | -1,9      | -0,2       | -1,7         | 1,8       | -3,5       |
| 2011**/ | 1        | NL (felülről)  | 3,4       | 4,3        | -0,9         | -6,0      | 5,1        |
|         | 2        | NFK (alulról)  | 1,5       | 4,2        | -2,7         | -4,3      | 1,6        |
|         | 3        | S (felülről)   | 20,5      | -2,4       | 22,9         | 6,1       | 16,8       |
|         | 4 (=3+9) | S (alulról)    | 18,7      | -2,5       | 21,2         | 7,8       | 13,3       |
|         | 5        | I              | 19,5      | 3,0        | 16,5         | 3,0       | 13,4       |
|         | 6 (=3-5) | (S-I) felülről | 1,0       | -5,4       | 6,4          | 3,1       | 3,3        |
|         | 7 (=4-5) | (S-I) alulról  | -0,8      | -5,5       | 4,7          | 4,8       | -0,1       |
|         | 8 (=1-6) | NTk            | 2,3       | 9,7        | -7,3         | -9,1      | 1,7        |
|         | 9 (=2-1) | Stat. eltérés  | -1,8      | -0,1       | -1,7         | 1,7       | -3,4       |
| 2012    | 1        | NL (felülről)  | 3,7       | -2,1       | 5,9          | 2,5       | 3,4        |
|         | 2        | NFK (alulról)  | 4,9       | -2,1       | 7,1          | 5,1       | 2,0        |
|         | 3        | S (felülről)   | 18,6      | -0,1       | 18,7         | 4,4       | 14,3       |
|         | 4 (=3+9) | S (alulról)    | 19,8      | -0,1       | 19,9         | 7,0       | 12,9       |
|         | 5        | I              | 17,5      | 3,4        | 14,0         | 2,9       | 11,1       |
|         | 6 (=3-5) | (S-I) felülről | 1,1       | -3,5       | 4,7          | 1,5       | 3,1        |
|         | 7 (=4-5) | (S-I) alulról  | 2,3       | -3,5       | 5,9          | 4,1       | 1,7        |
|         | 8 (=1-6) | NTk            | 2,6       | 1,4        | 1,2          | 1,0       | 0,2        |
|         | 9 (=2-1) | Stat. eltérés  | 1,2       | 0,0        | 1,2          | 2,6       | -1,4       |

*Jelölések:* NL: nettó hitelnyújtás, NFK: nettó finanszírozási képesség (a pénzügyi számlák szerinti nettó hitelnyújtás), S: bruttó megtakarítás; I: bruttó felhalmozás; NTK: nettó tőketranszfer.

*\*/Megjegyzés:* NL, NFK, S „felülről”, I, NTK [és így (S-I) „felülről”] a Nemzetgazdaság integrált számláiban szereplő adat. S „alulról” viszont saját számítás a következő mérlegösszefüggés alapján:  $S(\text{alulról}) = NFK + I - NTK$ .

*\*\*/2011-ben a magánnyugdíj-vagyon államai átvétele folytán a háztartási szektor a GDP arányában 9,8%-os tőketranszferrel teljesített a kormányzat javára. az NL, NFK és az NTK adatai ezt figyelembe véve értelmezendők.*

*Forrás:* KSH: A nemzetgazdaság integrált számlái, 1995-2012, illetve annak alapján saját számítások

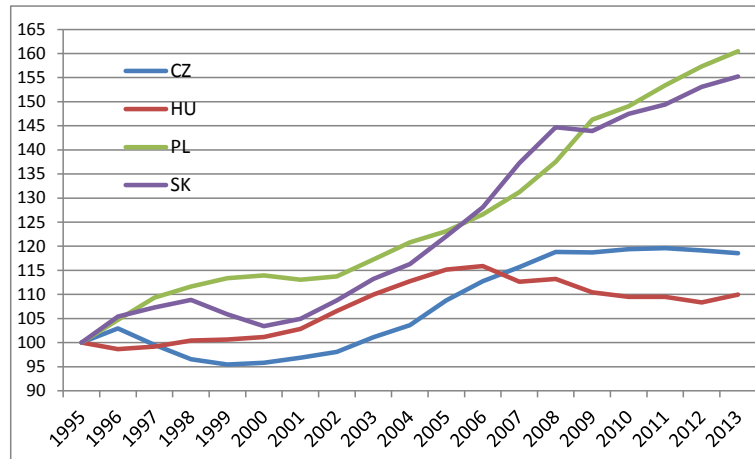
**Magyarország GDP-arányos áru- és szolgáltatás-kivitele, -behozatala  
és egyenlege 1995 és 2013 között**

|      | Xg   | Mg   | NXg  | Xs   | Ms   | NXs | Xgs  | Mgs  | NXgs |
|------|------|------|------|------|------|-----|------|------|------|
| 1995 | 32,3 | 35,5 | -3,2 | 12,9 | 9,4  | 3,5 | 45,2 | 44,9 | 0,3  |
| 1996 | 34,7 | 38,6 | -3,9 | 14,3 | 9,7  | 4,6 | 49,0 | 48,3 | 0,7  |
| 1997 | 41,4 | 44,4 | -3,0 | 14,0 | 9,7  | 4,3 | 55,4 | 54,1 | 1,2  |
| 1998 | 49,1 | 53,3 | -4,2 | 12,6 | 9,7  | 2,9 | 61,7 | 63,0 | -1,3 |
| 1999 | 52,5 | 57,2 | -4,7 | 12,1 | 9,9  | 2,2 | 64,6 | 67,1 | -2,5 |
| 2000 | 61,2 | 67,7 | -6,5 | 13,4 | 10,3 | 3,0 | 74,6 | 78,1 | -3,4 |
| 2001 | 58,1 | 62,5 | -4,4 | 13,9 | 10,5 | 3,4 | 72,0 | 73,0 | -1,0 |
| 2002 | 51,6 | 54,8 | -3,2 | 11,6 | 10,3 | 1,3 | 63,3 | 65,1 | -1,9 |
| 2003 | 51,5 | 55,4 | -3,9 | 10,0 | 9,9  | 0,1 | 61,4 | 65,2 | -3,8 |
| 2004 | 54,3 | 58,1 | -3,8 | 9,1  | 8,8  | 0,2 | 63,3 | 66,9 | -3,6 |
| 2005 | 56,1 | 59,0 | -2,9 | 9,8  | 9,0  | 0,8 | 65,9 | 68,1 | -2,1 |
| 2006 | 65,3 | 68,1 | -2,8 | 12,5 | 10,6 | 1,9 | 77,7 | 78,7 | -0,9 |
| 2007 | 68,3 | 69,0 | -0,8 | 13,0 | 11,4 | 1,7 | 81,3 | 80,4 | 0,9  |
| 2008 | 68,3 | 69,5 | -1,2 | 13,4 | 11,7 | 1,7 | 81,7 | 81,2 | 0,5  |
| 2009 | 62,8 | 60,3 | 2,5  | 14,8 | 12,5 | 2,4 | 77,6 | 72,7 | 4,9  |
| 2010 | 69,6 | 67,1 | 2,5  | 15,5 | 12,3 | 3,2 | 85,1 | 79,4 | 5,7  |
| 2011 | 75,4 | 72,3 | 3,1  | 16,3 | 12,9 | 3,4 | 91,6 | 85,2 | 6,5  |
| 2012 | 78,0 | 74,5 | 3,6  | 16,6 | 12,9 | 3,8 | 94,7 | 87,3 | 7,3  |
| 2013 | 79,2 | 75,1 | 4,1  | 16,8 | 13,0 | 3,9 | 96,0 | 88,0 | 8,0  |

Jelölések: Xg: árukivitel, Mg: árubehozatal, NXg: áruforgalmi egyenleg; Xs: szolgáltatás-kivitel, Ms: szolgáltatás-behozatal, NXs: szolgáltatásforgalmi egyenleg; Xgs: áru- és szolgáltatás-kivitel Mgs: áru-és szolgáltatás-behozatal, NXgs: áru- és szolgáltatásforgalmi egyenleg

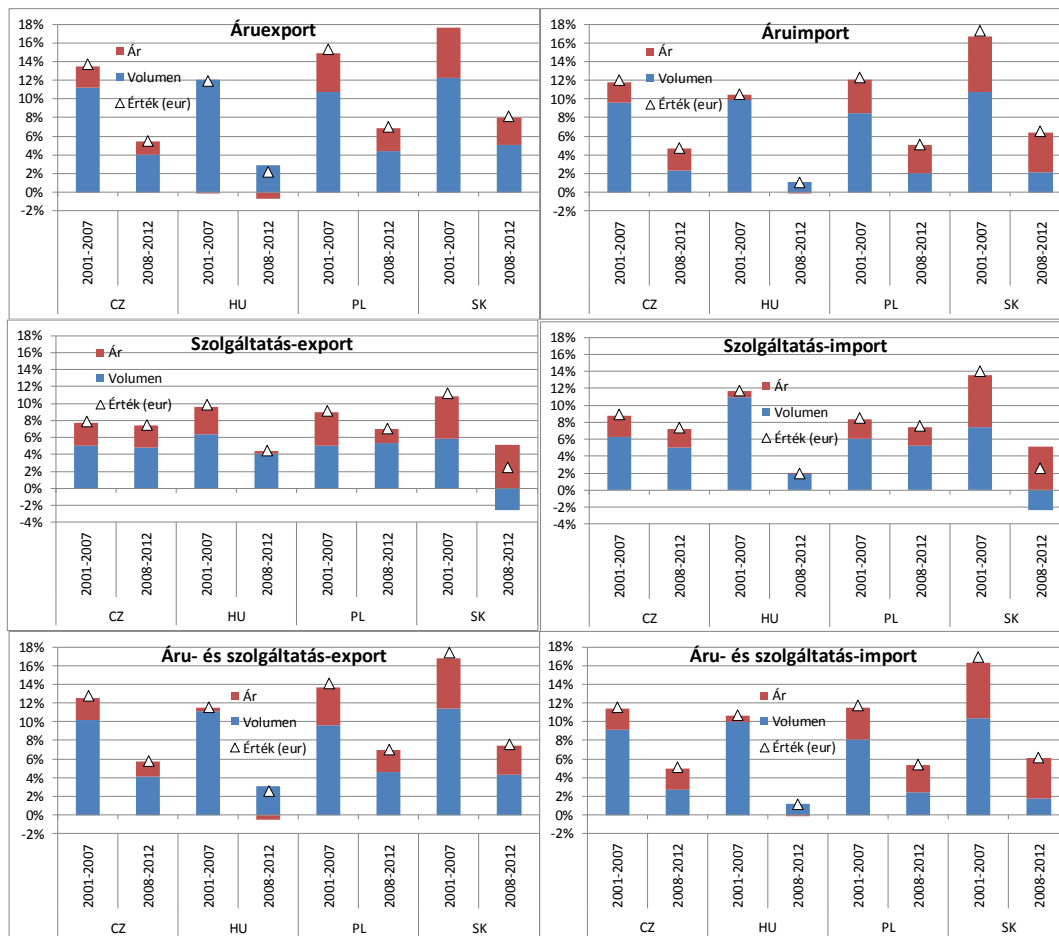
Forrás: 1995-2012: KSH; 2013: Eurostat

**Az eurózónához viszonyított GDP-növekedés a visegrádi országokban (1995=100)**



Forrás: Eurostat és AMECO alapján saját számítás

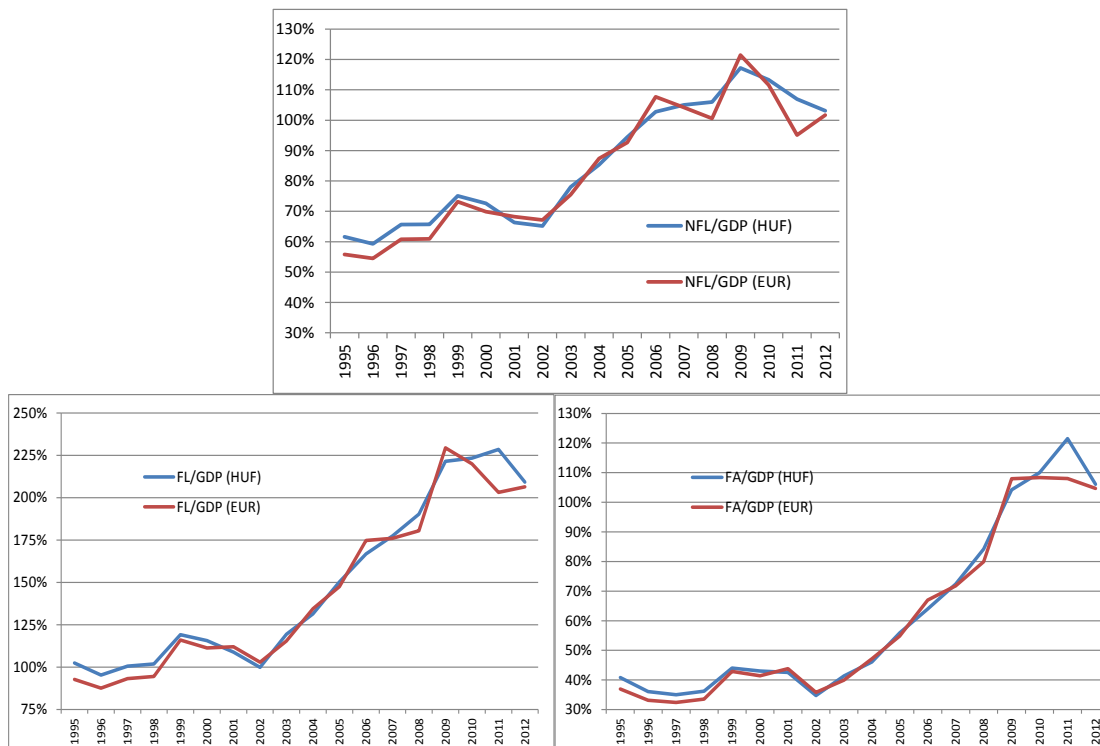
**A visegrádi országok áru- és szolgáltatás-exportjának és importjának volumen-, ár és értékváltozása (euróban) 2001-és 2007, illetve 2008 és 2012 között (átlagos évi változások százalékban)**



Forrás: AMECO alapján saját számítás

M3. ábra

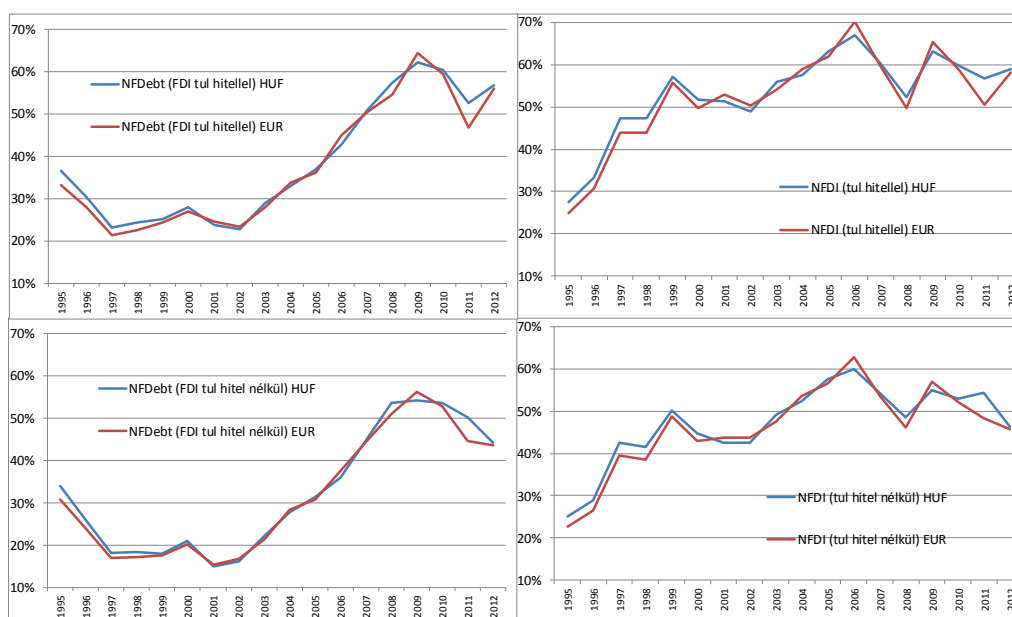
**Magyarország forintban, illetve euróban mért GDP-arányos nettó külső kötelezettségei (NFL – felül), bruttó kötelezettségei (FL – alul, jobb oldal) és bruttó követeléseai (FA – alul, bal oldal), 1995 és 2012 között.**



Forrás: MNB

M4. ábra

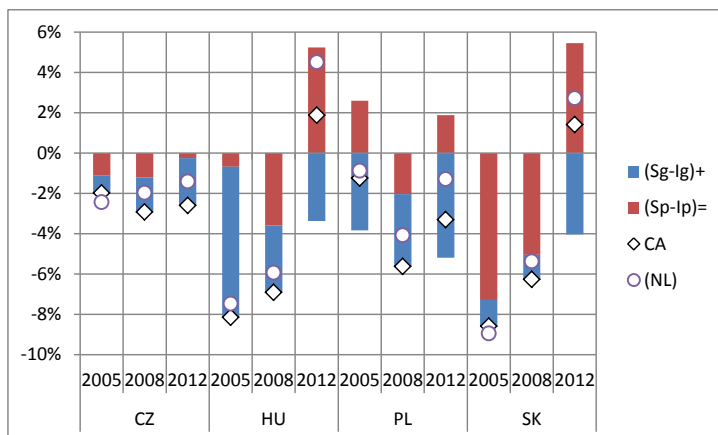
**Magyarország GDP-arányos nettó külső adosságának, illetve nettó FDI-állományának alakulása az FDI „egyéb tőkével” (tulajdonosi hitellel) együtt és anélkül számítva, forintban és euróban 1995 és 2012 között**



Forrás: MNB

M5. ábra

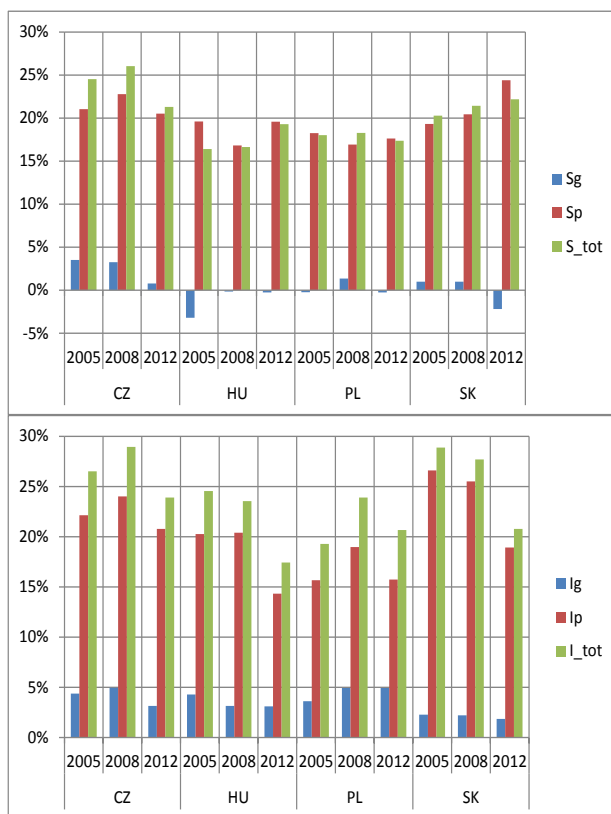
**A kormányzati és a magánszektor megtakarítás-felhalmozás egyenlege, a folyó fizetési mérleg és a nettó hitelnyújtás 2005-ben, 2008-ban és 2012-ben**



Forrás: AMECO alapján saját számítás. (A szektorok megtakarítás-felhalmozás egyenlegei becslésen alapulnak. Mivel az AMECO csak összevont adatot tartalmaz a készletváltozásról, azt a bruttó állóeszköz-felhalmozás arányában osztottuk szét a két szektor között.)

M6. ábra

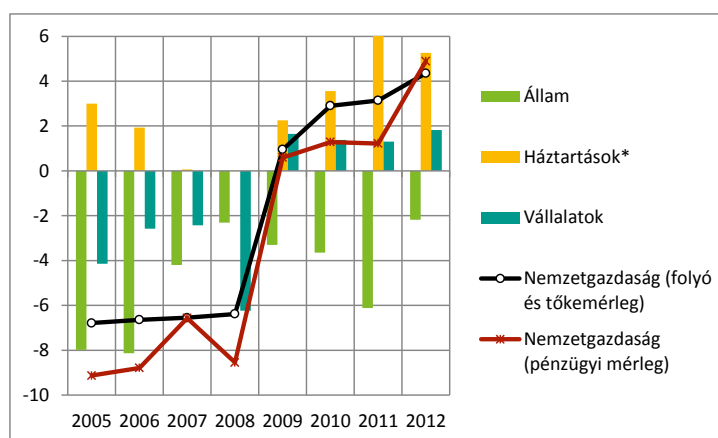
**A megtakarítás és a felhalmozás szektorbontása 2005-ben, 2008-ban és 2012-ben \*/**



\*/Lásd az M5. ábrához tartozó megjegyzést



**A szektoronkénti nettó hitelnyújtás alakulása  
Magyarországon 2005 és 2012 között\***



\* /magánnyugdíj-pénztári megtakarítások nélkül  
 Forrás: MNB (2013)

## **AZ EXPORTVEZÉRELT GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS FENNTARTHATÓSÁGA, FELTÉTELEI**

A piacgazdasági átmenet során egy kis, nyitott gazdaság számára az exportvezérelt gazdasági növekedés teremtheti meg a fenntartható gazdasági felzárkózás feltételeit. A kezdeti időszakban az elmaradott technológiák és eszközök lecserélése, a hiányzó vezetési és szervezési szakértelem és tudás pótlása egyértelműen külföldről történhetett vagy a külföldiek által alapított vállalkozásokban valósult meg. Jelentős import és külföldi működőtőke (KMT) beruházás jellemezte azt az időszakot. A következő szakaszban az ország termelési kapacitásának átalakított része képessé válik külföldön is eladható versenyképes termékek előállítására. A második szakaszban derül ki az, hogy a létrehozott termelő kapacitás milyen hatást fejt ki a fogadó ország működési környezetére. Ez a hatás többféle csatornán jelenhet meg, ezekről jelentős mennyiségű elméleti és empirikus szakirodalom áll rendelkezésre áttekintési hatás kulcsszó alatt.<sup>33</sup> Az újonnan létrehozott kapacitás egyfelől versenyt teremt az általa előállított termékek belföldi piacán. Ez persze csak abban az esetben lehetséges, ha a belépést megelőzően már volt ilyen vagy hasonló terméket előállító vállalkozás. Magyarországon és Szlovákiában az 1990-es években sem volt autógyártás akkor, amikor a nemzetközi vállalatok beléptek, de például Csehországban volt, bár itt épp az addig működött gyártót vásárolta fel a belépő nemzetközi vállalat. A harmadik szakaszban a felzárkózási folyamat befejeződik és kialakul a fejlett piacgazdaságokra jellemző intézményi-, technológiai- és termékszerkezet, a vállalkozások beágyazódnak a nemzetközi gazdasági környezetbe és adott esetben maguk is kezdeményeznek KMT-beruházásokat fejlett vagy kevésbé fejlett gazdaságokban.

A betelepülő vállalat termékeit a hazai piacon is értékesítheti, aminek lehet pozitív hatása. A hazai fogyasztók igényeit jobban követő termékek készülnek, a termelő felhasználásra értékesített termékek javíthatják a felhasználó technikai színvonalát, emelhetik az előállított termék minőségét is. A gyártó a fejlettebb és igényesebb technológia kialakításához adhat szakmai segítséget is.

A munkapiacra egyértelműen megnövekszik a kereslet abban a szegmensben, amelyre igényt tart a belépő vállalkozás. Ezt az igényt több forrásból lehet kielégíteni, az egyébként is foglalkoztatottak vagy a már elbocsátottak és a munkanélküliek közül vehetnek fel alkalmazottakat. Egyértelmű, hogy más feltételek között lehet a munkavállalót elcsábítani jelenlegi munka-

---

<sup>33</sup> Lásd erről Havranek and Irsova (2011), Görg and Strobl (2001), Halpern and Muraközy (2007), Meyer and Sinani (2009), Krammer (2010), Görg and Greenaway (2004), Javorcik (2004).

helyéről, mint felvenni valakit azok közül, akiknek éppen nincsen munkájuk. Az adott munkapiaci szegmensben, melynek lehet ágazati, szakmai vagy akár területi dimenziója is, tehát béremelkedés következett be, melynek hatása így a munkapiaci csatornákon keresztül továbbgyűrűzött az ezzel kapcsolatban levőkre. Kérdés persze, hogyan tekintünk az elszívó hatásra. Egyértelmű, hogy abban a pillanatban ez a hatás negatív arra a vállalatra nézve, ahonnan kilépett a munkavállaló. A végső hatás persze attól függ, hogy milyen minőségű munkavállalóval és mikorra sikerül pótolni a megüresedett helyet. Ha az ajánlati bért is meg kell emelni, akkor az már ronthatja a vállalat hatékonyságát is. Ha erre a kihívásra nem képes megfelelő választ adni, akkor hatékonysága és piaci pozíciója romolhat és végső esetben tönkre is mehet. Ha mindez jelentős mennyiségben történik, akkor az komoly hatást fejthet ki a munkapiacon. Lehetséges, hogy nem állt rendelkezésre megfelelő számú és összetételű munkakínálat, akkor azt tartósan csak a munkapiacra való beáramlás növelésével lehet megoldani. Ennek forrása lehet az oktatási rendszer, az inaktív állománya vagy adott esetben egy másik ország munkavállalója.

A beszállítói piacon jelentős potenciális kereslet-növekedésre lehetett számítani, csak hogy a megfelelő minőséget és mennyiséget előállítani képes kapacitás nem feltétlenül állt egyből rendelkezésre. Ezért ehhez kapacitásbővítésre és elsősorban technológiai váltásra volt szükség, melyhez a megrendelő is adhat segítséget számos formában. Ez a többlet-kereslet számos kis- és közepes méretű vállalat számára jelentett tartós és jelentős mennyiségű megrendelést, melyet beruházások révén létrehozott kapacitásokkal lehetett kielégíteni. A pozitív hatás erősségét és tartósságát az is befolyásolja, hogy a beszállító mennyire került kiszolgáltatott helyzetbe. A globális pénzügyi válságot követő visszaesés a beszállítói kört erősebben érintette, visszaesése nagyobb volt.<sup>34</sup> Ez mindenképpen arra utal, hogy a kis, nyitott gazdaságban működő vállalkozások sem tekinthetnek kimeríthetetlen megrendelési forrásként a külföldi keresletre. Egy, szinte minden országot érintő sokk hatását nem lehet kivédeni.

Az átterjedési csatornákon keresztüli hatás iránya, mértéke és erőssége határozza meg azt, hogy milyen mértékben nyer az ország a külföldi befektetéssel. Kevésbé kedvező esetben olyan összeszerelő üzemek, zárványok jönnek létre, melyekkel sem a hazai beszállítók, sem a hazai megrendelők nem állnak semmilyen üzleti kapcsolatban. Ha ez jelentős méretet ölt, akkor a gazdaság kettészakad, kialakulnak a duális gazdaság jellemzői. Kialakul egy, a külföldi piacokra is termelő, termelő célú felhasználását többnyire importból beszerző és a külföldi vállalkozásokkal is versenyző része, és ugyanakkor a gazdaság másik fele csak a hazai piacra állít elő termékeket, vagy csak belföldön nyújt szolgáltatásokat, a külfölddel csak kevés üzleti kapcsolata van. A gazdaság két része között minimális kapcsolat alakul ki, közöttük sem szakmai, sem technológiai kapocs nem jön létre még akkor sem, ha egymástól árukat

---

<sup>34</sup> Lásd Békés társai (2011).

vesznek, vagy egymásnak szolgáltatásokat biztosítanak. Azonban még ebben az esetben is lehet pozitív hatás a helyi alkalmazottaknak kifizetett béreken és a befizetett adókon keresztül és ezt az is növeli, hogy a külföldi alkalmazottak is költenek belföldön. Az adórendszerrel függően ezek a vállalatok is fizetnek adót, aminek hatását viszont a telephely-választási döntés befolyásolása érdekében adott adókedvezmény vagy támogatás lerontja. Ezek a vállalatok könnyebben számolják fel vállalkozásukat, vonják ki tőkéjüket az országból. A KMT pozitív hatása tehát attól is függ, hogy a külföldről betelepült vállalkozás az elért nyereséget az országon belül további befektetésre használja-e fel vagy azt kiviszi onnan.

Kedvező esetben széles hazai beszállítói vagy értékesítési körrel alakul ki üzleti kapcsolat, jelentősen segíthetik üzleti terveik megvalósítását, a megnövekedett munkapiaci kereslet és az annak hatására élénkülő verseny következtében megnő a kínálat és a foglalkoztatás szintje. Ha az induló vállalkozás meghozza a tőle remélt eredményt és külső piaci és szabályozási körülmények is kedvezőek, akkor a vállalkozás bővíthet, új üzemek épülhetnek, az eredetileg kialakított termékválaszték is bővíthet, a termék előállításához kapcsolódó tevékenység – tervezés, fejlesztés, piackutatás, szerviz, stb. – is betelepülhet.

A piacgazdasági átmenet második szakaszában a export jelentősen bővül és valamelyest zárul a külkereskedelmi deficit attól függően, hogy a KMT-beruházások hogyan alakulnak. A felzárkózási folyamat végéhez közeledve a KMT-beruházások egyenlege kiegyensúlyozottabbá válik, azaz a nettó tőkeimport is csökken.

Magyarország esetében a felzárkózási folyamat még távolról sem fejeződött be. Ennek ellenére azt figyelhettük meg, hogy egyszerre estek vissza a beruházások, és a fogyasztás visszaesése miatt az import is. Folyamatosan növekvő külkereskedelmi mérlegtöbblet alakult ki és ez tőkeexporttal járt együtt. A növekedési ütem jelentős visszaesését az export alakulása fékezte, azaz csökkentette a visszaesés mértékét a belföldi felhasználás visszaeséséhez képest. Magyarország tehát egy olyan gazdaság jellemzőit mutatja, amelyben a belföldi felhasználás visszaesése miatt a felzárkózási folyamat megakadt. Ha az exportkapacitások nem újulnak meg, akkor az exportáló vállalatok nem lesznek képesek megszerzett piaci pozícióikat megtartani, kiszorulnak. Az export világpiaci részesedési arányának csökkenése erre mutat.<sup>35</sup> Mindezek következtében egy összehúzódó gazdaság alakulhat ki és nem csak a fejlett országokhoz való felzárkózás fordul vissza és vált leszakadásba, hanem a velünk egyszerre indult felzárkózó országokhoz képest is leszakadunk.

---

<sup>35</sup> Az Európai Bizottság makrogazdasági egyensúlytalansági eljárása keretében kiszámított export részarány csökkenése soha nem volt ennyire általános az elmúlt 10 évben; 2012-ben a 28 tagország közül 20 esetében volt nagyobb 6 százalékpontnál az 5 évvel azelőttihez képesti csökkenés. Magyarország kivételének így számított részaránya 2011-ben 3,6, 2012-ben 17,8%-kal csökkent. Összehasonlításképpen e két évben Csehországé +6,8, illetve -4,2%; Lengyelországé +12,7, illetve +1,3%; Szlovákiáé: +21,5, illetve +4,2%.

Általában a felzárkózó országok a fejlettebbekhez képest magasabb növekedési kilátásaik miatt vonzzák a külföldi befektetéseket és ezért alakul ki folyófizetési-mérleg hiány. Ez a felzárkózás természetes velejárója. Ez a fajta egyensúlytalanság akkor jelent problémát, ha a gazdaság szerkezeti alkalmazkodási nehézségei, a rosszul árazott kockázatok vagy a várható többlethozam túlbecslése miatt tartósan marad fent a felzárkózási folyamattal elszakítva.<sup>36</sup> Az Európai Bizottság egyensúlytalanságot vizsgáló eljárása figyelmeztető jelzést ad a 6% feletti fizetési mérleg esetén is, azaz az ilyen mértékű többlettel rendelkező országok esetében is megvizsgálendő, hogy azt mi okozza és nincs-e szükség az azt mérséklő gazdaságpolitikai lépésekre.<sup>37</sup>

Magyarország egyszerre szerepel azon négy ország között, amelyben kétszámjegyű volt az exportbővülés 2012-ben, és amelyek esetében 2003 és 2012 között a folyó fizetési mérleg előjelet váltott, hiányból lett többlet. Mindkét csoportban szerepel még Írország és Szlovákia. Írország esetében a lakásszektor játszott ebben meghatározó szerepet, míg Szlovákia esetében a növekedési kilátások kedvezőbbnek tűnnek, ezért nem valószínű, hogy ez a többlet tartósan fennmarad.

---

<sup>36</sup> Lásd erről EU DG Ec-Fin (2012, p 11).

<sup>37</sup> Egy viszonylag zárt gazdasági régióban az egyik ország többlete a másik ország hiányával jár együtt. Ez persze a többlet és a hiány esetében azonos küszöbszámot kívánna meg.

## HIVATKOZÁSOK

- Antal Judit (2006): Külső adósságdinamika. MNB tanulmányok, 51. sz.
- Balassa, B. (1964): The Purchasing Power Doctrine: A Reappraisal. *Journal of Political Economy*, 72:6, pp. 584-596.
- Békés G, Halpern L, Koren M és Muraközy B (2011): Still standing: how European firms weathered the crisis. The third EFIGE policy report, Bruegel Blueprint 15 Brussels.
- Bhalla, S. (2012): *Devaluing to Prosperity*. Misaligned Currencies and Their Growth Consequences. Peterson Institute for International Economics.
- Cuerpo C., I. Drumond, J. Lendvai, P. Pontuch and R. Raciborski (2013): Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment. *European Economy, Economic Papers*, 477 (April).
- EEAG (2012): The Hungarian Crisis. in: The EEAG Report on the European Economy, CESifo, Munich 2012, pp. 115–130.
- Égert, Balázs – Halpern, László – MacDonald, Ronald (2006): Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies: Taking Stock of the Issues", *Journal of Economic Surveys* 20 (2): 257–324
- Égert, Balázs (2013): The 90% Public Debt Threshold: The Rise & Fall of a Stylised Fact, WDI WP 1048.
- EU (2013): European Commission: European Economic Forecast, Autumn. *European Economy*, No. 7.
- EU (2014): Macroeconomic Imbalances. Hungary 2014. *European Economy. Occasional Papers*, 180. March.
- EU DG Ec-Fin (2012): European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs: Current Account Surpluses in the EU, *European Economy* 9/2012.
- Gourinchas, P.O.- Rey, H. (2007) International Financial Adjustment. *Journal of Political Economy*, 115(4), pp. 665-703.
- Görg, H. and Greenaway, D. (2004): Much ado about nothing? Do domestic firms really benefit from foreign direct investment?, *World Bank Research Observer* 19 171–197.
- Görg, Holger and Strobl, Eric (2001): Multinational Companies and Productivity Spillovers: A Meta-analysis, *Economic Journal* 111(475) F723-39.
- Gyórfy Dóra (2013): Institutional Trust and Economic Policy. CEU Press, Budapest.
- IMF (2013): Hungary. Staff Report for the Article V Consultation and Third post Program Monitoring Discussions. March.
- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1385.pdf>
- Halpern L and Muraközy B (2007): Does Distance Matter in Spillover?, *Economics of Transition* 15(4) 781–805.
- Havranek, Tomas and Irsova, Zuzana (2011): Estimating vertical spillovers from FDI: Why results vary and what the true effect is, *Journal of International Economics* 85(2) 234-244.
- Javorcik, B. S. (2004): Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firms? In search of spillovers through backward linkages, *American Economic Review* 94 605–627.
- Koo, Richard C (2011): The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics. *Real-world economics review*, issue no. 58.

- Kónya István (2011): Növekedés és felzárkózás Magyarországon, 1995–2009. *Közgazdasági Szemle*, május.
- Krammer, Sorin M.S. (2010): International R&D spillovers in emerging markets: The impact of trade and foreign direct investment, *The Journal of International Trade & Economic Development* 19(4) 591-623.
- Meyer, Klaus E and Evis Sinani (2009): When and where does foreign direct investment generate positive spillovers? A meta-analysis, *Journal of International Business Studies* 40(7) 1075-1094.
- Lane, Philip R. – Gian Maria Milesi-Ferretti (2005a) Financial Globalization and Exchange Rates. IMF Working Paper, WP/05/3
- Lane, Philip R. – Gian Maria Milesi-Ferretti (2005b): A Global Perspective on External Positions. NBER Working Paper Series, No. 11589.
- MacDonald, R. – Flávio, V. (2010): A Panel Data Investigation of Real Exchange Rate Misalignment and Growth. CESIFO WORKING PAPER NO. 3061; May.
- Magyarország Kormánya (2013): Magyarország konvergencia programja. Április.  
<http://www.kormany.hu/download/2/d9/d0000/Magyarorsz%C3%A1g%20konvergencia%20programja%202013-2016.pdf>
- MNB (2014/a): Magyar Nemzeti Bank: Jelentés az infláció alakulásáról. Március.
- MNB (2014/b): Magyar Nemzeti Bank: Jelentés a fizetési mérleg alakulásáról. Április.
- Oblath Gábor (2010): Magyarország „feltárult” nemzetközi versenyképessége közép-kelet-európai összehasonlításban. Megjelent: Kolosi Tamás-Tóth István György (szerk.): Társadalmi riport 2010. TÁRKI, Budapest. 192-212 old.
- Oblath Gábor (2012): Ezentúl minden másképpen volt? Gondolatok a GDP-adatok legutóbbi revízióiról. Statisztikai Szemle, június, 559-570. old.
- Oblath Gábor (2013): Hány év múlva? A konvergencia természetéről és időigényéről. Statisztikai Szemle, október, 925-946. old.
- Obstfeld, M. (2004): External adjustment. *Review of World Economics*. Vol. 140 (4), pp. 542-568.
- OECD (2104): Economic Surveys: Hungary 2014. OECD Publishing.
- Panizza, U and A F Presbitero (2013): Public debt and economic growth in advanced economies: A survey, *Swiss Journal of Economics and Statistics* 149(2) 175–204.
- Pescatori, A, D. Sandri, and J. Simon (2014): Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?, IMF WP 1434.
- Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff (2010): “Growth in a time of debt”, *American Economic Review*, 100(2), 573-78.
- Rodrik (2008), D.: The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 365–412.
- Wyplosz, C (2011): Debt Sustainability Assessment: Mission Impossible, *Review of Economics and Institutions*, 2(3) 1-37.
- WEF (2014): World Economic Forum: The Global Competitiveness Report 2013-2014.  
[http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalCompetitivenessReport\\_2013-14.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2013-14.pdf)