

## BÉLYÁ CZ IVÁN–KUTI MÓNKA

### Külföldi működőtőke és külső eladósodás

#### Kísérlet a makrogazdasági tőkestruktúra új szempontú vizsgálatára

---

A cikk kísérletet tesz a makrogazdasági tőkeszerkezet vállalati szemléletű vizsgálatára, támaszkodva a vállalatfinanszírozás tőkestruktúra-elméleteire és elemzési kereteire. Az átváltáselmélet makroszinten a külső adósság fogyasztást simító hatása és csődkockázata közötti választással állítható párhuzamba; a hierarchiaelmélet a globális forrásáramok bevonási sorrendjére alkalmazható; a szabad pénzáram elmélete az adósság fegyelmező erejét hangsúlyozza. Mindezek jelentősége makroszinten a hitelválság és az IMF-csomag kapcsán nyilvánvalóvá vált. Makrogazdasági adatok meggyőzően bizonyítják, hogy egységnyi GDP-re jutó összes külföldről bevont tőke nagysága – az utóbbi évtizedben – gyorsuló ütemben növekszik, s a kibontakozott eladósodási folyamat következtében nem érvényesülnek a stabil gazdasági növekedés/működés fontos feltételei. A szerzők annak igazolására töreksenek, hogy emiatt áthidalhatatlan hatékonysági rés keletkezik a bevont külső források hasznosulásában. Bár a hazai gazdaságpolitikai döntéshozók tartósan biztosak az egyre növekvő külső adósság zavartalan kezelhetőségében, mégis hiba volna figyelmen kívül hagyni azokat a makrogazdasági működési anomáliákat, amelyek nyomán a hatékonysági rés egyre tágul.\*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: F21, F34.

---

Gazdaságunk az utóbbi négy évtized nagyobb részében nem felelt meg a stabil növekedés követelményeinek, hiszen a makrogazdasági teljesítmény mindenkor növekedését meghaladta a bevont külföldi források bővülése, ami – többek között – előidézte a gazdaság folyamatos eladósodását. Ez alól kivétel az 1966–1970 és az 1996–1999 közötti időszak, amikor is a gazdasági növekedés által biztosított többletforrások elkerülhetővé tették az eladósodás növekedését. A magyar gazdaság külső finanszírozási szerkezetének folyamatos változásai mindenkor követték a nemzetközi forrásáramlás globális tendenciáit. Az 1980-as évek végéig szinte kizárólag pénztőke áramlott gazdaságunkba, az 1990-es évek elejétől azonban egyre nagyobb súlya lett a működőtőke-beáramlásnak. A finanszírozási struktúrában végbement arányeltolódás követte a már korábban kibontakozott nemzetközi áramlási folyamatokat, hiszen az 1990-es évektől a pénzügyi hitelezést egyre inkább felváltotta a külföldi működőtőke térfoglalása (*Evrensel* [2004]). A világban végbemenő globális forrásáramlás szerkezeti átalakulása, a piacgazdaságra váltó közép-kelet-európai reformországok finanszírozási szerkezetének változása, azok időbeli egybeesése akár tör-

---

\* A cikk alapjául szolgáló tanulmány a 2008. őszi pénzügyi válság kialakulása előtt készült, így annak hatásait nem vette figyelembe. Erről önálló tanulmányt lehetne írni, ami a szerzők kifejezett szándéka.

ténelmi véletlennek is tekinthető. E folyamatokat értékelve *Eichengreen–Fishlow* [1998] az 1970-es és 1980-as éveket az adósságalapú finanszírozás korának, míg az 1990-es évtizedet a részvénytőke-alapú finanszírozás időszakának nevezte. A részvénytőke ugyanis – ha a portfólióbefektetéseket és a működőtőke-áramlást tekintjük – a teljes magántőke-forgalom egyre jelentősebb hányadát hasította ki a pénztőke különféle formáinak rovására. Tanulmányunkban a makrogazdasági tőkeszerkezet átalakulásának elemzéséhez segítségül hívjuk a vállalati megközelítések eszköztárát. Először tehát röviden áttekintjük a vállalati tőkeszerkezet szabályszerűségeit taglaló elméleti irányzatokat, majd a makrogazdasági forrásszerkezet töredékes elméleti megközelítéseit értékeljük, s azután térünk rá a nemzetgazdaság külső forrásszerkezetének kritikai vizsgálatára.

### A makro- és mikro-tőkestruktúra vizsgálatának elméleti összefüggései

A makrogazdaság külső tőkeszerkezetének két fő komponense: 1. a globális részvénytőke (külföldi működőtőke, valamint portfólióbefektetések), 2. a bruttó külföldi adósságállomány. A kettőt együtt a gazdaságot finanszírozó összes külső forrásnak vagy bruttó tartozásnak nevezzük. A makrogazdaság külső tőkeszerkezetének általánosan elfogadott elmélete mindeddig nem született meg, ám számos kísérlet történt arra, hogy a nemzetközi forrásállományra alkalmazzák a vállalati tőkeszerkezetet kimerítően tárgyaló vállalati pénzügyi diszciplína által feltárt következtetéseket (*Faria–Mauro* [2004]). A makrogazdasági tőkestruktúra-elmélet kialakulatlansága vélhetően mélyebb okokkal magyarázható. Mind a vállalati, mind a makrogazdasági tőkestruktúra a rövid és a hosszú táv közötti kapcsolattal áll összefüggésben, bár a vállalati döntésekben, így a tőkeszerkezethez kötődően, a két táv viszonya sokkal inkább tisztázott, mint a makroökonómiában. *Solow* [1997] az 1990-es évek végén felhívta a figyelmet a makroökonómiai elmélet e gyengeségére, a rövid és hosszú távú kép valóságos összekapcsolásának hiányára; pedig a kettő egymásba olvad. *Garrison* [2001] a tőkeszerkezet makroökonómiájáról írott munkájában részletesen taglalja a rövid és hosszú táv összekapcsolásának elméletlettörténetét.

Ha a rövid és hosszú táv összekapcsolását alkalmazzuk a makrogazdasági tőkestruktúrával kapcsolatos döntésekre, akkor ennek mindkét komponensét hosszú távú tőkeforrásnak kell tekintenünk. (Bár a bruttó külföldi adósságállomány mintegy ötöde az elmúlt húsz év átlagában rövid lejáratú adósságból állt, az állomány egésze négy évtizede permanens növekedést mutat, ami azt jelenti, hogy a külső adósság döntő többségét hosszú lejáratú forrás alkotja.)<sup>1</sup> A bruttó külső adósságállomány minden eleme tőkeforrás, amellyel szemben szigorú jövedelemgenerálási–megtérülési követelményt kell támasztani. Annak tudatában is feltételezzük ezt, hogy a források nem csekély hányadát gazdaságunkban az államháztartás folyó kiadásként, nemritkán a fogyasztás fedezeteként hasznosítja. Éppen ez az anomália az alapja tanulmányunk hipotézisének, annak az *áthidalhatatlan hatékonysági résnek a megléte*, amelyen a GDP – és benne az export – ama elmaradt növekedését értjük, ami biztosítaná az összes külső forrás/GDP hányados fenntarthatóságát, azaz folyamatos növekedésének elkerülhetőségét.

A külső finanszírozási források közüli választás elméletének természetes kiindulópontja lehet a vállalati optimális tőkestruktúrát kereső vállalatfinanszírozási irodalom, többek között *Harris–Raviv* [1991] és *Rajan–Zingales* [1995] munkája. Tökéletes információk feltételezésével, tőkepiaci torzulások nélkül a *Modigliani–Miller* [1988/1958] és [1988/1963] teória bizonyítja a tőkestruktúra irrelevanciáját – azt, hogy a tőkeszerkezet mindenkor

<sup>1</sup> Ha külön nem jelezzük a forrást, az itt közölt adatok forrásai az MNB, a Nemzetközi Valutaalap és a Világbank által közölt statisztikák.

összetétele nem befolyásolja a vállalat értékét. (Ebben döntő szerepe van a tőkepiaci arbitrázs folyamatnak.) A vállalati tőke struktúrájával foglalkozó irodalom hangsúlyozza az aszimmetrikus információ, a megbízó–ügynök probléma, az adózás, a vállalatkormányzás figyelembevételének fontosságát a részvénytőke–hitelfinanszírozás közötti választásban. Bár a vállalati hitel–részvénytőke választásnak sincs egységes elmélete, létezik azonban több közelítő teória.

Az *átváltáselmélet (trade-off theory)* szerint a vállalatok olyan adósságszintet keresnek, amely kiegyenlíti a pótlólagos hitelek előnyeit a lehetséges pénzügyi ellehetetlenülés költségeivel. Az átváltáselmélet adózó vállalatok számára mérsékelt hitelvételel ajánl: a vállalat ama pontig vehet fel hitelt, ameddig a pótlólagos hitelek adóvédelmének marginális értékét a pénzügyi ellehetetlenülés potenciális költségeinek jelenértékében bekövetkező marginális növekedés ellensúlyozza. A pénzügyi ellehetetlenülés a csőd, a reorganizáció költségeire utal, valamint az ügynöki költségekre, amelyek akkor merülnek fel, amikor a vállalat hitelképessége kétségessé válik (Myers [1993], [2001]).

A *hierarchiaelmélet (pecking order theory)* szerint a vállalat inkább hitelt vesz fel, mint-hogy részvényt bocsátana ki, amikor saját, belsőleg generált pénzárama nem elegendő a tőkekiadások fedezésére. Myers–Majluf [1984] azt feltételezte, hogy a vállalatvezetők a meglévő részvénytulajdonosok érdekében cselekednek, és elutasítják az alulértékelt részvények kibocsátását, hacsak a „jelenlegitől” az „új” (jövőbeli) részvénytulajdonosok felé történő transzfert jócskán nem ellentételezi a növekedési lehetőségek nettó jelenértéke. A részvénykibocsátást a befektetők elutasítják, ha a méltányos feltételek mellett hozzáférhetőek a hitelek, és egyensúlyi helyzetben csak hitelt vesznek fel. Ahogy a külső finanszírozási igény nő, úgy a vállalat „lefelé” halad a hierarchián, a biztonságostól a kockázatosig, esetleg az átváltható értékpapírokig és az elsőbbségi részvényekig s végül a részvénytőkéig mint utolsó menedékig (Myers [2001]).

A *szabad pénzáram (szervezeti)* hipotézise szerint a veszélyesen magas adószintek növelik az értéket a pénzügyi ellehetetlenülés ellenére is, amikor a vállalat működési pénzárama jelentősen meghaladja a nyereséges befektetési lehetőségeket. A szabad pénzáram elmélete elsősorban az érett vállalatokra vonatkozik, amelyek hajlamosak a túlzott mérvű befektetésekre. Jensen–Meckling [1976] a vállalatfinanszírozáson belül az ügynöki költségek elkerülhetetlensége mellett érvelt. A vállalatvezetők mint ügynökök saját érdekükben tevékenykednek, és a piacnál nagyobb fizetést, juttatásokat, munkahelyi biztonságot igényelnek. A szabad pénzáram hipotézise szerint a vállalatvezetők a felesleges forrásokat számukra előnyös vállalkozásokba vagy téves akvizíciókba forgatják. Emiatt a vállalatvezetőket célszerű arra készíteni, hogy inkább juttassák vissza a pénzforrásokat a részvényeseknek, minthogy a tőkeköltségnél alacsonyabb jövedelmezőséggel fektessék be azokat, vagy nem hatékony megoldásokra pazarolják. A *hitelfelvételnek eszerint a vállalatvezetőket fégyelmező ereje van*, akik a bukási kockázat elkerülése érdekében a szabad pénzáramot inkább adósságszolgáltatra fordítják, mint presztízsb beruházásokra.

A vállalati tőkestruktúra e három elméleti magyarázata a makrogazdasági vizsgálódás céljaira is alkalmazható. A külső forrásszerkezet közösségi és lakossági felhalmozást finanszírozó részére az átváltáselmélet a következő módon illeszthető. A külső adósság előnyei (a fogyasztási trend simítása, jóléti hatások, növekedés, infrastruktúra-beruházások növelése, a politikai *status quo* fenntartása), valamint hátrányai (csőd-költségek, a tőkepiacokhoz való hozzáférés korlátozódása, tőkemenekülés kiváltása) közötti átváltásként értelmezhető, ahol is újra megjelenik a rövid és hosszú táv közötti ellentét problémája akkor, ha figyelmen kívül hagyjuk a jövőorientált infrastrukturális beruházásokat.

A vállalati tőkestruktúra hierarchiaelmélete kapcsolható a nemzetközi tőkeáramokon belül a külső adósság, a portfólióbefektetés és a külföldi működőtőke közötti választáshoz. E szerint a vállalat (makrogazdaság) először a belsőleg generált forrásait

(aminek a működőtőke felel meg) használja fel, azután fordul a finanszírozási hitelek felvételéhez (aminek a külföldi kötvényportfólió-befektetések felelnek meg) és végül alkalmazza az új részvénytőkét (makrogazdasági szinten a külföldi részvényportfólió-befektetéseket) (*Razin és szerzőtársai* [1998]). A tőkestruktúra hierarchiaelméletének a nemzetközi tőkepiacokra kiterjesztett érvényességét *Razin és szerzőtársai* [1998], [1999] azzal magyarázza, hogy információs aszimmetria létezik a hazai megtakarítók és a külföldi portfólióbefektetők között az előbbiek javára, mivel azok közelebb vannak a piachoz. A külföldi működőtőke-befektető úgy módosít ezen a helyzeten, hogy a vállalatok feletti szoros ellenőrzés révén információs előnyhöz jut nemcsak a portfólióbefektetőkkel, hanem a hazai megtakarítókkal szemben is. Ezáltal a közvetlen külföldi tőkebefektető a hazainál nagyobb összegű és jobb minőségű, azaz magasabb megtérülésű beruházásokat hajt végre (*Razin* [2002]). Ez az elmélet arra a következtetésre jut, hogy minél markánsabb az információs aszimmetria, annál nagyobb a külföldi működőtőke-befektetés aránya az adott ország összes külső forrásában. E nézet szerint a jobb minőségű intézmények csökkentik az információs aszimmetriát. Ilyen esetekben az összes külföldi forráson belül a működőtőke-befektetések aránya viszonylag alacsony lesz, a részvényportfólió-befektetéseké pedig magas. Ez utóbbi természetes függvénye a szervezett tőkepiac fejlettségének is.

A szabad pénzáram vállalatfinanszírozási elméletének makroszintű alkalmazását azok a modellek tárgyalják, amelyek szerint a szükséges reformok végrehajtása, a struktúráváltási költségek megfizetése gyakran gazdasági krízist követ. *Vamvakidis* [2007] hangsúlyozza, hogy a külső finanszírozás néha „fájdalommentesítőként” viselkedik azáltal, hogy halogatja a „beteg” gazdaság reformjának szükséges véghezvitelét.

A makrogazdasági tőkestruktúra magyarázatára további teóriákat is megfogalmaztak. *Albuquerque* [2003] megközelítésének központjában a kisajátítás és a nemzetközi pénzügyi szerződések érvényesítésének problémái állnak, ami hasonlóságokat mutat a vállalatfinanszírozási irodalom vállalatirányítással kapcsolatos szempontjaival. A hazai pénzügyi megállapodások érvényesíthetők a jogrendszer révén, ugyanez azonban nehezebb lehet a nemzetközi befektetések esetén. Tanulmányok sora foglalkozik a kisajátíthatósági szint különbségeivel a tőkeáramok összetételének magyarázatában. Például *Cole–English* [1991], [1995] jelezte, hogy a külföldi működőtőke jobban ki van téve a kisajátítás veszélyének, mint a pénztőke, hozzáteve, hogy a kisajátítási kockázat valószínűleg csökken a működőtőke szintjének emelkedésével – szemben a pénztőkével –, ami amelletti érvelés, hogy a működőtőke-beáramlás néhány helyszínen való összpontosulása tűnik célravezetőnek.

Újabb tanulmányok gazdaságunk külső tőkeszerkezetére vonatkozó megállapításokat is megfogalmaznak. Utalva a külföldi működőtőke 1990-es évekbeli fellendülésére, *Reinhart–Rogoff* [2008] szerint a feltörekvő piacok kormányai hajlamosak arra, hogy a kedvező sokkokat permanensnek tekintsék, s erre alapozva táplálják a kormányzati költsékezést és hitelfelvételt, ami általában szomorúan végződik. *Verdier* [2008] szerint a tőkeáramlásnak a hazai megtakarítások kiegészítőjének, nem pedig helyettesítőjének kellene lennie. *A nemzetközi tőkeáramok hagyományos megközelítése szerint a tőkebeáramlást a forrásszűkösség hajtja. E források a hazai megtakarítások helyettesítőiként viselkednek, azaz a külső finanszírozás a hazai megtakarítások helyébe lép.* Természetesen a hazai tőke szűkösségén kívüli tényezők is mozgatják a tőkebeáramlást. Különösen azok az országok, amelyek hajlandók visszafogni jelenlegi fogyasztásukat, hogy hazai tőkét akkumuláljanak, részesülhetnek a külföldről beáramló forrásokból, azaz a tőkeimport kiegészíti a hazai megtakarításokat. *Huizinga és szerzőtársai* [2007] véleménye szerint lezárulni látszik a külső finanszírozási szükséglet fedezésének nem adósságeneráló forrásbevonáson alapuló extenzív szakasza. A jövőbeli forrásgenerálási képes-

ség nélküli gazdaságokban az ilyen jellegű „elkényelmesedés” – állami túlköltekezés, lakossági fogyasztási „örület” – külső, nem adóssággeneráló finanszírozása kimerül, aminek automatikus következményének az önmérsékletnek kell lennie, nem pedig az adósságalapú finanszírozás fokozásának.

A makrogazdasági tőkestruktúra célszerű arányairól és kívánatos változtatási irányairól több eltérő megközelítés is létezik a nemzetközi és hazai szakirodalomban. Széles körben ismert az a nézet, hogy adott ország külső tőkeszerkezete – azaz a külföldi működőtőkén, részvényportfóliókon keresztüli befektetések, valamint a külső adósság különböző változatai – meghatározza a makrogazdaság teljesítményét és a pénzügyi válságra való hajlamot is. Rogoff [1999] szerint a feltörekvő országoknak csökkenteniük kellene az adósságfüggőséget, és forrásszerkezetükben inkább a részvényportfólió-befektetések arányát kellene növelniük. Kuti [2006], [2007] a külső eladódás elméleti magyarázatainak rendszerezése során részletesen vizsgálja a túlzott eladósodás, az adósságtolerancia, az „eredendő bűn”<sup>2</sup> megközelítés lényegi argumentumait. Más vélemények szerint az átlátható, kiszámítható makrogazdasági környezet, a pénzügyi és tőkepiaci intézmények magasabb fejlettsége általában az adósság jellegű külföldi befektetések nagyobb arányával jár együtt (Albuquerque [2003], Faria–Mauro [2004], Faria és szerzőtársai [2007]). Razin és szerzőtársai [1998], [2001] arra a következtetésre jutottak, hogy a gyengébb minőségű intézmények dominanciája esetén a működőtőke súlya nagyobb a külső tőkestruktúrában, ami együtt jár a részvényportfólió-befektetések alacsonyabb részarányával.

A nemzetközi mikro- és makro-tőkestruktúrára vonatkozó megközelítések hazai alkalmazhatóságával kapcsolatban tekintsük át Magyarország külső forrásokkal való ellátottságának állományi jellemzőit, átalakulását és hatékonysági összefüggéseit.

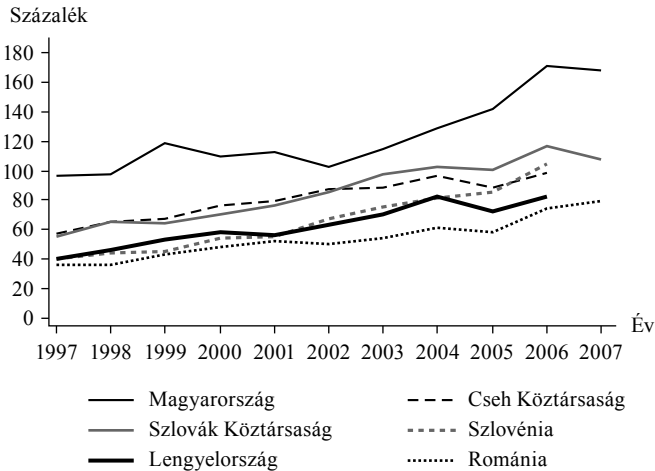
### A hazai makrogazdasági tőkestruktúra főbb jellemzői

A nemzetközi fizetési-befektetési pozíciókat egy gazdaság külfölddel szembeni kötelezettség- és követelésállománya és annak változása határozza meg. A magyarországi makro-tőkestruktúrára vonatkozó megközelítésünk a nemzetgazdaság külső kötelezettségállományára koncentrál, így nem terjed ki a belső forrásokra, ennyiben tőkestruktúra-fogalmunk részleges. A nemzeti számlarendszer konzisztenciaproblémáival nem foglalkozunk, azok részletes leírását adják Oblath és szerzőtársai [2008]. Vizsgálódásunkban *kiütetett szerepet szánunk a gazdaságot finanszírozó nemzetközi ösztőke és a bruttó hazai termék hányadosnak (L/GDP)*, amelyet szinte egyáltalán nem használnak a hazai elemzésekben. A rövid lejáratú források tartósan csekély súlyuk miatt lényegesen nem befolyásolják ezt a mutatót, így következtetéseink egyértelműen a tőkestruktúra elemzésére vonatkoznak.

Induljunk ki abból, hogy gazdaságunk működésében rendkívül nagy szerepük van a külföldi forrásoknak, s önmagában e pénzforrások folyamatos bevonását a gazdaságpolitikai döntéshozók természetes tényként kezelik. A gazdaság teljesítményének növekedésével a beáramló források mennyisége is emelkedik. Megfigyelhető azonban, hogy az összes forrásnak a GDP-hez viszonyított aránya folyamatosan emelkedett az elmúlt két évtizedben, az utóbbi években pedig e ráta gyorsuló növekedésnek indult. Az 1. ábra Magyarország és a régió néhány reformországának mutatóit tartalmazza.

<sup>2</sup> Az úgynevezett eredendő bűn (*original sin*) szerint a legtöbb ország nem vesz fel kölcsönt a saját valutájában külföldön, és nem vesz fel hosszú lejáratú kölcsönöket fix kamatlábra a hazai belső piacon, ami fokozza a pénzügyi sebezhetőséget a valutanemek és a lejáratú idők megfeleltetésének hiánya miatt (Eichengreen–Hausmann [1999]).

1. ábra  
A külső források bruttó értéke a GDP százalékában



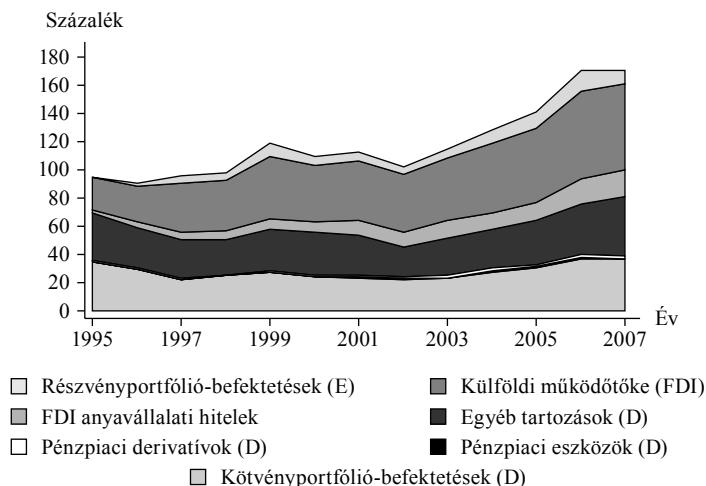
*Forrás:* Magyarországra vonatkozóan az MNB ([www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)) fizetésimérleg-, külfölddel szembeni állományok statisztikái alapján, a többi országra Nemzetközi Valutaalap IFS és Világbank WDI alapján saját számítás.

Az 1. ábra tanúsága szerint az országok többségében ez az arány még napjainkban sem éri el a 120 százalékot, Magyarországon viszont már 170 százalék körül mozog. Ezt a mutatót csak megszorításokkal tekinthetnénk tőkeigényességi mutatónak, mert az ösztökének csak bizonyos hányada vesz részt közvetlenül a bruttó nemzeti termék előállításában. Az ösztöke/GDP arány vizsgálatát az indokolja, hogy a külső források egészének használati díját a reálgazdaságnak kell „kitermelni”.

A hazai forrásgazdálkodási folyamatok értékeléséhez érdemes a külső forrásszerkezetet befektetési típusok és intézményi tagoltság szerint elemezni. A külső ösztökén belül az egyik főcsoportot az adósságot nem generáló, tulajdonszerzést biztosító, globális részvénytőke jellegű források (*E*) alkotják, idetartozik a működőtőke- és a részvényportfólió-befektetések kumulált állománya. Az adósságalapú források (*D*) közé sorolhatjuk a kötvényportfólió-befektetéseket, a szindikált bankhiteleket, a kereskedelmi bankok külföldi hitelfelvételét. A működőtőke-befektetésekkel kapcsolatos anyavállalati hitelek pedig permanens adósságelemként köztes helyet foglalnak el globális részvénytőke- és hitelállomány határán, egyaránt tekinthetjük működőtőke- és pénztőkeelemnek. (*E* sajátos pozíció az MNB-statisztikákban alkalmazott mutatószámokban is visszatükröződik.) A vállalati tőkeszerkezeti analógiának megfelelően az első csoportot részvénytőke-típusú tőkeforrásoknak, a másodikat pedig adósságkomponensnek nevezhetjük. *A vállalati tőkeszerkezeti elvek adaptálása rendhagyó amiatt, mert a makrogazdasági finanszírozásban mind a külföldi adósság, mind a külföldi működőtőke-befektetés idegen (azaz külső) forrás, így csak korlátozottan alkalmazható a vállalati saját tőke–idegen tőke analógia.* Azzal együtt, hogy mindkét forráscsoport elemei idegen források, a külföldi működőtőke és külső adósság közötti arányeltolódásnak van közgazdasági relevanciája, amit érdemes vizsgálni. A 2. ábra a külső finanszírozási forrásokat az említett elv alapján mutatja be.

2. ábra

A külső ösztőkestruktúra összetétele a GDP százalékában (1995–2007)



*Forrás:* Az MNB ([www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)) fizetésiméreg-, külfölddel szembeni állományok statisztikái alapján saját számítás.

A 170 százalékos körüli külső összes forrás/GDP hányados 170 milliárd eurós összes külföldi tartozást takart 2007-ben, amelyből közel 80 milliárd euró volt az összes külső adósságállomány a külföldi működőtőke anyavállalati hitelei nélkül. A külföldi működőtőke egyéb tőke komponense (anyavállalati hitel) 18 milliárd eurós összeget tett ki. A GDP-arányos összes forrás mutatóján belül az egyéb tőkét is tartalmazó bruttó eladósodottsági ráta az 1995. évi 71,4 százalékról 2007-re kis híján 100 százalékra emelkedett, illetve az egyéb tőke nélküli arány 69 százalékról 80,6 százalékra nőtt.

A piacgazdasági átmenet után Magyarország külső tőkestruktúráján belül a külföldi működőtőke állománya meghatározó komponenssé vált. 1995-ben a működőtőke-befektetések – az anyavállalati hitel is magában foglaló – bruttó állománya 8,8 milliárd euró volt, ami 2007-re 77,4 milliárd euróra duzzadt. A külföldi működőtőke szerepét sokoldalúan elemző hazai szakirodalomban tisztázódott, hogy a működőtőke-beruházásoknak köszönhetően versenyképes exportorientált szektor jött létre a gazdaságban; továbbá emelkedett a technikai-technológiai szint; jelentősen nőtt a termelékenység, értékes vállalatvezetői tudás áramlott gazdaságunkba, a külföldi tőkének nagy szerepe volt a privatizációban, s minden tekintetben javultak a gazdaság világpiaci felzárkózási esélyei (*Antalóczy–Sass* [2000], [2003], [2005], *Éltető* [1998], *Hamar* [2001], *Hunya* [2000], *Sass* [2003], *Szanyi* [1997], *Pitti* [2001], *Mészáros* [2004]).

A külső források makroszintű struktúráján belül adósságot nem generáló komponensnek tekintenek a részvényportfólió-befektetések is, ezeknek azonban viszonylag csekély szerepük volt a régió felemelkedő reformországjaiban, így a magyar gazdaságban is. Ugyanezt mondhatjuk a részvényportfólió-befektetéseken realizált hozamokról is, ami 1996–2007 között átlagosan 2,4 százalékos volt. E befektetési mód marginális szerepének valószínűleg intézményi okai vannak. Közismert tény, hogy a multinacionális cégek hazai leányvállalatai többségükben nem részvénytársasági formában szerveződtek meg, ami kizárja e vállalatok tőzsdei jegyzését. A szervezett tőkepiacra kerülő, vegyes tulajdonú hazai társaságok

esetében a külföldi befektetőknek vállalatkormányzási gyengeségekkel kell szembeesülni, s az aszimmetrikus információ, valamint a túlzott kockázat miatt fokozottan tartózkodók lehetnek. Ez a jelenség a hierarchiaelmélet makroszintre kiterjesztett változata (*Razin és szerzőtársai* [1998], [1999], [2002]) hazai érvényességét támasztja alá.

Az adósságot nem generáló tőke két változata közötti aránykülönbség arra is felhívja a figyelmet, hogy a külföldi befektetők a vállalatok fölötti közvetlen tulajdonosi ellenőrzést részesítik előnyben, s így minimálisra csökkenhet a jól ismert megbízó–ügynök probléma jelentősége.<sup>3</sup> Ezáltal a magyar gazdaság legfontosabb – exportorientált és versenyképes – vállalatai mentesültek a vállalatkormányzás legsúlyosabb gondjaitól, mindazoktól a fékektől és korlátoztól, amelyek a belsők általi kontroll erőteljes érvényesüléséből más országokban fakadtak (vö. *Iwasaki* [2005]).

Az adósságot generáló külső források egyik csoportját a kötvényportfólió-befektetések alkotják. Ezek súlya az összes külső forráson belül 1995-ben 36,4 százalék, majd 2007-ben 21,9 százalék volt. A külső adósság e komponense két szempontból is különös figyelmet érdemel. Egyrészt a *kötvényportfólió-befektetések a külsőadósság-beáramlás domináns tényezőjévé váltak, kiváltva a csökkenő jelentőségű szindikált (financiális) bankhitelezést.* Az államháztartás közvetlen finanszírozása ma már szinte kizárólag kötvényportfólió-befektetések révén történik. A folyó évtized második felére kialakult finanszírozási arány azt jelzi, hogy a külső államadósság az összes külső tartozás csupán mintegy ötödét teszi ki. A másik figyelemre méltó tény a források igénybevételi díjához kapcsolódik. A kötvényportfólió-befektetések forrásköltsége folyamatosan csökkent, 1996-ban 8,8 százalék volt szemben napjaink 5 százalék körüli arányával. A folyó évtized elejétől felgyorsuló külső eladósodásnak az igénybevételi díj mérséklődése volt az egyik stimuláló tényezője. A régió reformországaihoz hasonlóan a magyar gazdaság is előnyös forrás szerzési pozícióban volt, elsősorban a külső források kedvező igénybevételi feltételeinek köszönhetően. *Forrásbővítéssel rendelkező országok újabb és újabb kölcsönöket nyújtottak, s e forrásbevonás ütemét csak növelte, hogy a kamatok világviszonylatban tartósan alacsonyak voltak.*

Az adósságot generáló források oldalán az egyéb befektetések között találjuk a kereskedelmi bankok és a vállalatok által felvett hiteleket. E két forrás relatív súlya dinamikusan nőtt az utóbbi években, és sok jel arra mutat, hogy a forrásáramlás háttérében a külföldi tulajdonosbankok által nyújtott kölcsönök és a tőkeexportra törekvő hazai nagycégek és pénzintézetek hitelfelvétele állhatott. E tőkeforrások költsége a kötvényportfólió-befektetésekénél is jobban csökkent, 1996-ban még 8,8 százalék volt, 2007-re pedig 3,3 százalék lett.

A külső tőkestruktúra adósságeneráló komponensei között új jelenségnek számít a vállalatok közvetlen külföldi hitelfelvétele, aminek súlya gyorsan növekedett az utóbbi években. Sajátosságként érdemes megjegyezni, hogy a nagy hitelfelvevők között hazai megavállalatok és magánpénzintézetek vannak, amelyek egyben a megindult hazai tőkeexport főszereplői is. Merő érdekesség, hogy egyetlen évben – 2007-ben – két nagyvállalat tulajdonosi szerkezetének változtatása (tőkekivonásnak minősülve) összesen hárommilliárd eurós tétellel terhelte meg az ország pénzügyi mérlegét. (Az eseteket részletesen ismerteti *Komáromi* [2008].) A hazai vállalatok és pénzintézetek utóbbi években indított tőkeexportori akciói kísértetiesen emlékeztetnek a kvázifejlettség szimptomáira. (Olyan nagyvállalatok és nagybankok a tőkekivitel legaktívabb szereplői, amelyek maguk is nagymértékben eladósodtak a nemzetközi pénzügyi piacokon, tehát tőkebevonási és tőkeexport-egyenlegük nem feltétlenül pozitív.) Miközben elismerjük eme akvizíciós tranzakciók stratégiai értékét és legitim voltát, ugyanakkor kétségeink vannak e nagy ívű tőkekiviteli lépések makrogazdasági hasznát illetően.

<sup>3</sup> Ez természetesen nem jelenti a megbízó–ügynök probléma teljes eltűnését, hiszen annak kiváltó okai túlmutatnak az itt vizsgált összefüggésen.



A nemzetközi befektetési pozíciók követelésoldalán nemcsak az adósság-, hanem a részvénytőke jellegű forráskiáramlás kumulatív állománya is jelentősen nőtt. 1995-ben még az egyéb tőkét is magában foglaló magyar működőtőke-kivétel nagysága 217 millió euró volt, 2007-re már 23,5 milliárd euróra emelkedett.

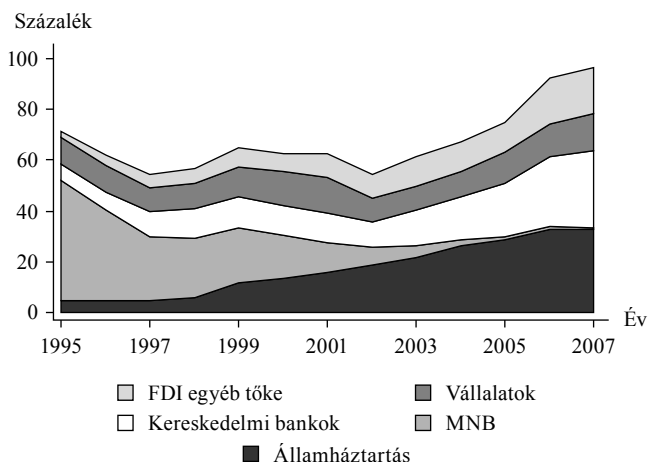
A magyar gazdaságot finanszírozó összes külföldi forrás intézményi szerkezetében is jelentős átrendeződés ment végbe az 1990-es évek közepén. Az addig a jegybank kizárólagos jogaként érvényesülő külföldihitel-felvétel liberalizálását követően többszereplős folyamat lett a külső források bevonása: a jegybank mellett az államháztartás, a kereskedelmi bankok és a vállalatok is hitelfelvevőként jelenhettek meg a nemzetközi pénzügyi piacokon. A hitelfelvétel intézményrendszerének radikális átformálása gyökeresen új helyzetet teremtett, s a szervezeti liberalizációval nőtt a potenciális hitelfelvevő intézmények száma. A külső források intézményi struktúráját a 3. ábra mutatja.

A szerkezeti átrendeződés irányai nagyon tanulságosak. Míg 1995-ben a külföldi működőtőke anyavállalati hiteleit nem tartalmazó külső adósságállomány háromnegyedét az állam – az államháztartás és jegybank együtt –, 9 százalékát a kereskedelmi bankok és 15 százalékát pedig a vállalatok birtokolták, addig 2000-ben e három arány már 55, 21 és 24 százalék volt. Érdeemes megjegyezni, hogy 2007-ben az állam külső adósságának aránya minden korábbinál alacsonyabb lett (42 százalék), a kereskedelmi bankok külső adósságának részesedése pedig minden korábbinál magasabb volt (39 százalék).

Mind a hazai gazdaságpolitikában, mind a szakirodalomban a külső források szerkezeti változásait gyakran egyszerű folyó finanszírozási üggyként kezelik, kizárólag azt tartva szem előtt, hogy a külső finanszírozási igény növekedését milyen mértékben képes ellensúlyozni a felhalmozási típusú összetevők aktívuma. *E leszűkítő felfogás azért kifogásolható, mert annak egyoldalú érvényesülése könnyen vezethet a fenntarthatósági követelmény negligálásához, mint ahogy ezt az utóbbi évtized hazai tapasztalatai is mutatják.* A gazdaság- és pénzügypolitika mindenkori irányítóinak döntései gondosan kiválogatott sikermutatók tartalmának félreértésén alapultak. A 4. ábra néhány fontos adósságszolgálati indikátort mutat be, amelyek kivétel nélkül a külföldi adósság gondtalan kezelhetőségéről biztosították a döntéshozókat. Az adósságszolgálati terhek viszonylag könnyű viselhető-

3. ábra

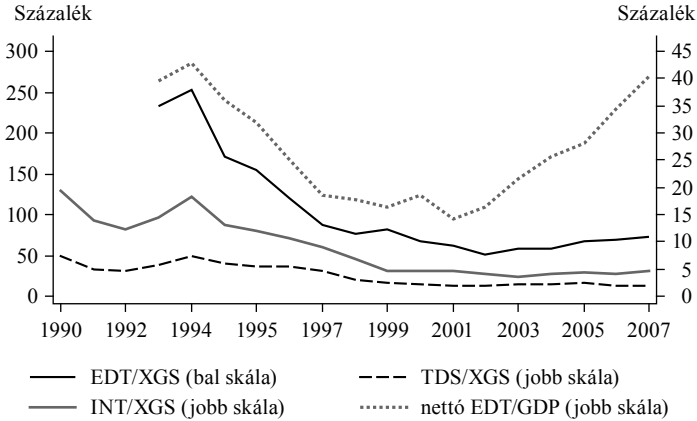
A külső adósságállomány intézményi tagoltsága (a GDP százalékában)



Forrás: Az MNB (www.mnb.hu) fizetésimérleg-, külfölddel szembeni állományok statisztikái.

## 4. ábra

Fontosabb adósságszolgálati mutatók a magyar gazdaságban (1990–2007)



*Megjegyzés:* EDT = bruttó adósságállomány a működőtőke anyavállalati hitelei nélkül, XGS = áru- és szolgáltatásexport, TDS = bruttó adósságszolgálat (1995-től a működőtőke anyavállalati hitelei nélkül), INT = bruttó kamat, nettó EDT/GDP = devizában fennálló nettó külföldi adósság (a működőtőke anyavállalati hitelei nélkül) a GDP százalékában.

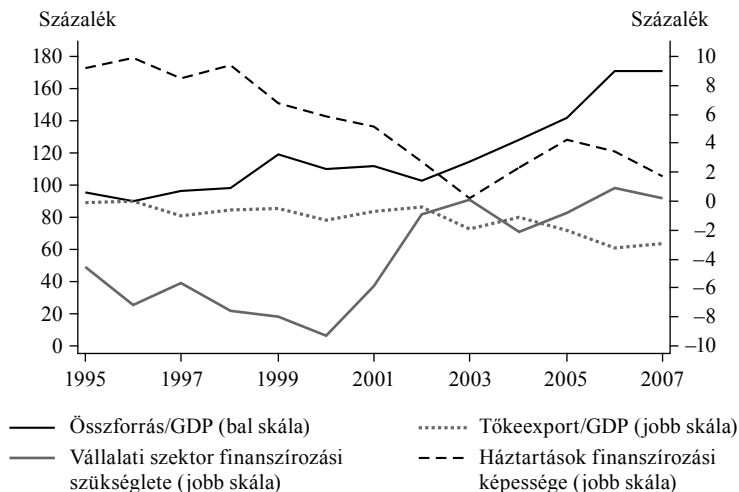
*Forrás:* az MNB ([www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)) fizetésimérleg-, külfölddel szembeni állományok statisztikái alapján.

sége lényegében egyetlen tényezőnek, az export tartósan dinamikus növekedésének volt köszönhető. A 2000-es évek elején megindult az újraeladósodás, s erre utal a nettó külföldi adósság GDP-vel arányos mutatójában beállt fordulat, ám ez nem érdemelt különös figyelmet a makrogazdasági döntéshozók részéről. Az ábra grafikonjainak figyelembevételére szükséges feltétel az adóssághelyzet reális értékeléséhez, ám ez nem volt elégséges: az adósságszolgálati mutatók kedvező alakulása ugyanis hamis illúziókat keltett. *Elhitette a döntéshozókkal, hogy a külső adósság terhei problémák nélkül viselhetők.* Tovább tájékozódva, fel kell hívnunk a figyelmet azokra az indikátorokra, amelyek a stabil gazdasági növekedésre jelentettek veszélyt. Az 5. ábra a forrásképzés és -felhasználás hatékonyságának időbeli alakulását illusztrálja.

Az 5. ábra forráshasznosulási mutatói azt jelzik, hogy egyrészt – s erre már utaltunk – a GDP egységére jutó összes külső forrás permanens növekedést mutatott, ami a fajlagos forrásigény emelkedésére utal, másrészt a háztartások forrásigénye, azaz a magánmegtakarítások GDP-hez viszonyított aránya – az 1990-es évek második felének átlagos megtakarítási rátája – a folyó évtizedben közel a felére csökkent, s tág határok között ingadozott. A hazai megtakarítások lecsökkent szintje korlátozza a hazai forrásokon alapuló tőkeképzést. A többi között emiatt az állami beruházások finanszírozásában jelentős szerepük van a külföldről bevont kölcsönforrásoknak. Az így keletkezett adósság visszafizetéséhez természetesen – hosszabb távon – szükség van megtakarítási fedezetre. *A hazai tapasztalatok maradéktalanul igazolják azt a nemzetközileg széles körben érvényesülő sajátosságot, hogy a pénzügyi liberalizáció nyomán határozottan csökken a megtakarítási hajlandóság, s ugyanakkor jelentősen nő a fogyasztási kedv.* A fogyasztás növekedése különösen jelentős volt a lakásgazdálkodásban, ami a hitelek ugrásszerű növelésének volt tulajdonítható. A 6. ábra a hitelek súlyának robbanásszerű felfutását mutatja. Az ábra tanúsága szerint a

5. ábra

A makroszintű forrásfelhasználás hatékonyságának romlása

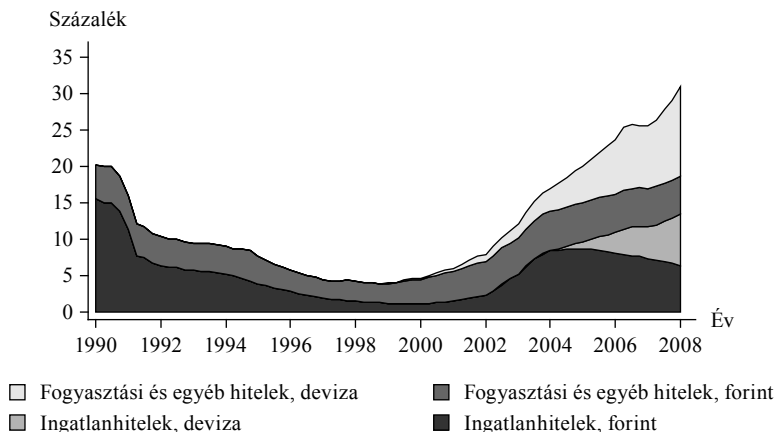


*Megjegyzés:* a tőkeexport esetén a Magyarországról külföldre irányuló működőtőke-befektetések negatív előjele azt jelzi, hogy forráskiáramlásról van szó.

*Forrás:* MNB-statisztikák, illetve ezek alapján saját számítás.

6. ábra

A háztartások által felvett hitelek (a GDP százalékában)



*Megjegyzés:* negyedéves bontásban.

*Forrás:* MNB-statisztika.

forint- és devizaalapú fogyasztási hitelek GDP-hez viszonyított együttes aránya 1999 és 2007 között ötszörösére nőtt, s emellett a forint- és deviza-ingatlanhitelek együttes relatív súlya ugyanezen időszak alatt megtízszereződött. *Megalapozott lehet a feltevés, hogy a*

*hitelek nagymérvű növekedését – hazai megtakarítások alacsony szintje miatt – a kereskedelmi bankok külföldről bevont forrásai finanszírozták. Ha ehhez azt is hozzávesszük, hogy az ingatlanhitelek az állami költségvetésből finanszírozott kamatkedvezményt is tartalmaztak, akkor képet alkothatunk arról, hogy a kereskedelmi bankok nem csekély mértékben finanszíroztak külföldről bevont forrásokkal hazai megtakarítással nem fedezett fogyasztói beruházásokat.*

A globális pénzügyi krízis kapcsán utólag értelmezhető a külső eladósodás révén lezajlott hazai lakossági hitelexpanzió kapcsolata a vállalatfinanszírozás makroszintre kiterjesztett átváltáselméletével.

### A hazai makro-tőkestruktúra hatékonyságelvű elemzése

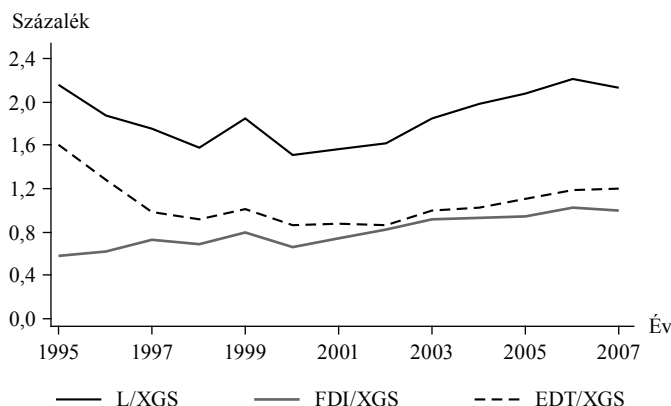
A makro-tőkestruktúra hatékonyságelvű vizsgálatát az indokolja, hogy a hitelalapú finanszírozás nemzetgazdasági szinten is szerződéses feltételekkel rögzített, rövid és hosszú lejáratú forrásokon alapszik, míg a globális részvénytőke lejáratához nem kötött, permanens tőkeforrás. E szerint mindkettő – leszámítva a rövid lejáratú adósságot – tartós lekötésű tőkeforrás, amelyre vonatkoznak a tőke jellegű pénzalapok kritériumai: a jövedelmező befektetés köteleme, a tőkehasználati díj fizetése a forrásjuttatóknak, valamint a hitel-visszafizetési kötelezettség. Ezek egyben a makrofinanszírozás külső fenntarthatóságának elemei is. *A magyar gazdaságban csaknem négy évtizede jelentős szerepet játszanak a külföldi hitelek, mégis ritkán fordul elő, hogy a nemzetgazdaság felhalmozott adósságállományát szigorúan tőkeforrásnak tekintenénk.* Amennyiben e forrásokat tartósan fogyasztási és/vagy nem jövedelmező beruházások finanszírozására használják, akkor könnyen sérülhetnek a gazdasági működés fenntarthatósági követelményei.

Mielőtt ennek részleteit feltárnánk, a vállalati mutatószámok elemzésének analógiájára alapozva koncentráljunk a makro-tőkestruktúra működési hatékonyságára. E szerint hányadosokat képezhetünk a forrásfelhasználás, a jövedelemgenerálási képesség és a forrásköltség alakulására. A forrásfelhasználás „állomány–forgalom” (*stock–flow*) jellegű indikátoraként a már bemutatott GDP-arányos összes külső forrás rátája adódik. Ennek növekedése *a makroszintű tőkestruktúra hatékonyságromlásának* egyik legkifejezőbb mutatószáma, amelynek értelmében állandóan növekszik az egységnyi GDP előállításának forrásigénye. *A gazdaságot finanszírozó ösztökének a GDP növekedését meghaladó állománygyarapodását a fenntartható növekedést hátrányosan befolyásoló tényként tételezzük.*

„Állomány–forgalom” hatékonysági mutatóként az áru- és szolgáltatásexport (XGS) külső forrásintenzitása ( $L/XGS$ ) szolgálhat, amely az egységnyi exporthoz szükséges összes külső forrást számszerűsíti. Az intenzitási mutatókat a 7. ábra illusztrálja.

Makroszintű forrásgazdálkodási hatékonyságjavulásról akkor beszélhetünk, ha az arányszám csökken, ellenkező esetben romlik a nemzetgazdasági tőkestruktúra exportgeneráló képessége. A ráta szerepét növeli, hogy egyrészt az ország exportjának domináns részét a külföldi tulajdonú vállalatok adják; másrészt a külföldi működőtőke exportpotenciálja jelentős szerepet játszik a külső adósság terheinek teljesítésében, azon belül is különösen a nem exportcélú beruházásokat és a fogyasztást finanszírozó hitelezés adósságszolgáltatásának viselésében. A külső adósságstatisztikák által követett külső bruttó adósságállomány/export ( $EDT/XGS$ ) ráta mellett az export arányában kifejezett összes külső forrás hányadosának változásait a makro-tőkestruktúra fenntarthatóságának további indikátorának véljük. Magyarországon 1995 és 2000 között – egy év kivételével – javult a külső makro-tőkestruktúra relatív exportjövedelem-generálási képessége, 2000 és 2006 között viszont jelentős hatékonyságromlás következett be, ami 2007-ben valamelyest mér-

7. ábra  
Forrásintenzitási mutatók



L = gazdaságot finanszírozó nemzetközi összítőke, FDI = külföldi működőtőke, EDT = bruttó adósságállomány a működőtőke anyavállalati hitelei nélkül, XGS = áru- és szolgáltatásexport.

*Forrás:* MNB-statisztikák, illetve ezek alapján saját számítás.

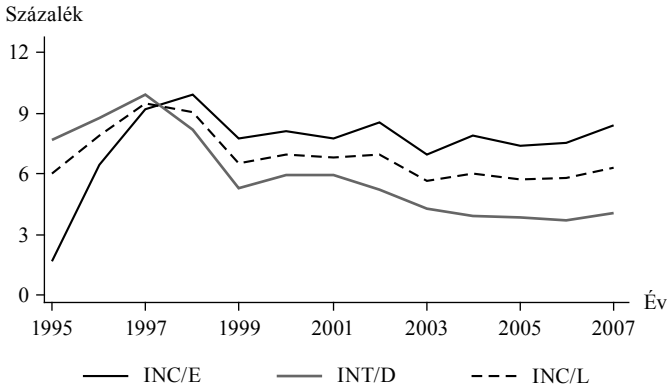
séklődött. Hosszú távon számolni kell azzal, hogy a makro-tőkestruktúra exportgenerálási hatékonyságának stabilitása fontos fenntarthatósági feltétel marad, különös tekintettel arra, hogy az FDI/XGS mutató is enyhén romlott a vizsgált időszakban.

A külső források tőkehasználati díjának és a források állományának „állomány–forgalom” rátája szintén felfogható hatékonysági indikátorként. A globális részvénytőke és a teljes pénztőke jövedelmei és állományuk hányadosából a két forrás szerkezeti komponens tőkeköltségére lehet következtetni, amelyek súlyozott átlaga adja a nemzetközi befektetések tartozásállományának tőkehasználati díját. A két tőkekomponens megtérülési követelménye közötti részvényesi prémium makroszinten is kimutatható, amire *Komáromi* [2008] is utal. A tőkeköltségek időbeli alakulását a 8. ábra mutatja.

A külső források költségének csökkenése makrogazdasági szempontból hatékonyságjavulást alapozott meg, amiben szerepe volt az ország hitelminősítésében – az 1990-es évek második felétől – bekövetkezett javulásnak, valamint a külföldi hitelek relatív olcsóságának. Ennek folyományaként a külföldi kölcsönök kamatlábának esetleges emelkedése kritikusan érintené a fenntarthatósági követelmények teljesülését. A teljes részvénytőke átlagos tőkearányos megtérülési rátája is fontos, ami 1996 és 2007 között átlagosan 8 százalék volt. A külföldi működőtőke átlagosan 8,8 százalékos megtérülése tartósan stabil jövedelmezőségre utal. Ugyanakkor az is egyértelmű, hogy a külföldi működőtőke ilyen eredményesség mellett nem tölthetne be „helyettesítési funkciót” az alacsonyabb megtérülésű külső források hiányzó eredményének ellensúlyozásában.

A külső forrás szerkezet tőkeköltségével összefüggésben hangsúlyozni kell, hogy a külföldi működőtőke profitjának elosztása és felhasználása a tőketulajdonosok joga, s e forrástőmeg sohasem lehet akkora, ami fedezetet nyújtana a külső forrásfelhasználás megtérülési zavarainak ellensúlyozására. Legfőképpen az elégtelen megtérülés táplálja folyamatosan a nemzetgazdasági eladósodást. Tekintettel arra, hogy a külső adósságállomány jelentős hányada hosszú távra – azaz több évtizeden át – lekötött forrásokból állt, így megkerülhetetlen kritérium a tőkehasználati díj „kitermelésének” köteleme. Ha a bevont külső kölcsönforrások nagyobb hányada a reálgazdaságon és

8. ábra  
A külső forrásstruktúra tökeköltsége



INC = a forrásstruktúra összjöveldeme (kiadás oldalon), INT = összes bruttó adósság kamata egyéb tőke kamata nélkül (kiadásoldal), E = globális részvénytőke komponense egyéb tőkével, D = bruttó külső adósságállomány egyéb tőke nélkül.

Forrás: MNB-statisztikák alapján saját számítás.

*az infrastruktúrán kívüli területeken lényegében fogyasztást finanszíroz, akkor az eladósodás folytonos kényszerré válik, amelynek felső korlátját a külső finanszírozók hitelezési hajlandósága határozza meg.*

A hazai finanszírozási tapasztalatok arra mutatnak, hogy a tőkejuttatók szigorú megtérülési követelmény a külföldi működőtőke-befektetésekkel szemben támasztanak, ami vonatkozik a multinacionális vállalatok által nyújtott anyavállalati hitelekre, valamint a kereskedelmi bankok külföldi hitelfelvételeire is. Ha a nemzetgazdasági kölcsönfelvétel bármekkora hányada fogyasztást és/vagy soha meg nem térülő beruházásokat finanszíroz, akkor *áthidalhatatlan hatékonysági rés* keletkezik, mert a tőkehasználati díj jövőbeli előteremtésének alapjai nem épülnek ki. Minél nagyobb a szigorú megtérülési követelményekkel nem járó forrásfelhasználás, annál inkább tágul ez a hatékonysági rés. Ha az eladósodási folyamat időnkénti nekilendülése a fogyasztási trend kisímitását vagy felfelé hajlítását szolgálja, akkor az adósságcsapda nehezen kikerülhető.

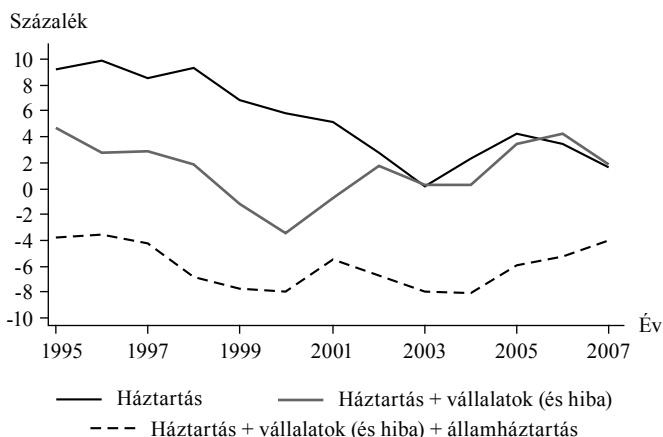
### A külső finanszírozási igény hatékonysági vonatkozásai

A gazdaság- és pénzügypolitika hazai döntéshozói az 1990-es évek elejétől-közepétől a külföldi működőtőke-beruházásokban találták meg a folyó fizetési mérleg hiányát ellensúlyozó, valamint a külső források iránti igény nem adóssággeneráló részének tényezőjét. A működőtőke-importban csak hibás felfogással láthatunk egyoldalú és tartós előnyt, amely képes finanszírozni a folyó fizetési mérleg mindenkor hiányát. A makro-tőkeszerkezet éves változása kapcsán a „forgalom–forgalom” (*flow–flow*) alapú hatékonyság egyik jele lehet, hogy a nem adósságalapú nettó tőkeáram milyen mértékben képes fedezni a külső finanszírozási szükségletet és ezzel hozzájárulni az adóssággeneráló forrásbevonás mérsékléséhez. A továbbiakban megkülönböztetjük azt, hogy mi okozza, és mi finanszírozza a külső finanszírozási szükségletet.

A külső finanszírozási igény szerkezetét tekintve megállapítható, hogy 1995 és 1998 között a háztartások megtakarítása a vállalati szektor finanszírozási képességének hiányát teljes mértékben, az államháztartásét részben ellensúlyozta. 2001 és 2004 között az államháztartás GDP-arányos hiányát szinte teljes egészében csak külső források finanszírozhatták, miközben a lakossági megtakarítási ráta és a vállalatok külső finanszírozási szükséglete közel került a nullához. 2004-től a lakossági megtakarítási hajlandóság mérsékelt emelkedése és a vállalatok 2006-tól megtakarítókká válása azt eredményezte, hogy e két szektor részben finanszírozta az államháztartás forrásszükségletét, tehát külső finanszírozási igényt már csak az államháztartás támaszthatott. E tendenciákat a 9. ábra illusztrálja.

9. ábra

A külső finanszírozási igény szerkezete (a GDP százalékában)



Forrás: Antal [2006] 16. o. alapján szerkesztve és frissítve.

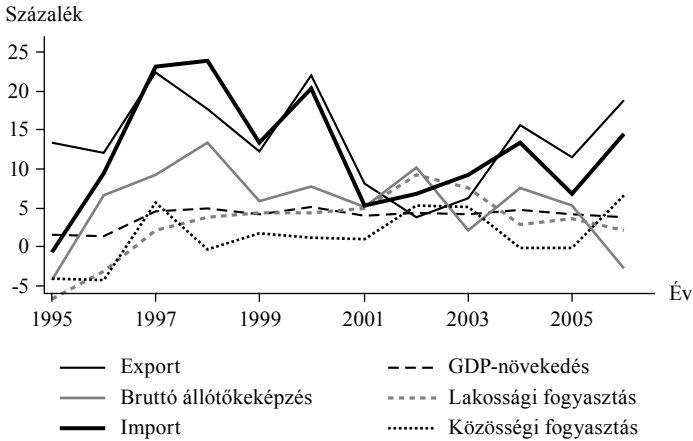
Az összes külső forrás és a GDP hányadosának gyors növekedése nyomán keletkezett hatékonysági rés 2001 után túlnyomórészt az állami külső adósság felhalmozódásának tulajdonítható.

A külföldi működőtőke az 1990-es évek második felében a termelő-szolgáltató ágazatok strukturális megújódása révén pozitív sokkot okozott a nemzetgazdaságnak, miközben a politikai döntéshozók számára továbbra sem tűnt elkerülhetetlennek az államháztartás alrendszerének szerkezeti reformja. Eközben a fenntartható gazdasági növekedés szinte már egyetlen feltétele sem érvényesült. A folyó fizetési mérleg tartósan negatív volt, a költségvetés hiányának GDP-vel arányos mértéke tartósan 5 százalék és 10 százalék között ingadozott, a külkereskedelmi egyenleg – 2006–2007-et leszámítva – nagyrészt negatív volt, a bruttó és nettó adósság 2002-től folyamatosan emelkedett. Azt általában természetesnek tekintjük, hogy a felzárkózó gazdaságban a külső eladósodás a jövedelmező beruházási lehetőségek kihasználása miatt fokozódik, vagy az infrastruktúra-fejlesztések miatt lódul meg. A 10. ábra a GDP összetevőinek növekedési rátáit mutatja.

A várakozásokkal szemben a makrogazdasági nettó állótőke-képződés alig növekedett gyorsabban a GDP-nél. Az 5 százalékot el nem érő állótőke-képződési ütem ismeretében nincs alapunk azt feltételezni, hogy a fokozódó eladósodás révén beáramló források gyorsították volna a beruházásokat a kritikus jelentőségű 2001–2006 közötti időszakban. Az természetesen lehetséges, hogy a külső források a hiányzó megtakarításokat pótolták, a fo-

10. ábra

A GDP néhány összetevőjének éves növekedési rátája (százalék)



Forrás: World Bank World Development Indicators.

kozódó eladósodással párosuló beruházási kvázistagnálás egészségtelen gazdaságműködési jelenség. A beruházások minimális ütemű növekedése, időnkénti visszaesése erősíti azt a vélelmünket, hogy a folyó évtized eleje óta bevont külső hitelforrásoknak mérsékelt hányada szolgálta a beruházási állótké képzésének célját.

Ha most együtt tekintjük a végletesen visszaesett megtakarításokat, az évek túlnyomó többségében passzívumot mutató külkereskedelmi mérleget és tágabb kontextusban a krónikusan negatív folyó fizetési mérleget, akkor szembesülünk a gazdasági működés – fenntarthatósági követelményeknek meg nem felelő – pályájával. A makrogazdaság megtakarítási és hitelezési helyzete arra hívja fel a figyelmet, hogy a kereskedelmi bankok külföldről bevont forrásai az államháztartás hiányát, fogyasztási hiteleket, benne ingatlanfejlesztést finanszíroztak. Ez arra is mutat, hogy a vizsgált időszakban a vállalatoknak nyújtott hazai hitelek a GDP arányában lényegesen kisebb mértékben növekedtek.

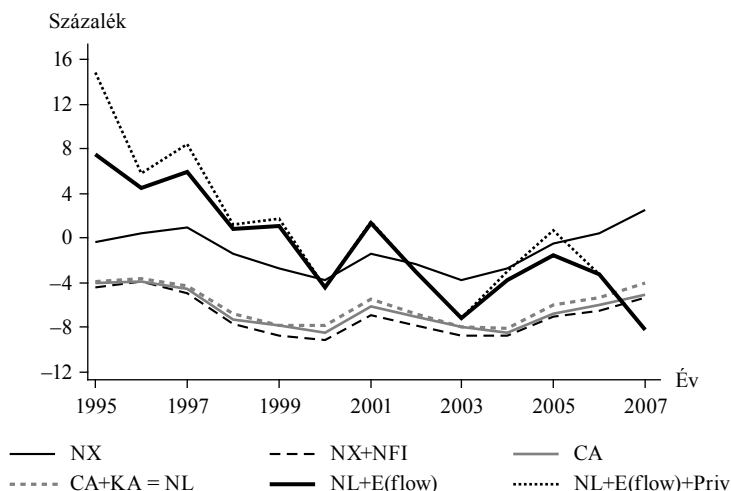
A 11. ábra a külső finanszírozási szükséglet összetevőit mutatja. Az ábráról leolvasható, hogy a nem adósságeneráló tőkebeáramlás nettó egyenlege és benne a privatizációs bevételek beáramlása az 1990-es évek legvégétől már nem kompenzálja a külső finanszírozási igényt, s ez az a pont, ahonnan elindul az újraeladósodás folyamata.

Lane–Milesi-Ferretti [2006] figyelmeztet arra, hogy két következménnyel kell szembenéznünk azoknak az országoknak, amelyek a külföldi tőke számára megnyitották gazdaságukat: az egyik szerint időben növekvő lesz a befektetések jövedelemterhe, valamint a tartozások törlesztési kötelezettsége; másrészt – legalább középtávon – az eladósodott országoknak külkereskedelmi többletet kell elérniük az áruk, szolgáltatások és transzferrek mérlegében annak érdekében, hogy stabilizálják nettó külső pénzügyi pozíciójukat. A tartósan negatív külkereskedelmi egyenleg (bár e mérleg az utóbbi két évben többlettel zárt), az alacsony megtakarítási ráta, a GDP mérsékelt növekedési aránya, a magas külső finanszírozási igény együttesen fenntarthatatlan gazdasági működést határoz meg. Magyarország példája is igazolja azt a széles körben érvényesülő nemzetközi tapasztalatot, hogy valós előnyök származnak a nemzetközi pénzügyi integrációból; ez ugyanis gyorsabb felzárkózást tesz lehetővé mind a termelés és az infrastruktúra fejlesztésében, mind az életszínvonalban, mint amilyen e források nélkül lehetővé vált volna. Ugyanakkor



## 11. ábra

A külső finanszírozási szükséglet összetevői, valamint nem adósságeneráló tőkebeáramlásból és privatizációs bevételekből való finanszírozottsága (a GDP százalékában)



NX = nettó export (áru- és szolgáltatás), NFI = jövedelemegyenleg, CA = folyó fizetési mérleg egyenlege, KA= tőkémérleg-egyenleg, NL = nettó hitelfelvétel (mivel az egyenleg negatív), E(flow) = nem adósságeneráló tőkebeáramlás, Priv = privatizációs bevételek.

Forrás: MNB-statisztikák.

előidézi a stabil növekedés pályájáról való tartós letérést és a külső finanszírozási igény permanensen magas arányát, a GDP növekedéséhez viszonyítva.

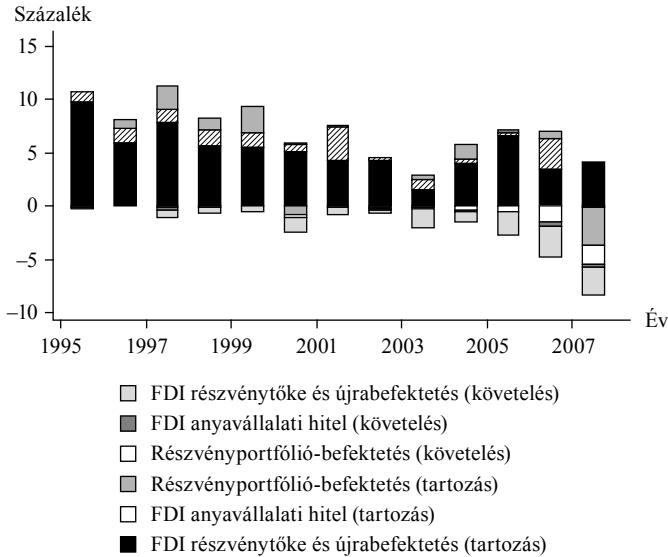
A következő lépésben nézzük meg, milyen nem adósságeneráló forrásáramok jelentkeztek a finanszírozási igény mérséklésére. E forrásáramlások időbeli alakulásáról a 12. ábra ad képet.

Az ábra tanúsága szerint az 1995–1997-es időszakot leszámítva a külföldi működőtőke és részvényportfólió-befektetések áramlásának nettó egyenlege nem nyújtott tartós fedezetet a külső finanszírozási igényre, amit a privatizációs bevételek két évben módosítottak, tehát az évek többségében a különbözetet adósságeneráló forrásból kellett biztosítani. Ha a tőkeimportot beruházási javak vagy folyó felhasználás céljait szolgáló áruk importja kíséri, akkor a tőkeimport forrása nem tekinthető szabad rendelkezésű tőkeáramnak. A külföldi finanszírozási pozíciók a nemzetgazdasági reál- és költségvetési folyamatok lenyomatai, s ha a folyó fizetési mérleg deficitjét az államháztartás túlköltekezése idézi elő, akkor a problémát nem a fokozódó külfölditőke-beáramlással kellene megoldani, hanem a költségvetési kiadások racionalizálásával. Elméletileg a fogyasztásnövekedés finanszírozására nem fordíthatnánk a tőkeimport révén befolyó forrásokat, tartósan semmiképpen sem.

Ha a külföldi működőtőke bevonását elsősorban a külső finanszírozási igény ellentételeként tekintjük, akkor a tőkevonzó képesség azonos intenzitásának fenntartásában vagyunk érdekeltek, ami különösen hosszabb távon irreális várakozás. A külföldi működőtőke tartósan dinamikus beáramlásának nagy szerepe volt gazdaságunk felemelkedésében, világgpiaci versenyképességének erősödésében. A tőkevonzó képesség gyengülése nyilvánvalóan sok tényező következménye (befejeződött a privatizáció, jelentősen emelkedett a hazai bérszint, lejárnak a kedvezmények stb.), ugyanakkor azt nem hagyhatjuk számításon

12. ábra

A külföldi működőtőke- és a részvénybefektetés-áramlás 1995–2007 között  
(a GDP százalékában)



*Forrás:* MNB statisztikák alapján saját számítás.

kívül, hogy gazdaságunk az elmúlt két évtizedben nagyon keveset fejlődött a beszállítói-szolgáltatói háttér erősítésében, ami viszont hátrányosan befolyásolta gazdaságunk tökevonzó képességét.

A külföldi működőtőke folyó állapotáról és jövőbeli esélyeiről írott munkájában *Kalotay* [2003] bírálta a hazai gyakorlati gazdaságpolitikát és a szakirodalomban uralkodó nézeteket, mivel mindkettő túlhangsúlyozza a működőtőke-befektetések pénzügyi mérlegre tett hatását, mintha ez lenne az egyetlen vagy legfőbb célja. A külföldi működőtőke pénzügyi egyensúlyra gyakorolt hatásáról akkor kapunk reális képet, ha belátjuk: a beáramló működőtőke szorosan kötődött az 1990-es évek nagyprivatizációjához. Amikor gyakorlatilag leállt a privatizáció (a 2000-es évek elejének néhány nagy tranzakciójától eltekintve), akkor a friss tőke beáramlása lefékeződött, s egyre nagyobb szerephez jutott a realizált profit egy részének újrabefektetése.

Mindez azt jelentette, hogy a beáramló működőtőke érdemben nem csökkentette a külső finanszírozás iránti igényt, nem működött a passzívumot ellensúlyozó funkciója. Egyáltalán nem tekinthető véletlennek, hogy a privatizáció leállásakor és a friss tőkebeáramlás lelassulásakor vesz lendületet az adósság növekedése. A GDP-növekedés 1997–2007 között átlagosan 4,2 százalék volt, a GDP százalékában kifejezett külső finanszírozási szükséglet ebben a periódusban átlagosan 6,4 százalék volt, míg a külső finanszírozási igény adóssággeneráló hányadának GDP-arányos értéke átlagosan 3 százalékot tett ki. Problémát okoz, hogy a külső finanszírozási szükséglet egyenlegénél ingadozóbb a nem adóssággeneráló források beáramlása, emiatt például 2007-ben az egyébként javuló tendenciát mutató külső finanszírozási igényhez képest dupla akkora lett az adóssággeneráló hányad, ami a részvénybefektetések jelentős kiáramlásának és a hazai tőkeexport nettó hatásának volt tulajdonítható, tehát döntő hatása a tőkekivonás erősödésének volt.

Mindent egybevetve meg kell állapítanunk, hogy az áthidalhatatlan hatékonysági rés az utóbbi években jelentősen tágult. *A stabil megtérülési arányt ígérő külső források olyan eredményességgel sosem lesznek működtethetők, hogy képesek legyenek ellensúlyozni az alacsony mérvű megtakarítás, a csupán enyhén pozitív külkereskedelmi mérleg, a permanens államháztartási túlköltekezés, valamint a hitelből finanszírozott tőkeexport negatív hatását.* Ebből pedig a külföldi, adóssággeneráló forrásoktól való krónikus függőség származik.

### Következtetések

A tanulmány kimutatta a tőkestruktúra-teóriák (köztük az átváltás- és hierarchiaelmélet) mikro- és makroszintű párhuzamait a hazai nemzetgazdaság forrásellátottságán. Az adósság fegyvelmező erejére rávilágító „szabad pénzáram” elmélet makroszintű aktualitását a legutóbbi fejlemények egyértelműen alátámasztják. A külső tőkeforrás-komponensek izolált vizsgálata helyett a külső tőkestruktúra elemeinek együttes vizsgálatára tettünk kísérletet. A GDP-arányos összes külső forrás mutatója elemi erővel kérdőjelezi meg a gazdasági folyamatok – adott finanszírozási szerkezetben történő – fenntarthatóságát, hiszen ilyen körülmények között elszakadhatnak egymástól a makrogazdaság pénzügyi folyamatai, valamint a reálgazdaság tényleges teljesítménye. A stabil működés legfőbb akadálya az, hogy hibás és felelősséget nélkülöző makrogazdasági döntések következtében a GDP növekedését lényegesen meghaladó GDP-arányos finanszírozási igény jelentkezik a külső források iránt.

A működőtőke csökkenő arányban tartalmaz friss tőkebeáramlást, ugyanakkor számítani lehet a realizált profit egyre kisebb hányadának újraberuházására, az anyavállalati hitelek állományának további bővülésére. 1998–2000 között a működőtőke jövedelmeinek visszatartási aránya 52–54 százalék között ingadozott, 2007-re csökkent 41 százalékra. Az elmúlt két évben nőtt az osztalék-kifizetési hányad, ami egyaránt magyarázható az új beruházási lehetőségek hiányával és a növekvő országhozzájárattal is. A külföldi működőtőke nettó finanszírozási pozícióit várhatóan hátrányosan érinti a tőkeexport további erősödése; ebben a tekintetben sok függ majd a tőke kivittellel realizált makrogazdasági jövedelem nagyságától.

A külső tőkeszerkezeti arány utóbbi évtizedbeli eltolódásaiból arra következtethetünk, hogy az 1990-es évek legvégétől *a külföldi működőtőke-befektetések és a külföldi adósság komponensei egyre kevésbé egymás kiegészítői, inkább az utóbbi az előbbi kiváltójává-helyettesítőjévé vált.* Ez egyaránt elmondható a kötvényportfólió-befektetésekről, valamint a kereskedelmi banki és vállalati eladósodásról is. *Látszólag a forráshierarchia mentén hozott tőkestruktúra-döntések történtek, valójában azonban az adóssággeneráló forrásbevonás a tulajdonosi jogot biztosító, nem adóssággeneráló források lassuló beáramlására adott válasz volt.* Az állam a külső adósság növekedésével finanszírozta költségvetési túlköltekezését, a kereskedelmi bankok ilyen módon pótolták a hiányzó magánmegtakarításokat, a nagyvállalatok e forrásokkal alapozták meg az akvizícióval egybekötött tőke kivittelt. A könnyű eladósodást elősegítette a nemzetközi tőkepiacok tartós hitelbősége, az olcsó források és a nemzetközi tőkeáramlás teljes liberalizáltsága. Az eladósodás gyorsulásának kevésbé ismert tényezőjére hívja fel a figyelmet *Huszt* [2008] egy érdekes összehasonlítással: ő arra a kérdésre kereste a választ, hogy a teljes hazai államadósság hány hordó olajjal vagy uncia arannyal volt megközelítőleg egyenértékű az elmúlt két évtizedben kialakult árak alapján. Megállapította, hogy a külső államadósság mögötti reáltartalom a jelzett időszakban – kisebb-nagyobb előrelendülésekkel és visszaesésekkel – folyamatosan csökkent. A csökkenő vásárlóerejű külső államadósság részben magyarázatul szolgál az adósságállomány aránytalanul gyors növekedésére.

## Epilógus

Az itt leírtak olvastán joggal vetődik fel a kérdés, hogy gazdaságunk külföldi forrásokra utaltsága és hasznosulása szempontjából miben különbözik a rendszerváltás előtti és az azt követő két évtized. Míg az 1970-es és 1980-as években a makrogazdaság külső tőkestruktúráját szinte kizárólag financiai hitelek alkották, addig a rendszerváltást követő szűk két évtizedben adóssággeneráló és részvénytőke-alapú külső források egyaránt megjelentek a tőkeszerkezetben. A piacgazdaságra történő átállás előtti húsz év és az azt követő időszak forrásbevonási-eladósodási folyamata nehezen összehasonlítható. Bár csábító volna jelentős kontrasztról beszélni az euróra átszámított 1990-es 15,8 milliárdos külső adósság és a 2007-es 79 milliárdos – külföldi működőtőkét és annak anyavállalati hiteleit nem tartalmazó – állomány egybevetésekor, a cikkben leírtak mindazonáltal árnyalhatják a képet, különös figyelmet fordítva a fenntartható gazdasági működés hiányzó feltételeiről mondottakra.

Idézzünk két passzust *Kornai* [1995] művéből, amely akkor íródott, amikor még sokan úgy gondolták, hogy sohasem tér vissza a felelőtlen kormányzati pénzosztogatás, az adóbevételek kereteit szétfeszítő kiadás, ingyen pénzként osztogatott beruházási támogatás, sem a termelékenység növekedését meghaladó béremelés kikényszerítése (*Antal* [2003]). Kornai szerint „... a magyar gazdaságpolitikát motiváló prioritásokban sajátos kontinuitás érvényesül, ami átívelt a rendszerváltás időszakába is. E folyamatosság lényege a politikai nyugalom biztosítása, a nagy változásoktól való félelem, a konfliktusok megelőzése és kerülése, a lakosság anyagi jólétének biztosítása, a reformokban és változásokban a fokozatosság és folytonosság fenntartása. (...) Ha a lakossági fogyasztás növelése az adósságnövekedés árán megy végbe, akkor a hiányt a következő nemzedéknek kell fedezni, ami intergenerációs feszültséget okozhat. A külső adósság rovasára növelt fogyasztás előbb-utóbb beleütközik a külföldi hitelezők ellenállásába” (*Kornai* [1995] 1100–1101 o.). Az utolsó idézet a jelen és jövő közötti átváltásként láttatja az eladósodási folyamat lényegét: „... a rövid távú nyugalom biztosítása az adósság növekedéséhez vezet, ami viszont csökkenti az ország mindenkori jövőbeli erőforrásait. A tét mindig a jelen és a jövő preferálásának arányától függ ... a populizmushoz hasonló vonások állandó jelleggel épültek be a gazdaságpolitikába, a populizmusra való hajlam állandóan kísért, s erősen befolyásolja a politikai döntéshozókat...” (*Kornai* [1995] 1108. o.).

Cikkünk végeredményben arra a felismerésre vezet, hogy a piacgazdasági átalakulást követő csaknem két évtizedben a hazai gazdasági fejlődés pályája az útfüggőséget demonstrálja, hiszen nem szabadultunk meg a krónikus eladósodás kényszerétől, s az 1990-es évek második felének biztató fejleményei után visszatértünk a sok évtizede járt fejlődési útra, ami fenntarthatatlan, ám ennek megváltoztatására kevés remény látszik.

## Hivatkozások

- ALBUQUERQUE, R. [2003]: The composition of international capital flows: Risk sharing through foreign direct investment. *Journal of International Economics*, Vol. 61. No. 2. 353–383. o.
- ANTAL JUDIT [2006]: Külső adósságdinamika. MNB-tanulmányok, 51. sz.
- ANTAL LÁSZLÓ [2003]: Fenntartható-e a fenntartható növekedés? *Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest*.
- ANTALÓCZY KATALIN–SASS MAGDOLNA [2000]: Működőtőke-áramlások, befektetői motivációk és befektetésösztönzés a világgazdaságban és Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 5. sz. 473. o.
- ANTALÓCZY KATALIN–SASS MAGDOLNA [2003]: Működőtőke-befektetések és a külkereskedelem modernizációja: nemzetközi kitekintés és hazai tapasztalatok. *Külgazdaság*, 12. sz. 4–36. o.

- ANTALÓCZY KATALIN–SASS MAGDOLNA [2005]: A külföldi működőtőke-befektetések regionális elhelyezkedése és gazdasági hatásai Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 5. sz. 494–520. o.
- COLE, H. L.–ENGLISH, W. B. [1991]: Expropriation and Direct Investment. *Journal of International Economics*, Vol. 30. 201–227. o.
- COLE, H. L.–KEHOE, P. J. [1995]: The Role of Institutions in Repudiation Models of Sovereign Debt. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 35. No. 1. 45–64. o.
- EICHENGREEN, B.–FISLOW A. [1998]: *Contending with Capital Flows: What is Different about the 1990's?* Cornell University Press. Ithaca, NY.
- EICHENGREEN, B.–HAUSMANN, R. [1999]: Exchange Rates and Financial Fragility. NBER Working Papers, No. 7418.
- ÉLTETŐ ANDREA [1998]: The Economic Performance of Firms with Foreign Investment in Hungary. Institute for World Economics Working Paper, No. 94.
- EVRENSEL, A. Y. [2004]: Lending to developing countries revisited: changing nature of lenders and payment problems. *Economic Systems*, Vol. 28. No. 3. 235–256. o.
- FARIA, A. –PAOLO, M. [2004]: Institutions and the External Capital Structure of Countries. IMF Working Paper No. 04/236.
- FARIA, A.–LANE, PH. R.–MAURO, P.–MILESI-FERRETTI, G. M. (2007): The Shifting Composition of External Liabilities. *Journal of the European Economic Association*. Vol. 5. No. 2–3. 480–490. o.
- GARRISON, R. W. [2001]: *Time and Money. The Macroeconomics of Capital Structure*. Routledge, London.
- HAMAR JUDIT [2001]: A külföldi és a hazai tőkével működő vállalatok szerepe a magyar iparban. *Külgazdaság*, 4. sz. 4–34. o.
- HARRIS, M.–RAVIV, A. [1991]: The Theory of the Capital Structure. *Journal of Finance*, Vol. 46. No. 297–355. o.
- HAYEK, F. A [1935/1967]: *Prices and Production*. New York, Augustus M. Kelley.
- HUIZINGA, H.–LAEVEN, L.–NICODEME, G. [2007]: Capital Structure and International Debt Shifting. IMF Working Paper, No. 07/39.
- HUNYA GÁBOR [2000]: Home Country Patterns of Foreign Direct Investment in Central and East European Countries. *Russian and East European Finance and Trade*, Vol. 36. No. 2. 87–104. o.
- HUSZTI ERNŐ [2008]: Néhány gondolat a külső adósságállományról. Az elmulasztott lehetőségekről és az adósság reálértékének alakulásáról. Kézirat.
- IWASAKI, I. [2005]: Foreign Direct Investment and Corporate Restructuring in Hungary. *Megjelent: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2. The Case of Hungary*, Discussion Paper Series, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Tokió, 21–58. o.
- JENSEN, M. G.–MECKLING W. H. [1976]: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3. No. 4. 305–360. o.
- KALOTAY KÁLMÁN [2003]: Működőtőke – válságban? *Közgazdasági Szemle*, 1. sz. 35–55. o.
- KOMÁROMI ANDRÁS [2008]: A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól? *MNB Szemle*, 2008/4. 14–22. o.
- KORNAL JÁNOS [1995]: Négy jellegzetesség. A magyar fejlődés politikai gazdaságtani megközelítésben I. *Közgazdasági Szemle*, 12. sz. 1097–1117 o.
- KUTI MÓNKA [2006]: A makroszintű külső tőkestruktúra Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban. *Európai Tükör*, 11. évf. 4. sz. 14–29. o.
- KUTI MÓNKA [2007]: The Interaction between Debt and Equity Finance in the Hungarian International Investment Position. *Acta Oeconomica*, Vol. 57. No. 3. 229–245. o.
- LANE, PH. R.–MILESI-FERRETTI, G. M [2000]: External Capital Structure: Theory and Evidence. IMF Working Paper, WP/00/152.
- LANE, PH. R.–MILESI-FERRETTI, G. M. [2006]: Capital Flows to Central and Eastern Europe. IMF Working Paper, WP/05/213.
- MÉSZÁROS ÁDÁM [2004]: A magyarországi közvetlen külföldi működőtőke-beruházások exportenklávé jellege. *Külgazdaság*, 4. sz. 48–58. o.
- MODIGLIANI, F.–MILLER, M. H. [1988/1958]: A tőke költsége, vállalati pénzügyek és a beruházás elmélete. *Megjelent: Modigliani, F.: Pénz, megtakarítás, stabilizáció. Válogatott tanulmányok. Közgazdasági és jogi Könyvkiadó, Budapest, 231–271. o. Első megjelenés: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, Vol. 18. 3. sz. 261–297. o.*

- MODIGLIANI, F.–MILLER, M. H. [1988/1963]: Vállalati jövedelemadók és a tőke költsége – korrekció. Megjelent: *Modigliani, F.*: Pénz, megtakarítás, stabilizáció. Válogatott tanulmányok. Közgazdasági és jogi Könyvkiadó, Budapest, 273–285. o. Első megjelenés: *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. Vol. 53, No. 3. 433–443. o.
- MYERS, S. C. [1993]: Still Searching for Optimal Capital Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, tavaszi szám, 6–14. o.
- MYERS, S. C. [2001]: Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15. No. 2. 81. o.
- MYERS, S. C.–MAJLUF, N. S. [1984]: Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13. No. 2. 187–221. o.
- OBLATH GÁBOR–ANTAL JUDIT–KOMÁROMI ANDRÁS [2008]: A hazai makrogazdasági statisztikák konzisztenciájáról. *Statisztikai Szemle*, 7–8. sz. 464–665 o.
- PITTI ZOLTÁN [2001]: A külföldi tőke szerepe a hazai gazdaság új növekedési pályára állításában. *Európai Tükör*, 4. sz. 25–40. sz.
- RAJAN, R. G.–ZINGALES, L. [1995]: What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*. Vol. 50. No. 5. 1421–1460. o.
- RAZIN, A. [2002]: FDI Contribution to Capital Flows and Investment in Capacity. NBER Working Paper, No. 9204.
- RAZIN, A.–SADKA, E.–YUEN, C.-W. [1998]: A pecking order of capital inflows and international tax principles. *Journal of International Economics*, Vol. 44. No. 1. 45–68. o.
- RAZIN, A.–SADKA, E.–YUEN, C.-W. [1999]: Excessive FDI Flows Under Asymmetric Information. NBER Working Paper, No. 7400.
- RAZIN, A.–SADKA, E.–YUEN, C.-W. [2001]: Why International Equity Inflows to Emerging Markets are Inefficient and Small Relative to International Debt Flows. NBER Working Paper No. 8659.
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2008]: The Forgotten History of Domestic Debt. NBER Working Paper, No. 13946.
- ROGOFF, K. S. [1999]: International Institutions for Reducing Global Financial Instability. NBER Working Paper, No. W7265.
- SASS MAGDOLNA [2003]: Versenyképesség és a közvetlen külföldi működőtőke-befektetésekkel kapcsolatos gazdaságpolitikák. *PM Kutatási Füzetek*, 3. sz.
- SOLOW, R. M. [1997]: Is There a Core of Usable... We Should All Believe In? *Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meeting of the American Economic Association* (1997. május), *The American Economic Review*, Vol. 87. No. 2. 230–232. o.
- SZANYI MIKLÓS [1997]: Elmélet és gyakorlat a nemzetközi működőtőke-áramlás vizsgálatában. *Közgazdasági Szemle*, 6. sz. 488–508. o.
- VAMVAKIDIS, A. [2007]: External Debt and Economic Reform. Does a Pain Reliever Delay the Necessary Treatment? IMF Working Paper, No. 07/50.
- VERDIER, G. [2008]: What drives long-term capital flows? A theoretical and empirical investigation. *Journal of International Economics*, Vol. 74. No. 1. 120–142. o.