

OTDK-DOLGOZAT

Dankó Fruzsina Stefánia

2013

**AZ ELADÓSODÁS ÉS A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS KAPCSOLA-
TÁNAK ELMÉLETE –
EMPIRIKUS TANULSÁGOK AZ EURÓPAI UNIÓ KELET-KÖZÉP-
EURÓPAI TAGÁLLAMAIBÓL**

**THEORY OF SOVEREIGN DEBT AND ECONOMIC GROWTH –
EMPIRICAL EVIDENCES FROM CENTRAL EASTERN EURO-
PEAN COUNTRIES**

Dankó Fruzsina Stefánia

Kézirat lezárva: 2011. április 25.

1. BEVEZETÉS	4
2. TŐKEPIACI LIBERALIZÁCIÓ ÉS AZ AZT BIZTOSÍTÓ SZABÁLYOZÁSOK	5
3. TŐKEÁRAMLÁS-TÍPUSOK ÉS HATÁSAIK A GAZDASÁG HELYZETÉRE..	6
4. EGY ORSZÁG KÜLSŐ POZÍCIÓJÁNAK ÉRTELMEZÉSEI.....	9
4.1. Államadósság és külső adósság.....	9
4.2. Külföldi magánadósság.....	10
5. A KÜLSŐ ADÓSSÁG ÉS A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS KAPCSOLATA	12
5.1. Az állam külső eladósodásának hatása a gazdasági növekedésre	12
5.2. Az adósságszolgálat és a gazdasági növekedés kapcsolata.....	14
5.3. A költségvetési deficit finanszírozási formái	16
5.4. Kiszorítási hatás	17
5.5. A nemzeti számlák összefüggései.....	20
5.6. Csordaeffektus.....	21
6. A KELET-KÖZÉP-EURÓPAI UNIÓS TAGÁLLAMOK GAZDASÁGI NÖVEKEDÉSÉRE HATÓ TÉNYEZŐK	22
6.1. A vizsgált országok és a vizsgált időszak kiválasztása.....	22
6.2. Eladósodási mutatók és a gazdasági növekedés	24
6.3. Nemzeti számlák és gazdasági növekedés.....	26
7. KONKLÚZIÓ	29
IRODALOMJEGYZÉK	30
MELLÉKLETEK.....	I

1. BEVEZETÉS

Az 1980-as években a latin-amerikai országokból kiinduló adósságválság megmutatta, hogy nemcsak a magas adósságot felhalmozó országokban okoz gondot, ha az adós fizetéseképtelenné válik, hanem a nagymértékű nemzetközi tőkepiaci integráció következtében az országok széles körének gazdasági helyzete romlik. Napjainkban a tőke szinte korlátlan nemzetközi áramlása fokozott nyomást jelent, s bár tágítja egy ország lehetőségeit a tőke mobilitása, a közelmúlt is példát szolgáltatott arra, hogy az intenzív eladósodás államcsőd közelébe sodorhat egy országot.

Dolgozatom fő kérdésfelvetése, hogy egy ország eladósodása mennyiben határozza meg az ország gazdasági helyzetét és így növekedési pályáját, abból kiindulva, hogy az adósságszolgálat tartósan jelentős terhet jelent az egyes gazdasági szereplőkre nézve. Az elméleti összefüggések keresése után vizsgálatomat az Európai Unió kelet-közép-európai tagállamaira szűkítem, és azok gazdasági helyzetét igyekszem feltárni az eladósodás és a nemzeti számlák viszonylatában.

Dolgozatom második fejezetében röviden ismertetem azokat a kereteket, amelyeket a tőkepiaci liberalizáció előmozdítása érdekében nemzetközi szervezetek állítottak fel. A harmadik fejezet szintén áttekintő jellegű, a nemzetközi tőkemozgásokat kategorizálom, amely alapját képezi az adósság típusú tőkeáramlások későbbi tárgyalásának. A negyedik fejezetben egy ország eladósodásával kapcsolatos fogalmakat értelmezem: az államadósság, az ország külső adóssága és a külső magánadósság elmosódó határvonalait húzom meg itt. A dolgozat ötödik fejezetében a külső adóssággal kapcsolatos megfontolások körét fokozatosan tágítom: az 5.1 alfejezetben az államadósság létjogosultságát igyekszem megragadni az előnyök és hátrányok számbavételével, majd az államadósság folyó terhének, az adósságszolgálatnak veszélyeit tekintem át az 5.2 alfejezetben. Mivel az adósságszolgálat a költségvetési egyenlegre jelentősen kiható tényező, az 5.3-5.5 alfejezetekben a külső eladósodás és a gazdasági növekedés kapcsolatát a költségvetési egyenleg vonatkozásában vizsgálom. Az 5.6 alfejezetben röviden kitérek a csordaeffektusra, amely veszélyt jelenthet az ország adósságszolgálatán keresztül a gazdasági növekedésre. A 6. fejezetben az 5. fejezet elméleti megfontolásait illusztrálom az Európai Unió kelet-közép-európai tagállamain keresztül, s Magyarország helyzetét régiós összehasonlításban vizsgálom.

2. TŐKEPIACI LIBERALIZÁCIÓ ÉS AZ AZT BIZTOSÍTÓ SZABÁLYOZÁSOK

Az adósság típusú tőkeáramlások első formái a pápáknak, hercegeknek adott, katonai kiadások fedezését szolgáló kölcsönök voltak. A nemzetállamok 18. századi születése óta beszél a szakirodalom szuverén adósságról, ekkor a nemzetközi tőkeáramlások ezen formája – szemben a munkaerő áramlásával – teljes szabadságot élvezett. Az I. világháború idején ez a liberalizáltság eltűnt, a tőke szinte kizárólag – szövetséges – kormányok bilaterális segítségnyújtási egyezményei alapján áramlott. 1924 és 1931 között a háború utáni újjáépülő világban a tőkemobilitás szerepe ismét felértékelődött, az USA mint legnagyobb tőkeexportőr, a helyreállítás finanszírozása miatt komoly fizetésimérleg-problémákkal küzdő Németország mint jelentős tőkeimportőr jelentette a két ellenpontot. A nagy gazdasági világválság következtében a nemzetközi pénzügyi rendszerbe vetett bizalom megrendült, ezt a Nemzetközi Fizetések Bankja (Bank for International Settlements, továbbiakban BIS) létrehozásával, majd később a Bretton Woods-i rendszer megalkotásával igyekeztek helyreállítani. (OECD, 2002)

A Bretton Woods-i rendszer részeként a Nemzetközi Valutaalap (International Monetary Fund, továbbiakban IMF) kölcsönkonstrukciókkal áll 1945 óta az átmeneti fizetésimérleg-problémákkal küzdő tagországai rendelkezésére, ugyanakkor megtiltotta a tőkekontrollhoz folyamodást, amennyiben az a fizetési mérleg problémáinak orvoslására történne. Az IMF alapokmánya (Articles of Agreement) VIII. cikkelyének 2. szakasza kimondja, hogy „[...] az Alap hozzájárulása nélkül a tagok nem korlátozzák a folyó nemzetközi ügyletekkel kapcsolatos fizetéseket és átutalásokat.”¹

Stanley Fischer, 1994 és 2001 között az IMF vezérigazgató-helyettese egy, a fejlődő országok értékpapírpiaconak fejlesztéséről 1997-ben tartott konferencián ehhez kapcsolódóan az alábbi pontokat emelte ki:

- a tőkepiaci liberalizációból származó előnyök meghaladják annak költségeit
- a gazdaságpolitikának, intézményeinek, különösen a pénzügyi rendszernek felkészültnek kell lennie arra, hogy a liberalizált tőkepiacok világában működjenek
- az IMF alapokmányának kiegészítése biztosítani tudja, hogy a tőkepiaci liberalizáció megfelelően menjen végbe, minimalizálva egy elhamarkodott liberalizáció okozta gazdasági kockázatokat. (Fischer, 1997)

¹ 1982. évi 6. törvényerejű rendelet a Nemzetközi Valuta Alap alapokmányának kihirdetéséről http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=98200006.TVR&kif=nemzetk%F6zi+valuta+alap#xcel Letöltési idő: 2011. március 13.

A Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (Organisation for Economic Co-operation and Development, továbbiakban OECD) kódexe a tőkemozgások liberalizálásáról (OECD, 2010) általános rendelkezései előírják az OECD-tagországoknak, hogy a hatékony gazdasági kooperációhoz szükséges mértékben fokozatosan töröljék el az egymás közti tőkemozgásokra vonatkozó korlátozásokat, továbbá tartózkodjanak újabb korlátozások kivetésére a tőkemozgásokra és a nem-rezidensek biztosította forrásokra, és törekedjenek arra, hogy a meglévő szabályozások ne legyenek korlátozóbbak.

Az OECD (2002) tanulmányában kiemeli, hogy a tőkepiaci liberalizáció és ennek következményeként a nagyobb tőkemobilitás rövidtávon kockázatokat jelenthet a bankszektorban és költséges lehet a gazdaságnak, ugyanakkor a beáramló tőke eredményeként megnövekvő hatékonyság, nagyobb fokú pénzügyi integráció és az erősebb verseny a pénzügyi szektorban közép- és hosszú távon gazdasági növekedéshez vezet, a reálkamatlábak országok közötti kiegyenlítődése következtében a tőke globális allokációja javul, ezáltal az általános jólét növekszik.

Ugyanezen tanulmány a nemzetközi tőkeáramlások további pozitív hatásait is összegzi időtávtól függetlenül:

- a pénzügyi szektorban a külföldi tőke megjelenése alacsonyabb költségekhez és hatékonyabb működéshez vezet;
- a hazai megtakarítás pénzügyi befektetésekbe áramolhat, és nem a költségvetési hiány fedezése szívja fel;
- a kötvény- és részvénytőkepiaci integráció jobb forrásallokációt tesz lehetővé.

A tanulmány ugyanakkor feltételes pozitív hatásokat is megfogalmaz:

- a nagyobb jogbiztonsággal rendelkező országokban a nemzetközi tőkeáramlások gazdasági növekedésre gyakorolt hatása erősebb;
- a magas jövedelmű országokban segíti a gazdasági fejlődést a tőkemobilitás, míg az alacsony jövedelmű országokban lassítja azt.

3. TŐKEÁRAMLÁS-TÍPUSOK ÉS HATÁSAIK A GAZDASÁG HELYZETÉRE

A nemzetközi tőkeáramlásokat különböző szempontok mentén csoportosítja a szakirodalom, az alábbiakban két csoportosítást emelek ki, az IMF által megalkotott fizetési mérleg szerintit, illetve ennek szétválasztását adósság és nem adósság típusú tőkeáramlásokra. Dolgozatomban az utóbbi kategorizálás szerint fogom elkülöníteni a tőkeáramlásokat, azonban mivel a fizetésimérleg-statisztikákat több alkalommal is felhasználom, fontosnak tartom áttekinteni az előbbi csoportosítást is.

Az IMF által használt fizetési mérleg pénzügyi mérlegében az alábbi sorok jelennek meg:

- külföldi működőtőke-befektetések vagy közvetlen külföldi tőkebefektetések (Foreign Direct Investment, továbbiakban FDI)
- portfólió-befektetések
- egyéb befektetések
- tartalékeszközök

A Balance of Payment Manual (IMF, 1993) meghatározása szerint az FDI áramlások során egy nem rezidens befektető a társaság részvénytőkéjének vagy üzletrészenek 10%-át meghaladó hányadának birtoklásával a vállalat menedzsmentjében jelentős befolyás szerzésére törekszik. Befektetett tőkéjének hozamát növelheti az elérhető erőforrások megfelelő kihasználásával, ezért hosszabb időtávban gondolkodik, s így eltérő motivációkkal rendelkezik, mint más befektetők.

A portfólió-befektetők elsődleges preferenciája ezzel szemben a befektetett tőkéjük biztonsága, értéknövekedésének valószínűsége és az általa elérhető hozam, ennek érdekében a befektetők e köre a legkecsegtetőbb kilátással rendelkező befektetést választja, és ha találnak kedvezőbbet, átcsoportosítják tőkéjüket, ennek megfelelően döntéseiket a pénzügyi piacok rövid távú változásait követve hozzák meg. A portfólió-befektetések körébe tartoznak a hitel- és (az FDI-tól különböző) részesedési viszonyt megtestesítő értékpapírok mellett egyéb pénzügyi adósságinstrumentumok, pénzügyi derivatívák is, hiszen a szabad nemzetközi tőkeáramlás újabb és újabb pénzügyi instrumentumok fejlesztését és piaci szereplők bevonódását vonja maga után, ez a kategória folyamatos bővítését igényelte és igényli a továbbiakban is.

Az egyéb befektetések közé sorolja az IMF a „maradék” befektetéseket: kereskedelmi hiteleket, kölcsönöket, a devizaállományokat és letéteket, az IMF nyújtotta hitelkezelést felhasználását és egyéb, IMF-től kapott kölcsönöket.

A tartalékeszközök közé olyan külföldi pénzügyi eszközök tartoznak, amelyeket a monetáris hatóságok használhatnak fel különböző célokra, például mérleg-egyensúlytalanságok korrekciójára vagy a devizaárfolyamra ható devizapiaci intervenciókra. Az IMF ide sorolja az arany- és devizatartalékokat, illetve az egyéb követeléseket. (IMF, 1993)

Egy másfajta kategorizálás szerint elkülöníthetünk adósság és nem-adósság típusú tőkeáramlásokat. Ez esetben a fő csoportosító ismerv a pénzügyi eszközhöz kapcsolódó

jogosultság: az adósság típusúak esetében hitelviszonyt, a nem-adósság típusúak esetében pedig részesedési viszonyt testesít meg az értékpapír és egyéb pénzügyi instrumentum.

Komáromi (2008, p. 15) a külföldi forrásokat alkotó tőkeáramlásokat a fenti két kategorizálás alapján az alábbiak szerint (1. táblázat) foglalta össze:

1. táblázat: Tőkeáramlások csoportosítása

	Adóssággeneráló	Nem adóssággeneráló
Portfólió jellegű	kötvények, pénzpiaci eszközök	részvények
Nem portfólió jellegű	hitelek, bankbetétek, valuta	közvetlen tőke (FDI)

Forrás: Komáromi (2008, p. 15)

Komáromi (2008) megállapítja, hogy a fejlettebb tőkepiaccal rendelkező országok külső finanszírozásában nagyobb szerepet játszik az adósság típusú forrásokkal történő finanszírozás. Levezeti azt is, hogy fenntarthatósági szempontból nem a külső finanszírozás szerkezete, hanem annak volumene, dinamikája releváns.

Darvas és Simon (1999) kiemelten foglalkozik a külső finanszírozás szerkezetével. A külső forrásokat kockázatoságuk szempontjából választják szét FDI-ra és hiteltartozásokra. A szerzőpáros megállapítása szerint amennyiben a várható gazdasági növekedés viszonylag nagy, úgy érdemes a jövőbeli jövedelem terhére hitelt igénybe venni, ezáltal időben simítani a gyors növekedés hozamát. Arra figyelmeztetnek azonban, hogy a hiteltartozások esetén a kockázat nagy részét a hitelfelvevő viseli – ellentétben az FDI-áramlással, ahol a kockázat a finanszírozóé –, amennyiben tehát a növekedést nagyrészt hiteltartozásokból finanszírozza az ország, kedvezőtlen kimenet (a vártnál alacsonyabb növekedés) esetén a hitelterhek miatt a gazdaság akár rosszabb helyzetbe kerülhet, mint amilyenbe hitel felvétele nélkül került volna. Problémásnak tartják továbbá azt is, hogy a hitelnyújtó és a hitelfelvevő információs aszimmetriája miatt a hitel vissza nem fizetésétől tartó, a visszafizetés biztonságáról kevesebb információval rendelkező hitelnyújtó gazdasági helyzet-megítélése szélsőséges ingadozásokat mutathat. Ez ingadozó hitelezési hajlandóságot okozhat, amely az adós ország termelési szintjének ingadozását okozva végső soron magát a visszafizetés biztonságát teszi kérdésessé.

Reisen és Soto (2001) kimutatta, hogy a gazdasági növekedésre gyakorolt hatásukat tekintve az FDI és a részesedési portfólió-befektetés előnyösebb, mint az adósság típusú portfólió-befektetések és devizahitelek, továbbá megállapítják, hogy a devizahitel formá-

jában megtestesülő külföldi megtakarítás beáramlása csak abban az esetben járul hozzá a gazdasági növekedéshez, ha a bankrendszer kapitalizációja megfelelő.

Összefoglalva tehát: bár a gazdasági növekedésre gyakorolt hatás szempontjából az FDI és portfólió-befektetések megkülönböztetésének is fontos szerepe van, hiszen előbbi stratégiai jellegű, hosszabb távú befektetés, míg az utóbbi az ország gazdaságának kedvezőtlen alakulása esetén könnyen visszavonható, s ezáltal a gazdasági helyzetet destabilizáló tőkét jelent; vizsgálódásomat az adósság és nem-adósság típusú tőkeáramlások elkülönítése mentén folytatom. További vizsgálódásom vezérfonalának Darvas és Simon (1999), illetve Reisen és Soto (2001) azon megállapítását tekintem, mely szerint a finanszírozás fenntarthatósága szempontjából az adósság típusú tőkeáramlások nagyobb kockázati tényezőt jelentenek a gazdasági növekedésre, mint a nem-adósság típusúak (legyen az akár FDI, akár portfólió-befektetés).

4. EGY ORSZÁG KÜLSŐ POZÍCIÓJÁNAK ÉRTELMEZÉSEI

Ahhoz, hogy később az eladósodási folyamatokat összességében lássuk, ebben a fejezetben felvázolom az államadósság és külső adósság közötti eltéréseket, valamint a költségvetési egyenleg kapcsolatát a magánszektor megtakarításaival, beruházásaival, illetve a folyó fizetési mérleggel.

4.1. ÁLLAMADÓSSÁG ÉS KÜLSŐ ADÓSSÁG

Az állam mint gazdasági szereplő által felhalmozott adósságot nevezzük államadósságnak.² Az állam eladósodhat a belföldi magánszektor, illetve a külföld felé. Ilyen értelemben beszélhetünk belső és külső államadósságról, azonban a szakirodalomban kevésbé található meg ez a terminológia.³

Míg az államadósság a költségvetés adóssága, a külső adósság az ország adóssága, azaz valamennyi gazdasági szereplőjének külföldi forrásbevonását jelenti, tehát a külső adósság a külföldi államadósság és a külső magánadósság összege. Az 1. ábrán szemléltetem az összefüggéseket.

² Az államadósság angolszász elnevezései („*government debt*” vagy „*public debt*”, szó szerinti fordításban kormányzati, illetve közadósság) szemléletesebben elkülönítik azt a magánszektor külső adósságától.

³ Dolgozatomban a továbbiakban többször élek az államadósság ilyen alkategóriákra való megbontásával az egyszerűbb kezelhetőség érdekében, ezekre az esetekre kivétel nélkül a fenti elkülönítés értendő.

	Külső adósság	
Belső államadósság	Külső államadósság	Külső magánadósság
Államadósság		

1. ábra: A külső adósság és az államadósság tartalma

Forrás: saját összegzés

Mind az államadósság, mind a külső adósság komponenseire érvényes, hogy adósságszolgálati kötelezettséget vonnak maguk után, amely kamatfizetésre és tőketörlesztésre bontható.⁴

Egy ország államadóssága és külső adóssága közötti korreláció nem feltétlenül pozitív, s a magas államadósság korántsem jár együtt törvényszerűen gazdasági nehézségekkel. A magas államadóssággal, ám viszonylag alacsony külső adóssággal rendelkező országok tipikus példája Japán. A Japán államadósság a GDP 195%-a volt 2008-ban,⁵ míg a külső adósság ugyanekkor annak mindössze 43%-a⁶ volt. (Összehasonlításképpen, a kelet-közép-európai országok átlagos GDP arányos külső adóssága 72% volt.⁷) Ebből könnyen levezethető, hogy a japán államadósság fő finanszírozási forrása a belső megtakarítások állománya. A magánszféra valóban jelentős megtakarításokkal rendelkezik: Japán bruttó megtakarítási rátája az elmúlt 20 évben 10-15 százalékponttal meghaladta mind a fejlett országok, mind a kelet-közép-európai országok átlagos megtakarítási rátáját (lásd a melléklet 5. ábráját).

Dolgozatomban alapvetően a nemzetközi adósság típusú tőkeáramlásokra koncentrálok, így a belső államadóssággal csak közvetve foglalkozom a továbbiakban.

4.2. KÜLFÖLDI MAGÁNADÓSSÁG

Az előbbiekben láttuk, hogy a külső adósság egy része a magánszektor külföldi adóssága. A vállalati szektor és a lakosság külföldi hitelfelvételei, illetve a vállalatok devizában denominált kötvénykibocsátásai ugyanúgy kockázatot jelentenek a gazdaságra nézve, mint a külső adósság közszektor által felhalmozott része.

⁴ A magánadósság terminológiájában törlesztésről, törlesztőrészletről beszélünk, míg az adósságszolgálat jellemzően az államadóssághoz kapcsolódó fogalom, ám közgazdaságtani-pénzügyi értelemben a kettőt ugyanolyan jellegű pénzáramlások alkotják.

⁵ Az IMF World Economic Outlook adatbázisa alapján

⁶ A Japán Pénzügyminisztérium adatai alapján

⁷ EBRD adatai alapján

A lakossági devizahitelezés 2000-es évek eleji fellendülésével kapcsolatban Kálmán (2006) több veszélyre is felhívta a figyelmet. A devizahitelek legfőbb kockázata az árfolyamkockázat, ugyanis amennyiben jelentősen leértékelődik a hazai valuta azzal a valutával szemben, amelyben a hitel felvétele történt, a hitel törlesztőrészletei olyan mértékűre nőhetnek, amelyet a hitelfelvevő kifizetett költségvetési-likviditási korlátja⁸ már nem bír el. A hitelfelvevők kiszolgáltatottságának legfőbb okozója az, hogy a lakosság (így a potenciális és tényleges hitelfelvevők) pénzügyi kultúrája kevésbé fejlett, még a gazdaságilag fejlettebb országokban is igen alacsony a kockázati tudatosság. A hazainál esetlegesen alacsonyabb devizakamatok vonzóvá teszik a devizahitelt, és a hitelszerződés aláírásakor az adósok közül sokan nem számolnak azzal, hogy az árfolyamváltozás a törlesztőrészleteket volatilisrá teszi. Árfolyamsokk esetén továbbá megnő a hitel/fedezet arány, amely a bankokra nézve fenyegető, hiszen az esetlegesen megugró törlesztőrészleteket fizetni nem tudó hitelfelvevő által a szerződés aláírásakor biztosított fedezet értéke relatív értelemben leértékelődik a hitel megnövekedett értékéhez képest, ezáltal előfordulhat, hogy a bank hitelezési veszteségei nőnek. Kálmán (2006) mint „fertőzési hatást”⁹ említi, azonban a lakossági hitelezési előzményektől függetlenül is veszélyes, ha a belföldre termelő kis- és középvállalkozások devizahitelt vesznek fel, ezzel nyitott devizapozícióba kerülnek (azaz a hitel fedezetlen, hiszen nincsen vagy csak elenyésző devizabevételük van), ezáltal a gazdasági sokkokra való érzékenységük jelentősen megnövekszik.

A fenti tanulmány 2006-ban íródott, ám utólag láthatjuk, hogy következtetései helytállóak voltak. A gazdasági válság 2008 végi kipattanása után az óvatlan magyarországi devizahiteleseket, akik a hitelszerződés aláírásakor kevésbé foglalkoztak az árfolyamkockázattal, a forint euróval és svájci frankkal szembeni nagymértékű leértékelődése igen érzékenyen érintette. A devizahitelek jelentős része a bankok könyvviteli megfontolásai mellett a kormányzat intézkedései miatt sem vált nem teljesítővé. A kormányzat többek között törvényileg maximálta a hitel-fedezet értékeket, a tisztán fedezet alapú hitelezés helyett kötelezővé tette a jövedelemfüggő hitelezhetőség vizsgálatát is, majd 2010 augusztusától lényegében betiltotta a devizahitelezést azzal, hogy tilos volt zálogjogot bejegyezni devizaalapú hitel fedezetéül szolgáló ingatlanra. A tilalmat azóta feloldották, ugyanakkor a 2010 februárja óta tartó kilakoltatási mo-

⁸ A kifizetett költségvetési-likviditási korlát úgy értendő, hogy a hitelfelvevő akkora összegű hitelt vesz fel, amelynek a hitel felvételekor érvényes árfolyamon számított törlesztőrészletét még éppen ki tudja gazdálkodni, azonban egy jelentős árfolyamsokk esetén a megnövekedett törlesztőrészlet már meghaladja ezt a korlátot.

⁹ „Fertőzési hatásnak” nevezi Kálmán (2006) azt a jelenséget, hogy a kis- és középvállalkozások tulajdonosai hajlamosabbak devizahitelt felvenni, ha már magánszemélyként megtették.

ratóriumot a napokban további három hónapra meghosszabbították. A 2008 óta jelentősen megcsappant devizahitel-kereslet (2008 elején az új hitelszerződések több mint 80%-a devizaalapú volt, míg 2010 közepén ez az arány már csak 5%-ot tett ki) korrekciója lassan elkezdődött, de felfutása bizonytalan. (Magyar Nemzeti Bank, 2010)

5. A KÜLSŐ ADÓSSÁG ÉS A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS KAPCSOLATA

5.1. AZ ÁLLAM KÜLSŐ ELADÓSODÁSÁNAK HATÁSA A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉSRE

Tegyük fel, hogy az állam csökkenti a magánszektorra nehezedő adóterheket. Ez bevételkieséssel jár, amely az állami kiadások csökkentésének hiányában növeli az államháztartási deficitet, amely végül az államadósság növekedésében csapódik le, amelyet újabb állampapírokkal finanszíroz a kormány. Zárt gazdaságban (tehát az államadósságot teljes egészében a belföldi magánszektor finanszírozza) az intézkedés kétféleképpen hat a magánszektorra:

- az adócsökkentés növeli a magánszektor rendelkezésre álló jövedelmét
- az újonnan kibocsátott állampapírok forrást vonnak el az azokat megvásárlóktól, akiknek így csökken a rendelkezésre álló jövedelmük.

A két hatás eredőjeként az aggregált rendelkezésre álló jövedelem és így az aggregált kereslet nem változik, tehát az ország GDP-jére nincs kihatással a fenti intézkedés.¹⁰

Amennyiben azonban feloldjuk a zárt gazdaságra vonatkozó feltevést, és feltételezzük, hogy az államadósság egy részét külföld finanszírozza, adott időszakban a belföldi rendelkezésre álló jövedelem növekményének eredményeképpen növekszik az aggregált kereslet, azaz a GDP is magasabb lesz az adott időszakban. A folyamat ellenkezőjét megvizsgálva azonban arra a következtetésre jutunk, hogy a kormány az államadósságot csökkentő intézkedésével – legyen az akár adóemelés, akár a költségvetés kiadásoldali csökkentése – a külföld rendelkezésre álló jövedelmét növeli, míg a hazai aggregált kereslet szűkül.

A fenti leegyszerűsített modell azt sugallhatná, hogy a gazdaság stimulálása érdekében érdemes az államadósságot korlátlanul növelni. Noha az államadósság gazdaság-bővítő célú növelésére volt már példa (gondoljunk a Kádár-rendszer adósságpolitikájára), azonban az egy időszakos modellben sikeresnek tűnő fiskális politika több időszakon ke-

¹⁰ Lényegében ez magyarázza azt, hogy a korábban említett Japán nagyrészt belföldi megtakarításokból finanszírozott államadósságának magas szintje nem veszélyezteti jelentősen az ország gazdasági növekedését.

resztül fenntarthatatlan, hiszen a növekvő államadósság egyre növekvő adósságszolgálatot von maga után, ezáltal az ország adósságdinamikája könnyen explozív válnak.

Az explozív adósságdinamikához kapcsolódóan meg kell említeni a generációk közötti jövedelem- és vagyonátcsoportosítást. A mikroökonómia az intertemporális választások két időszakos modelljével ragadja meg a fogyasztó azon döntését, hogy a jelenben fogyaszt, vagy fogyasztását a következő időszakra halasztja, amikor a megtakarításáért járó „jutalmat”, a kamatot is elfogyaszthatja. A kormány eladósodása is egyfajta intertemporális választásként fogható fel: a jelen fogyasztás előnyben részesítése esetén eladósodik (így a jelenbeli generáció jólétét növeli), amelynek „büntetése”, a kamat a jövőbeli fogyasztást, így a jövőbeli generáció jólétét csökkenti. A jelenbeli és jövőbeli generációk jóléte közötti választás súlyos és a gazdasági szereplők sokaságára kiható döntés.

Mielőtt azonban megrónánk egy kormányt a jövőbeli generációk „megrövidítése” miatt, tekintsünk egy recesszióból kilábalni igyekvő gazdaságot. A lakosság megijed a romló körülményektől, s mivel nem tudja, hogy hol van a recesszió alja, igyekszik felkészülni arra, hogy a helyzet még kedvezőtlenebbé válik: visszafogja fogyasztását és növeli megtakarításait. A vállalatok nem indítanak be új projekteket, egyrészt a bizonytalanság miatt megemelkedett kamatszint miatt, másrészt mert a bankok óvatos hitelezése miatt nem jutnak hitelhez. A be nem indult projektekre szánt önerő a vállalatoknál marad, akik így a gazdaság növekedését elősegítő nettó beruházó pozíció helyett nettó megtakarító pozícióba helyezkednek. A belső fogyasztás és beruházás szűkülése lefelé ívelő spirálba sodorhatja a gazdaságot. A gazdaság e kedvezőtlen patthelyzetét (az ún. likviditási csapdát) a kormányzat lehet képes feloldani azzal, hogy külső forrást von be külföldről, és a gazdaságba juttatja fogyasztás- és beruházásélénkítő intézkedésekkel. Ennek szellemében a megnövekedett államadósság és a fizetendő adósságszolgálat tekinthető a recesszióból való kilábalás költségének, amely nemcsak a jelenbeli, de a jövőbeli generációk jólétét is növeli, hiszen a mély depresszió hosszú évekig elhúzódhatna kormányzati beavatkozás nélkül.¹¹

¹¹ A kormányzat gazdaságélénkítésének egyik változata a Keynes nevéhez köthető (néhány neves közgazdász – Barro, Mankiw – által vitatott) fiskális stimulus, amelynek alapjain nyugvó New Deal az 1929-1933-as nagy gazdasági világválság mély recessziójából emelte ki az Egyesült Államokat.

5.2. AZ ADÓSSÁGSZOLGÁLAT ÉS A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS KAPCSOLATA

Az előző pontban megállapítottam, hogy a külső forrásbevonás bővíti az ország gazdasági lehetőségeit, így megteremti a gazdasági növekedés elvi feltételeit, azonban szót ejtettem arról is, hogy az explozív államadósság-dinamika nagyarányú külső forrás bevonása mellett veszélyes lehet a gazdaságra nézve. A következőkben ezért az állam államadóssághoz kapcsolódó folyó terhének, az adósságszolgálatnak gazdasági növekedésre gyakorolt hatását tekintem át.

Az államadósság után fizetendő teljes adósságszolgálat az esedékes tőketörlesztésből és kamatfizetésből áll. Az adósságszolgálat tényleges folyó terhe ennél kisebb lehet, sőt kizárólag a kamatfizetésre redukálódhat, amennyiben az állam folyamatosan megújítja adósságát („továbbgörgeti”, tehát a lejáró adósságot újabb állampapírok kibocsátásából fedezi). Az adósságszolgálat relatív folyó terhe a tényleges folyó teher a GDP százalékában. Oblath (1992b) ezt a mutatót a gazdasági növekedéshez viszonyítja, és megállapítja, hogy az államadósság hosszú távon akkor fenntartható, ha az adósságszolgálat relatív folyó terhe nem haladja meg a gazdasági növekedést.

Az adósságszolgálat átmenetileg magas szintje azonban nem feltétlenül hátrányos a gazdaságra nézve. Az adósságszolgálati teher hirtelen megugrásának oka lehet, hogy a kormány a meglévő adósságot nagymértékben csökkenti, tehát ezekben az években az adósságszolgálat növekedését annak tőketörlesztési komponense okozza. Egy ilyen lépés után a GDP-arányos adósságszolgálat jellemzően csökkenő pályára áll az alacsonyabb fennálló adósságra fizetendő alacsonyabb kamatok révén. A hosszú távon magas adósságszolgálat azonban hosszú távon von el forrást a gazdaságtól, így természetesen ebben az esetben releváns Oblath fenti megállapítása.

Exogén külső sokkok esetén bizonytalanná válhat az adósságszolgálat teljesítésének biztonsága, súlyosabb esetben államcsőd fenyegethet. Az esedékes adósságszolgálatot fizetni nem képes (átmenetileg fizetéseképtelen) állam különböző formában kaphat hitelezőtől vagy a nemzetközi szervezetektől segítséget: az adósság egy részének vagy teljes egészének elengedése, az adósságszolgálat átütemezése vagy a nemzetközi szervezetek által nyújtott hitelek révén. Magyarországon az 1990-es évek első felében szakmai és politikai fórumokon is folyt vita arról, hogy folyamodjunk-e az adósságterhek enyhítéshez, Magyarország ezt elkerülte akkor, néhány régiós társával ellentétben (az 1980-as évek elején Lengyelország és Románia adósságszolgálatának egyoldalú felfüggesztésére kényszerült).

Az 1980-as években adósságválság söpört végig a fejlődő országok egy részén. Az Egyesült Államok 1979-ben antiinflációs gazdaságpolitikát alkalmazott, amelynek eredményeképpen a

dollárkamatláb emelkedett. A kiterjedt, dollárban denominált adóssággal rendelkező feltörekvő országok adósságszolgálatára hirtelen megugrott. Az adósságszolgálatnak az érintett gazdaságokra nehezedő reálterhét tovább fokozta a dollár felértékelődése. A helyzetet súlyosbította a nyersanyagárak összeomlása, amely a feltörekvő országok cserearányát rontotta.¹² 1982 augusztusában Mexikó deklarálta, hogy nem tudja teljesíteni az esedékes adósságszolgálatát. Ez nem csupán Mexikóra volt kihatással, hanem az egész latin-amerikai térségre (különösen Argentínára, Brazíliára és Chilére), mert a külföldi befektetők a kockázatnak való kitettségük csökkentése érdekében újabb forrásokat nem bocsátottak a térség országainak rendelkezésére, valamint a korábbi hitelek visszafizetését sürgették. A már egyébként sem kedvező helyzetet tovább nehezítette a külső forrás elapadása és a meglévő adósság törlesztési kényszere (előbbi az adósság görgetésének lehetőségétől fosztotta meg az országokat, utóbbi az adósságszolgálati kötelezettségük növekedését eredményezte a teljes tőketörlesztés követelése által). A fejlődő országok erősen lassuló gazdasági növekedéssel, sőt néhány esetben recesszióval szembesültek, s 1986 végén már világszerte több mint 40 ország külső finanszírozási problémákkal küzdött. A kialakult helyzet végül 1989-ben enyhült, amikor az Egyesült Államok – tartva attól, hogy déli szomszédjainál a gazdasági problémák politikai instabilitásba torkollnak – bevezette a lent bemutatásra kerülő Brady-tervet, amelynek fő elemeként a térségnek hitelező bankjait az érintett országok adósságterheinek csökkentésére utasította. Ennek következtében 1990-ben Mexikó adósságának 12% százalékos csökkentését érte el, majd 1992-ben – több ország után – Brazília és Argentína is újratárgyalhatták adósságfeltételeiket. (Krugman-Obstfeld, 2009, p. 634.)

Az adósságválságok kezelésére, megelőzésére az idők folyamán különböző intézkedésekkel, intézkedéscsomagokkal törekedtek a hitelezői pozícióban lévő fejlett országok a nehézségekkel küzdő gazdaságok stabilizálása érdekében. Az 1989-es Brady-terv hangsúlyos jellemzője volt, hogy az átütemezés mellett az adósság egy részének elengedésével stimulálja a gazdasági növekedést. A Brady-terv eszközei a következők voltak (Árva, 1995):

- az adósság alacsony kamatozása, hosszú lejáratú államkötvényekre való cseréje (adósságátütemezés)
- az adósság csökkentett értéken való visszavásárlása (ez lényegében az intézkedéscsomag adósságelengedési eleme)
- kötvénycsere, kiegészítve a hitelező bank új hitelek nyújtására vonatkozó vállalásával (megakadályozandó, hogy az adós ország ismét a külső források elapadásával szembesüljön)

¹² A feltörekvő országok exportjának jelentős részét nyersanyagok tették ki, s az exportárak és importárak hányadosaként definiált cserearány-mutatóikat lefelé nyomta a nyersanyagárak (tehát jelen esetben exportárak) zuhanása.

- részvényadósság-csere, amelynek keretében az állam gyakorlatilag visszavásárolta kötvényeit a tulajdonában lévő vállalati részvényekkel, amelyet adóssága fejében a hitelezők rendelkezésére bocsátott

Érdekes jelenbeli párhuzam, hogy a Brady-tervnek a latin-amerikai adósságválság kezelésében játszott eredményességét ismerve, az IMF, az Európai Unió és az Európai Központi Bank azon dolgozik, hogy Görögország államadósságának kétharmadát a Brady-terv szellemében „frissítsék fel” („re-profiling”) 2011 végéig. (Reuters, 2011)

Az előbbiek alapján láthatjuk tehát, hogy az államadósság terhének éves leképeződése az adósságszolgálat, amely közvetlenül érinti az államháztartási egyenleget. Az 5.3 és 5.4 pontokban a költségvetési egyenleget ezen hatás megragadása érdekében elemzem.

5.3. A KÖLTSÉGVETÉSI DEFICIT FINANSZÍROZÁSI FORMÁI

A költségvetés bevételeinek és kiadásainak különbségeként felírható költségvetési egyenleget, amennyiben az deficit, nem kizárólag újabb államadósság (legyen az akár külső, akár belső) felvételével lehet finanszírozni. Az államháztartási hiány finanszírozási formáit és az egyes lehetőségekhez kapcsolódó veszélyeket a 2. táblázatban foglalom össze.

2. táblázat: Az államháztartási hiány finanszírozási formái

Finanszírozási forma	Veszély
seignorage	magas infláció
devizatartalékok felhasználása	valutaválság
belső eladósodás	kiszorító hatás, explozív adósságdinamika
külső eladósodás	adósságválság

Forrás: Ficher és Easterly (1990) nyomán

Oblath (1992b) magyarországi vonatkozásban megemlíti az állami vagyontárgyak eladását (azaz a privatizációt) is, ezt azonban egy másik tanulmányában (Oblath, 1996) mint a külföldi adósságszolgálat teljesítéséhez szükséges forrást (és így mint költségvetési hiányt finanszírozó forrást) a hazai fiskális, illetve makrogazdasági politikára semlegesnek ítéli meg (hiszen devizabevétel keletkezik). A továbbiakban a privatizációs bevételektől eltekintek, mert rendkívüli tételként – bár egyes országok esetén bizonyos időszakban igen jelentős volt a hatásuk – a gazdaság általános mechanizmusai megragadásához sürgősen szükségesnek (mi több, zavaróak).

Dolgozatom témájához nem kapcsolódik szorosan az államháztartási hiány seignorage-ból való finanszírozása, így ahelyett, hogy külön kitérnék a mechanizmusra, amely a nominális pénzmennyiség növekedésétől a hiperinflációig vezet, röviden ismertetem Bolívia példáját, amely 1984 áprilisa és 1985 szeptembere között hiperinflációt élt át.¹³ Az ország belső gazdasági helyzete nehézségekkel küzdött: az infláció már 1982 végén is 300%-os éves szinten volt, emellett reálgazdasági csökkenéssel kellett szembe néznie az 1982-ben kormányt alakító Siles Suazónak. A nehéz helyzetet fokozta, hogy a baloldali koalíciós partner a közsférabeli foglalkoztatottság és a bérek, valamint a szociális kiadások növelését követelte, az ezekhez szükséges stabilizációs intézkedések azonban társadalmi és politikai ellenállásba ütköztek. A külső forrás bevonása gyakorlatilag lehetetlenné vált a romló nemzetközi gazdasági környezetben, a magas nemzetközi kamatlábak a már meglévő adósság terheit még súlyosabbá tette, ezt a kormány seignorage-zsal próbálta enyhíteni, s egyidejűleg eleget tenni a külföldi adósságszolgálatnak. A nettó külföldi erőforrástranszfer¹⁴ negatívba fordulásával a seignorage egyre nagyobb volumenű lett, az így megnövekedett nominális pénzmennyiség pedig a monetáris politikai elméletnek megfelelően az infláció gyorsulásához vezetett. A romló inflációs környezet az ország adórendszerének összeomlásához vezetett, ennek következtében az államháztartás bevételei meredeken zuhantak, s bár az inflációs folyamatot beindító seignoragenak okot adó külföldi adósságszolgálatot csaknem nulla közeli szintre sikerült lecsökkenteni, 1985 közepén a hiperinfláció 60 000%-os éves szinten tetőzött. (Sachs, 1987)

5.4. KISZORÍTÁSI HATÁS

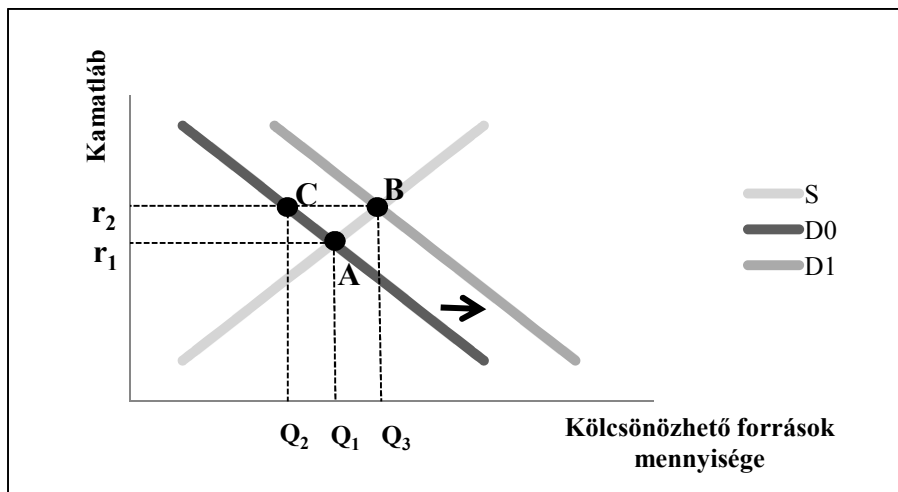
Az 5.1 és 5.2 pontok elemzési keretét az adta, hogy a belföldi gazdasági szereplők közül csupán az állam lépett fel mint külsőforrás-bevonó, a magánszektor csak az állammal került interakcióba. A következőkben tágítom ezt a keretet, eszerint nem pusztán a kormányzat, hanem az egyes magánszereplők is eladósodhatnak külföld felé, tehát itt már relevánssá válik a külső adósság és az államadósság megkülönböztetése. Az 5.3 pontban láttuk, hogy a költségvetési deficit finanszírozása négy forrásból történhet, az ott felsoroltak közül a következőkben a belső és külső eladósodás kapcsolatával foglalkozom.

Zárt gazdaságban a kölcsönözhető források piacán kialakuló egyensúlyt a kölcsönözhető források kereslete és kínálata határozza meg. A megtakarítási hajlandóság (így a megtakarítások „mennyisége”) magas kamatláb mellett nagyobb, ugyanakkor magasabb

¹³ Kelet-Közép-Európában is találkozhatunk hiperinflációval: például Magyarország a II. világháború végén, Lengyelország pedig a rendszerváltás idején nézett szembe e teherrel. Ennek ellenére Bolíviát választottam szemléltetésként, mert az előbbi két esetben a seignorage mellett olyan speciális tényezők is inflációerjesztő hatásúak voltak, mint a háború okozta nehéz gazdasági helyzet vagy a rendszerváltás-kori liberalizáció.

¹⁴ A negatív nettó erőforrástranszfer a kamatfizetés nélküli folyó fizetési mérleg passzívuma (Oblath, 1992a)

kamatszint mellett kevesebb beruházás valósul meg, tehát a beruházási célú források keresett mennyisége alacsonyabb lesz (az egyes beruházások pénzsükségelele ugyanis akkor válik tényleges keresletté a kölcsönözhető források piacán, ha a beruházás hozama legalább akkora, mint a kölcsönözhető források piacán kialakult kamatláb). A 2. ábrán látható A egyensúlyi pontban Q_1 mennyiségű forrás kerül a megtakarítóktól a befektetőkhez r_1 kamatszint mellett. Ha azonban a költségvetési deficit finanszírozása céljából a kormány keresletoldalon belép a piacra ($Q_3 - Q_2$) keresett mennyiséggel, a keresleti görbe kitolódik. A kamatszint ezáltal r_2 -re emelkedik, amely mellett a magánberuházások mennyisége lecsökken Q_1 -ről Q_2 -re. Az állami hitelkereslet ilyen módon leszűkíti a beruházások nagyságát, mintegy kiszorítva a magánberuházásokat a piacról, ezért ezt a jelenséget a kormányzat kiszorítási hatásának¹⁵ nevezzük.



2. ábra: A kölcsönözhető források piaca
 Forrás: Krugman-Wells-Graddy (2008, p.647)

Amennyiben tehát a kormány a költségvetési deficitet belső adósságból finanszírozza, mérséklődnek a beruházások, és attól függően, hogy a kormány mennyire hatékonyan használja az így megszerzett többletforrást, csökkentheti, növelheti vagy akár szinten is tarthatja a kiszorítási hatás a gazdasági növekedést. Feltételezve, hogy a kormányzat kevésbé hatékonyan használja ki a rendelkezésre álló forrásokat (például a bürokrácia vagy a korrupció miatt), mint a magánszféra, amely profitorientált, a termelékenység csökkenésével az ország GDP-je és növekedési kilátásai is szűkülnek.

Míg zárt gazdaságban a magánberuházások megvalósításához nem áll rendelkezésre pótlólagos forrás, addig nyitott gazdaságban a magánszektor külföldről vonhatja be a szükséges tőkét, így a kiszorítás annyiban érvényesül, hogy a belföldi kölcsönözhető pén-

¹⁵ Az angolszász szakirodalomban használt „crowding out” szó szerinti fordítása.

zek piacáról szorítja ki a külföldi kölcsönözhető források piacára a befektetésük megvalósításához forrást igénylő magánszférát, így lényegében adósságkonverzió történik, hiszen az állam belső adósságának növekedése végül a magánszektor külföldi forrásbevonásán keresztül az ország külső adósságát növeli.

Az adósságkonverzió veszélyeket rejthet, mert fizetéseképtelenség idején eltérő a külföldi magánadósság és a külső államadósság kezelése. Egy adósságválság közelébe sodródott ország adósságszolgálatára – az elmúlt évtizedek tapasztalata alapján – újratárgyalásra kerül (ellenkező esetben az államcsőd a szorosan összefonódott nemzetgazdaságok sorában indítana be láncfolyamatokat), az ország gazdasága pedig az enyhülő adósságnomásnak köszönhetően lendületre kaphat. A magánszektor fizetéseképtelensége esetén ugyanakkor jellemzően a hazai bankok (amelyek közvetítik a hiteleket) hitelezési veszteséget szenvednek el, ezáltal csökken hitelnyújtási képességük, s az így elmaradt beruházások csökkentik a gazdasági növekedést.

A 2. ábrát tekinthetjük a nemzetközi kölcsönözhető források piacának is. Mivel tudjuk, hogy a nemzetközi tőkeáramlások nagyfokú integrációja mellett hosszú távon a reálkamatlábak kiegyenlítődnek (ugyanis a nemzetközi Fisher-hatás értelmében a nominális kamatszintek különbségei az eltérő inflációs várakozásokat tükrözik), ezért a függőleges tengelyen ebben az esetben a nemzetközi reálkamatlábát ábrázoljuk. Ekkor a megtakarítások kínálatában a hazai és a nemzetközi megtakarítások összege, a keresleti oldalon pedig mind a hazai, mind a külföldi beruházások finanszírozási igénye megjelenik.

Ez esetben egyrészt megállapítható, hogy míg a belföldi kölcsönözhető pénzek piacán a kormány kihatással volt a piacon érvényes kamatszintre, nemzetközi viszonylatban egy kis, nyitott gazdaság minden szereplője, így a kormány is „árelfogadó”, azaz a kölcsönözhető források árára, vagyis a reálkamatszintre nem bír befolyással. Másrészt az is megállapítható, hogy a nemzetközi kölcsönforrások piacán egy kis, nyitott gazdaság kereslete csekély töredéke az aggregált keresletnek, tehát a nemzetgazdaság léptékével mérve gyakorlatilag korlátlan forráshoz juthat a nemzetközi piacon. A kelet-közép-európai országokra vonatkozó empirikus megfigyeléseink azonban nem támasztják egyértelműen ezt a felvetést: az elmélet szerint hosszú távon a reálkamatlábak kiegyenlítődnek, ezzel szemben nem csupán mértékük volt különböző Magyarországon, Szlovákiában és Cseh-

országban, de sok esetben még csak nem is mozogtak együtt (lásd a melléklet 6. ábráját).¹⁶

5.5. A NEMZETI SZÁMLÁK ÖSSZEFÜGGÉSEI

A gazdasági növekedés és az államadósság fiskális politikai aspektusát világítja meg Reinhart és Rogoff (2010): a magas adósságszolgálat miatt a kormány adónövelésre és a kormányzati kiadások csökkentésére kényszerül, amely gazdasági visszaesést eredményez a lakosság szűkülő fogyasztása, a csökkenő termelés és az elmaradt beruházások miatt. Ennek elméleti alapját és az egyes gazdasági szereplők interakcióit ebben a pontban a nemzeti számlák jól ismert azonosságából kiindulva formalizálom:

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (5.1)$$

ahol Y az összjövedelem, C a magánszektor fogyasztása, I a magánszektor beruházása, G a kormányzati kiadás, X az ország exportja és M az importja.

Nyitott gazdaságban a nemzeti megtakarítás (S) a beruházás és a nettó export ($X - M$) összege:

$$S = I + (X - M) \quad (5.2)$$

Ezt átrendezve és felhasználva, hogy $S = (Y - T - C) + (T - G) = S_p + S_g$, ahol S_g a kormányzat megtakarítása (azaz a költségvetési többlet vagy hiány – utóbbi esetben természetesen negatív a kormányzati megtakarítás), S_p a magánszektor megtakarítása, T egyrészt a kormányzat (adó)bevétele, másrészt a magánszektor adófizetési kötelezettsége, az alábbi azonosságot kapjuk:

$$I = S_g + S_p + (M - X) \quad (5.3)$$

ahol $(M - X)$ a nettó külföldi tőkebeáramlás, amelyet KI -vel jelölünk. (Krugman-Wells-Graddy, 2008, pp. 641-642.)

Ebből látszik, hogy a beruházás nyitott országban finanszírozható költségvetési többletből, magánmegtakarításokból vagy a nettó beáramló tőkéből. Amennyiben a költségvetés deficitese, úgy a hiányt a gazdasági növekedést szolgáló beruházások szinten tartása érdekében az egyenlet alapján vagy a magánmegtakarítások, vagy a nettó beáramló tőke növekedésének (azaz a folyó fizetési mérleg egyenlegének csökkenésének) kell el-

¹⁶ A gyakorlat nemcsak a kelet-közép-európai országokban nem igazolja az elméletet: a Melléklet M2. ábrája Németország, Nagy-Britannia és az Egyesült Államok reálkamatlábait mutatja, amelyek együttmozgása némileg erősebb, de ugyanúgy több százalékpontos eltérés van közöttük, mint Csehország, Magyarország és Szlovákia reálkamatai között.

lensúlyoznia. Erre gyakorlati például Németország és az Egyesült Államok esetét ismertetem.

A mellékletben szereplő 8. ábra tanúsága szerint 2001 és 2008 között mind Németország, mind az Egyesült Államok költségvetése deficitese volt. Az USA folyó fizetési mérlegének deficitje átlagosan 5% volt, míg Németország folyó fizetési mérlege a teljes időszakban többletet ért el (ismeretes, hogy Németország nettó tőkeexportőr). A (5.3) egyenlet alapján azt várjuk, hogy Németország magas megtakarítási rátája teszi lehetővé a nettó tőkekiáramlást, továbbá ha a két ország beruházási szintje nem tér el jelentősen, Németország megtakarítási rátája meghaladja az Egyesült Államok megtakarítási rátáját. A melléklet 9. ábrája szemlélteti, hogy a nemzeti számlák azonosságából levezett (5.3) egyenletre alapozott feltételezéseinket jól tükrözi a valóság: a német megtakarítási ráta átlagosan megközelítőleg 7 százalékponttal magasabb, mint az amerikai.

Összegezve a fentieket: a nemzeti számlák egyenleteiből kiolvashatóak a gazdasági szereplők interakciójára vonatkozó összefüggések, amelyek kiindulópontként szolgálhatnak arra, hogy az államadósság szolgálatát is magában foglaló költségvetési pozíció milyen hatással lehet a gazdasági növekedésre. Az összefüggések láttatni engedik továbbá azt is, hogy sem a belföldi magánszektorok pozíciója, sem az államháztartás pozíciója nem értelmezhető önmagában, mindig a külső pozíció tekintetében kell foglalkozni vele. (Surányi, 2010)

5.6. CSORDAEFFEKTUS

Kis, nyitott ország esetén a gazdaságpolitikai célok elérése érdekében a gazdaságpolitika eszközei csak a külföldi gazdasági szereplők viselkedésére gyakorolt hatásának mérlegelése mellett használhatók. Dolgozatomnak nem célja ezeknek az eszközöknek, illetve hatásmechanizmusaiknak részletes ismertetése, ehelyett a kormányt (annak fiskális politikáját) elsősorban mint költségvetési hiányt létrehozó és így mint adósságfelhalmozó és forrásfelszívó gazdasági szereplőt tekintem. Ennek megfelelően nem tértem ki közvetlenül a monetáris politikára, mint kamatszintet meghatározó tényezőre, a monetáris transzmisszió mechanizmusára (annak ellenére, hogy tisztában vagyok azzal, hogy a jegybanki kamatdöntés milyen kihatással lehet az ország nettó tőkebeáramlására, így az árfolyamokra és a folyó fizetési mérlegre is). Tettem ezt azért, mert a gazdaságpolitika (főként a monetáris politika) kis, nyitott gazdaságban legnagyobb igyekezete ellenére sem képes tartósan és jelentősen befolyásolni az országba be- és kiáramló nemzetközi

tőkét; a legjobb, amit tehet, a gazdaság adott körülmények melletti hosszú távú stabilitásának elérése és fenntartása.

Az ország gazdaságpolitikájának hatása a tőkeáramlásokra – főként kis, nyitott gazdaságokban – korlátozott, mivel az ország külföldi piaci megítélésétől függően csak olyan mértékben vehet igénybe külföldi forrásokat az ország, amilyen mértékig a külföldi befektetők és más szereplők hajlandók finanszírozni a gazdaságot. Egy-egy gazdaság, illetve annak pénzügyi eszközei mint befektetési lehetőségek piaci megítélése pedig nem feltétlenül tükrözi annak valós helyzetét, hiszen az ún. csordahatás vagy csordaeffektus következtében a piaci érték több-kevesebb időre nagymértékben is elszakadhat a fundamentumoktól,¹⁷ majd az önbeteljesítő várakozásoknak megfelelően idővel a piaci érték válhat a valós értékkel, tehát ha nehéz helyzetűnek találunk egy országot, később valóban gazdasági problémákkal fog küszködni. Egy sebezhető bankszektoral rendelkező országban például elégséges piaci mélység és felügyeleti szervezetek hiányában a magas külső adósság – különösen a rövid lejáratú megtestesülése – kockázatokat hordoz magában: a csordaeffektus miatt egy ország külső megítélésnek romlása nagy mennyiségű, hirtelen tőkevisszavonással járhat, amely esetlegesen bankcsődöt, a helyi hitelcsatornák működésképtelenné válását okozhatja (Calvo, 1998), végső soron a gazdaság stabilitása is meginoghat, ami később veszélyeztetheti az adósságszolgálat biztonságát.

6. A KELET-KÖZÉP-EURÓPAI UNIÓS TAGÁLLAMOK GAZDASÁGI NÖVEKEDÉSÉRE HATÓ TÉNYEZŐK

Az eladósodás és a gazdasági növekedés elméletének tárgyalása után a következőkben annak empirikus vonatkozásait igyekszem megragadni. A vizsgálat menete az 5. fejezet szerkezetét követi nagy vonalakban, ennek megfelelően a gazdasági növekedés és az államadósság, illetve külső adósság kapcsolatának számszerűsítése után az adósságszolgálat fenntarthatóságát tanulmányozom. Végül egy-egy ország külső és belső egyensúlyát vizsgálom a nemzeti számláik alapján.

6.1. A VIZSGÁLT ORSZÁGOK ÉS A VIZSGÁLT IDŐSZAK KIVÁLASZTÁSA

A vizsgált országok köre a kelet-közép-európai régió azon országai, amelyek az Európai Unió tagjai (2004, illetve 2007 óta). Ezzel a választással viszonylag homogén országcsoporthoz tartozom, kizárva többek között azokat az országokat, amelyek háború sújtott (délszláv országok). Az országok viszonylagos homogenitását az is

¹⁷ A korábban említett Darvas és Simon (1999) a fenti problémát az információs aszimmetria felől közelítve tárgyalja.

biztosítja, hogy az uniós szabályozások átvételére kell törekedniük. A vizsgált országok tehát:

Bulgária	Csehország	Észtország	Lengyelország
Lettország	Litvánia	Magyarország	Románia
Szlovákia	Szlovénia		

A vizsgálat időhorizontja az 1999 és 2008 közötti tíz év. Az időintervallum kezdetének azért választottam az 1999-es évet, mert ekkor már tíz évvel a rendszerváltás után kevésbé érezhetőek annak utóhatásai. A privatizálások, amelyek pótlólagos költségvetési forrást képeztek, a vizsgált időszakban már nem torzították annyira a folyó mutatókat, továbbá a nemzetközi piaci integráció is megfelelő volt ekkor már ahhoz, hogy az átmeneti időszak utóhatása kevésbé legyen érezhető. Emellett Bulgária és Lengyelország adósságának egy részét az 1990-es évek közepén elengedték, ennek következtében a két ország gazdasági mutatóiban ugrás tapasztalható, amely nem a „szokásos” körülményeknek köszönhető. Úgy ítélt meg, hogy 1999-ben a rendkívüli esemény hatása már kevésbé érezhető, és a gazdaság organikus folyamatai jelennek meg a mutatóikban. 2009-től a mutatókban az összes gazdaságot érintő exogén sokk, a 2008 végén kipattant gazdasági válság érezteti hatását, célom azonban az országok hosszú távú folyamatainak hatásait, összefüggését vizsgálni, ezért az időszak végének a 2008. évet választottam.

Az empirikus elemzést az alábbi adatbázisokból kinyert adatokra alapoztam:

- a Világbank (World Bank) World Development Indicators (továbbiakban WDI) és Global Development Finance (továbbiakban GDF) adatbázisai
- az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (European Bank for Reconstruction and Development, továbbiakban EBRD) Macroeconomic indicators című táblázata
- az OECD statisztikái
- az IMF 2010. októberi World Economic Outlook (továbbiakban WEO) adatbázisa

A központi változó a gazdasági növekedés, amely az országok reál GDP-jének éves változását mutatja. Az idődimenziót – panelökonometriai ismeretek hiányában – a keresztmetszeti elemzések során az egyes évekre vonatkozó adatok átlagolásával veszem figyelembe. Ezt azért teszem így, mert vizsgálatom célja alapvetően a változók összefüggéseinek keresése, és nem elsősorban időbeli alakulásuk.

6.2. ELADÓSODÁSI MUTATÓK ÉS A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS

Az elemzés a dolgozat 5. fejezetében vizsgált elmélet gyakorlati illusztrációja, ennek megfelelően elsőként az országok államadósságának és gazdasági növekedésének kapcsolatát vizsgálom.

A nagyobb államadósságot felhalmozó országok gazdasági növekedése alacsonyabb volt, ezt mutatja a melléklet 10. ábrája. Azt is megfigyelhetjük továbbá, hogy a vizsgált időszakban Magyarországot a legrosszabb helyzetű országnak gondolhatnánk, azonban hiba lenne messzemenő következtetéseket levonni kizárólag ez az ábra alapján, egyrészt, mert jelen esetben nem kontrollálhattam egyéb változókra, másrészt figyelembe kell venni az abszolút konvergencia hipotézist, amely kimondja, hogy az alacsonyabb kiinduló GDP-vel rendelkező országok magasabb gazdasági növekedést érnek el, míg a magasabb GDP-jűek alacsonyabbat.¹⁸ (Major, 2001)

Ugyanitt kell megemlíteni a külső adósság és a gazdasági növekedés kapcsolatát. Megdölni látszik, hogy az államadósság általi rendelkezésre álló forrástöbblet hozzájárul a gazdaság bővüléséhez; az államadósság valójában igen nagy teher, amely az adósságszolgáltatón keresztül nyomja a kormányzat vállát; azonban a külső adósság vizsgálata során megállapíthatjuk, hogy a külső adósság egészen másként hat a gazdasági növekedésre: a magasabb külső adóssággal rendelkező országok gazdasági növekedési rátája ugyanis meghaladja azokat, amelyek alacsonyabb külső adóssággal rendelkeznek.¹⁹

Mivel tíz év átlagos adataival számoltam, kíváncsi voltam, hogy az egyes évekre megállja-e a helyét a változók kapcsolata, ezért Pearson-féle parciális korrelációkat számítottam a változók éves adataira. Az eredményeket a mellékletben található 4. táblázatban foglaltam össze (a statisztikailag szignifikáns kapcsolatokat vastag betűvel szedtem).

A parciális korrelációk alapján elmondható, hogy az államadósság és a gazdasági növekedés között négy esetben szignifikánsan erős negatív kapcsolat van (Lettország, Magyarország, Bulgária, Szlovákia),²⁰ míg a külső adósság és a gazdasági növekedés kapcsolata tipikusan nem szignifikáns. Az államadósság, illetve a külső adósság és a gaz-

¹⁸ A szóban forgó országokra teszteltem a hipotézist (lásd a melléklet M4. ábráját), amely alapján megállapítható, hogy részben ez is lehet a magyarázata Magyarország lassú gazdasági növekedésének, azonban hasonló 1999-es egy főre jutó reál GDP adatokkal rendelkező országok (Észtország, Lengyelország, Szlovákia) magasabb gazdasági növekedést mutattak Magyarországnál.

¹⁹ Lásd a melléklet M5. ábráját.

²⁰ Ez az eredmény különösen érdekes, mert eltérő államadósságsszinttel és gazdasági növekedéssel rendelkező országok is prezentálják magukat közöttük.

dasági növekedés közötti nem szignifikáns kapcsolatok jelenthetik azt, hogy más gazdasági indukátorok (amelyek nem vagy gyengén korrelálnak az eladósodottsági mutatókkal) meghatározóbb hatással voltak az adott országok gazdasági növekedésére a vizsgált időszak alatt.

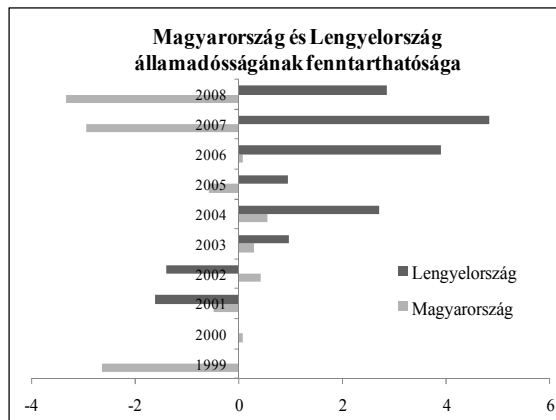
Magyarország helyzete egyedülálló, itt ugyanis nemcsak az államadósság, hanem a külső adósság is szignifikáns és erős negatív kapcsolatban áll a gazdasági növekedéssel. Ez egyrészt nem meglepő, mert az államadósság és a külső adósság pozitív kapcsolata csaknem függvényyszerű (ez azt jelenti, hogy az évek során e két mutató hasonló mértékben és ugyanabba az irányba változott), másrészt viszont igen elgondolkodtató, hogy mind az államadósság, mind a külső adósság negatívan hat az ország gazdasági növekedésére. Ez arra enged következtetni, hogy jellemzően a külső adósság magánszektor által „birtokolt” része sem indukál nálunk gazdasági növekedést, tehát gyakran elpazarlódik, azaz nem hatékonyan fektetik be.

Láttuk tehát, hogy a gazdasági növekedés és az államadósság között a vizsgált országok nagy részében kimutatható (szignifikáns) kapcsolat van. Ennek megfelelően a továbbiakban a külső magánadósság elemzésétől eltekintek, és az államadósság gazdasági növekedésre gyakorolt hatását vizsgálom a továbbiakban, egyéb tényezők bevonásával.

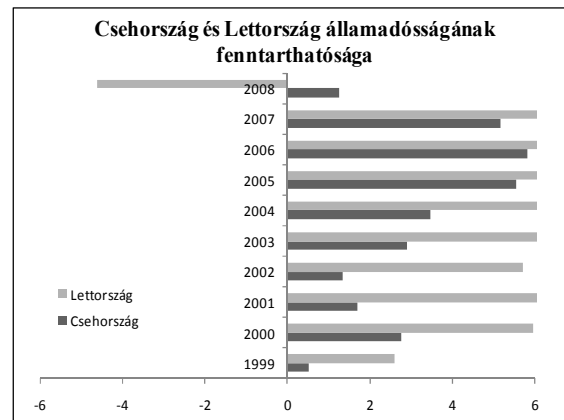
Amint azt az 5. fejezetben megállapítottam, az államadósság folyó terhe az adósságszolgálat, ezért a következőkben erre fókuszálok. A kormányzat adósságszolgálatára vonatkozó megbízható statisztikák hiányában feltételezéssel kell élnem. Ismeretes, hogy az adósságszolgálat akkor egyenlő a kamatfizetésekkel, ha folyamatosan megújítják az államadósságot. Az államadósság után fizetendő kamat GDP-arányos mértékéről rendelkezem információval, ezért feltételezésem, hogy az adott időszakban az adott országok görgették maguk előtt államadósságaik tőkerészét. A feltételezés miatt az óvatosság elve alapján jelen elemzést csak Csehország, Magyarország, Lettország és Lengyelország esetében végzem el. A felsorolt országok GDP-arányos államadóssága ugyanis növekedett a vizsgált időszakban, így államadósságuk utáni adósságszolgálatuk mértékét jól közelítheti a kamatfizetés, mivel a tőketörlesztés – lévén, hogy újabb adósságokat halmoztak fel – valószínűsíthetően elenyésző volt. Az 5.2 alfejezetben Oblath (1992b) alapján írtaknak megfelelően amennyiben a GDP-arányos adósságszolgálat (jelen esetben kamatfizetés) nem haladja meg a GDP növekedést, az államadósság fenntartható; ezt a fenntarthatóságot vizsgálom a fenti négy országban.

Az 3. és 4. ábra az egyes országok adott évi reál GDP növekedésének és GDP-arányos kamatfizetésének különbségét mutatják. Vészjósló Magyarország helyzete,

ugyanis a vizsgált tíz év többségében a különbség negatív vagy alig pozitív volt; a 2002-2006 közötti viszonylagos fenntarthatóság után a gazdasági növekedést 3-4 százalékponttal meghaladta a GDP-arányos kamatfizetés.



3. ábra: Magyarország és Lengyelország államadosságának fenntarthatósága
 Forrás: EBRD és Világbank alapján saját számítások



4. ábra: Csehország és Lettország államadosságának fenntarthatósága
 Forrás: EBRD és Világbank alapján saját számítások

A 3. ábrán a viszonylag magas államadossággal rendelkező Magyarország és Lengyelország mutatóit ábrázoltam, jól látszik, hogy mindkét ország küzdött időnként az államadosság fenntarthatatlanságával. Csehország és Lettország államadossága GDP-jük 30%-a alatt maradt a vizsgált évek mindegyikében, államadosságuk fenntarthatósága pedig igen kedvező képet mutatott.²¹

Az adósságszolgálat és a gazdasági növekedés kapcsolatáról ugyanakkor nem állapítható meg egyértelmű összefüggés a négy ország esetében. A Magyarországnál átlagosan kisebb kamatot (2,55%) fizető Lengyelország gazdasági növekedése (4,24%) meghaladta Magyarország gazdasági növekedését (3,62%). Magyarország és Csehország átlagos gazdasági növekedése ellenben hasonló mértékű volt a vizsgált időszakban (3,62% és 3,92%), miközben előbbi GDP-arányos kamatfizetésének átlagos értéke 4,47%, míg utóbbié 0,86% volt.

6.3. NEMZETI SZÁMLÁK ÉS GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS

A fentiekben nem találtam egyértelmű választ az államadosság folyó terhére jelentő adósságszolgálat (illetve kamatfizetés) és a gazdasági növekedés kapcsolatára. A következőkben a GDP komponenseit, illetve az államháztartási egyenleget és a folyó fizetési mérleget vetem vizsgálat alá.

²¹ Lettország gazdasági növekedése a 2007. évi 9,98%-ról a következő évben lezuhant -4,24%-ra, így az államadosság fenntarthatóságát jelző mutató 2008-ban nem tekintendő relevánsnak.

Az egyes országok adatait elsőként az (5.1) egyenletből, a GDP-azonosságból kiindulva elemzem. A GDP-azonosság összetevőinek megfelelőit a Világbank adatbázisaiból nyertem, a GDP-arányos mutatók – nem meglepő módon – száz százalékot tettek ki.

1999 és 2008 között a vizsgált tíz ország mutatóinak átlagos értékeit a 3. táblázatban foglalom össze.

3. táblázat: A nemzeti számlák átlagos értékei (a GDP %-ában)

<i>Háztartások fogyasztása (C)</i>	62,00%
<i>Kormányzati fogyasztás (G)</i>	17,49%
<i>Beruházások (I)</i>	26,36%
<i>Nettó export (X – M)</i>	-5,87%

Forrás: saját számítások

A nettó export ellentettje a Krugman, Wells és Graddy (2008, pp. 641-642.) által használt, fentebb tárgyalt megközelítésben a nettó külföldi tőkebeáramlás ($KI = M - X$), amelynek értéke így 5,87%. Az átlagos bruttó megtakarítási ráta a GDP 20,51%-a volt. A kettő összegeként rendelkezésre álló források tették lehetővé (amint azt az (5.2) azonosság alapján várni lehetett) a GDP 26,36%-át kitevő átlagos beruházási szintet.²²

Az átlagnál magasabb átlagos gazdasági növekedéssel rendelkező országok vagy magas megtakarításokból és átlaghoz közeli nettó külföldi tőkebeáramlásból, vagy a kettő hasonló arányából finanszírozzák beruházásaikat (amelyek jellemzően átlagos vagy átlagot meghaladó mértékűek).

Az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlegek átlagos értékei közötti összefüggéseket a 13. ábra szemlélteti. Ha visszaemlékszünk Németország és az USA mutatóira, levonhatjuk a következtetést, hogy a vizsgált országok többsége (Szlovénia, Csehország és Lengyelország kivételével) arányosan jóval több nettó külső forrást vesz igénybe, mint az USA.²³

Magyarországot ebben a vonatkozásban is kiemelem, ugyanis míg az átlagos nettó export csupán a GDP -1,65%-a, addig a folyó fizetési mérleg átlagos hiánya a GDP 7,35%-a. A kettő közötti jelentős különbség a tőke- és munkajövedelmek, valamint a viszonzatlan folyó átutalások nettó egyenlege. A tőkejövedelmek között kapnak helyet a

²² Az eltérések az adatok kerekítéséből származnak.

²³ Nem szabad elfelejtkezni azonban arról, hogy ezek a mutatók mind az adósság, mind a nem-adósság típusú tőkeáramlásokat magukba foglalják.

nettó kamatfizetések is, tehát érdemes figyelniük különbségre, amelynek értékét tekintve Magyarországnál csak Lengyelország pozíciója rosszabb.

7. KONKLÚZIÓ

Dolgozatomban az országok gazdasági növekedésének és eladósodottságának kapcsolatát vizsgáltam. Az ezekhez kapcsolódó fogalmak tisztázását követően a kapcsolat elméleti vonatkozásait tárgyaltam. Dolgozatom második részében a kelet-közép-európai régió azon országait elemeztem, amelyek az Európai Unió tagjai. Az elméleti rész felépítését követve a vizsgált időszak átlagos államadósságának és átlagos gazdasági növekedésének, majd az átlagos külső adósságának és gazdasági növekedésének kapcsolatát vizsgáltam. Az adósságszolgálat fenntarthatóságát követően pedig – továbbhaladva az elméleti rész empirikus megközelítése mentén – az egyes országok nemzeti számláit vizsgáltam.

A dolgozatban tárgyalt elméleti megfontolások hivatottak rávilágítani arra, hogy az egyes esetekben gazdasági növekedést elősegítő tényezők más esetben veszélyt jelenthetnek a gazdaságra nézve; ezeket esettanulmányokkal igyekeztem alátámasztani. A dolgozat empirikus részében arra vállalkoztam, hogy az elméleti megfontolásokat számadatokkal támasszam alá vagy cáfoljam meg. Érdekes eredmény, hogy Magyarország esetében mind a külső, mind az államadósság negatív kapcsolatban áll a gazdasági növekedéssel. Ez felveti a kérdést, hogy a magánszektor külső eladósodásának van-e létjogosultsága – elvégre az államadósság növelésének fő oka sokszor kényszer, költségvetési nyomás, ellenben a magánszektortól azt várnánk, hogy a külföldi forrást annak hatékony felhasználása mellett vonja be, amely Magyarországon az adatok tanúsága szerint nem történik meg.

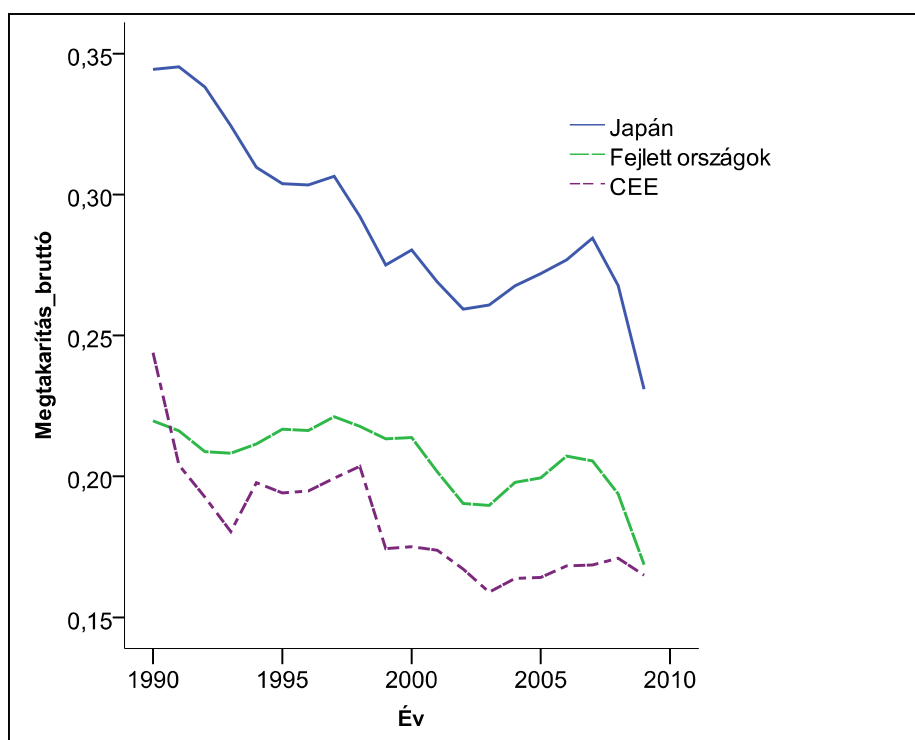
Egy ország gazdaságpolitikája számos kihívással találkozik nap mint nap. A gazdasági folyamatok rendkívül összetettek, a döntéshozók feladata pedig nem kevesebb, mint több évre kiható intézkedéseket mérlegelni, amelyek sokszor kedvezően hatnak az ország egyes folyamataira, míg más folyamatokra igen kedvezőtlenül. Dolgozatomnak nem célja a gazdaságpolitika komplexitásának (többek között az árfolyamok változásai, az infláció, a kamatspreadek okozta hatások, mechanizmusok) megragadása, legnagyobb igyekezetem ellenére is csak egy részét lehetett ezen munka keretei közt feltárni, eredményeim éppen ezért körültekintéssel kezelendők. További kutatási irányt jelenthet az eredmények árnyalása érdekében egyrészt több gazdasági változónak a vizsgálatba való beemelése, másrészt a különböző hatásokra kontrolláló, az ország keresztmetszetére az idődinamika figyelembevételével is alkalmazható panelökonometriai módszerek alkalmazása.

IRODALOMJEGYZÉK

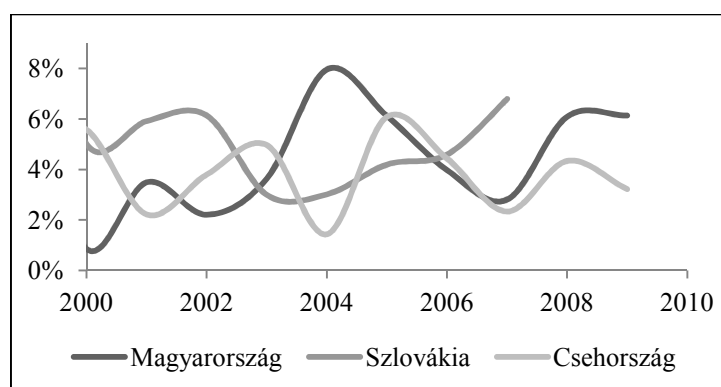
- Árva L. (1995): Külföldi beruházások, fizetésimérleg-egyensúly, adósságtörlesztés. A magyar gazdaság dilemmái a kilencvenes években. *Közgazdasági Szemle*, 42. évf. 12. sz., pp. 1147-1156.
- Calvo, G. A. (1998): Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, Vol. 1 Issue 1, pp. 35-54.
- Darvas, Zs. – Simon, A. (1999): *A növekedés makrogazdasági feltételei. Gazdaságpolitikai alternatívák*. MNB Füzetek, 1999/3.
- Fischer, S. (1997): *Capital Account Liberalization and the Role of the IMF*. <http://www.piie.com/fischer/pdf/Fischer141.pdf> (letöltve: 2011. március 11.)
- IMF (1993): *Balance of Payments Manual. 5th edition*. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf> (letöltve: 2011. március 6.)
- Kálmán T. (2006): *Háztartási devizahitelezés mozgatói és kockázatai*. In: A magyar bank-szektor jövője. Széchenyi Füzetek XV. Széchenyi István Szakkollégium, Budapest
- Komáromi, A. (2008): *A külső forrásbevonás szerkezete: kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól?* MNB-szemle, 2008. április, pp. 14-23.
- Krugman, P. R. – Obstfeld, M. (2009): *International Economics. Theory & Policy*. 8. kiadás, Pearson Education, Inc., pp. 621-663.
- Krugman, P. R. – Wells, R. – Graddy, K. (2008): *Economics. European Edition*. Worth Publishers, pp. 592-875.
- Major, K. (2001): *A nemzetközi jövedelemegyenlőtlenség dinamikája*. http://phd.lib.uni-corvinus.hu/271/1/major_klara.pdf (letöltve: 2011. március 26.)
- Magyar Nemzeti Bank (2010): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról. 2010. november*. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_stabil/mnbhu-stabjel-201011-folder/Jelentes_a_penzugyi_stabilitasrol_2010_november.pdf (letöltve: 2011. március 27.)
- Oblath G. (1992a): Külső adósságfelhalmozás és az adósságkezelés makroökonómiai problémái Magyarországon. I. A külső adósság felhalmozása, erőforrástranszfer és a hazai adósságstratégia kritikái. *Közgazdasági Szemle*, 39. évf. 7-8. sz., pp. 605-623.
- Oblath G. (1992b): Külső adósságfelhalmozás és az adósságkezelés makroökonómiai problémái Magyarországon. II. Az adósságkezelés makroökonómiaja és a külföldi tőke beáramlása. *Közgazdasági Szemle*, 39. évf. 9. sz., pp. 797-814.
- Oblath G. (1996): Külföldi államadósság, magánadósság és tőkebeáramlás. I. Külföldi államadósság és adósságszolgálat. *Külgazdaság*, 40. évf. 12. sz., pp. 4-17.

- OECD (2002): *Forty Years' Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*. <http://www.oecd.org/dataoecd/7/16/44784048.pdf> (letöltve: 2011. március 12.)
- OECD (2010): *Code of Liberalisation of Capital Movements*. <http://www.oecd.org/dataoecd/10/62/39664826.pdf> (letöltve: 2011. március 12.)
- Reinhart, C. – Rogoff, K. (2010): *Growth in a Time of Debt*. Centre for Economic Policy Research. Discussion Paper Series. No. 7661. http://m.blog.hu/el/eltecon/file/RR_debt_growth.pdf (letöltve: 2010. március 14.)
- Reisen, H. – Soto, M. (2001): Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth? *International Finance*, Vol. 4 Issue 1, pp. 1-14.
- Reuters. (2011): *EU working on "Brady plan" for Greece – report*. <http://uk.reuters.com/article/2011/01/30/uk-greece-debt-idUKTRE70T04120110130> (letöltve: 2011. március 23.)
- Sachs, J. (1987): The Bolivian Hyperinflation and Stabilization. *The American Economic Review*, Vol. 77, Issue 2, pp. 279-283.
- Surányi Gy. (2010): *A maastrichti konvergencia kritériumok értékelése*. A Budapesti Corvinus Egyetemen Haladó pénzügytan tantárgy keretében 2010. október 25-én elhangzott előadás

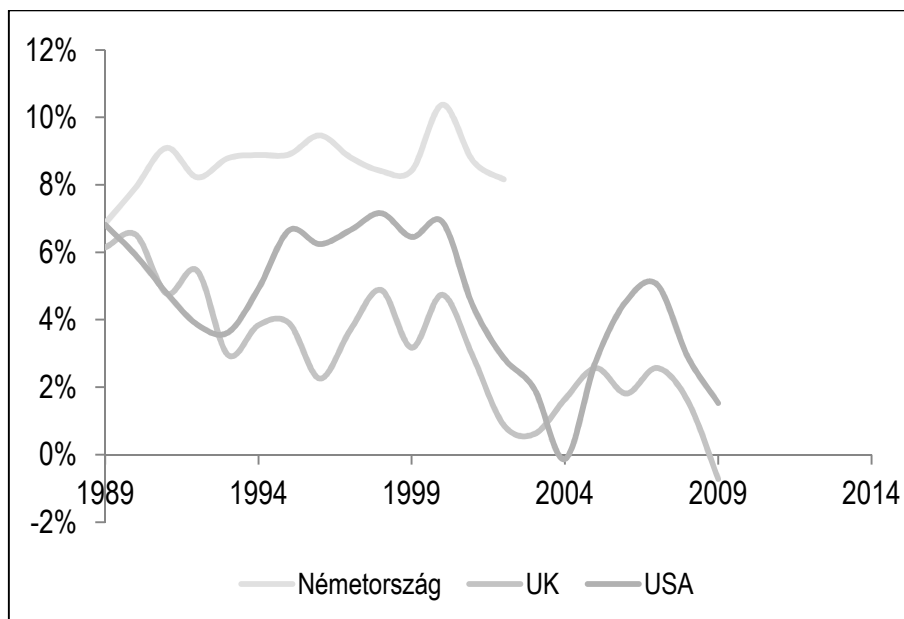
MELLÉKLETEK



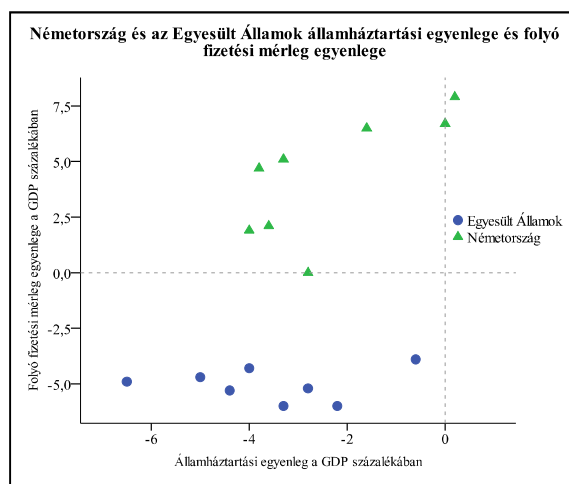
5. ábra: Bruttó megtakarítási ráták
 Forrás: IMF World Economic Outlook adatbázis



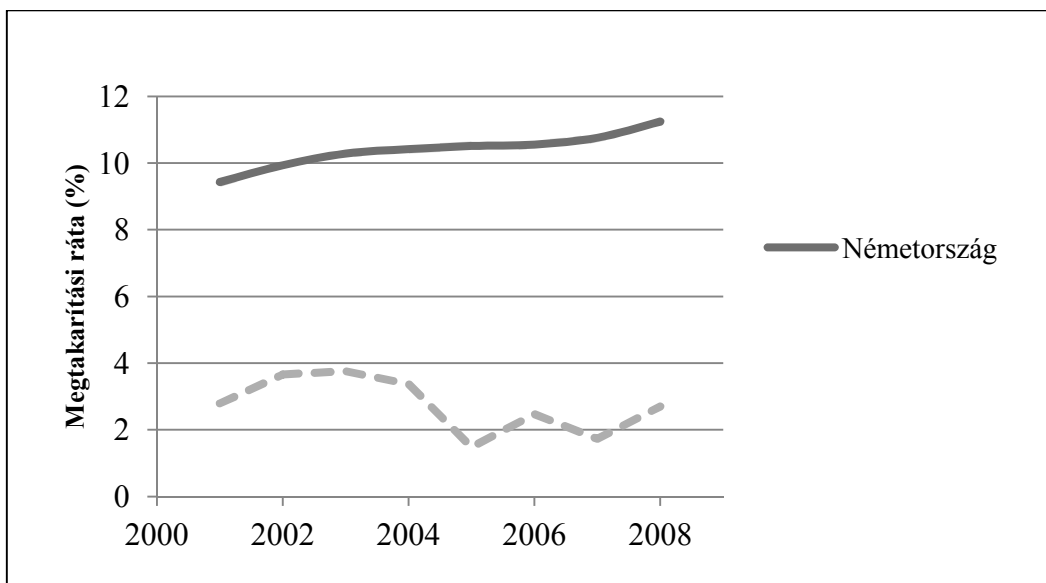
6. ábra: A reálkamatlábak alakulása
 Forrás: World Bank adatok



7. ábra: A reálkamatlábak alakulása néhány fejlett országban
 Forrás: World Bank adatai

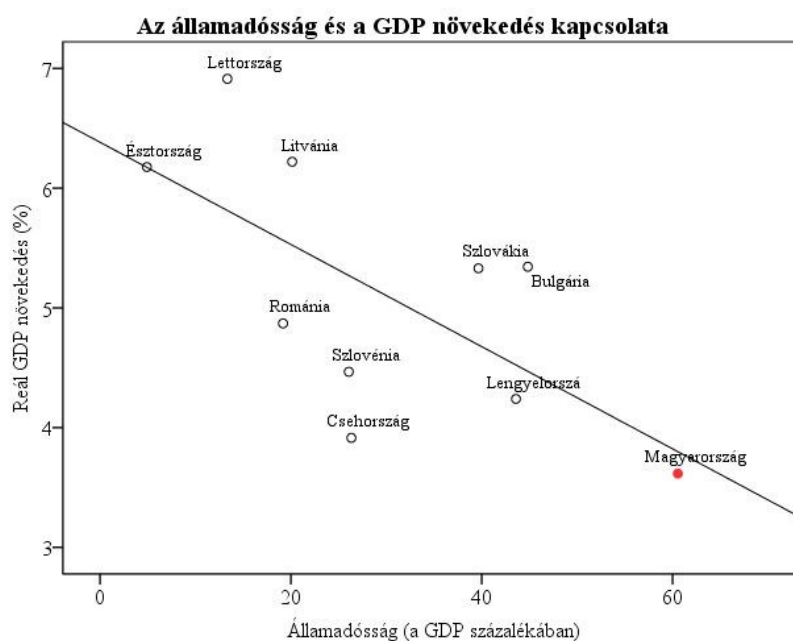


8. ábra: Németország és az USA államháztartási egyenlege és folyó fizetési mérlege
 Forrás: OECD alapján saját számítások



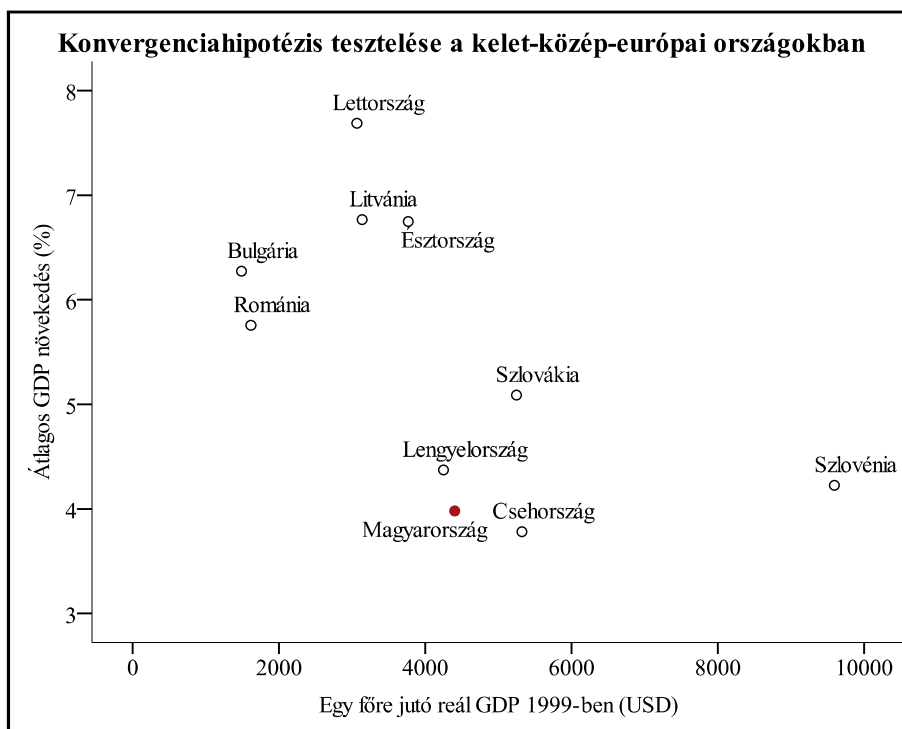
9. ábra: Németország és az USA megtakarítási rátája

Forrás: OECD alapján saját számítások

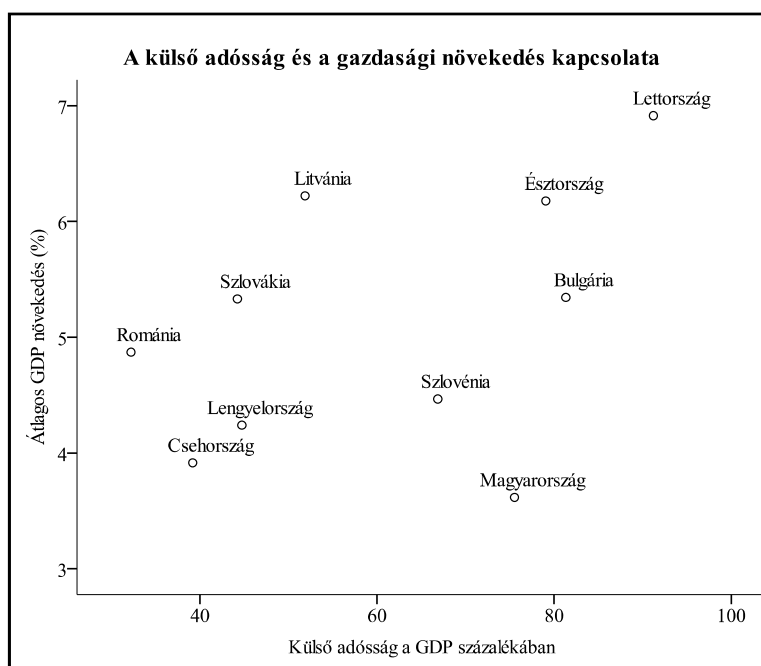


10. ábra: Az államadósság és a GDP növekedés kapcsolata

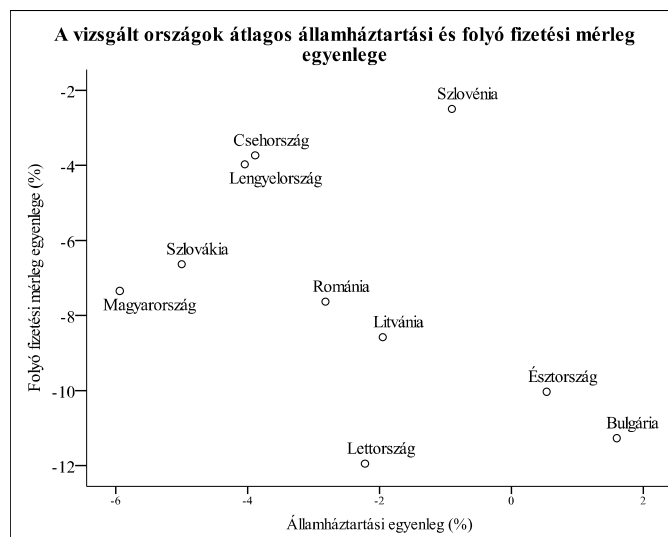
Forrás: EBRD alapján saját számítások



11. ábra: Konvergenciahipotézis tesztelése a kelet-közép-európai országokban
 Forrás: World Bank alapján saját számítások



12. ábra: A külső adósság és a gazdasági növekedés kapcsolata
 Forrás: EBRD alapján saját számítások



13. ábra: A vizsgált országok átlagos államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlege

Forrás: IMF WEO adatbázisa

4. táblázat: Pearson-féle korrelációs együtthatók

	Államadósság és gazdasági növekedés		Külső adósság és növekedés	
	szignifikanciaszint	korrelációs együttható	szignifikanciaszint	korrelációs együttható
Észtország	nem szignifikáns		nem szignifikáns	
Lettország	0,06%	-0,793	nem szignifikáns	
Litvánia	nem szignifikáns		nem szignifikáns	
Lengyelország	14,1%	0,500	17,0%	0,471
Magyarország	0,05%	-0,809	0,1%	-0,876
Bulgária	0,04%	-0,815	nem szignifikáns	
Románia	9,7%	-0,554	13,9%	0,503
Csehország	12,9%	0,514	14,9%	0,491
Szlovákia	0,1%	-0,882	18,6%	0,455
Szlovénia	20,9%	-0,435	18,5%	0,456

Forrás: saját számítások