

Kuti Mónika

Magyarország függése a külső finanszírozástól

Tanulmányomban a hetvenes évektől napjainkig tekintem át a külföldi forrásbevonás főbb jellegzetességeit, elemzem a külkereskedelmi pozíciókat, a GDP felhasználást, a kormányzati-költségvetési túlköltekezés rendje visszatérő adóssággeneráló összefüggéseit. Rámutatok az elmúlt több mint harminc év eladósodási és restriktív hullámjainak hasonlóságaira és különbségeire, valamint kísérletet teszek az ezredforduló néhány új jelenségének megragadására.

JEL-kód: H6, F4

Kulcsszavak: külkereskedelmi egyenleg, külföldi működőtőke, államháztartási deficit, külső eladósodás

A külkereskedelmi deficit meghatározó szerepe

A magyar gazdaság mindenkoros fizetési pozícióit az ország külkereskedelmi helyzete határozza meg. A gazdaság mérete és nyitottsága megköveteli, hogy az itthon termelt jövedelem tetemes hányada a külpiacokon realizálódjék. Az elmúlt évtized tendenciáinak eredményeképpen a magyar gazdaság nyitottsága fokozódott, az ezredfordulóra a hazai termék előállításának és realizálása a világbanki adatok alapján mintegy kétharmados exportarányos GDP mellett valósult meg. A magyar gazdaságban az exportkényszer régóta érvényesülő kényszer, amit a hazai kereslet erőltetett növelése nem képes hosszú távon sem helyettesíteni.

Néhány rövidebb ideig tartó válság- vagy restriktív szakasztól eltekintve elmondható, hogy már a hetvenes évektől az import bővülése rendre meghaladta az exportét. A második világháború után a szuperhatalmi enyhülés időszakától került sor jelentős külpiaci nyitásra, de dinamikus külkereskedelmi felfutás csak a transzformációs válság után valósult meg a külföldi működőtőke beáramlásának köszönhetően.

Az exportexpánziót elkerülhetetlenül kísérő importbővülés két körülményre hívja fel a figyelmet: a hazai áruk és szolgáltatások kivitelének fokozott importigényességére és az importált termelési inputok hatékony konverziójának kényszerére. Az exportbővülés mértékét rendre meghaladó importtöbblet tartósítja a külkereskedelmi deficitet, az export-import konverzióban jelentkező zavar a hazai gazdaság egyik tartósan érvényesülő jellemzője. Ez egyben azt is jelenti, hogy gazdaságunk külkereskedelmi kapcso-

Kuti Mónika Ph.D - hallgató a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kara Vállalati Gazdaságtan és Számvitel Tanszékén. E-mail: kutimm@freemail.hu.

Köszönettel tartozom Dr. Bélyácz Iván Professzor Úrnak a szakmai konzultációért és észrevételekért. Hálás vagyok a Pécsi Tudományegyetem Gazdálkodástani Ph.D - Programjától kapott támogatásért is.

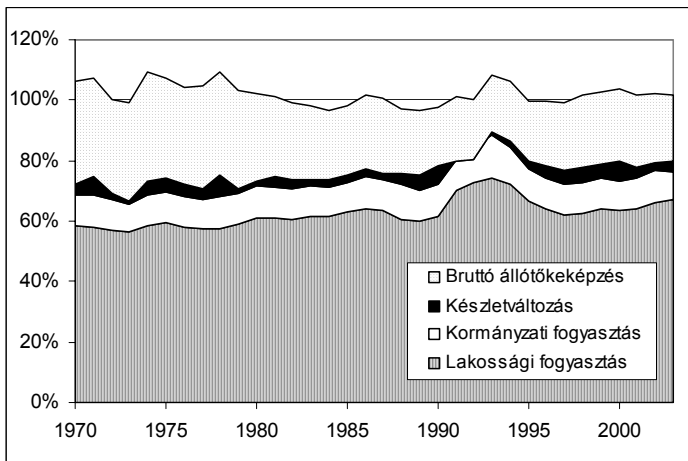
latokból nem képes tartósan forrástöbbletet nyerni, sőt ellenkezőleg, pótlólagos forrásokra szorul a nemzetgazdaság fizetési pozíciónak stabilitásához.

Az export folytonos bővülésének igénye a nemzetközi konjunktúra kiszámíthatatlan ingadozásai által okozott korlátokba ütközik. A külpiaci realizálási lehetőségek romlása bármikor bekövetkezhet – mint ahogy azt a hetvenes évek olajválságai, vagy a 2000 utáni dekonjunktúra példái tanúsítják –, melyek az exportexpánziós stratégiák megvalósulását akadályozzák, veszélyeket rejtve egy nyitott gazdaság számára. A külpiacok beszűkülése a belpiac felé fordítja a kormányzatot, megindítva a belső kereslet erőltetett felhajtását és a kormányzati túlköltekezést. Kicsi és nyitott gazdaságban azonban a termelés mellett a fogyasztás is fokozottan importigényes, így a hazai kereslet erőltetett növelése előidézi a külkereskedelmi egyenleg fokozódó romlását. Az exportdinamika és a fogyasztáson keresztül növekvő importigény kettős negatív hatása hosszabb időn át nem tartható fenn.

A hetvenes évektől kezdve több olyan szakasz is volt, amikor az exportexpánzió stratégiája helyett a belső kereslet erőltetett felhajtása élvezett elsőbbséget (1. ábra).

1. ábra

A bruttó nemzeti termék felhasználása (a GDP százalékában)



Forrás: IMF – International Financial Statistics alapján saját számítás.

Megjegyzés: a 100% vonala feletti felhasználás külkereskedelmi deficitet, az az alatti pedig külkereskedelmi többletet jelez.

Egyik esetben sem bizonyult hatékonynak az exportnövelés kiváltása a belső kereslet felpumpálásával. A hetvenes évek közepén és a nyolcvanas évek elején az árobbanások és a romló cserearányok fokozták a külkereskedelmi egyensúlyhiányt, 1993–1994-ben viszont már nem a külgazdasági konjunktúra kedvezőtlen állása tette lehetetlenné az exportot, hanem a transzformációs válság elhúzódása és a versenyképes áralap hiánya. Az ezredfordulón egyértelműen a külgazdasági dekonjunktúra elmélyülése jelölhető meg exportexpánziós korlátként.

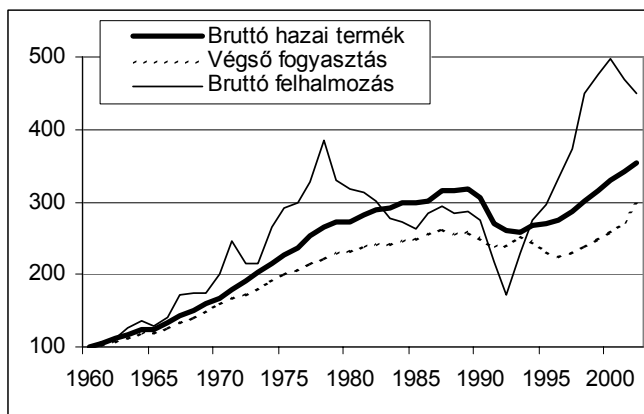
A bruttó nemzeti termék és felhasználása

Ha egy gazdaság nagyfokú külpiacra utaltság mellett a nagy volumenű exporttal sem tud forrástöbbletet generálni, akkor a szabad rendelkezésű hazai terméktöbblet lesz az egyetlen pótlólagos forrás a felhasználás finanszírozásában. Az olajárrobbanásokat követően a külkereskedelmi deficit eleve forrásigényt támasztott, amely párosult a GDP növekedését meghaladó beruházási és azt nagyjából követő fogyasztási ütemmel (2. ábra).

A hetvenes években megvalósuló erőltetett növekedés, a beruházási hullám és az ellentmondásos termelés-korszerűsítés ellenére jelek mutatnak arra, hogy ekkor épültek ki a hazai feldolgozóipar életképesnek bizonyuló – és később külföldi tőkét vonzó – kapacitásai, gondoljunk csak a vegyiparra vagy a gépiparra. Vita tárgya, hogy az adósság a beruházási vagy a fogyasztási többletet finanszírozta. Az ezek közötti pontos arányok nélkül is megállapítható, hogy mind a jövőbeni pénzáramokat nem generáló fogyasztás, mind a kétes hatékonysággal megvalósított és működtetett beruházási projektek tömegei egyaránt kérdésessé tették a jövőbeni adósságszolgálat zökkenőmentes viselését.

2. ábra

A GDP felhasználása
(1960 = 100)



Forrás: Központi Statisztikai Hivatal

Az eladósodás üteme a nyolcvanas években olyan mértéket ért el, hogy szükségessé vált – többek között a nemzetközi pénzügyi piacok nyomására is – a restrikciónak megfogalmazódni az importhelyettesítés óhaja. Az intézkedések eredményeképpen a külkereskedelmi egyenleg – néhány év kivételével – az évtized alatt többségében pozitív volt, ennek ára azonban az lett, hogy csak a beruházások rovására sikerül fenntartani, illetve növelni a lakossági fogyasztás szintjét. Így a magyar gazdaság a hazai termelésű források szabta korlátokon belül maradt, de ez az időszak már a tervgazdaság válsága, amikor a hazai bruttó nemzeti össztermék éves átlagos növekedése jelentősen mérséklődött, átlagosan 1%-ra a hetvenes években mért, korábbi átlagos 3-4%-kal szemben. A feszesebb kül- és belgazdasági keretek betartása ellenére az eladósodás már olyan fokot ért el,

amikor a fizetett kamatok járultak hozzá a folyó fizetési mérleg „passzivizálódásához”, azaz fokozták az eladósodást.

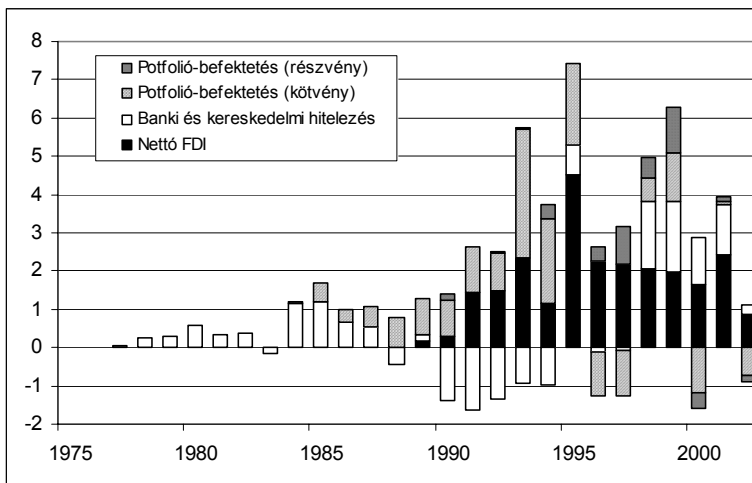
A transzformációs válság idején tapasztalt beruházási mélypont után a beérkező külföldi működőtőke hozott fordulatot, ami gyakorlatilag beruházási „boom”-ot generált, s így a bruttó állótőkeképzés éves százalékos változása bőven meghaladta a GDP-ét.

A külföldi működőtőke komplex szerepe

A magyar eladósodási folyamat mélyreható elemzésénél ki kell térni a nyolcvanas évek végétől beáramló külföldi működőtőke összetett szerepkörének bemutatására is. A magánhitelezőktől származó kereskedelmi és banki hitelek, valamint a portfólió-befektetések mellett a külföldi működőtőke importja a nemzetközi magántőke-áramlás egyik meghatározó eleme (3. ábra). A külföldiek hazai tulajdonszerzésének jogi biztosítékai, a realizált profit repatriálása, a hazai privatizáció beindítása olyan vonzóerőt jelentett, ami a külföldi működőtőke tényleges megtelepedését elősegítette az országban. A külföldi működőtőke beáramlásának erőteljes kicsúcsosodásai egybeesnek nagy privatizációs hullámokkal, hiszen az állami vállalatok értékesítése során felajánlott vagyon megszerzésére irányuló befektetés volt – a zöldmezős beruházások mellett – a tőkeimport egyik jellegzetes formája. A kilencvenes évek második felében, a privatizációs devizabevételek megcsappanásával a pótlólagos befektetések tették ki a külföldi működőtőke jelentős részét (Antalóczy – Sass 2002). A külföldiműködőtőke-áramlás egyre jelentősebb hányadát képviselte az újra befektetett profit.

3. ábra

A nettó külföldi működőtőke más magántőke-áramokkal való összehasonlításban (milliárd dollár)



Forrás: World Bank (Global Development Finance online adatbázis)

Megjegyzés: 'flow'-adatok

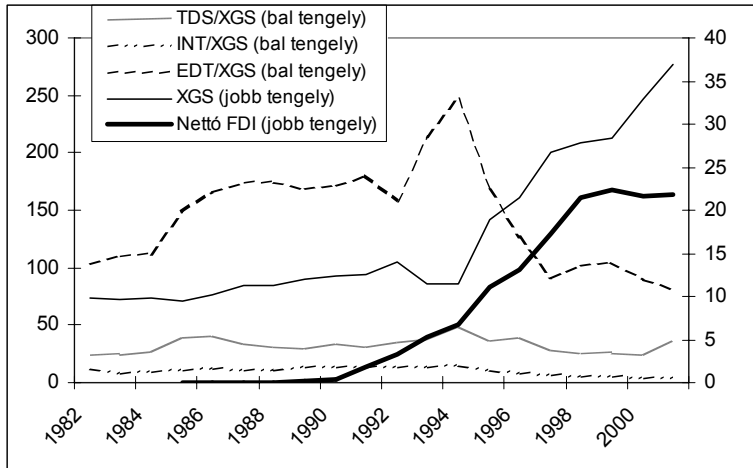
A beáramló külföldi működőtőkének kiemelkedően nagy szerepe volt egy „beruházási fordulat” véghez vitelében, e tőkeforrásból a privatizációt követően további beruházásokat valósítottak meg, és a tulajdonosok a profit egy részét visszaforgatták (Bélyácz 1999). A külföldi tulajdonosok által létrehozott, értéktermelő vállalati beruházások jelentősége a külföldi adósság kezelése szempontjából abban rejlik, hogy a létrehozott gyártó és szolgáltató kapacitások a nyugati külpiaci orientációval egyetemben teremtették meg annak az – adósságszolgálat alapját képező – exportexpansionnak a bázisát, ami páratlan az elmúlt negyven évben.

A piacgazdasági átmenet kezdetén bekövetkezett keleti külkapcsolati relációk összeomlása után a külföldi tőke fűzte vissza a magyar áru- és szolgáltatásexportot a nyugati piachoz, tagolta be egy nagyobb, transznacionális térszerkezetbe. Ez a megugrott, de egyben a nyugat-európai konjunktúrára és dekonjunktúrára érzékeny exportbővülés teszi lehetővé az adósságszolgálat terheinek viszonylag kedvező fajlagos mutatók melletti viselését, javít az exportarányos kamat, az adósságszolgálat és az összes adósság mutatóin (4. ábra). Közismert tény, hogy a hazai export háromnegyede tartósan a beáramlott és hatékonyan forgatott külföldi működőtőkének köszönhető.

A kilencvenes évtizedben mindvégig olyan nemzeti elszámolási felfogás uralkodott, amely a külföldi működőtőke befektetéseket a folyó fizetési mérleg hiányának kompenzációs ellentételeként tekintette. Figyelembe véve, hogy a kilencvenes évek végére gyakorlatilag leállt a külföldiek tulajdonszerzését lehetővé tevő privatizáció, a gazdaság működőtőkét vonzó képessége is jelentősen megcsappant. A „tőkeimport csupán mint külső forrás nem jöhet számításba úgy, mint a gazdasági növekedés tartós meghatározója” (Erdős 2003:322–323). A hazánkba irányuló külföldi működőtőke beáramlása lendületvesztésével szükségképpen megrendült a fizetési pozíciók e komponensre épített konstrukciója is. A külföldi tulajdonban lévő vállalatok profitjának egy részét hiába fektették be újra a magyar gazdaságba, ez a fizetési tétel újabban a folyó fizetési mérleg kiadási oldalán is megjelenik, s következő lépésben hiába javítja a tőkemérleget, mivel nem a nemzetgazdasági elszámoláson átmenő pozitív tétel, így nem is tekintik a fizetési pozíciót javító tételként.

A kilencvenes évek közepétől gazdaságunkban alapvetően megváltozott az adósság nyilvántartásának és kezelésének rendje. A működőtőke-beruházások kumulált (visszatartott és újra befektetett profittal megnövelt) állománya mellett külön veszik számításba a külföldi tőketulajdonosok által eszközölt portfólió befektetéseket, amelyek többsége gazdaságunkban kötvénybefektetésben, kisebb része pedig részvénybefektetésben testesül meg. E befektetések állománya az 1997-es 12,5 milliárdos értékről 2002-re 21 milliárd dollárra emelkedett, s e növekedés után is rohamosan folytatódott. Az elmúlt öt évben a portfólió-beruházások megkétszereződése jelentette a forrásszerzés ama pótlólagos csatornáját, amely a működőtőke-beáramlás beszűkülését ellensúlyozta. E tételeken túlmenően *egyéb befektetések* elnevezés alatt tartják számon a jegybank, a kormányzat, a kereskedelmi bankok és a vállalatok külföldi adósságát. Az egyéb befektetések együttesen 2002-ben mintegy 15 milliárd dolláros összeget tettek ki. Ha a felsorolt forrásokat együtt tekintjük, akkor arra a következtetésre jutunk, hogy 2003-2004-ben a magyar gazdaságot megközelítőleg 72 milliárd dollárnyi külföldi tőke finanszírozta.

A külföldiműködőtőke-állomány hatása az exportra és néhány adósságszolgálati mutatóra (milliárd dollár, illetve százalék)



Forrás: UNCTAD, World Bank (Global Development Finance online adatbázis)

Megjegyzés: XGS = export, TDS = teljes adósságszolgálat, INT = kamat, EDT = teljes külső adósságállomány, Nettó FDI = külföldi működőtőke be- és kiáramlott állományának egyenlege ('stock'-adatok)

A fentiek tükrében a külföldi tőke vonzása és megtartása rendkívül fontos az ország külső finanszírozása szempontjából. Egy veszélyforrás azonban, hogy a folyó fizetési mérleg magas hiánya hozzájárulhat a külföldi befektetők bizalomvesztéséhez (Berger *et al.* 2003).

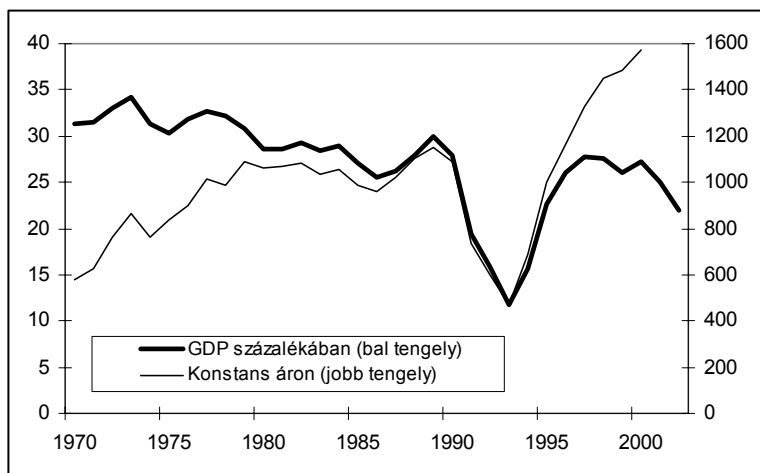
Forráshiány az ezredfordulón

Az eddig említetteken túl az ezredfordulón új jelenségként bukkant fel a belső forráshiány a magyar eladósodás történetében. A gazdaság fejlettségének magasabb fokán már nem csak külföldi tőke áramlik be a fogadó országba, hanem megindul a hazai tőke külföldre történő kiáramlása is. Magyarország tőkeexportórrá vált. MNB statisztikák kumulált adatai alapján 2000-ben például minden beérkező, felhalmozott 100 eurónyi külföldiműködőtőke-állományra 5,6 euró külföldre irányuló hazai tőkekihelyezési állomány jutott, 2003-ban ez az arány már 7,3. Az IMF, dollárban nyilvántartott statisztikái szerint 2000–2002 között évről évre a kiáramlás aránya közel 10% is volt. 2003-ra a külföldre irányuló kumulált közvetlen hazai tőkebefektetés állománya elérte a 2,8 milliárd eurót, ami az 1995-ös értéknek több mint tízszerese. Az állományi adatok mellett a „flow”-statisztikákat is érdemes megvizsgálni. 2003-ban a ki- és beáramló működőtőke hányadosa 62% volt (UNCTAD 2004:72). A túlnyomó többségében a MOL és az OTP tőkekihelyezési tevékenységének tulajdonítható tőkeexport a beérkező évi külföldi működőtőke csupán közel 40%-át nem semlegesítette a forrásakkumuláció szempontjából. 2003-ra mintegy 42,9 milliárd dollár, a GDP közel 52%-át kitevő, beér-

kezett külföldiműködőtőke-állomány halmozódott fel országunkban, melynek ellenirányú kumulált kiáramlása 3,9 milliárd dollár volt.

5. ábra

Bruttó nemzeti megtakarítás



Forrás: World Bank (Global Development Finance online adatbázis)

A külföldre irányuló hazai tőkeexport mellett forráshiányt indukált a meredeken zuhanó lakossági megtakarítás is. A GDP arányában a bruttó hazai megtakarítás az elmúlt harminc évben ingadozás mellett folyamatosan csökkent (5. ábra), ami a pótlólagos hazai források bázisát zsugorította. Ezen belül azonban kedvezőtlen, hogy az elmúlt több mint tíz év alatt a lakosság megtakarítási rátája közel zérusra süllyedt, sőt átmenetileg még negatívba is fordult (1. táblázat).

Súlyosbította a helyzetet, hogy miközben a lakosság lemondott a megtakarításokról, a fogyasztás szinte túlzó preferálása vált jellemzővé, melynek következtében a lakossági hitelek állománya 1996–2004 között közel ötszörösére szökött fel forráselszívó finanszírozási igényt támasztva ezzel a gazdaságban.

1. táblázat

A lakossági megtakarítási ráta a GDP százalékában

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Lakossági megtakarítási ráta	12,7	8,6	9,0	9,3	9,8	8,5	9,4	6,8	6,0	5,1	2,7	0,2

Forrás: Magyar Nemzeti Bank

Mivel sem a lakosság, sem az állam nem bizonyult megtakarítónak, a fogyasztás okozta piaci fellendülés követését a vállalatok pótlólagos hazai forrásokból nem finanszírozhatták. A fogyasztás mellett a beruházási célú felhalmozás csak nagyon lassú ütemben növekedett, miközben az ezredforduló első éveire a vállalatok nettó megtakarítókká vál-

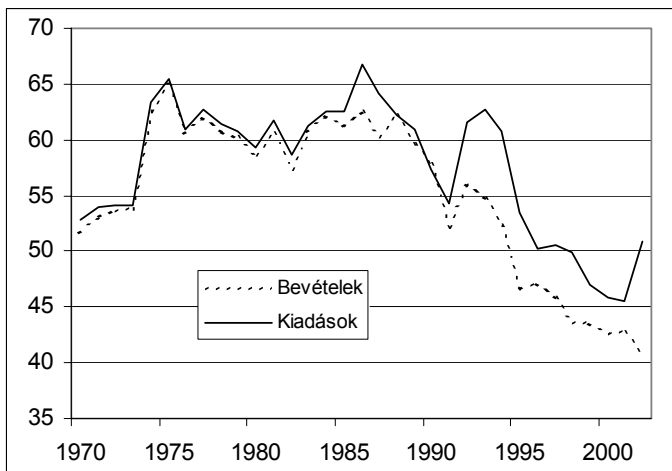
tak. A nemzeti termék növekedését messze meghaladó ütemű belső felhasználás ívének a forráshiány korlátjába kellett volna ütköznie. Mivel ez nem történt meg, így az eladósodás tovább fokozódott. A hiányt pótló külföldi forrásbehozatal a kormányzati hiányt és az egyéni fogyasztási többletet finanszírozta, így nem juthatott belőle a lassan élénkülő vállalati beruházásokra.

A kormányzati-költségvetési szektor túlköltekezése

Már a hetvenes évektől – néhány év kivételével – lényegében állandósult a kormányzati-költségvetési szektorban a tendencia a költségvetési bevételek korlátján túli költekezésre (6. ábra). A piacgazdasági átmenet időszakát vizsgálva *Oblath* (1995) rámutat, hogy a költségvetési kiadási többletet lényegében az államadósság után megfizetett kamatok okozzák. Tágabb időhorizontot tekintve azt is megállapítja, hogy 1970–1990 között a külső adósságra eső nettó kamatfizetés volt a magyar nettó adósságfelhalmozás legnagyobb komponense (*Oblath* 1992).

6. ábra

A magyar költségvetés bevételei és kiadásai a GDP százalékában



Forrás: (Muraközy 2004:149–150).

Az államháztartás részéről nem volt jellemző, hogy szorosan a bevételi, azaz az üzeme-gazdasági korláthoz tartsa magát, gyakran az elsődleges egyenleg nem nyújtott elég fedezetet a tőkejuttatóknak fizetendő használati díjra. Frappáns megfogalmazásban: „a költségvetésnek a legpuhább a költségvetési korlátja” (*Antal* 2004:208). *Kornai* (1997) szerint bizonyos esetekben a nemzetközi pénzügyi közösség és az adós ország között is létezhethet a puha költségvetési korlát jelenségét kísérő alá-fölrendeltségi viszony.

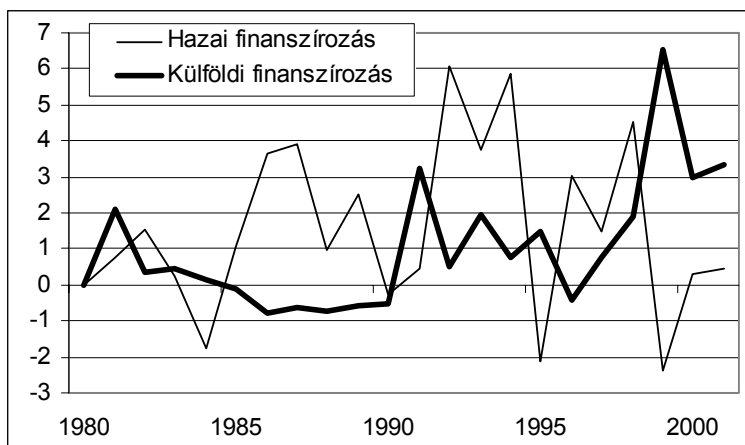
A költségvetési deficit finanszírozásának két alaptípusa a pénzkibocsátás és az adóssággal való finanszírozás (*Barabás et al.* 1998). Egy további fontos kérdés, hogy hogyan oszlik meg a hazai és a külföldi finanszírozás. A Világbank statisztikái alapján megállapítható, hogy a költségvetési deficit finanszírozásához a nyolcvanas évek első

néhány évében túlnyomó részt külföldi forrásokat használt az állam, de a nemzetközi pénzügyi piacokhoz való hozzáférés szűkülése miatt a nyolcvanas évek második felében már domináns a hazai források igénybevétele, sőt – 1990–1991-től eltekintve – a kilencvenes évek második felében is jelentősen meghaladta a külföldi eredetű finanszírozást. *Oblath* (1996) megjegyzi, hogy 1990 és 1992 között az ország által teljesített erőforrás-transzfer képezte az effektív adósságszolgálat forrását.

A nyolcvanas évek második felében a külföldi finanszírozók távol tartották magukat a magyar költségvetés finanszírozásától. Ebben változást a transzformációs válság hozott, ekkor erőteljesen meglódult a külföldi hitelek igénybevétele. A kilencvenes évek első felében folyamatosan csökkenő tendenciát mutatott a GDP-arányos külföldi finanszírozás mértéke, mely a Bokros-csomag hatására érte el egyik – csupán átmeneti – mélypontját. Ezek után azonban az évtized második fele alatt drasztikusan nőtt a külső finanszírozókra való hagyatkozás, 1999-re már a GDP 6,52%-át tette ki. 1999 és 2001 között domináns finanszírozási mód lett a külföldi forrasszerzés (7. ábra).

7. ábra

A költségvetési deficit finanszírozása a GDP százalékában



Forrás: World Bank (World Development Indicators online adatbázis)

Megjegyzés: A világbanki terminológia szerint a teljes hazai/külföldi finanszírozás olyan – rezidensektől/nem-rezidensektől kapott – módzatokra utal, melyek révén egy kormányzat pénzügyi forrásokat nyújt a költségvetési deficit fedezetéül, vagy pénzügyi forrásokat allokál a költségvetési többletből.

Dedák (1998) szerint a kiegyensúlyozott költségvetésnek a gazdasági fejlettségre nincs semmilyen megkülönböztetett jelentősége, de EU-tagországok összehasonlításakor azt is találta, hogy a költségvetési egyenlegben lévő néhány százalékpontos különbség drasztikusan hat az államadósság/GDP hányadosra.

Néhány kivételtől eltekintve az elmúlt több mint harminc évben az államháztartás rendre megszegte saját üzemgazdasági korlátját, ami az eladósodás egyik elemévé vált, sőt az is állítható, hogy az évezredforduló körül az újabb hazai eladósodási hullámnak túlnyomó többségében kormányzati-költségvetési okai voltak. A hazai eladósodás történetében ez az első olyan eset, amikor az eladósodottság nem reálgazdasági okok miatt

növekedett. A működőtőke-beáramlás, a kereskedelmi bankok külföldi forrásbevonása, a vállalatok külföldi eladósodása hatékonysági biztosítékokat hordoz az igénybe vett források megtérülése tekintetében, azaz nem a reálgazdaság hatékonysági zavarai okoztak növekvő eladósodást.

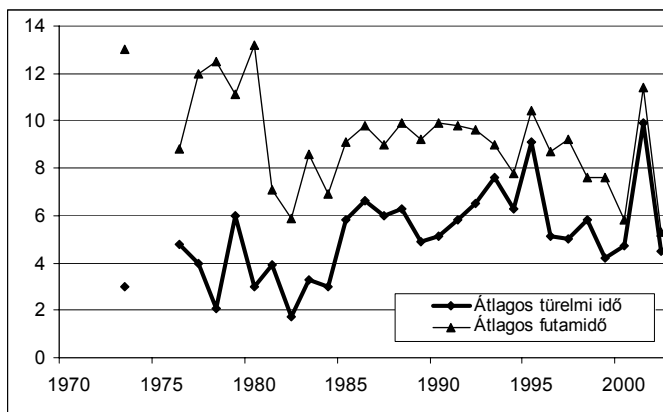
A magyar gazdaság és a nemzetközi pénzügyi piacok viszonyának dinamikája

A nemzetközi pénzügyi piacok forrásbősége, hitelezési hajlandósága, az ország nemzetközi hitelképességének megítélése mindig is hatással volt a magyar eladósodás alakulására. Történeti perspektívában a hitelező-adós kapcsolat dinamikus jellegét jól példázza a magyar külső adósságállomány 'stop-go' típusú ciklikussága.

A hidegháborús ötvenes-hatvanas években Magyarország számára a szovjet minta követése, azaz a külföldi tulajdonú javak és pénzügyi követelések konfiskálása és annulálása, a nemzetközi hitelezési folyamatokból való automatikus kizárást eredményezte. A hetvenes évek elején az enyhülés időszakában a gazdaság eladósodásának megindulását a nemzetközi pénz- és tőkepiacok újbóli megnyílása és az olajárrobbanások nyomán feltoluló petrodollárokhoz köthető forrásbősége tette lehetővé. Hitelezői oldalról tehát megnövekedett a nemzetközi forráskínálat, megemelkedett a kockázatvállalási hajlandóság és a hitelkihelyezési kedv, míg hitelfelvevői oldalról a fent taglalt, fokozott finanszírozási szükséglet és hitelfelszívó igény jelentkezett a magyar gazdaságban.

8. ábra

A külföldi hitelek átlagos türelmi ideje és futamideje (években)



Forrás: World Bank (Global Development Finance online adatbázis)

A hetvenes évek viszonylag alacsony kamatok melletti, töretlen ívű eladósodását a nyolcvanas évek elején tapasztalható, a nemzetközi piacok által létrehozott ún. „hitelprés” fogta vissza. A pénzügyi piacokhoz való hozzáférés korlátozódása, a megugrott hitelkamatok, a hitelek lezsugorodott türelmi és futamideje (8. ábra) likviditási válságot okozott Magyarországon, de a fizetésképtelenségig nem jutott el az ország Lengyelország és Románia krízisével ellentétben. Magyarország elkerülte a formális adósságátütemezést erős likviditászvesztés, a nyugati központi bankok által nyújtott sürgősségi

segélynyújtás és az IMF-fel kötött keretmegállapodás árán (Tyson 1986). A nyolcvanas évek második felében normalizálódik a helyzet részben a restrikción, részben az import-helyettesítési stratégia hatására, azonban az évtized végén és a piacgazdasági átmenet kezdeti éveiben a megnövekedett politikai és gazdasági kockázat miatt is óvatosabbak a külföldi hitelezők, melynek következtében az eladósodás üteme mérséklődik.

A kilencvenes évek első felében Magyarország maradt a legnagyobb hitelfelvevő az átmenet országai közül, ami az általuk gyűjtött források körülbelül felét tette ki (External... 1995). „1991 végén két mutató (...) alapján Magyarország túllépte a Világbank által használt küszöbértéket, és az erősen eladósodottnak minősülő országkategória határán volt” (MNB 1992:13). Az 1992–1995 közötti időszakban ismét nekilödul a hitelfelvétel az 1995-ös újabb likviditási válsághoz vezetett, mely a nyugati hitelezők toleranciahatárának újabb tesztje volt. Ekkor mintegy 5,2 milliárd dolláros tőkefizetési késedelem lépett fel, ami az ország hiteltörténetének egyetlen makulája a vizsgált időszakban. A Bokros-csomag által fémjelezett korrekció viszonylag rövid ideig fejtette ki hatását, hiszen 1997–2003 között mind a bruttó, mind a nettó külföldi adósság megkétszereződött, azaz megtörténik a visszarendeződés, így az eladósodás közelmúltbeli meglődulása a nemzetközi piac kockázattűrő képességének és hitelezési hajlandóságának újabb próbája.

Az elmúlt közel harmincöt év tapasztalata alapján elmondható, hogy általánosságban Magyarország jó adósnak minősült, ami kedvező helyzetet biztosított a nemzetközi hitelfelvételi piacon. Mutatkozik azonban az a belső tendencia, mely szerint az ország mindaddig nem tanúsít önmérsékletet a külső finanszírozási források bevonásában, amíg a nemzetközi pénzügyi piacok a restrikción ki nem kényszerítik, azaz létezik egy hajlam a belső forrásképzés szabta felhasználási korlátok túlzott igénybevételére, „felpuhítására”, aminek a nemzetközi pénzügyi piacok által jóváhagyott források szabnak csak gátat. Másik oldalról viszont a magyar gazdaságnak is alkalmazkodnia kell a nemzetközi pénz- és tőkepiacok ciklikus természetéhez, a forrásbőség és annak korlátozása okozta eladósodási és megtorpanási periódusokhoz.

A rendszerváltástól napjainkig terjedő időszak kritikai megítélése az eladósodás szempontjából

A hetvenes évektől napjainkig terjedő időszakot nézve elmondható, hogy a külföldi tőke beáramlása nyomán csak a rendszerváltás után jött létre az a látványos exportexpánzió, ami az adósságszolgálati mutatókon jelentősen javítani tudott. Ekkor valósultak meg hatékonysági kritériumoknak eleget tevő beruházási projektek, melyek képesek az import, valamint a tőkeköltségek finanszírozására. Úgy is lehet fogalmazni, hogy a reálgazdasági alrendszerben önfinanszírozó köráram működik, amely a folyó fizetési kötelezettségeken túl kitermeli a külföldi működőtőke repatriált profitban megtestesülő igénybevételi díját. Ez a tőkemegtérülési és finanszírozási köráram azonban csak akkor biztosít külső stabilitást, ha a nemzeti össztermék belső elosztása szorosan igazodik az éves növekedési üteméhez. A reálgazdasági köráram nem lehet képes a kormányzati-költségvetési szektor túlelosztási következményeinek kompenzálására.

Az eddigiek rávilágítanak az elmúlt másfél évtizedben végbement piac- és versenyképességi alapú hazai modernizáció ellentmondásos voltára. Igazán piackonform reform és szerkezeti modernizáció csak a reálgazdaságban ment végbe a külföldi működőtőke

döntő szerepének köszönhetően, a társadalomgazdaság többi alrendszerében (egészségügy, oktatás, közigazgatás, védelem) nem, így a nemzetgazdaság fizetési pozíciói továbbra is sebezhetőek maradnak.

Felhasznált irodalom és adatbázisok:

- Antal László (2004): *Fenntartható-e a fenntartható növekedés?* Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest.
- Antalóczy Katalin – Sass Magdolna (2002): *Magyarország helye a közép-kelet-európai működőtőke-beáramlásban – statisztikai elemzés.* Külgazdaság, 45. évf. 7–8. sz. 33–53.
- Barabás Gyula – Hamecz István – Neményi Judit (1998): *A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése.* MNB Füzetek, 5 szám.
- Bélyácz Iván (1999): *A beruházási fordulat.* Janus Pannonius Egyetemi Kiadó, Pécs.
- Berger, Helge – Drummond, Paulo – Jenker, Eva – Schwartz, Gerd (2003): *Hungary – Selected Issues.* IMF Country Report No. 03/125, May 2003.
- Dedák István (1998): *Államadósság és gazdasági növekedés.* Közgazdasági Szemle, november, 989–1003.
- Erdős Tibor (2003): *Fenntartható gazdasági növekedés.* Akadémiai Kiadó, Budapest.
- External Financing of the Transition Economies and their Integration into the Global Financial System.* (1995): Economic Bulletin for Europe, Vol. 47. 90–105.
- International Monetary Fund: *International Financial Statistics.* Webcím: <http://ifs.apdi.net/imf>
- Kornai János (1997): *Pénzügyi feyelem és puha költségvetési korlát.* Közgazdasági Szemle, november, 940–953.
- MNB (1992): *Külső eladósodás és adósságkezelés Magyarországon.* Szerk.: Nyers Rezső. MNB Műhelytanulmányok, 2.
- Muraközy László (2004): *Már megint egy rendszerváltás – Történelmi tanulságok és tanulatlanságok.* Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Debrecen.
- Oblath Gábor (1992): *Accumulation of Foreign Debt and Macroeconomic Problems of Debt Management: Hungary's Case.* Discussion Papers, February, KOPINT -DATORG, Budapest.
- Oblath Gábor (1995): *A költségvetési deficit makrogazdasági hatásai Magyarországon.* Külgazdaság, 78. sz. 22–33.
- Oblath Gábor (1996): *Külföldi államadósság, magánadósság és tőkebeáramlás – I. rész.* Külgazdaság, 12. sz. 4–17.
- Tyson, Laura D'Andrea (1986): *The Debt Crisis and Adjustment Responses in Eastern Europe: a Comparative Perspective.* International Organization, Spring, Vol. 40. Issue 2. 239–285.
- United Nations Conference on Trade and Development* (2004): *World Investment Report 2004 – The Shift Towards Services,* United Nations, New York & Geneva.
- World Bank: *Global Development Finance adatbázis.* Webcím: (<http://www.worldbank.org/data>)
- World Bank: *World Development Indicators adatbázis.* Webcím: (<http://www.worldbank.org/data>)