

BÉLYÁ CZ IVÁN–KUTI MÓNIKA

## A makrogazdaság fenntartható finanszírozási pályájának elérhetőségéről

Ebben a tanulmányban – a három évvel ezelőtt megjelent cikkünk folytatásaként – a 2008. őszi pénzügyi válság utáni adóssághelyzetet értékeljük. A gondolatmenetet a válság okainak vizsgálatával indítjuk. Ennek fő tanulsága: a likviditási sokk súlyosabb volt azoknak a feltörekvő piacgazdaságoknak – így Magyarországnak – az esetében is, amelyek a válság előtt inkább voltak kitéve a külföldi hiteleknek, mint a külföldi működőtőkének. A makrogazdaság pénzügyi rugalmasságának vizsgálata során a szerzők arra jutnak, hogy Magyarországon ezt a válságot megelőző időben a tetemes külső finanszírozási igény gyengítette, amit még tetézt a megtakarítások válság előtti rendkívül alacsony mértéke. A válságot követően csökkent a külső finanszírozási igény, javult a külkereskedelmi egyenleg, pozitív lett a fizetési mérleg szaldója, mindez azonban a GDP csökkenése-stagnálása közepette történt, ami kérdésessé teszi a pozitív fejlemények tartósságát. A makrogazdasági pénzügyi mutatókat tehát a tartós reálgazdasági válság „javította”. A finanszírozási helyzet hatékonyságalapú javulása nem következett be; azt csak a GDP gyorsuló növekedése, az exportexpánzió, a jövedelemtermelés javulása és az állami költségvetés tartós költségoldali konszolidálása teremtheti meg. Gyorsan növekvő termelőberuházások nélkül aligha számíthatunk a produktivitás jelentős növekedésére, a versenyképesség javulására.

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

A Közgazdasági Szemle 2009. februári számában tanulmányt jelentettünk meg, amelyben a Magyarország makrogazdasági tőkestruktúrájának néhány kritikus jelenségét elemeztük. A publikált cikk alapjául szolgáló munka a 2008. őszi globális pénzügyi válság kialakulása előtt készült, így annak hatásait nem vehettük figyelembe. Akkor már jeleztük, hogy a válság hatásairól, utóéletéről újabb tanulmányt szándékozunk írni (*Bélyácz–Kuti* [2009] 133. o.). Mondanivalónk kifejtése előtt idézetek formájában összefoglaljuk e korábbi cikk legfontosabb megállapításait.

1. „Gazdaságunk az utóbbi négy évtized nagyobb részében nem felelt meg a stabil növekedés követelményeinek, hiszen a makrogazdasági teljesítmény mindenkori növekedését meghaladta a bevont külföldi források bővülése, ami – többek között – előidézte a gazdaság folyamatos eladósodását.” (133. o.)
2. „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.” (134. o.)
3. „... gazdaságunk működésében rendkívül nagy szerepük van a külföldi forrásoknak... 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.” (137. o.)
4. „Az össz-tőke/GDP arány vizsgálatát az indokolja, hogy a külső források egészének használati díját a reálgazdaságnak kell »kitermelni«.” (138. o.)
5. „A folyó évtized második felére kialakult finanszírozási arány azt jelzi, hogy a külső államadósság az összes külső tartozás csupán mintegy ötödét teszi ki.” (140. o.)
6. „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 hátterében a külföldi tulajdonosbankok által nyújtott kölcsönök és a tőkeexportra törekvő hazai nagycégek és pénzintézetek hitelfelvétele állhatott.” (140. o.)
7. „A hazai vállalatok és pénzintézetek utóbbi években indított tőkeexporttörri akciói kísértetiesen emlékeztetnek a kvázifejlettség szimptomáira. (Olyan nagyvállalatok és nagybankok a tőke kivitel legaktívabb szereplői, amelyek maguk is nagymértékben eladósodtak a nemzetközi pénzügyi piacokon, tehát tőkebevonási és tőkeexport-egyenlegük nem feltétlenül pozitív.)” (140. o.)
8. „*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.*” (142. o.)
9. „*Megalapozott lehet a feltevés, hogy hitelek nagymérvű növekedését – a 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.*” (143–144. o.)
10. „*A magyar gazdaságban csaknem négy évtizede jelentős szerepet játszanak a külföldi hitelek, mégis ritkán fordul elő, hogy a nemzetgazdaság felhalmozott adósságállományát szigorúan tőkeforrásnak tekintenénk.*” (144. o.)
11. „*Ha a bevont külső kölcsönforrások nagyobb hányada a reálgazdaságon és az infrastruktúráján kívüli területeken lényegében fogyasztást finanszíroz, akkor az eladósodás folytonos kényszerré válik, amelynek felső korlátját a külső finanszírozók hitellezési hajlandósága határozza meg.*” (145–146. o.)
12. „Ha a nemzetgazdasági kölcsönfelvétel bármekkora hányada fogyasztást és/vagy soha meg nem térülő beruházásokat finanszíroz, akkor *áthidalhatatlan hatékony-*

sági rés keletkezik, mert a tőkehasználati díj jövőbeli előteremtésének alapjai nem épülnek ki.” (146. o.)

13. „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.” (147. o.)
14. „*Ha most együtt tekintjük a végtelenen 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.*” (148. o.)
15. „... 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.*” (151. o.)
16. „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.” (151. o.)

A válság okainak és magyarázatainak áttekintése után a makrogazdaság pénzügyi rugalmasságát befolyásoló tényezőkkel foglalkozunk, majd a válságból való kilábalás magyarországi tapasztalatait tekintjük át. Ezt követően arra a kérdésre keressük a választ, hogy gazdaságunkban miért fenntarthatatlan a korábbi finanszírozási pálya. Végül az adósságkezelés egy lehetséges módjával, a költségvetési fenntarthatósággal foglalkozunk.

## A válság okai és magyarázatai

*Frankel–Saravolos* [2010] nagyszámú válságindikátor közül a jegybanki tartalékok szintjét és a valuta reálárfolyamának mozgási sávját tekinti a 2007–2008-as válság-események leghitelesebb mutatójának. *Tong–Wei* [2009] úgy véli, hogy a likviditási sokk súlyosabban érintette azokat a feltörekvő piacgazdaságokat, amelyek a válságot megelőzően jobban ki voltak téve a pénzügyi befektetéseknek és a nemzetközi hiteleknek. Kevésbé súlyos volt azok számára, amelyekben – a válságot megelőzően – nagyobb volt a külföldi működőtőke-befektetések szerepe. *Lipsej* [2001] szerint ez utóbbiak kevésbé volatilisak a tőkeáramlás többi fajtájához képest. A hazai szakirodalomban erről jó áttekintést ad *Katona* [2006], [2010] elemzése. *Alfaro–Chen* [2011] megállapítása szerint a határokon átnyúló vertikális integráció nagyobb mértéke s az anyavállalattal egybekapcsoló pénzügyi együttműködés szorossága fokozhatta a leányvállalatok válságellenálló képességét. A határokon átnyúló vertikális specializációnak-integrációnak tulajdoníthatóan – a korábbi hosszú távú trendtől nagyon eltérően – a válság alatt világjelenség volt úgynevezett

exporttúllövés. Ez részben magyarázható azzal, hogy a keresleti változékonyság ostorcsapásszerűen végigfutott a hosszú ellátási láncokon, különösen érzékenyen érintve a befejező vertikumokat működtető országokat. Ugyanez a hatás a másik irányban jelentkezett, amikor az export visszaugrott a korábbi szint közelébe a kereslet újraindulásakor.

*Kopits* [2011] azt emeli ki, hogy a válság előtt mind a fejlett, mind a feltörekvő országok többsége felelőtlen pénzügyi magatartást tanúsított, ami laza monetáris politikában és expanzív költségvetési gyakorlatban, továbbá a pénzügyi szabályozás és felügyelet lazulása formájában nyilvánult meg. *Reinhart–Rogoff* [2010a] megállapítja, hogy a fejlett országok a világgazdasági válság óta nem látott mértékben adósodtak el. A szerzőpáros két évszázadot átfogó és csaknem félszáz országra kiterjedő másik vizsgálatában arra jutott, hogy mind a fejlett, mind a feltörekvő országoknál a 90 százalékot meghaladó GDP-arányos külső adósságszint jelentősen alacsonyabb ütemű gazdasági növekedéssel párosul, sőt a feltörekvő országok csoportjánál már 60 százalékos küszöb felett jelentkezik e negatív hatás (*Reinhart–Rogoff* [2010b]). *Ağca–Celasun* [2009] viszont azt hangsúlyozza, hogy az államadósság emelkedése jelentősen növeli a hazai vállalati szektor hitelfelvételi költségeit, kizorítva a magánszektorban nyújtható hiteleket, egyben fokozva az államadósság kockázatát is.

A magyarországi külkereskedelmi és pénzügyi nyitottság az elmúlt évtized során is fokozódott. Az export 2007–2008-ban a GDP 80 százalékát tette ki, az exporttúllövés 2009-ben érezte hatását, amikor is a kivitelt 76 százalékra esett, majd 2010-re 83 százalékra ugrott. 2009-re a külfölddel szemben fennálló tartozásállomány a GDP százalékában elérte a 140 százalékot, a külfölddel szembeni követelésállomány a 100 százalékot, a nettó nemzetközi befektetési pozíció pedig a 120 százalékot.

A kereskedelmi bankok – a külföldi tulajdon meghatározó ereje miatt – nagymértékben függnék a nemzetközi banki forrásáramlástól; az államháztartási hiány és az államadósság is magas maradt, s emiatt a folyó fizetési mérleg magas hiányát és a velejáró külső finanszírozási szükségletet egyre inkább adóssággeneráló források finanszírozták. A lakosság devizahitel- és árfolyamkitettsége növekedett, s mindezek miatt a nemzetgazdaság sokkabszorpciók képessége alacsony szintre süllyedt (*IMF* [2011]). A kibontakozó válság élesen rávilágított az eladósodottság kockázataira és a nemzetgazdaság külső pénzügyi helyzetének sérülékenységére.

## A makrogazdaság pénzügyi rugalmassága

A makrogazdaság pénzügyi rugalmasságán a nemzetgazdaság finanszírozási mozgásterét értjük, amire kedvezően hat a külső finanszírozási többlet (külső finanszírozási igény esetén annak nem adóssággeneráló, nettó tőkeáramokkal lefedett része), a külsőadósság-kapacitás, az államháztartás negatív egyenlege, az értékesíthető nemzetgazdasági eszközök és a nemzetközi tartalékok; ez utóbbiak különösen volatilis környezetben értékesek. A rugalmasságot gyengítő hatás a külkereskedelmi mérleg hiánya, a fokozódó tőkejevedelem-kivitel, a részvénytő-

ke kivonása, a hazai vállalatok tőkeexportja, az emelkedő külső eladósodottság, az állami túlköltekezés, valamint a csökkenő tartalékolás. Nyitott gazdaság számára a külső finanszírozási szerkezet rugalmassága teszi lehetővé a nemzetközi gazdaság váratlan visszaesésének ellensúlyozását, az alkalmazkodás gyorsítását, a hitelezőkre utaltság mérséklését, valamint fellendülés esetén a fejlesztés finanszírozhatóságát. Magyarország makrogazdasági pénzügyi rugalmasságát a válságot megelőző időben gyengítette a tetemes külső finanszírozás iránti igény, amit az államháztartás és a vállalati szféra idézett elő, s ezt tetézte a megtakarítások válság előtti rendkívül alacsony mértéke (1. és 2. táblázat).

### 1. táblázat

A nemzetgazdaság finanszírozási képességének összetevői, 2007–2011 (a GDP százalékában)

	2007	2008	2009	2010	2011
Államháztartás	-4,3	-2,3	-3,1	-3,4	-6,1
Háztartás	0,0	0,0	2,1	3,6	5,9
Vállalati szektor	-2,3	-4,0	2,0	2,9	3,8

*Forrás:* MNB-adatszolgáltatás.

### 2. táblázat

A nemzetgazdaság finanszírozási igényeinek komponensei, 2007–2011 (a GDP százalékában)

	2007	2008	2009	2010	2011
Áru- és szolgáltatásegyenleg	0,7	0,3	4,7	6,3	7,2
Jövedelemegyenleg	-7,4	-7,1	-5,3	-5,5	-6,3
Viszonyatlan átutalás egyenlege	-0,5	-0,5	0,5	0,4	0,5
Tőkémérleg egyenlege	0,7	1,0	1,2	1,8	2,1

*Forrás:* MNB-adatszolgáltatás.

Az 1. táblázat tanúsága szerint a válság alatt és után az államháztartás finanszírozási képességének mutatója romlott, a háztartások megtakarítása növekedett, s hosszabb távon nyilvánvalóan tarthatatlanul a vállalati szektor nettó megtakarítói pozíciója is erősödött. Amennyire fontos a háztartások nettó megtakarításának növekedése, annyira kedvezőtlen a vállalati megtakarítások gyarapodása. A háztartások és vállalatok megtakarításának emelkedése csökkentette a külső finanszírozási igényt, ám amíg az első határozottan pozitív szerepet játszik a gazdaság külső pénzügyi egyensúlyának javításában, addig az utóbbi hátráltatja a gazdasági növekedést, a strukturális megújulást és a termelés modernizációját.

Ami a finanszírozási igény összetevőit illeti, a hazai külkereskedelmi mérleg tartós negativitása miatt az áru- és szolgáltatásegyenleg nem járulhatott hozzá a pénzügyi mérleg javulásához. A válság alatt és után ezek az egyenlegek pozitív előjelűek lettek,

s mérsékelték a külső finanszírozás iránti igényt. E változás egyaránt tulajdonítható az import visszahúzó hatásának és a GDP csökkenésének/stagnálásának. Amennyiben fellendülés következik be a külső piacokon, az az import növekedését vonhatja maga után, s így az egyenleg külső finanszírozási pozícióit javító hatása mérséklődhet, azaz a tartós javulásra nincs garancia.

Kedvező hatást gyakorol a makrogazdaság finanszírozási flexibilitására, ha a külső finanszírozási igényt nem adóssággeneráló tőkeáramlás vagy adósságszolgáltatásra fordítható nemzetgazdasági eszközmozgás ellentételezi. A 3. táblázat a külső finanszírozási képesség, a nettó nem adóssággeneráló tőkebeáramlás és a külső finanszírozási igény kapcsolatát illusztráló adatsorokat mutat be.

### 3. táblázat

Külső finanszírozási képesség, nem adóssággeneráló tőkebeáramlás és külső finanszírozási igény, 2002–2011 (százalék)

Év	Külső finanszírozási képesség/GDP	Nem adóssággeneráló tőkebeáramlás/GDP	Nem adóssággeneráló tőkebeáramlás/külső finanszírozási igény
2002	-6,7	3,8	57,3
2003	-8,1	0,9	10,8
2004	-8,6	4,0	47,1
2005	-6,8	4,3	63,1
2006	-6,6	1,7	25,4
2007	-6,6	-5,3	-81,5
2008	-6,4	0,2	3,3
2009	1,0	-0,2	21,1
2010	3,0	0,1	-2,4
2011	3,6	1,7	-48,1

Forrás: MNB-adatszolgáltatás.

A táblázat adatsorai nem hagynak kétséget afelől, hogy 2006 után a nem adóssággeneráló tőkebeáramlás, valamint annak nettó egyenlege jelentősen romlott a megelőző évekéhez képest, s ez fokozta a külső eladósodottságra utaltságot.

A makrogazdasági finanszírozási rugalmasság fontos eleme a külső adósság-kapacitás. A piacgazdasági átalakulást követően az ország működőtőke-beruházásokat vonzó képessége, az exportdinamika felfutása, a javuló országminősítés és a nemzetközi tőkepiacokhoz való könnyebb hozzáférés javította a makrogazdaság finanszírozási rugalmasságát. Egészen 2004-ig előnyös volt az eltolódás a külső adósságalapú finanszírozás felől a külső részvénytőkére való támaszkodás felé. A makrogazdasági tőkeáttétel-csökkentési folyamat megtorpanását mutatja, hogy a nemzetgazdasági kölcsöntőke/részvénytőke hányados 2004-ben még csak 1,18 értékű, a következő években lassan emelkedett, majd a válság alatt 2008–2009-

ben drámaian magas, 1,83–1,86 közötti értékeket vett fel, ami 2010-ben 1,82-es szinten állt. A mutatóban a kölcsöntőkének a külső bruttó adósságállomány felel meg, beleértve a külföldi közvetlen tőkebefektetések egyéb tőkekategóriáját is; a tulajdonosi tőkének pedig a külföldi részvénytőke, azaz a külföldi működőtőke a tulajdonosi hitelek nélkül plusz a részvényportfólió-befektetések. A pénzügyi válság kirobbanásakor a külsőadósság-plafon korlátainak elérése és a preferenciális hitelezőkre való támaszkodás a makrogazdasági külső finanszírozási szerkezet rugalmatlanságának erősödését jelezte.

## Válság és kilábalás

A 2008. őszi pénzügyi válság kirobbanásakor Magyarország – a régió országaitól eltérően – rendkívül kedvezőtlen eladósodottsági helyzetben volt. A régió 10 új tagállama közül Magyarországon mind a nettó külső adósság GDP-hez viszonyított aránya (53,7 százalék), mind a bruttó kormányzati adósság GDP-hez viszonyított aránya (72 százalék) kiemelkedően a legmagasabb volt (*Simor [2011]*). A válság 2008. őszi kiterjedésekor egyik pillanatról a másikra lehetetlenné vált a források igénybevétele a nemzetközi pénzügyi piacokról. Az államadósság magas arányával egyidejűleg a kereskedelmi bankok túlzott mértékben támaszkodtak külső (főleg anyabanki) forrásokra, s e bankok hitel/betét aránya is rendkívül magasra nőtt (160 százalék). A lakosság messze erőn felüli eladósodása, a magánmegtakarítások alacsony szintje tette teljessé a képet, súlyosbítva az eladósodottság minden tekintetben súlyos helyzetét. Míg az évtized elején-közepén a háztartások GDP-arányos hitelei nem haladták meg a 20 százalékos arányt, addig e hányados 2010-re megközelítette a 40 százalékot. Ezzel szemben a GDP arányában mért nettó megtakarítás éves átlaga – az évtized válság előtti időszakában – nem haladta meg a 1,5 százalékot úgy, hogy az évtized második felében több évben ez az érték negatív volt.

A 2008. őszi magyarországi finanszírozási válság élesen rávilágított arra, hogy a rendszerváltozás utáni időszak gazdaságnövekedési modellje végérvényesen fenntarthatatlan lett. Az elmúlt két évtizedben a hazai gazdasági felzárkózás elfogadhatatlanul nagy mértékben alapozódott külső forrásokra. Az állam, a bankok, a lakosság és az önkormányzatok egyidejű nagyfokú eladósodottsága mellett a vállalatok forráshoz jutási esélyei gyengülnek, s a gazdaság felzárkózási üteme is elégtelen lesz.

A pénzügyi válságot követően jelentős változások történtek a makrogazdaság finanszírozásában; ezek inkább tekinthetők a korábbi abnormális helyzet korrekciójának, s a helyzet stabilizálásának/normalizálásának, mint a fenntartható finanszírozási pálya megjelésének. A fizetési mérleg tartósan negatív egyenlege pozitív lett, ugyancsak többletet mutat a külkereskedelmi mérleg szaldója, s a külső finanszírozási képesség tartósan negatív mutatója is pozitívvá váltott. Ugyanakkor a nettó nem adóssággeneráló tőkebeáramlás az évtizedfordulóra gyakorlatilag negatív egyenleget mutatott (4. táblázat) mutatja.

## 4. táblázat

Főbb pénzügyi indikátorok, 2008–2011

	2008	2009	2010	2011
Külkereskedelmi egyenleg (milliárd dollár)	-0,108	5,72	6,2	5,5
Fizetési mérleg egyenlege (milliárd dollár)	-11,134	0,345	1,304	1,8
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	-6,4	1,0	3,0	3,6
Működőtőke-egyenleg (milliárd dollár)	4,021	-0,003	-2,500	0,0
A GDP növekedési aránya (százalék)	0,8	-6,7	1,2	1,7

Forrás: MNB-, EBRD-statisztika.

Bár paradoxonnak tűnik, mégsem gondolhatjuk azt, hogy a részben javuló finanszírozási értékek a makrogazdasági pénzügyi pálya fenntarthatóságának bizonyítékai. Eközben ugyanis a nemzetgazdasági teljesítmény növekedési rátája jelentősen visszaesett a korábbi évtized átlagához (3 százalék) képest. A 4. táblázat utolsó sora mutatja GDP növekedési arányát a vizsgált időszakban. Valószínű, hogy 2012-ben a ráta újból enyhén negatív értékű lesz. A makrogazdasági pénzügyi mutatókat tehát a tartós reálgazdasági válság „javítja”. A finanszírozási helyzet hatékonyságalapú javulása nem következett be, az ugyanis csak a GDP gyorsuló növekedése, az exportexpánzió, a jövedelemtermelés javulása és az állami költségvetés állapotának tartós konszolidálása esetében lehetséges.

## Miért fenntarthatatlan a korábbi finanszírozási pálya?

2008 őszén az akkor már egy évtizede tartó eladósodási folyamat a nemzetközi pénzügyi piacokon olyan súlyos bizalomvesztést váltott ki Magyarországon, amit csak a 20 milliárd eurós készenléti hitelcsomag volt képes ellensúlyozni. (Mint ismeretes, a hitelösszeg háromnegyede a jegybanki tartalék feltöltését szolgálta.) Az összeomlás megakadályozásának természetesen nagy ára lett, hiszen a megelőző időszakban a növekvő exportbevételekből viszonylag könnyen teljesíthető éves adóssághoz tartozások helyébe lényegesen nagyobb terhek léptek. A törlesztést és a kamatokat magában foglaló adósságszolgálat drámai változását mutatja az 5. táblázat.

## 5. táblázat

Az állam adósságszolgálati kötelezettségeinek változása, 2002–2011 (a GDP százalékában)

Év	Adósságszolgálat devizában	Év	Adósságszolgálat devizában
2002	8,5	2007	10,1
2003	8,7	2008	14,0
2004	9,6	2009	21,3
2005	10,4	2010	19,4
2006	9,7	2011	22,2

Forrás: MNB-statisztika.



Az 5. táblázat adatsora jól mutatja, hogy a 2002–2006 közötti időszak GDP-arányos átlagos adósságszolgálati terhe a 2007–2011 közötti időszakban csaknem megkétszereződött. Ha nem kellene tartani a hazai adósságspirál további súlyosbodásától, akkor gondolhatnánk azt, hogy elegendő csupán megőrizni a gazdaságunkat finanszírozó külső pénzügyi piacok bizalmát. A súlyosan eladósodott magyar gazdaságnak egyszerre kell gondoskodni a lejáró hitelek megújításáról és új hitelmegállapodások megkötéséről. Stagnáló nemzetgazdasági teljesítmény és újabb hitelek felvétele esetén a GDP-arányos éves adósságszolgálati teher a jövőben tovább növekedhet. Nem közömbös az, hogy az újabb (IMF-, EU-) hitelek preferenciális jellegűek lesznek-e, vagy piaci finanszírozásúak. Vitathatatlan, hogy a piaci bizalom megőrzésének kulcsszerepe van az ország finanszírozhatóságában, azonban ez nem elegendő. A nemzetközi fizetési kötelezettségek terheit a hazai reálgazdaság exportteljesítményével kell kitermelni, ami óriási kihívás. Bár Magyarországon van hajlandóság az olyan gondolatmenet elfogadására, hogy az ország külső finanszírozási pozíciója függetleníthető a reálgazdasági teljesítmény állapotától, ezt a vélelmet azonban a leghatározottabban el kell utasítanunk.

A hazai termelési tényezők mennyiségi és minőségi állapotának ismeretében s a nemzetközi piaci realizálási lehetőségek tudatában nem bízhatunk abban, hogy a GDP éves növekedési üteme tartósan meghaladná a 2 százalékos mértéket. Ez természetesen előrevetíti azt, hogy a fogyasztás stagnálására, az állami beruházások tartós visszafogására és szigorú költségvetési fegyelemre lehet csupán számítani. Gazdaságunkban nemritkán találkozunk olyan vélekedéssel, hogy az újabb és újabb külső források bevonása a hitelképesség jele, és lehetőséget nyújt beruházható pénzalapok szerzésére. A lejáró hitelek megújítása s új hitelek felvétele valójában az eladósodottság prolongálását, sőt fokozódását jelenti. Ez államadósság esetében különösen súlyos következményekkel járhat: ami rövid távon források bevonását teszi lehetővé, az hosszabb távon szűkíti a hitelfeltevő mozgásterét, elsősorban az adósságszolgálati terhek növekedése miatt. Az állam jelenlegi eladósodottsága – fajlagos értelemben – lényegesen nagyobb mértékű, mint a rendszerváltás időszakában. A rövid távú kedvező és a hosszabb távú szűkítő hatás ellentmondását az utóbbi húsz évben egyetlen alkalommal sikerült időlegesen feloldani, az 1990-es évek második felében. Mind azt megelőzően, mind pedig azt követően nőtt az állam eladósodottsága, s ez a folyamat mindmáig tart.

Az elmúlt két évtizedben több alkalommal történt kísérlet a külső hitelekből táplált belső fogyasztás élénkítésére alapozott gazdaságpolitika folytatására, ám ez mindkét esetben kudarccal és növekvő eladósodottsággal járt. A 2008. őszi válság együttes oka a nagyfokú eladósodottság és a reálgazdaság mérsékelt jövedelemtermelő képessége volt. A makrogazdaság nemzetközi versenyképessége és ennek érdekében jövedelemgeneráló ereje csak úgy növelhető, ha a munkaerő, a beruházások és a finanszírozási források terhei-költségei csökkennek. Magyarországon a reálgazdaságban ma nincs akkora megtérülési potenciál, ami a külső fizetési kötelezettségeket – újabb eladósodás nélkül – képes volna ellentételezni. Igazi csapdahelyzet alakul ki azáltal, hogy a költségvetési szigor fokozódásával, az adóterhek növekedésével, a beruházások visszafogásával csökken az a vásárlóerő, ami keres-

letként húzhatná a reálgazdasági vállalkozásokat, bővítené a piacot, s ösztönözné a gazdasági növekedést. A gazdasági növekedés ütemének visszaesése éppen akkor következik be, amikor a legnagyobb szükség volna az adósságállomány konszolidációjára és fokozatos mérséklésére.

Joggal merül fel a kérdés, hogy a működőtőke-beáramlásra alapozott exportvezérelt gazdaságpolitika nyomán miért nem javult látványosan a külkereskedelmi és a fizetési mérleg a válságot megelőző másfél évtizedben. Az 1990-es évek közepétől egy évtizeden keresztül a külföldi tőke jövedelmének (éves átlagban) kétharmadát gazdaságunkba újra befektették, s csak harmadát repatriálták. A 2006 óta tartó politikai, adózási, jogi, gazdaságpolitikai bizonytalanság miatt ez az arány gyökeresen megváltozott, s az elmúlt öt év átlagában az újrabefektetett jövedelem aránya 10 százalékra zsugorodott. Mégsem mondhatjuk azt, hogy a multinacionális cégek által végrehajtott jövedelemkivonás lenne az újraeladósodás fő mozgatója. A hazai beszállítói képesség (a maga 15-20 százalékos átlagával) messze elmarad a szokásosnak tekinthető (40-50 százalékos) nemzetközi átlagtól, így az export importtartalma rendkívül magas. Gazdaságunkban minden exportfellendülés maga után vont az import növekedését, s a válság éveit leszámítva, a külkereskedelmi mérleg sosem volt aktív. Be kell látnunk, hogy a külföldi tőke jövedelmének kiáramlása – az említett okokon túl – annak tulajdonítható, hogy a hazai termelési tényezők nem képesek rákapcsolódni a multinacionális cégekkel való hatékony termelési együttműködésre.

Az adósság további növekedése terhére alapozott belső felhasználás bővülésének lehetőségei a válsaggal megszűntek, annak további erőltetése súlyos következményekkel járna. Az ide vezető útnak roppant tanulságosnak kellene lennie. A mögöttünk álló évtized az olcsó hitelek időszakaként vált ismertté, amikor is igen kevésbé volt fontos az adós hitelképessége, a hitel visszafizetésének biztonsága, a kihelyezett hitelek megtérülési esélye. Sem a kockázat józan mérlegelése, sem a befektetés megtérülésének elfogulatlan vizsgálata nem volt lényeges. A háztartások százezreiben hoztak a kockázatot még minimális mértékben sem figyelembe vevő döntéseket. Az elmúlt egy-másfél évtizedben a prudens megtakarítói-befektetői magatartás divatjamúltnak vált. Valóban a pénzügyi abnormalitás határát súrolja, hogy a válság előtti években a makrogazdaság évenkénti 3 százalékos átlagos növekedését a lakossági eladósodás 30-40 százalékos burjánzása kísérte, s a háztartások szabad rendelkezésű jövedelmének több mint a felét a hiteltörlesztés emésztette fel (*Róna* [2010]).

A hazai gazdaságban két évtizede nincs szoros értelemben vett gazdaságpolitika; vannak olykor egymásnak feszülő, máskor egymással kooperációra hajlandó erőközpontok a gazdaságban-társadalomban (államigazgatás, jegybank, parlamenti pártfrakciók), de koherens gazdaságpolitikai eszköz- és célrendszer nem fogalmazódott meg a piacgazdaságra áttérés óta. Az elmúlt évtizedben végbement további eladósodás féktelensége éppen az összehangolatlanság következménye. Az 1990-es évek végétől az állam nevében négy-öt intézmény is kezdeményezhetett külsőforrás-bevonást, aminek a külföldre irányuló koordinálatlan kötvénykibocsátás volt az alapja. Nem volt ez másként a lakossági hitelezéssel sem. A devizahitelezés irreálisan magas aránya a hitelezésen belül azt jelentette, hogy a jegybank – monetáris eszközökkel – nem szabályozhatta a teljes hazai hitelkihelyezés háromnegyedét, mivel lemondott a mak-

rogazdasági hitelállomány méretének, szerkezetének, feltételeinek és kockázatainak ellenőrzéséről. A jegybank és a kereskedelmi bankok felelőssége abban állt, hogy az ilyen hatalmas volumenű devizahitel-állománynak sem az árfolyam-, sem a visszafizetési kockázatával nem számolt. Természetesen ez a körülmény egyáltalán nem csökkenti a hitelfelvevők megalapozatlan és túlzott kockázatvállalásának felelősségét. A háztartások rohamos eladósodása már középtávon is a fogyasztói kereslet stagnálását idézte elő, ami egyenesen vezetett a költségvetési bevételek csökkenéséhez. Mivel a kereskedelmi bankok profitjának nagy része nem a reálgazdaság finanszírozásából származott, hanem az államadósság (költségvetési hiány) finanszírozásából, állami programok jövedelmező (ugyanakkor kockázatmentes) pénzeleséből, az adósok felelőtlenségéből táplálkozó devizahitel-kihelyezésekből s értékpapír-befektetésekből, aligha csodálkozhattunk azon, hogy az állam és a kereskedelmi bankok viselkedését egyáltalán nem a prudencia követelményei igazgatták.

A magyar gazdaság számára nem a nemzetközi pénzügyi válság természete, hanem a mindenoldalú eladósodottság jelentette a legérzékenyebb pontot. A pénzügyek történetében ritkán fordult elő, hogy az állam, a kereskedelmi bankok, a háztartások, a nagyvállalatok és önkormányzatok egyidejűleg válnának súlyosan eladósodottá. Magyarországon ez történt. A magyarországi pénzügyintézetek nem fektettek be „mérgezett” papírokból álló értékpapírcsomagokba, a nagyon kockázatos szintetikus befektetési változatokból álló kollekciók sem voltak forgalomban, s a bankok távol maradtak a jelzáloghitelezési buboréktól is. A baj akkor keletkezett, amikor – 2008 őszétől – az egyre eszkalálódó értékpapír- és likviditási válság nyomán „kiszáradtak” a forráscsatornák, s a nemzetközi pénzügyi piacoktól oly nagy mértékben függő magyar gazdaság által kibocsátott papírokat a piac elfogadhatatlanul magas kockázati felárral fogadta csak be, ami rövid idő alatt a hitelezési folyamat megszakadásához vezetett. A piacok bizalmának elvesztésekor pótolhatatlan segítséget jelentett a 20 milliárd eurós preferenciális feltételekkel kapott IMF–EKB–Világbank forrásokból származó hitelcsomag. Tudomásul kell vennünk, hogy nem ártatlan áldozatait voltunk a globális pénzügyi válságnak; egy évtizeden keresztül minden politikai és gazdasági szereplőt rabul ejtett az olcsó hitel hamis ígérete, az államot, a kereskedelmi bankokat, a lakosságot, az önkormányzatokat, s nem utolsósorban a politikai döntéshozókat.

Bár sokan éppen a pénzügyi válság nyomán szeretnék korlátozni a piaci mechanizmusok hatókörét, gyökeresen meg kellene változtatni ezt a magyarországi mentalitást. A piacokat – valamilyen mértékben – mindig szabályozták, a válságokat azonban ritkán sikerült megelőzni. A pénzügyi piacokon naponta óriási számban zajlanak ügyletek, így nincs esély a „hamis” üzletelés kiszűrésére. A tranzakciók előzetes kontrollja éppen azt idézné elő, amit szeretnének elkerülni: a piaci összeomlást. A válság okozói sosem az arctalan és rejtélyes piaci erők, hanem a piaci és politikai szereplők. Ha hiszünk a piac korlátozásából származó előnyökben, akkor a legfontosabbat, az egyéni felelősségvállalást mellőzzük. A minden fronton bekövetkezett hazai eladósodás sok-sok hibás és a felelősséget nélkülöző egyéni és közösségi döntés eredményeként jött létre. Bár a költségvetés konszolidációjának, a hiány leszorításának megkülönböztetett szerepe volt és van

a válság következményeinek felszámolásában, a hazai pénzügyi válságot mégsem a költségvetés állapota, hanem a túlzott eladósodottság idézte elő. A mindenkori adósságállomány kezelhetősége egyaránt függ a nemzetgazdaság külső és belső tőke- és jövedelemáramlási folyamatainak egyenlegétől, de ennél is nagyobb mértékben a makrogazdaság hozzáadottérték-termelő képességétől. Ha az adósság terhei túlfeszítik a gazdaság jövedelemtermelő képességét, akkor csak az eladósodás folytatódásával tarthatók intaktan a makrogazdasági pénzügyi folyamatok. A döntő kérdés az, hogy a reálgazdaság képes-e kitermelni a külső források igénybevételi díját. Ezt már jó ideje nem mondhatjuk el a gazdaság teljesítményéről, és a közeljövő sem ígér sok jót.

## Adósságkezelés és költségvetési fenntarthatóság

A 2008. őszi pénzügyi válság kirobbanásakor nemzetközi pénzügyi szervezetek 20 milliárd eurós készenléti hitelt nyújtottak Magyarországnak, amiből növelhette a jegybanki tartalékot, s a következő év adósságszolgálatát is részben ebből lehetett finanszírozni. Mint minden hitel, rövid távon mozgásteret biztosít, később azonban szűkíti a finanszírozási mozgási lehetőségeket. Ez a hitelcsomag is rövid távú hatásként segített helyreállítani az államháztartás piaci finanszírozását, ugyanakkor szűkítette a 2010–2015 közötti időszak finanszírozási mozgásterét. Hogy ez a szűkülés miért válik különösen súlyossá, abban nagy szerepe van a válság alatti makrogazdasági recessziónak és az azt követő stagnálásnak. A GDP 6,7 százalékkal esett 2009-ben, s ez súlyos törést jelentett a gazdasági növekedés trendvonalában. Ezt követően 2010-ben 1,2 százalékos, 2011-ben 1,7 százalékos volt a gazdasági növekedés, s 2012-ben valószínűleg –0,5 százalékos lesz a visszaesés. Reális becsléssel 2013-ban 1,5 százalékos, 2014-ben 2,0 százalékos és 2015-ben ugyancsak 2 százalékos GDP-növekedést számítva, a makrogazdaság 2015 végére érheti el a GDP 2008. végi szintjét.

Ha a gazdasági növekedés lendülete a jelzett időtávon nem nő számottevően, akkor az alacsonyabb ütem mellett kell a költségvetési alkalmazkodási folyamatnak végbemennie. Ebből következően a GDP-arányos államadósság szintje tartósan fog stagnálni. Ez arra is mutat, hogy az adóssághelyzet kezelésének kulcsa a mindeddig csak részlegesen elvégzett állami költségvetési konszolidáció. A pénzügyi válság alatt és azt követően a költségvetés méretében egyáltalán nem tükröződött a GDP visszaesése-stagnálása. A 6. táblázat a 2000–2011 közötti időszakra vonatkozóan mutatja a központi költségvetés mérlegének változását.

A 6. táblázat adatai mutatják, hogy a 2008–2011 közötti időszakban a költségvetési bevételek lényegében stagnáltak (a reál GDP enyhe visszaesése ellenére), a kiadások azonban nőttek. (Meg kell jegyeznünk, hogy a 2011. évi jelentős negatív egyenleg-növekedést részben a magán-nyugdíjpénztári vagyon elvételéből származó források finanszírozták.) Költségvetési kiigazításra természetesen sor kerül, 2012-ben 150 milliárd forint mértékben, 2013-ban pedig 600 milliárd forint összegben. Ez utóbbi tervezett korrekció kétharmadában bevételoldali s egyharmadában kiadásoldali a

## 6. táblázat

A központi költségvetés mérlege, 2000–2011 (millió forint)

Év	Bevételek	Kiadások	Egyenleg
2000	3 506 375	3 902 606	-396 231
2001	4 027 688	4 507 974	-480 286
2002	4 288 355	5 506 352	-1 217 997
2003	4 804 657	5 316 575	-511 918
2004	5 351 718	6 018 931	-667 213
2005	5 883 158	6 696 365	-813 207
2006	6 566 732	8 525 120	-1 958 388
2007	7 602 595	8 996 949	-1 394 354
2008	8 173 122	9 037 801	-864 679
2009	8 321 092	9 058 271	-737 179
2010	8 461 161	9 315 081	-853 920
2011	8 329 826	10 048 200	-1 718 374

*Forrás:* Magyar Államkincstár adatbázisa.

kiigazítás. Bár 2010–2011-ben jelentős mozgások zajlottak a központi költségvetés bevételi oldalán, azok azonban inkább gyengítették, mint erősítették a fenntartható gazdaságfejlesztési pályára térés esélyeit. Amennyivel kevesebb folyt be a személyi jövedelemadóból és a társasági adóból, annyival növekedett a bevétel a különböző szektorokra kivetett különadókból.

Az utóbbi két évben alkalmazott (és a bevezetésre tervezett) különféle ágazati adók fő jellemzője, hogy a profit helyett a forgalmat adóztatják. Ezek az adóbevételek rövid távon alkalmasak a költségvetési lyukak betömésére, a tervezett hiánycél tartására, közvetett hatásaik azonban egyértelműen gátolják a gazdasági növekedést. Az újabb és újabb extraadók mind a fogyasztásra, mind a termelésre negatívan hatnak. A várakozásoktól eltérően a személyi jövedelemadó csökkentése lényegében egyáltalán nem növelte a fogyasztást, ugyanakkor a különadók kifejezetten rontották az érintett szektorok beruházási lehetőségeit. Az egyéni adócsökkenésből származó források fogyasztássá alakulása vagy a megtakarítások termelőberuházássá válása áttételeken keresztül, bonyolult folyamat a gazdaságban, s a közvetlen beavatkozás helyett lényegesen fontosabb a bizalmon alapuló, kiszámítható gazdálkodási környezet kialakítása. A kiszámíthatatlan adóztatási gyakorlat, a bizonytalan makrogazdasági környezet, az előreláthatatlan szabályozási beavatkozások mind-mind rontják a gazdasági növekedés kilábalási esélyeit. A meggondolatlan szabályozási lépések kényszeralkalmazkodást váltanak ki a gazdasági szereplőkből, s ez kihat termelési, fejlesztési, telephely-választási s fontos vállalati funkciók más országokba helyezési döntéseire. E kedvezőtlen hatások mellé társul az utóbbi idők egyre súlyosbodó jogbizonytalansága, ami nehezíti a perspektivikus döntések meghozatalát.

A növekedést lassító legfőbb tényezők között van a beruházási és hitelezési aktivitás gyengülése. A beruházási ráta a 2000. évi 25 százalékos szintjéről folyamatos csökkenés eredményeként 2011-re 15 százalékos GDP-arányos szintre mérséklődött. A beruházások zsugorodása már a pénzügyi válságot megelőzően gyorsulni kezdett, s egyenes következménye volt a külföldi működőtőke-beáramlás 2006 utáni megcsappanásának. A reálgazdasági beruházási hajlandóság erősen függ a makrogazdasági működéssel kapcsolatos befektetői bizalomtól, a politikai stabilitás mértékétől s a mindenkori piaci konjunktúrától. A beruházások ilyen nagymértékű zuhanása aligha magyarázható kizárólag piaci okokkal és a válság tényével, a visszaesésben kiemelkedően fontos a gazdasággal szembeni bizalomvesztés. A kiszámíthatatlan kormányzati intézkedések a legérzékenyebb területen, a befektetői bizalom elvesztésével fejtenek ki romboló hatást. A bizalom hiánya az utóbbi évben a külföldi tulajdonú bankok és nagyvállalatok által végrehajtott forráskivonásban s annak erősödő mértékében is megnyilvánult. Fontos növekedési korlát a válság nyomán bekövetkezett hitelezési hanyatlás. Míg a 2005 eleje és 2008 közepe közötti időszakban a kereskedelmi bankok magángazdaságba irányuló hitelkihelyezései a GDP 8–10 százaléka körül ingadoztak, addig ez az arány 2009 eleje és 2011 vége között 0–4 százalék közötti sávban mozgott. Eszerint a magánszektor termelővállalatai nettó törlesztői-megtakarítói pozícióba kerültek, ami egyértelműen egészségtelen és növekedéskorlátozó állapotnak tekinthető.<sup>1</sup>

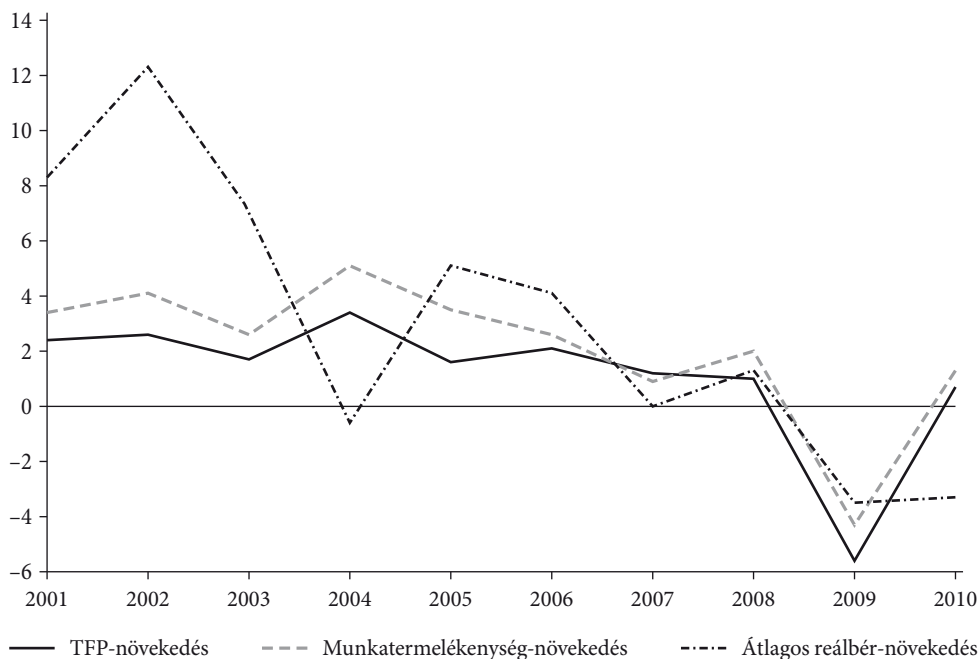
A pénzügyi válságot követően újra bebizonyosodott, hogy gyökeres fordulatot csak a költségvetés hatékony kiadásoldali konszolidációja hozhat. A régóta esedékes strukturális reformok csak szórványosan jelentkeznek, és nem állnak össze koherens rendszerré. Az állami költségvetésben mindmáig indokolatlanul magas a gazdasági célú költség, az állami újraelosztás szerepe. A reálgazdasági és államháztartási források helyzetét az államosítással szemben a közüzemi privatizáció és a működőtőke-beáramlás újra fellendítése javítaná. A nem adóssággeneráló forrásbeáramlás zsugorodása nagy szerepet játszik az eladósodás gyorsulásában. A csak külső adósságra támaszkodó hazai modernizációnak nincs perspektívája.

Megállapítható, hogy a pénzügyi válságot követő időszakban a külkereskedelmi mérleg enyhén pozitív egyenlege, a külső finanszírozási képesség kismértékű javulása szükséges (és fontos), ám nem elégséges feltétele volt a fenntartható pályára jutásnak. A külső adósság kezelhetőségének, a gazdasági növekedés gyorsulásának reálgazdasági feltételeit Magyarországon kell megteremteni, s a legfontosabb cél a belső jövedelemtermelő képesség javulása. Az 1. ábra grafikonjai jól mutatják, hogy a 2001–2010 közötti időszak éveinek többségében az átlagos reálbér-növekedés indexe felette volt mind a munkatermelékenység, mind a teljes tényezőtermelékenység évenkénti változási mutatójának. Ehhez hozzátesszük, hogy 2011-ben a GDP 1,7 százalékos gyarapodásával szemben a reálbérek növekedése 5,6 százalékos volt. A gazdasági növekedés mindenkori ütemétől és a munkatermelékenység változásától elszakadó bérkiáramlás csökkenti a gazdasági szereplők alkalmazkodási kényszerének erejét. A termelékenységi index monoton csökkenése magyarázatul szolgál a gazdasági növekedés rátájának folyamatos mérséklődésére is.

<sup>1</sup> Az adatok forrása az MNB-statisztika.

## 1. ábra

Reálbér, munkatermelékenység, teljes tényezőtermelékenység, 2001–2010 (százalékos változás)



Forrás: Di Tella–Weinzierl–Kuipers [2011] táblázatai alapján saját szerkesztés.

A nemzetközi pénzügyi piacok 2011-től meglehetősen bizonytalansággal viseltetnek a hazai gazdasági és politikai gyakorlattal szemben, ami a forint jelentős mértékű leértékelésében és a tartósan magas kockázati felárban egyaránt tükröződik. A preferenciális feltételekkel nyújtott hitelek kamatlába (3 százalék) és az országunkra vonatkozó piaci kamatrátá (10 százalék) közötti olló rendkívül nagy mértékben megnöveli a piaci hitelezésen keresztüli forrásszerzés többletterheit. A kedvező állapot nyilvánvalóan az, ha az ország tartósan képes, méltányos igénybevételi díj ellenében finanszírozni forrásszükségeit, ez azonban a jelen állapotban inkább vágy, mint realitás. Preferenciális feltételekkel kapott újabb nagy összegű nemzetközi hitel nélkül súlyos fizetőképességi gondok keletkeznének a magyar gazdaságban.

Ilyen körülmények között fogalmazódik meg az igény – 2012 közepén – újabb 15-20 milliárd eurós készenléti hitelkeret elérésére. (Az így lehívható készenléti hitelkeret csaknem egésze a meglévő hitelek megújítását jelenti, tehát nem szolgál pótlólagos forrásként a gazdaság számára.) Alig négy évvel a kritikus válsághelyzetben kapott hitelkeretet követő újabb segítségkérés mindennél érzékletesebben mutatja, hogy az eltelt időben sem az adóssághelyzetet, sem a költségvetés kiadási oldalát nem sikerült konszolidálni, s továbbra sincsenek meg a fenntartható fejlődés feltételei. Az értékteremtő szektorokból történő nagyarányú forráselvonás (az ágazati különadók és a lakossági devizahitelek erőltetett ütemű törlesztése) szükséges forrásokat vett ki a pénzügyi és a termelőszférából. A tőkeként funkcionáló magán-nyugdíjpénztári

vagyon jó részének folyó költségvetési kiadásokra fordítása, az állam (fokozottan forrásigényes) vállalkozói aktivitásának fokozódása, a kontraproduktív személyi jövedelemadózási szabályok fenntartása, a termelőberuházási esélyek tartós csökkentése, az egyre szélesedő protekcionizmus és a külföldről érkező működőtőke negatívan diszkriminatív kezelése mind ugyanabba az irányba vezet: rontja a termelőszektorok jövedelmezőségét, gyengíti akkumulációs képességét, s végső soron nemzetgazdasági méretekben aláássa a versenyképességet.

A 2008-ban kirobbant pénzügyi válság idején és azt követően is világos volt: Magyarországon sem az állam, sem a többi szereplő, sem rövidebb, sem hosszabb távon nem lehet képes a felhalmozódott adóssághegy gyors felszámolására. Amire vállalkozni lehet, az az adósság zökkenőmentes kezelése, az adósságszolgálat folyamatos teljesítése. Az újabb készenléti hitelcsomag 2013–2014. évi lehívása (ami elkerülhetetlen) és a költségvetés kiadásoldali konszolidációjának további elmaradása az adósságspirál örvényének rémét vetíti előre, mivel a GDP-arányos éves adósságszolgálati teher mértéke elérheti a 30 százalékot is. A tőkeképzés helyett a folyó kiadás favorizálása, az államközpontú gazdaságfejlesztési stratégia, az állam tulajdonosi szerepének határtalan kiterjesztése, a működésük során fenntarthatatlan projektek erőltetése, a produktív beruházások szükségessége és objektív lehetetlensége közötti ellentét, a nagy áldozatokkal járó, ám kevés haszonnal kecsegtető gazdasági patriotizmus olyan eleggyé áll össze a magyar gazdaságban, ami a kibontakozás garantálása helyett az ígéretes megoldások előtt zárja el az utat. A felhalmozott adóssághegy apasztása nyilvánvalóan nem történhet meg a nemzetgazdaság belülről generált forrásaiból, csak újabb és újabb adósságból. A hazai adósságprobléma eszerint az elkövetkező néhány évben állami költségvetés-konszolidációs kérdés lesz. Az államközpontú tulajdonlási, fejlesztési és vállalkozási felfogás érvényre juttatása csak úgy finanszírozható, ha az állam a magángazdaságból szükséges forrásokat von el, s azokat kétes kimenetű akciókba investálja. Ez a gazdasági stratégia homlokegyenest szemben áll mindama elvvel, eszközzel, gyakorlattal, amit a fejlett világ országai magukénak tudnak.

\*

Ha egybevetjük a 2008. évi válság előtti adóssághelyzetet s annak mozgatóit az utóbbi három év pénzügyi és adósságkezelési tapasztalataival, akkor kevés okunk van a derűlátásra. Amennyiben fokozható a korábban is lehangoló kép okozta borúlátás, akkor azt kell mondjuk, hogy a hosszabb távú kilátások szempontjából a helyzet romlott. A működőtőke-beáramlás intenzitása csökkent; a kereskedelmi bankok hitelnyújtó képessége nem javult, a magánmegtakarítások továbbra is mérsékelt szinten stagnálnak; a makrogazdasági teljesítmény éves növekedési mértéke elenyésző. Eszerint sem a belülről generált források növekedésére nem számíthatunk, s a beáramló külső források is csak az adósság szint tartására elegendők. Gyorsan növekvő, produktív beruházások nélkül aligha számíthatunk a produktivitás jelentős növekedésére, a versenyképesség javulására. Az állami költségvetés kiadásoldali konszolidációja nélkül elképzelhetetlen az eladósodás további fokozódásának elkezdése. Az állam közvetlen jellegű tulajdonlási, támogatási, beruházási akciói a nagy



forrásigénnyel arányban nem álló eredménnyel járhatnak, ami későbbi korrekciók beavatkozást tehet szükségessé. Az utóbbi két évnek a gazdasági-pénzügyi válságra adott „gazdaságpolitikai” válaszai kontraproduktívnak bizonyultak, a kilábaláshoz új válaszokra, megoldási módokra és irányváltásra van szükség.

## Hivatkozások

- AĞCA, S.–OYA, C. [2009]: How Does Public External Debt Affect Corporate Borrowing Costs in Emerging Markets? IMF Working Paper, No. 266.
- ALFARO, L.–CHEN, M. [2011]: Surviving the Global Financial Crisis: Foreign Ownership and Establishment Performance. NBER Working Paper, No. 17141. [http://www.nber.org/papers/w17141.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w17141.pdf?new_window=1).
- BÉLYÁCS IVÁN–KUTI MÓNIKA [2009]: Külföldi működőtőke és külső eladósodás. Kísérlet a makrogazdasági tőkestruktúra új szempontú vizsgálatára. *Közgazdasági Szemle*, 56. évf. 2. sz. 133–154. o.
- DI TELLA, R.–WEINZIERL, M.–KUIPERS, I. [2011]: Economic Crisis and a Shift to the Right. Harvard Business School, N1-711-051. szeptember 27.
- FRANKEL, I. A.–SARAVELOS, G. [2010]: Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008-09 Global Crisis. NBER Working Paper, No. 16047.
- IMF [2011]: Hungary: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-By Arrangement. Country Report, No. 11/145. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11145.pdf>.
- KATONA KLÁRA [2006]: A magyarországi tőkeimportot befolyásoló tényezők újraértelmezése. *Közgazdasági Szemle*, 53. évf. 11. sz. 986–1002. o.
- KATONA KLÁRA [2010]: A külföldi tőkebefektetések okainak változása Kelet-Közép-Európában. *Pénzügyi Szemle*, 3. sz. 22. o.
- KOPITS GYÖRGY [2011]: Gazdaságpolitika és intézmények a pénzügyi piacokkal szemben. Előadás a kolozsvári Babes-Bolyai Tudományegyetemen. 2011. október 1.
- LIPSEY, R. E. [2011]: Foreign Direct Investors in Three Financial Crises. NBER Working Paper, No. 8084. [http://www.nber.org/papers/w8084.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w8084.pdf?new_window=1).
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2010a]: A Decade of Debt. NBER Working Paper, No. 16827. [http://www.nber.org/papers/w16827.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w16827.pdf?new_window=1).
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2010b]: From Financial Crash to Debt Crisis. NBER Working Paper, No. 15795. [http://www.nber.org/papers/w15795.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w15795.pdf?new_window=1).
- RÓNA PÉTER [2010]: Héják, galambok és libák. *Népszabadság*, 2010. február 27.
- SIMOR ANDRÁS [2011]: Tanulhatunk-e a pénzügyi válságból? Előadás a kolozsvári Babes-Bolyai Tudományegyetemen. 2011. május 12.
- TONG, H.–WEI, S. I. [2009]: The Composition Matters: Capital Flows and Liquidity Crunch During a Global Economic Crisis. IMF Working Paper, No. 164.