

PTE Központi Könyvtár

KG 50

DOKTORI ÉRTEKEZÉS

KUTI MÓNIKA

2006

Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar
Gazdálkodástani Doktori Iskola

KTK
OT
330.5
K 99

Kuti Mónika

A nemzetgazdasági külső tőkestruktúra hosszabb távú vizsgálatának tanulságai

Ph.D. értekezés

**Témavezető:
Dr. Bélyácz Iván
egyetemi tanár, akadémikus**

PTE Egyetemi Könyvtár



P000873852

Pécs, 2006



1. fejezet. Elméletek és nemzetközi tapasztalatok.....	8
1.1. A külső adóssággal kapcsolatos elméletek és tapasztalatok.....	9
1.2. A külföldi működőtőkére vonatkozó elméletek.....	13
1.3. A külső adósság és a külföldi működőtőké közötti kölcsönkapcsolat elméleti kerete.....	17
1.4. Vállalatfinanszírozási alapelvek makroszintű alkalmazhatósága.....	23
2. fejezet: A kutatási hipotézisek és a vizsgálati modell.....	28
2.1. A hipotézisek.....	28
2.2. A külső tőkeszerkezet vizsgálati modellje.....	30
3. fejezet: A külső finanszírozási struktúra bruttó adósság komponense.....	35
3.1. Az eladósodás történeti szakaszolása.....	35
3.2. A makroszintű mérlegkimutatás forrás oldala.....	38
3.2.1. A külső bruttó adósság felhalmozódása.....	38
3.2.2. A külkereskedelmi deficit mint makro-vállalati finanszírozási szükséglet.....	45
3.2.3. A külső forrásigény mérséklése: a lakossági megtakarítások.....	47
3.3. A makro-mérlegkimutatás eszköz oldala.....	49
3.3.1. Forrásfelhasználás beruházások formájában.....	50
3.3.2. Forrásfelhasználás fogyasztás formájában.....	54
3.3.3. A két felhasználási mód együttes vizsgálata.....	55
3.3.4. A kormányzati-költségvetési szektor túlköltekezése.....	57
3.4. A pénzügyi ellehetetlenülés mikro- és makroszintű párhuzamai.....	60
3.5. Néhány következtetés.....	62
4. fejezet: A külső tőkestruktúra külföldi működőtőke komponense.....	63
4.1. A közvetlen külföldi tőkebefektetések a makroszintű mérlegkimutatás forrás oldalán.....	63
4.1.1. Az FDI-akkumuláció feltételrendszerének fejlődése.....	63
4.1.2. A részvénytőke-komponens állománya és forgalma.....	66
4.2. A makroszintű mérlegkimutatás felhasználási oldala.....	72
4.2.1. Az iparpolitika szerepe a makroszintű tőkelekötésben.....	72
4.2.2. Beruházások.....	74
4.2.3. A külföldi működőtőké és a struktúraváltás.....	77
4.2.4. A forrásfelhasználás hatékonysága.....	78
4.2.5. A forrásfelhasználás mellékhatásai: regionális egyenlőtlenségek és bérpolarizáció.....	83
4.3. Néhány következtetés.....	85
5. fejezet: A kölcsöntőke- és részvénytőke-komponensek kölcsönhatása.....	87
5.1. A hetvenes és a kilencvenes évek hasonlósága a nyugati tőkemegtérülési lehetőségek tükrében.....	87
5.2. A külső adósságállomány mint a külföldi működőtőke-beáramlás katalizátora.....	88
5.3. A világbanki hitelnyújtás mint terep-előkészítés a külföldi tőkebeáramláshoz.....	90
5.4. A privatizáció mint részleges és áttételes kölcsöntőke-részvénytőke konverzió.....	93
5.5. Az export-vezérelt FDI szerepe az adósságszolgálatban.....	95
5.6. A közvetlen külföldi befektetések által generált külső eladósodás.....	98
5.7. A jövedelmi és regionális polarizáció által a külső eladósodásra kifejtett nyomás.....	100
5.8. A külföldi működőtőke külső adósságot helyettesítő és kiegészítő jellege.....	102
5.9. A folyó fizetési mérleg mint kapocs a külső adósság és a külföldi működőtőké között.....	107
5.10. A külső finanszírozási struktúra tőkeköltsége.....	110
5.11. A tőkeköltség és a GDP növekedés diszkrecionális hányada.....	118
Következtetések.....	120
Felhasznált irodalom.....	126
FÜGGELÉK.....	134

ÁBRÁK, TÁBLÁZATOK ÉS FÜGGELÉKEK JEGYZÉKE

1. ábra. A külföldi hitelek átlagos türelmi ideje és futamideje években.....	40
2. ábra. A hosszú lejáratú külső adósságállomány abszolút és relatív aránya.....	41
3. ábra. Az adóssággal kapcsolatos nettó erőforrásáramok, nettó transferek.....	43
4. ábra. A külső adósságállomány alakulása (milliárd dollár).....	44
5. ábra. A külső adósságállomány (milliárd euró).....	45
6. ábra. Lakossági megtakarítás a GDP százalékában (1970-2004).....	48
7. ábra. A bruttó felhalmozás és a bruttó hazai megtakarítás a GDP százalékában.....	50
8. ábra. A GDP felhasználása (1960 = 100).....	51
9. ábra. A bruttó felhalmozás és a külső eladódottság viszonya a GDP százalékában.....	53
10. ábra. A végső fogyasztás két fő eleme a GDP százalékában.....	55
11. ábra. A bruttó nemzeti termék felhasználása a GDP százalékában (1970-2004).....	57
12. ábra. A magyar költségvetés bevételei és kiadásai a GDP százalékában.....	58
13. ábra. A költségvetési deficit finanszírozása a GDP százalékában.....	59
14. ábra. Hivatalos források és a globális magántőke-áramok (milliárd dollár).....	66
15. ábra. A nettó részvénytőke-befektetések megoszlása (millió euró).....	70
16. ábra. A nettó közvetlen tőkebefektetések elemei (millió euró).....	71
17. ábra. A külföldi tőke be- és kiáramlása a bruttó állótőke-felhalmozás százalékában.....	75
18. ábra. A külföldi működőtőke hatása az exportra és az adósságszolgálatra.....	97
19. ábra. A külső adósság szerkezete (millió euró).....	100
20. ábra. A szektoronkénti bruttó átlagkeresetek növekedési dinamikája (1994=100%).....	101
21. ábra. Az összes külső forrás a GDP százalékában (1970-2003).....	103
22. ábra. Az export és az import a GDP százalékában.....	105
23. ábra. A folyó fizetési mérleghiány FDI-fedezettsége (millió euró).....	109
24. ábra. A folyó fizetési mérleghiány elemei (milliárd dollár).....	110
25. ábra. A kamatlábak alakulása (százalék).....	111
26. ábra. A külső források használati díja (milliárd dollár).....	112
1. táblázat. A külföldi működőtőkével kapcsolatos néhány elméleti megközelítés.....	14
2. táblázat. Proaktív finanszírozási stratégiák.....	16
3. táblázat. A vállalati modell alkalmazása a nemzetgazdaság külső finanszírozására.....	31
4. táblázat. A külső eladósodás és a fogyasztás, illetve beruházás közötti korrelációs együtthatók.....	55
5. táblázat. A globális magántőkeáramok szórása (1990-2003).....	67
6. táblázat. Privatizációs bevételek.....	68
7. táblázat. Az ország tíz legnagyobb exportáló vállalata 2003-ban.....	80
8. táblázat. Gazdálkodási adatok 2003-ban (kettős könyvvitelt vezető vállalkozások).....	82
9. táblázat. A regionális polarizáció (2004).....	84
10. táblázat. A vállalati szférában alkalmazottak megoszlása a külföldi tulajdonhányad szerint (százalék).....	85
11. táblázat. Korrelációs együtthatók a nyugati megtérülés és a hazai tőkestruktúra között.....	88
12. táblázat. A világbanki kölcsönök ágazati megoszlása (1982-1995).....	92
13. táblázat. Előtörlesztések (milliárd euró).....	94
14. táblázat. Korrelációs együtthatók külpiazi nyitottság és a hazai tőkestruktúra között.....	106
15. táblázat. A tőkeköltségek összehasonlítása (százalék).....	113
16. táblázat. A közvetlen külföldi tőkebefektetések jövedelmezősége.....	114
17. táblázat. A bruttó külső finanszírozási struktúra tőkeköltségei és jövedelmei vállalati cash flow szemléletben (milliárd forintban).....	116
18. táblázat. A külföldi működőtőkéhez kapcsolódó bruttó forrás ki- és beáramlás.....	117
19. táblázat. A GDP-növekmény nem diszkrecionális hányada.....	119

1. függelék. Egy főre eső bruttó külső adósságállomány Kelet-Európában (ezer dollár).....	134
2. függelék. A bruttó állótökeképítés éves százalékos változása (1970-1989).....	134
3. függelék. A bruttó felhalmozás a GDP arányában (1990-2003).....	134
4. függelék. A fogyasztás éves százalékos változása (1970-1990).....	135
5. függelék. A végső fogyasztás a GDP arányában (1990-2003).....	135
6. függelék. A külső adósságállomány, a végső fogyasztás és a bruttó felhalmozás százalékos változása Magyarországon (1970-2002).....	135
7. függelék. Az államháztartási egyenleg a GDP százalékában (1990-2003).....	136
8. függelék. A külső eladósodottság és az adósságszolgálat viszonya (1990-2003).....	136
9. függelék. Adósság-átütemezések Kelet-Európában.....	137
10. függelék. A bruttó külföldi működőtőke-állomány Kelet-Európában (milliárd dollár).....	137
11. függelék. A külföldi működőtőke beáramlás Kelet-Európában (milliárd dollár).....	137
12. függelék. A külső adósságállomány és a kumulált külföldi működőtőke viszonya.....	138
13. függelék. Világbanki kölcsönök projektek finanszírozásában (1983-2000).....	138
14. függelék. Az adósságszolgálat és repatriált profit a tőkeellátottság tükrében.....	140
15. függelék. A GDP-arányos külső tőkeellátottság Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban.....	140
16. függelék. Magyarország nemzetközi pénzügyi pozíciói.....	141
17. függelék. Nemzetközi pénzügyi pozíciók: a GDP-arányos kötelezettségek Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban.....	141
18. függelék. Nemzetközi pénzügyi pozíciók: eszközök/kötelezettségek arány Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban.....	142
19. függelék. Részvénytőke-finanszírozás aránya a külső kötelezettségekben Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban.....	142
20. függelék. Az export a GDP százalékában Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban.....	142
21. függelék. A fizetett kamat és osztalék összege az export százalékában Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban.....	143
22. függelék. A GDP-arányos tőkeellátottság és tőkeköltség Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban.....	143

A HASZNÁLT RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE

<i>CA</i>	Folyó fizetési mérleg
<i>EDT</i>	Bruttó külső adósságállomány
<i>FDI</i>	Közvetlen külföldi tőkebefektetések
<i>INT</i>	Kamatfizetés
<i>LDOD</i>	Hosszú lejáratú külső bruttó adósságállomány
<i>MGS</i>	Áru- és szolgáltatás-import
<i>PNG</i>	Magán, nem garantált hosszú lejáratú bruttó külső adósságállomány
<i>PPG</i>	Állami vagy államilag garantált hosszú lejáratú bruttó külső adósságállomány
<i>PR</i>	Repatriált profit
<i>ROE</i>	Részvénytőke-arányos megtérülés
<i>TDS</i>	Teljes adósságszolgálat
<i>XGS</i>	Áru- és szolgáltatás-export

Köszönetnyilvánítás

Köszönettel tartozom Dr. Bélyácz Ivánnak, témavezetőmnek, kitartó támogatásáért, a folyamatos konzultációs lehetőségekért és azért az inspiráló szellemi közegért, amit maga körül teremtett. Hálás vagyok azért az ösztöndíjért, amit a Közgazdaságtudományi Kar Gazdálkodástani Doktori Programja ítelt oda számomra 2004-ben, mellyel Londonban a Middlesex University-n három hónapot tölthettem, ezáltal hozzáférhettem olyan szakkönyvekhez és adatbázisokhoz, melyek megalapozták kutatásomat. Rendkívül hasznosak voltak az előopponensek - Dr. Dedák István és Dr. Papanek Gábor - építő jellegű megjegyzései a gondolatok pontosításában. Köszönöm szűk és tágabb családomnak, hogy mindvégig támogató légkörben dolgozhattam az értekezésem.

Előszó

A hazai szakirodalomban régóta az érdeklődés középpontjában áll a nemzetgazdaság több évtizedes külső eladósodása, és gyakran viták tárgyát képezi a kilencvenes évektől beáramló külföldi működőtőke megítélése is. A külső eladósodással kapcsolatban több tanulmány foglalkozott annak időbeli szakaszolásával, külső okaival, belső mozgatórugóival, a külső adósság abszolút és relatív mértékével, politikai vetületeivel, a fenntartható növekedésre gyakorolt hatásaival és sok egyéb aspektusával. Ugyancsak számos cikk látott napvilágot a külföldi működőtőke témakörében, melyek a közvetlen külföldi tőkebefektetések elméleti alapjait, állományváltozásának okait, ösztönző rendszereit, a termelés-növekedésre gyakorolt hatásait, gazdaságszerkezeti és regionális következményeit taglalták. A hazai közgazdasági irodalomban kevesebb figyelmet vonz a külső adósság és a külföldi működőtőke vizsgálatának összekapcsolása és az egymás közötti kölcsönhatások elemzése, sőt ezzel kapcsolatban széles elméleti alapokra támaszkodó művel nem találkoztam. Értekezésem e rés kitöltésére vállalkozik, amikor a nemzetgazdaság két fő külső finanszírozási elemét együttesen vizsgálja és ezek belső interakcióját tárja fel. A téma időszerűségét jelzi, hogy napjainkra e két tőkeforrás a nemzetgazdaság tőkeszerkezetének meghatározó súlyú komponensévé vált, hiszen az állam és a vállalatok együttes külföldi adósságállománya eléri a 60 milliárd eurót, a külföldi működőtőke-felhalmozás pedig az 50 milliárdot.

Munkám másik megkülönböztető sajátossága a nemzetgazdasági tőkeszerkezet vállalati szemléletű analízise. E megközelítés merőben szokatlan, mert a pénzügyi szakmunkák általában nem fogalmazzak meg a tőkeköltséggel egyenértékű, minimálisan elvárt megtérülési követelményt a külföldi kölcsöntőke révén bekerülő tőkeforrásokkal kapcsolatban. A vállalati modell rámutat arra a különös helyzetre is, hogy a két tőkeszerkezeti elem közül az egyik - a külső adósság - minden megközelítésben kölcsöntőkének számít, a külföldi működőtőke a szó vállalatgazdasági értelmében tulajdonosi tőke, azaz belső forrás, a nemzetgazdaság szempontjából azonban olyan tőkekomponens, ami idegen tőkének minősül.

A nemzetgazdasági külső finanszírozást megcélzó kutatás időhorizontja a hetvenes évektől napjainkig eltelt három és fél évtizedet fogja át. A kezdő- és végpont

magyarázatául az szolgál, hogy gazdaságunk a hetvenes évektől vonhatott be jelentős mértékben külföldi forrásokat, és a külső eladósodás dinamikája éppen napjainkban duzzadt soha nem látott mértékűre.

Értekezésem nem követi azokat a nemzetközi pénzügyi és makro-finanzírozási műveket, melyek a külső adósságot és a külföldi működőtőkét a nemzetgazdaság külső pénzügyi stabilitása szemszögéből vizsgálják, hanem arra a kérdésre keresi a választ, hogy a különböző külső tőkeforrások használati díjának levonása után marad-e a nemzetgazdaságban szabad rendelkezésű forrás. A kitűzött célt szolgálja a nemzetgazdasági tőkeszerkezet vállalati szemléletű vizsgálata, s a két külső tőkekomponens belső kölcsönhatásainak elemzése is. A mű szerkezete szintén e kutatási irányoknak alárendelt. Az első fejezetben foglalom össze és értékelem a külső eladósodásról, a külföldi működőtőkéről és a kettő kölcsönkapcsolatáról szóló legfontosabb teóriákat és empirikus összefüggéseket, egyben rámutatok a nemzetgazdasági és vállalati finanszírozás között húzódó párhuzamokra és különbözőségekre. Az értekezés második fejezetében megfogalmazom kutatási hipotéziseimet és önálló vizsgálati modell megalkotására teszek kísérletet. A harmadik és negyedik fejezetben azt vizsgálom, hogy a két nemzetgazdasági tőkekomponens milyen hatékonysággal működtetett forráselem a makroszintű finanszírozási struktúrában. Az ötödik fejezetben a külső eladósodás és a közvetlen külföldi befektetések egymásra gyakorolt hatását tekintem át további aspektusokból. Legvégül a kutatási eredményeket, a hipotézisek igazolását, valamint alapvető következtetéseimet összegzem.

Munkám egyik fontos célja, hogy cáfolja azt a téves felfogást, amely a nemzetgazdaságba áramló - különböző célú és rendeltetésű - források mennyiségi felduzzasztását a tőkefelszívó képesség egyértelmű kedvező jelének tartja. Gondolatmenetem annak bizonyítását kísérli meg, hogy szükség van egy elvárt megtérülési követelmény megfogalmazására a nemzetgazdasági és társadalmi rendszer működésébe bevont külső források minden egységével szemben.

1. fejezet. Elméletek és nemzetközi tapasztalatok

A vizsgált periódusról elmondható, hogy Magyarország külső finanszírozási struktúrájának alakulása, súlyponteltolódásai, belső komponenseinek fejlődése beleágyazódik a nemzetközi pénzügyi piacok nagy tőkemozgásaiba; követi az elmúlt évtizedek alatt nagymértékben átrendeződött globális tőkeáramok szerkezetét; és visszatükrözi a világon végbemenő, a kölcsöntőke irányából a részvénytőke felé történő elmozdulást. Nemzetközi szinten a tőkekomponensek közötti eltolódás egyik meghatározó jele, hogy a hetvenes évektől napjainkig a kereskedelmi hitelezést részben felváltotta a külföldi működőtőke térfoglalása (Evrensel [2004]). Nem véletlen, hogy Eichengreen és Fishlow [1998] a hetvenes és nyolcvanas éveket az adósságalapú finanszírozás korának, míg a kilencvenes éveket a részvénytőke-alapú finanszírozás időszakának nevezte, hiszen a részvénytőke portfólió-befektetések és a külföldi működőtőke (FDI - foreign direct investment) áramlása világviszonylatban a teljes magántőke-forgalom egyre jelentősebb hányadát hasította ki a kölcsöntőke különféle formáinak rovására. A finanszírozási módok mellett a krízisek jellege is átalakult: a nyolcvanas éveket a hagyományos folyó fizetési mérlegkrízisek sújtották, a kilencvenes években viszont a tőkemérleg-válságok voltak jellemzők.

A hetvenes évek és a kilencvenes évek párhuzamba állíthatók olyan szempontból is, hogy a nyugati tőkepiacokon elérhető megtérülés mindkét évtizedben viszonylag alacsony volt, ami a nagyobb haszonnal kecsegtető, de nagyobb kockázattal is párosuló fejlődő országok felé fordította a forráskihelyezők figyelmét. A kilencvenes években az alacsony nemzetközi kamatlábak és a fejlett országokban realizálható alacsonyabb megtérülés jelentette azt a hajtóerőt, ami a fejlődő országok felé „nyomta” (push), pumpálta a globális tőkeáramok jelentős részét (Fernandez-Arias [1996]). 1985 és 1999 között több mint tízszeresére nőtt az a globalizációs mérőszám, ami megegyezik a külföldi működőtőké változásának globális faktorokkal magyarázható hányadával, tehát a növekvő integrációval nő a világszintű kockázatok szerepe (Albuquerque et al. [2005]).

A globális tőkemozgások összetételében bekövetkezett változások ott hagyták lenyomatukat a magyar külső eladósodás-történetben és a külföldi működőtőke térhódításában is. A szakirodalomból megismerhető elméletek és a felhalmozódott

nemzetközi tapasztalatok alapot szolgáltatnak a két tőkekomponens kölcsönkapcsolatának feltárásához.

1.1. A külső adóssággal kapcsolatos elméletek és tapasztalatok

Külső adósság alatt olyan egy évnél rövidebb, illetve hosszabb, az eredeti vagy meghosszabbított lejáratú idővel rendelkező, külfölddel szemben fennálló tartozást értek, ami külföldi devizában, árukban, szolgáltatásokban fizetendő vissza. A tartozások a lejárat szerinti összetétel mellett csoportosíthatók hitelezők szerint is: a hivatalos hitelezők (official creditors) köre kiterjed a Világbankra, az IMF-re, a regionális fejlesztési bankokra; míg a magánhitelezők (priváté creditors) közé kereskedelmi bankok, magán kötvénytulajdonosok és egyéb privát tulajdonosok tartoznak. A dolgozat több helyen támaszkodik a Világbank statisztikáira, azon belül a külső bruttó adósságállomány adataira, ami tartalmazza az állami és államilag garantált (public and publicly guaranteed - PPG) hosszú lejáratú kötelezettségeket; a magán, államilag nem garantált (priváté, non-guaranteed - PNG) hosszú lejáratú kötelezettségeket; az IMF hitelkeret kihasználtságát és a rövid lejáratú kötelezettségeket. A Világbank - alacsony, közepes és magas - eladósodottság, valamint jövedelemszint alapján is különféle kategóriák szerint osztályozza az országokat.

A külső eladósodásról írt bőséges szakirodalomban - hosszas szelekció után - négy olyan elméletet találtam, melyek segítségével elemezhetőnek vélem a makrogazdasági tőkestruktúra két meghatározó elemének egymáshoz való viszonyát.

Az *első* ilyen *elmélet*, ami a nyolcvanas évek végén jelent meg, a *túlzott eladósodottság (debt overhang) hipotézise*, ami egy olyan állapotot ír le, amikor az örökölt adósságállomány elég nagy ahhoz, hogy a hitelezők már ne bízzanak a hitel teljes visszafizethetőségében (Krugman [1988]). A túlzott eladósodással beindul egy ördögi kör, kényszerhitelezés lép fel, a visszafizetéshez generált források szűkülnek, alkalmazkodást elősegítő programok indulnak be, melyek egyaránt hozzájárulnak a hazai beruházások csökkenéséhez¹ és a jövőbeli adósságszolgálati képesség romlásához

¹ Cohen [1995] arra kereste a választ, hogy a „debt overhang” jelensége mivel mérhető. Szerinte sem a másodlagos piacok diszkontrátája, sem az adósság-átütemező országok beruházási rátájának aránya a

(Deshpande [1997]). A fokozódó külső eladósodás nem csak a „debt overhang” útján hathat a beruházásokra, hanem a „hitel-porciózás” (credit rationing) csatornáján át is, amikor az erősen eladósodott, nem teljesítő adós egyre kevesebb valószínűséggel kap bármilyen új hitelt a meg nem fizetett kamat- és tőketörlesztés részletének kényszerű továbbgörgetésén túl (Borensztein [1989]).

A fokozódó eladósodás révén nő az adósságszolgálati teher, ami - egy ok-okozati láncot alkotva - befolyással van a kormányzati kiadási „mix” kialakítására is, így meghatározza a gazdasági növekedés és/vagy jólét közötti, tehát a produktív kapacitásfejlesztés és/vagy folyó kiadások, azaz fogyasztás közötti allokációt. 47 fejlődő országot az 1972-2001 közötti időszakra vizsgálva Mahvadi [2004] kimutatta, hogy a magasabb adósságszolgálat a teljes mintában jelentős mértékben összefüggésben állt a nagyobb kormányzati mérettel; a kormányzati kiadások összetételében nőtt a kamattétel, csökkent a nem-bér jellegű termék és szolgáltatás tétel; a közszféra beruházási kiadásai úgyszintén csökkentek, viszont a közalkalmazottak politikailag érzékeny bérkategóriáját nem érintette hátrányosan az adósságszolgálat, sőt e két tétel között pozitív szignifikáns kapcsolat volt a teljes mintában.

A „debt overhang” és a gazdasági növekedés közötti kapocs elemzésénél Levi és Chowdhury [1993] megerősíti Bulow és Rogoff [1990] felvetését, miszerint a fejlődő országok külső adóssága nem elsődleges oka, hanem tünete a gazdasági lassulásnak, ezzel szemben Kenen [1990] és Sachs [1990] szerint a túlzott eladósodottság a gazdaság lassulásának elsődleges okozója. Easterly [2001] tanulmánya viszont „nem járt sikerrel abban, hogy bármilyen keresztmetszeti korrelációt találjon a magas adósság és a növekedés lassulása között” (19. o.). Pattillo és szerzőtársai [2002] szerint a magas adósság növekedésre kifejtett hatása a beruházások hatékonyságbeli, azaz minőségbeli csökkenése révén valósul meg, nem feltétlenül annak szintje révén². Ez utóbbi

nyolcvanas évek uralkodó beruházási arányához nem ad megfelelő közelítést. Véleménye szerint a nyolcvanas évek beruházási rátáit egy „pénzügyi autarkia rátához” kell hasonlítani, ami az a ráta, ami mellett a hazai megtakarítások megegyeznek a hazai beruházásokkal. Ehhez a rátához viszonyítva megállapítható, hogy adott országban a beruházások esetén érvényesült-e kiszorító hatás („crowding out”), vagy sem. Azt találta, hogy az adósság-átütetmező országok esetén a hazai beruházásokra érvényes a kiszorító hatás.

² Ugyanebben a cikkben hozzáteszik még, hogy a 35-40%-os GDP arányos külső adósságnál, vagy 160-170%-os export arányos külső adósságszintnél az adósság hozzájárulása az egy főre eső GDP-hez már egyértelműen negatív, ezen értékek felénél még csupán a marginális hatás negatív (Pattillo et al [2002]).

megállapításukat egy későbbi cikkükben tovább pontosítják, és az 1969-1998 közötti időszakra egy 61 fejlődő országból álló mintát alkalmazva azt találják, hogy a külső adósság által a GDP-növekedésre kifejtett hatás körülbelül egyharmada a fizikai tőke akkumulációján, kétharmada pedig a produktivitás-javulás révén valósul meg (Patillo et al [2004]). Mindezek tükrében látható, hogy a külső eladósodás és a gazdasági növekedés kapcsolatának magyarázatában maga a szakirodalom is megosztott.

Nagyfokú eladósodottság mellett növekedhet a bizonytalanság abban a tekintetben, hogy vajon az ország az adósságszolgálat mely részét fogja saját forrásból teljesíteni, történik-e majd adósság-átütemezés, vagy lesz-e változás a kormányzati intézkedésekben. Ilyen esetben a befektetők dönthetnek úgy, hogy élnek a várakozási opcióval (Servén [1997]). Feltehetően az erősen eladósodott környezetben megvalósuló beruházások elsősorban a gyors megtérülést ígérő kereskedelemben valósulnak meg ahelyett, hogy a hosszú távú, magas kockázatú, irreverzibilis projektekbe áramolna forrás, ami beruházási allokációs problémát idéz elő, s ezen keresztül csökkenti a hatékonyságot, a produktivitást.

Az adósság „Laffer görbéje” leírja, hogy az adós tartozásában bekövetkező növekedés lényegében csökkentheti a hitelezők számára várhatóan teljesített nettó erőforrás transzfert, továbbá az adósság piaci értékét is, mivel egy ponton túl nominálértékben több adósság kevesebb visszafizetést fog jelenteni (Eaton [1992]). A fokozódó külső eladósodás eljuthat egy olyan pontra, amikor bekövetkezik a fizetéseképtelenség állapota. A nemzetközi tőkepiacokhoz való hozzáférés elvesztése, a potenciális outputban bekövetkező veszteségek vagy a fizetéseképtelenség miatt jelentkező kereskedelmi kiesések súlyos költségeket rónak a fizetéseképtelen adósra. A kereskedelmi nyitottság is hatással van a nem fizetés költségeire. Minél nyitottabb egy ország, annál nagyobb veszteségeket jelent a fizetéseképtelenség a nemzetközi kereskedelemben tapasztalható fennakadások miatt. A fizetéseképtelenség fokozhatja a tőkemenekülést és rajta keresztül a krízis bekövetkezését.

A külső eladósodás szempontjából fontos *második* - a nemzetközi szakirodalomban szereplő - *hipotézis az adósság-intolerancia* (debt intolerance), amely a fejlődő országokban akkor fordul elő, ha nem képesek olyan adósságszinteket menedzselni, melyek egyébként kezelhetők lennének a fejlett ipari országok számára,

vagyis az adósságszolgálati és makrogazdasági problémák jelentős következményekkel járhatnak a külső adósság fenntarthatóságára és a tőkepiacokhoz való hozzáférésre (Reinhart et al, [2003]³). Úgy tűnik, hogy a nemzetközi pénzügyi piacoknak hosszú távú memóriája van. A makroökonómiai aggregátumok - például GDP, export - nagy volatilitása növeli a nemzetközi kölcsönfelvételi igényt a hazai fogyasztás egyenletessé tétele érdekében, miközben a fizetésektelenség eshetősége miatti magasabb kockázat korlátozza a hitelfelvételi képességet, így az adósság-intolerancia jelensége felfogható a fejlődő országok jólétét fenyegető makroökonómiai volatilitás megnyilatkozásaképpen is (Catao - Kapur [2004]). Egy ország jövedelemszintjének csökkenésével növekszik annak a valószínűsége, hogy fizetési késedelem, adósságátütemezés vagy adósságelengedés történjen (Evrensel [2004]).

A *harmadik*, adóssággal kapcsolatos *hipotézis az ún. eredendő bűn* (originál sin) argumentuma, mely szerint a legtöbb ország nem vesz fel kölcsönt a saját valutájában külföldön, és nem vesz fel hosszú lejáratú kölcsönöket fix kamatlábra a hazai belső piacon, ami fokozza a pénzügyi sebezhetőséget a valutanemek és a lejáratok megfeleltetésének hiánya révén (Eichengreen-Hausmann [1999]).

Az adósság-intolerancia és az „eredendő bűn” ugyanazt a jelenséget próbálja magyarázni, nevezetesen a fejlődő piacgazdaságok gazdasági output indikátorainak és tőkeáramainak a fejlett országokhoz képest megnyilvánuló nagyobb volatilitását és az ebből fakadó adósságszolgálati és adósság-visszafizetési nehézségeit (Eichengreen et al [2003]). Az adósságintolerancia irányzat a problémákat az intézményi gyengeségekre és megbízhatatlan gazdaságpolitikára vezeti vissza, az „eredendő bűn” viszont a globális portfóliók és nemzetközi pénzügyi piacok által okozott korlátokat, azok néhány nagyobb valuta körüli koncentrátságát hangsúlyozza, mely körülmények a saját valutájukban külföldön hitelt felvenni képtelen országok kontroliján kívül állnak.

E két elmélet következményeivel foglalkozik a *negyedik* - témánk szempontjából fontos - *megközelítés: a valuta-illeszkedési probléma* (currency mismatch), mely a

³ Véleményük szerint az adósság intolerancia extrém nyomás alatt manifesztálódik fejlődő országok gazdaságában különféle adósságszintek mellett, amik elég menedzselhetőnek tünnének a fejlett országok standardjai alapján. Az adósság intoleranciát meghatározó főbb tényezők: a GNP-hez vagy exporthoz viszonyított külső adósság hosszú távú átlaga a nem-fizetés kockázata indexével arányosítva, a dollarizálódás foka, az inflációs és rövid távú kamatráták indexálása, az adósság lejáratok struktúrája.

különböző valutákban denominált eszközök és források értéke közötti különbségekből származtatja az adóssággal kapcsolatos problémákat, hiszen a valutaárfolyamok mozgásaival összefüggő mérleghatás érintheti a lakosságot, a vállalatokat, a kormányzatot, vagy a gazdaság egészét egyaránt.

Borio és Packer [2004] kísérletet tett arra, hogy az adósságintolerancia, az „eredendő bűn” és a valuta-illeszkedési probléma egységesített keretét megadja; véleményük szerint mind a három elmélet magyarázatként szolgál az országkockázat megragadásához. Az adósság-intolerancia esetén az adósság és az országkockázat közötti átváltási arány rosszabb azon országokban, ahol makrogazdaság-menedzselési hibák fordultak elő a múltban; az „eredendő bűn” miatt azon országok, melyek kevésbé képesek saját valutájukban hitelt felvenni, sokkal kockázatosabbak, mint azok, amelyek nemzeti valutájukban hozzáférnek kölcsöntőke-forrásokhoz; és a valuta-illeszkedési probléma esetén azon országok, melyek nettó eszközállománya érzékenyebb a valutaárfolyam leértékelésére, sokkal nagyobb költségeket fizetnek krízis esetén. Következésképpen a három elmélet nem zárja ki egymást.

1.2. A külföldi működőtőkére vonatkozó elméletek

A külső adósság mellett a nemzetközi pénzügyi pozíciók másik fontos eleme a külföldi működőtőke akkumulációja és állományváltozása. A külföldi működőtőke célja, hogy egy adott ország közvetlen befektetője hosszan tartó érdekeltséget szerezzen egy, a befektetőtől különböző gazdaságban található közvetlen befektetési vállalkozásban (OECD [1996]). Fontos vízvonal az a 10%-os vagy azt meghaladó tulajdonosi pozíció, mellyel a direkt befektető képes befolyásolni a vállalat irányítását vagy részt venni a vállalat vezetésében.

A közvetlen külföldi befektetés mint tőke nem tekinthető homogénnek; beletartozik az új részvénykibocsátásból származó tőke, az újrabefektetett profit és az olyan egyéb tőke is, mint az anyavállalati hitel. A fogadó országba való megtelepedése történhet zöldmezős vagy barnamezős beruházásokkal, valamint vállalat-felvásárlás vagy -fúziók útján.

A külföldi működőtőkével kapcsolatos elméletek gazdag tárházát két nagy csoportba lehet osztani: a mikro és makro teóriákra. A *mikro elméletek* a gazdálkodó szervezetekben azokat a motivációkat keresik, melyek a külföldi befektetőket a fogadó országban való érdekeltségük megszerzésekor hajtják, például a tökéletlen piacok vagy a skáláhozadékból eredő költséghatékonyság; mindemellett foglalkoznak azzal a kérdéssel is, hogy a közvetlen külföldi befektetéseknek milyen következményei vannak az anyaországban és a fogadó országban, például a termelés, a foglalkoztatás, az intellektuális tőke áramlása, ennek állománya, a technológia-transzfer és a törvényi szabályozásbeli normák alakulása terén.

A *makro elméletek* a nemzetközi finanszírozás szemszögéből a külföldi működőtőkét az anyaországból a fogadó országba irányuló, határokon átívelő tőkeáramok egyik formájának tekinti, amit a fizetési mérleg statisztikák és tőkemérlegek rögzítenek, a tőkeforgalom idővel külföldi direkt befektetők kontrollja alatt álló tőkeállománnyá halmazódik fél a fogadó országban, amit a befektető számára a friss részvénytőke-áramok, a meglévő tőkeállomány értéke, valamint a befektetésekből származó jövedelmek határoznak meg. A makro jellegű megközelítések a valutaárfolyamok reálesökkenése okozta pozitív vagyonghatásra, a tovagyrúzó (spillover) hatásokra, a tőkeakkumulációra és GDP növekedésre is koncentrálnak.

1. táblázat. A külföldi működőtőkével kapcsolatos néhány elméleti megközelítés

- ® Nemzetközi termelés elmélete - iparszervezési megközelítés, versenyelőnyök (Hymer [1960])
- Termékciklus elmélet (Vemon [1966])
 - Tranzakciós költségek elmélete (Hennart [1991])
 - Eklektikus elmélet: OLI-paradigma - tulajdonosi jogok /O -ownership/, telephelyválasztás ÍL location/ és internalizáció /I -internalization/ (Dunning [1993a, 1993b])
 - Gravitációs modellek (Bevan-Estrin [2004], Brenton et al. [1999])

Elemzésem a külföldi működőtőke mikro és makro szemléletű finanszírozási oldalára egyaránt koncentrálnak. A globális részvénytőke-elem áramlásában, mozgásában nagyon sok tényező együttes hatása érvényesül, melyek feltárására már évtizedek óta kutatási erőfeszítések történtek, a teljesség igénye nélkül az 1. táblázat néhány fontosabb, kikristályosodott elméletre utal. Ezek közül témánk szempontjából talán Dunning

eklektikus elméletével érdemes részletesebben foglalkozni. A közvetlen külföldi tőkeberuházások hosszú távú, strukturális erők általi meghatározottságával kapcsolatban meg kell jegyezni, hogy a tulajdonosi (O) előnyök egyre kevésbé alapulnak anyagi jellegű tudáson; fontosabb szerepet kap a koordináció, mely vállalaton belüli internalizáción és vállalaton kívüli beszállítói hálózaton és bér munkán keresztül valósul meg. Az internalizációs (I) előnyök egyre inkább jelentenek tudásbeli előnyöket, a telephelyi (L) előnyök érvényesítését pedig gyakran a legjobb infrastruktúrájú telephelyek körül kifejlődő agglomeráció, infrastruktúra és üzleti környezet támasztja alá⁴.

A közvetlen külföldi tőkebefektetéseket Dunning négy csoportba osztja, melyek egyben időrendi sorrendet is jelentenek. Az első kettő bemutatkozó természetű befektetés, a két utolsó pótlólagos jellegű⁵:

- ® A helyi erőforrásokra építő külföldi befektetések a termelési tényezők költségelőnyeit kihasználva kívánják a versenyképességet növelni.
- A piacorientált befektetések a fogadó ország és közvetlen környezetének ellátására összpontosítanak.
- A hatékonyságnövelő befektetések célja a meglévő beruházások racionalizálása, versenyképességének növelése pótlólagos befektetések révén.
- « A stratégiai előnyöket érvényesítő befektetések stratégiai jellegű külföldi vállalatfelvásárlásokra irányulnak a versenyképesség javítása érdekében.

Nachum [1997] további befektetői motivációkat ragad meg Közép-Kelet-Európában, melyek a következők: erőforrás-orientáció (természeti erőforrások, olcsó és szakképzett munkaerő); piacorientáció; hazai üzleti partner követése; export-orientáció; technológiai, menedzseri és szervezeti előnyök szerzése; hatékonyság-orientáció; stratégiai előnyök érvényesítése; versenytársak követése; (kvázi)monopolhelyzet megszerzése; tranzakciós költségek megszerzése; kereskedelmi korlátok megkerülése; kockázat szétterítése és rövid távú profitmaximalizálás.

A fentiek alapján összegezhető, hogy a külföldi működőtőke áramlására nagyon sok tényező hat. Ezek közül a továbbiakban a finanszírozási jellegűeket veszem sorra, mert ez a vonal kulcsfontosságú lesz a külső adósság és a külföldi direkt befektetések

⁴ Dunningra való hivatkozás: Kalotay [2003]

⁵ Dunningra való hivatkozás: Antalóczy-Sass [2000],

közötti kapcsolat megértésében. A finanszírozási jellegű megközelítések előfutára Aliber és Rugman voltak. Aliber [1970] úgy vélte, hogy a donor valutájának felértékeltsége olcsóbbá teszi a külföldön megvalósuló beruházásokat; emellett Rugman [1980] azt az álláspontot képviselte, hogy a nemzetközi befektetések diverzifikálása, illetve az árfolyamkockázat-csökkentés is hat a közvetlen külföldi befektetésekre, ami a nemzetközi portfólió-beruházási elmélettel áll összhangban.

A finanszírozási oldal hangsúlyozása során korábbi elméletek továbbfejlesztésére is történtek kísérletek. Oxelheim és szerzőtársai [2001] szerint Dunning OLI-paradigmáját gazdagítaná, ha az elmélet a finanszírozás-jellegű tényezőket is magában foglalná a külföldi működőtőké mozgatórugóival együtt. Eszerint a tulajdonosi pozícióból származó előnyökhöz társítani kellene a tőkepiacokhoz való korlátlan hozzáférést is, a telephely-választáshoz a proaktív finanszírozási stratégiákat (2. táblázat), az internalizációhoz pedig a tulajdonosi pozíciókból eredő alacsonyabb monitoring költségeket.

2. táblázat. *Proaktív finanszírozási stratégiák*

- Globális tőkeköltség és a tőkéhez való hozzáférés megszerzése és fenntartása.
- Kompetitív globális forrásszerzés, versenyképesen árazott részvénytőke szerzése.
- Más országokban történő tőzsdére való bevezetés stratégiája (cross-listing): globálisan elfogadott számviteli és jelentési transzparencia, szoros kapcsolat kereskedelmi és befektetési bankokkal, versenyképes hitelminősítés fenntartása.
- Pénzügyi támogatási és/vagy adócsökkentési tárgyalások.
- Pénzügyi ügynökköltségek csökkentése, alacsonyabb monitoring költségek.
- Finanszírozási és működési kockázatok csökkentésére kialakított programok: valutaárfolyamokkal, kamatrátákkal, termékárakkal, valamint a tőkeköltségekkel kapcsolatos kockázatok csökkentése.
- Alul-, vagy felülértékelt tőkepiacok mint egyedi befektetési lehetőségek.
- A tőketranszfer feletti korlátozások oldása.

^s Adóminimalizálás, transzferárak stratégiája.

Forrás: Oxelheim és szerzőtársai [2001]

A külföldi működőtőké hozzájárulhat a fogadó ország jólétéhez a technológia-transzferen, a humán tőke fejlesztésén és a vállalati adókon keresztül. Ez utóbbit azonban gyakran a külföldi tőke vonzásáért folyó küzdelem jelentősen csökkenti. Ha egy fogadó ország kormánya ki tudja sajátítani a külföldi befektetéseket, csökkentheti az ország jóléti szintjét; ilyen esetben jobban járhat a gazdaság, ha a befektető valamilyen módon meg tudja torolni ezt a kisajátítást (Eaton-Gresovitz [1982]).

A közvetlen külföldi befektetések *időhorizontja hosszabb* távú, mint más tőkeelemeké, gyakran termelő kapacitásokba történő beruházással párosul, mely eszközöktől nem lehet túl gyorsan megszabadulni. Ezekkel magyarázható, hogy az 1982-es latin amerikai, az 1994-es mexikói és az 1997-es kelet-ázsiai válság alatt a külföldi működőtőke sokkal kiegyensúlyozottabb viselkedést mutatott, mint a befektetések egyéb formái (Lipseý [2001]).

A részvénytőke-finanszírozáson belül a külföldi működőtőke és a portfólió-befektetések közötti elválasztó vonalra mutat rá Itay és Razin [2005], amikor leírják egy információ-alapú átváltást (trade-off) a két tőkeforma között. Ha a befektetőknek idő előtt el kell adniuk a projektjeiket, ami csökkentheti az érte kapható árat, akkor ez a helyzet információs aszimmetriához vezet: azok a befektetők, akik nagyobb valószínűséggel lesznek likviditási sokknak kitéve, inkább a portfólió-befektetéseket választják, míg azok, akik kisebb eshetőséggel szembesülnek a likviditási sokkal, a külföldi működőtőke formát választják. A szerzők ezzel az elmélettel támasztanak alá három fontos megfigyelést: Albuquerque [2003] szerint (1) a teljes külföldi részvénytőke-áramokon belül - ami magában foglalja mind a részvényportfólió-befektetéseket, mind az FDI-t - a külföldi működőtőké aránya nagyobb a fejlődő, mint a fejlett országokban, valamint (2) a nettó tőkebeáramlásokon belül a külföldi működőtőke volatilitása kisebb, mint a portfólió-befektetéseké; és Lipsey [1999] szerint (3) a külföldi portfólió- és működőtőke-befektetések tőkeáramai közötti volatilitás különbsége sokkal kisebb a fejlett, mint a fejlődő országokban.

1.3. A külső adósság és a külföldi működőtőke közötti kölcsönkapcsolat elméleti kerete

A túlzott külső eladósodottság (debt overhang) és a külföldi működőtőke közötti kapcsolat egyik fontos momentumára mutat rá Aizenman [2005], amikor elemzi, hogy a globális pénzügyi piacokkal való egyoldalú integráció keretei között a hazai gazdaság szereplői hiteleket vehetnek fel külföldön, azonban a külföldi tőke számára nem megengedett, hogy hazai tőkejavakat birtokoljon, melynek célja a hazai gazdasági aktorok kontrolljának megőrzése a helyi gazdaságon belül. Ilyenkor a magas külső adósságállomány fokozza a pénzügyi krízis és rajta keresztül a *tőkeáramlás veszélyét* A

pénzügyi ellehetetlenülés eshetősége a hazai gazdasági döntéshozókat arra készíti, hogy válaszlépésként megnyissák az országot a külföldi tőke előtt, azaz egy pénzügyi krízis alatt alábbhagyhat a külföldi befektetésekkel szemben megmutatkozó esetleges hazai ellenállás.

Ha ez a külső forrásbevonás nagyobb külkereskedelmi nyitottsággal párosul, annak kettős hatása lehet a nettó pénzügyi eszközök pozíciójára, hiszen ezen belül megnő a külföldi eszközök aránya, ami külső sokk idején pufferként funkcionál, ezáltal csökken a hitelkockázat, nő a hitelképesség, ami lehetővé teszi még több hitel felvételét külföldön (Lane - Milesi-Ferretti [2001]).

A „debt overhang” hipotézis és a külföldi működőtőke közötti kapcsolat egy másik csatornájára mutat rá C-ole és English [1992], akik szerint amikor a túlzott eladósodás már nem ösztönzi a belföldi beruházásokat, akkor a külföldi működőtőke-beáramlásnak sokkal kívánatosabb tulajdonságai vannak a korábbi helyzethez képest. A külföldi működőtőke a nettó külső hitelfelvételt helyettesítheti azáltal, hogy a megtakarítási-beruházási rést kitölti. Lane és Milesi-Ferretti [2000] hozzáfűzi, hogy negatív sokk esetén a külföldi részvényesek osztoznak az országgal szembeni kockázaton, mert ilyenkor a részvénytőke értéke csökken, ellenben a GDP-hez viszonyított külső adósság szintje nő, ha a krízis reál leértékeléssel párosul, következésképpen a közvetlen külföldi tőkebefektetés egyben az országgal szembeni diverzifikáció eszköze is. Még azt is megfogalmazzák, hogy a külső adósságállomány és a külföldi működőtőke-állomány között valamilyen fokú helyettesítés fordul elő, amit azzal támasztottak alá, hogy a tesztelt országmintán a hazai pénzügyi fejlettség és a külső adósságállomány egymással nem korrelált.

Egy krízishelyzet másképp hat a fogadó országon már belül lévő és a belépni kívánó közvetlen külföldi tőkebefektetőkre. Gazdasági visszaesés idején az ország-specifikus tényezők relatív ára alacsony, ami kedvez a külföldi működőtőke-beáramlásnak (Aghion et al. [2004]), de van, aki ennél erősebb terminológiát alkalmazva azt állítja, hogy pénzügyi krízis idején az eszközáruk hirtelen összeomlása „ég a ház” típusú vállalateladásokat (fire sale FDI) indukál a külföld irányába (Krugman [1998]).

Az adósságintolerancia és a külföldi működőtőke áramok közötti kölcsönhatás az adósságintolerancia csatornáján keresztül ragadható meg. A külföldi működőtőke kivételével a

magántőkeáramok és az ország-minősítések között pozitív kapcsolat van (Evrensel [2004]). Ezzel ellentétes előjelű az országminősítés és a külföldi működőtőke-áramlás közötti kapocs, melyre Albuquerque [2003] talált rá, amikor a Moody's országminősítéseivel való összevetésben a Világbank World Development Indicators adatbázisában található összes országra vonatkozó, 1975-1997 közötti periódusra kiterjedő elemzésében kimutatta, hogy *az alacsonyabb adósminősítésű országokban magasabb a külföldi működőtőke aránya a bruttó magántőke áramokon belül. Az adósminősítés és a külföldi működőtőke-áramok közötti erősen negatív, szignifikáns kapcsolatot azzal magyarázta, hogy a külföldi működőtőké részben elidegeníthetetlen - addig a pontig, amíg immateriális javakból áll -, és emiatt a hozzá kapcsolódó kockázati prémium alacsonyabb, mint a külföldi működőtőkén kívüli tőkeáramoké, ezért a kockázatmegosztás szempontjából előnyösebb, ennek következtében a pénzügyi megszorításokkal szembesülő országokban nagyobb mértékű a külföldi működőtőké beáramlási aránya a többi globális magántőkeáramhoz képest. Szerinte a magántőke áramokban a külföldi működőtőke viszonylagosan magas aránya inkább egy gazdaság gyenge pénzügyi pozíciójának, mint egyéb komparatív előnyeinek visszatükröződése.*

A globális tőkeáramok inkább áramolnak olyan országokba, melyek biztonságosabbak, jobb intézményi rendszerrel és fejlettebb pénzügyi piacokkal rendelkeznek, mint olyanokba, melyek kockázatosabbak, pénzügyi szempontból kevésbé fejlettek és gyengébb intézményi infrastruktúrájuk van; utóbbiak kevesebb tőkét képesek vonzani, de ennek nagyobb részét külföldi működőtőke formájában teszik (Hausmann - Fernández-Arias [2000]). Véleményük szerint így olyan országokban, ahol a pénzügyi piacok kevésbé hatékonyak, a szerződéses keretek törvényi érvényesíthetősége nem megfelelő és a szellemi tulajdon védelme is gyenge, a külföldi vállalatok közvetlen módon akarnak működni ahelyett, hogy beszállítókra, franchise-ra vagy más megállapodásokra hagyatkoznának.

Mody és szerzőtársai [2003] arra a következtetésre jutottak, hogy a specializált ágazatokban jellemző immateriális tőke bősége pozitív kapcsolatot mutat a külföldi működőtőke-beáramlással, viszont a vállalati transzparencia, amit a hitelezői jogok meglétével és a vállalati szektor kölcsöntőke-részvénytőke arányával mértek, negatív kapcsolatot mutat. Vállalati szinten tehát a magasabb kölcsöntőke-részvénytőke arány

magasabb hitelezési kultúrát és erős monitoringot feltételez, ami nem nyújt már kiaknázásra érdemes információs előnyöket a külföldi befektetők számára. Ez a gondolatmenet rendkívül fontos témánk szempontjából, ugyanis rávilágít arra, hogy *a fokozódó eladósodottság (romló adósminősítés) és a külföldi működőtőke-áramlás közötti pozitív kapcsolat valójában makroszinten igaz, mih'oszinten viszont nem.* Az államadósság magas állománya okoz olyan pénzügyi krízis- vagy ahhoz közeli válsághelyzetet, amely makroszinten devalválja az egész reálgazdasági teljesítmény értékét, így e momentum jó alkalmat kínál a külföldi működőtőke számára a hazai vállalatok felvásárláshoz.

Az ún. eredendő bűn jelensége⁶ és a működőtőke szerepe közötti kölcsönhatást világítja meg, hogy a fejlődő országokban a külföldi működőtőkén kívüli források növelik a gazdaság krízisre való hajlamát, mely az adósság-jellegű kötelezettségek túlzó valuta- és lejáratiliaszkesedési problémáiból valamint „elmenekülő” képességéből fakad, ezzel szemben a mozgásában jóval kötöttebb közvetlen külföldi tőkebefektetés semleges természetű. Ez a megfigyelés elsősorban a fejlett országokra jellemző, azonban a fejlődő országokban *az „eredendő bűn” fennállása esetében a külföldi működőtőke kötelezettségekkel kapcsolatos kockázat is növekszik* (Fernández-Arias — Hausmann [2001]), ami arra vezethető vissza, hogy a külföldi működőtőke-befektetés valójában nem az adott cégek fizikai eszközállományát jelenti, hanem csak egy tőkeelemet a forrásstruktúrájukban, tehát csak pénzügyi követelésről van szó a „röghöz kötött” (bolted down) fizikai eszközökkel szemben, melyek elzálogosításával maga a követelés könnyen országon kívülre transzferálható. Következésképpen a külföldi működőtőké csökkentheti egy ország fizetéseképtelenségének valószínűségét, de meg nem szüntetheti azt

A valutanemek illeszkesedési problémakörében a közvetlen külföldi befektetések és a külső adósság közötti kapcsolatot tárja fel, hogy a valutaárfolyam fel- illetve leértékelése

⁶ A dolgozat írása során rájöttem, hogy az „eredendő bűn” kérdésének magyarországi vizsgálata még sok kutatást igényelne, amelyre jelen tanulmányban a terjedelmi kötöttségek miatt nem vállalkoztam, ehelyett csak jelzéseként utalok mások eredményeire. Hausmann és Panizza [2003] kimutatta, hogy az „eredendő bűn” jelenségével statisztikailag erős és szignifikáns kapcsolatban csak a gazdaság mérete áll, ami a méretből fakadó skáláhozadékkal hozható összefüggésbe. Magyarországra vonatkozóan azt a megállapítást tették, hogy az „eredendő bűn” hazai fajtáját mutatja, azonban a nemzetközi variánsát nem. Ezzel szemben Eichengreen és szerzőtársai [2003] szerint Magyarország képes a hazai piacon fix ráta mellett hitelt felvenni anélkül, hogy a kötvényeket a valuta-árfolyamhoz indexálnák, de kevésbé képes külföldön saját valutájában hitelt felvenni. Az ellentmondó konklúziók rávilágítanak az „eredendő bűn” nyomon követésének nehézségeire és a méréshez szükséges bizonyos információk hiányára.

esetén a két tőkekomponens eltérő módon részesedik a kockázatokból. Míg a külföldi valutában nominált adósság után fizetendő adósságszolgálat nehezebben teljesíthető valutaleértékelés esetén, ami kontra-ciklikus jellegre utal, a külföldi működőtőke megtérülése, eszközeinek értéke viszont pro-ciklikus.

A közadósság és a magánbefektetések kölcsönhatásának több egyensúlyi állapot is megfelel: az egyik szélsőséges kimenet magántőke-beáramlást és vele együtt közadósság-visszafizetést jelent, a másik szélsőséges állapotban viszont a nagy köz-adósságszolgálat jelenléte tőkemenekülést és fizetéseképtelenséget eredményez (Eaton-Gersovitz [1987]). A tisztán kölcsöntőke-, illetve tisztán részvénytőke-alapú finanszírozás végletei közötti sávban nagyfokú a globális magántőkeáramok egymásba fonódása. A külföldi működőtőke nem feltétlen ugyanolyan formában hagyja el a fogadó országot, mint amilyenben érkezett. Ha például nő a külső adósságállomány, a külföldi működőtőke döntéshozóiban fokozódhat a kétely, hogy a fogadó ország direkt módon (adókkal, vámokkal), vagy indirekt módon (árfolyam-politikával) forrásokat fog elvonni az adósságszolgálathoz. Ezt a fogadó ország és a multinacionális vállalat között fennálló „megbízó-ügynök problémát” és „információs aszimmetriát” csökkentheti a jövedelemátcsoportosítást végző vállalatközi kereskedelem (Konrad-Lommerud [2001]). Felmerülhet a tőkét egyszeri alkalommal megadóztató megoldás (capital levy) is, melynek felhasználási célja a túlzott eladósodás (debt overhang) csökkentése, azonban ez a lépés a gyakorlatban a vagyontulajdonosok ellenállásába ütközhet, és az intézkedések bevezetésének elhúzódása tőkemenekülést válthat ki (Eichengreen [1989]). Megfigyeltek már nagy külső adósságállomány kiváltotta tőkemenekülést és a tőkemenekülés okozta fokozódó külső eladósodást (Ndikumana-Boyce [2003]), sőt a likvid tőke menekülésének és a külföldi működőtőke beáramlásának egymás mellett való létezését is (Basu-Chau [2005]).

A külső adósságcsökkentést szolgáló bármelyik kormányzati intézkedésre válaszul egy multinacionális cég a vállalat eszközeit eljelzalogosítva kereskedelmi hitelt vehet fel a helyi bankoktól, s e tőkét felhasználhatja külföldi hiteleinek kifizetésére, vagy külföldi eszközök vásárlására. Vagyis a külföldi működőtőke nem egy „lecövekelt” befektetési fajta, mert pénzügyi tranzakciókkal könnyen megfordítható az iránya. Ugyanez történhet, ha az anyavállalati hiteleket a fogadó országból visszahívják. A külföldi működőtőke

bizonyos esetekben úgy is tekinthető, mint *a vállalati kontroll nemzetközi határokon átnyúló kiterjesztése*, mert előfordulhat, hogy egy vállalatfelvásárlást a multinacionális cég hazai hitelezőkkel finanszíroztat meg, aminek következtében semmilyen külföldi eredetű tőkeáramról nem beszélhetünk. így a túlzott vállalati tőkeáttétel csökkentheti a külföldi működőtőke előnyeit (Loungani-Razin [2001]). A külföldi működőtőkére szükös pénzügyi forrásokat beáramoltatva a fogadó ország vállalatainak finanszírozási korlátait lazíthatja, de ha a multinacionális vállalatok a helyi bankoktól intenzíven veszik fel a hitelt, a pénzügyi korlátokat is súlyosbíthatják azáltal, hogy a fogadó ország cégeit kiszorítják a hazai tőkepiacokról (Harrison et al. [2004]).

Egy integrált tőkepiacon tökéletes informáltság mellett a tőkeáramok (külföldi működőtőke, hitelek, részvény- és kötvényportfolió-befektetések) egymástól megkülönböztethetetlenek, azonban tökéletlen tőkepiacok jelenléte mellett ezek a tőkeformák egymástól jelentős mértékben különböznek (Razin [2002]). Bár a kölcsöntőke-import, a közvetlen külföldi befektetések és a portfolió-befektetések - vagyis a három tőke-beáramlási forma - összefonódik, a közöttük lévő határokat a derivatív szerződések elmoszák (Reinhart et al. [2003]). Fontos tehát, hogy *a tőkeáramok egyes típusainak elemzése ne egymástól izoláltan történjen* (Lane - Milesi-Ferretti [2000]), figyelembe véve azt, hogy a különféle tőkeáramoknak kockázat, likviditás, értékesíthetőség, reverzibilitás, kisajátíthatóság és adózás szempontjából más és más tulajdonságai vannak.

A külső adósság és a közvetlen külföldi befektetések közötti kapcsolat egyik sajátos aspektusát jelenti a *jóléti hatás*. A fejlődő országokban, amikor a hazai gazdasági aktorok a túlzott eladósodás (debt overhang) és az ennek következtében bekövetkező tőkemenekülés hatására megnyitják a hazai gazdaságot a külföldi működőtőke előtt, létrejön a gazdaság szempontjából egyfajta jóléti nyereség, ami abból a munkaerőhiányból fakad, mely számára az engedélyezett zöldmezős beruházások során a multinacionális vállalatok nyújtanak elhelyezkedési lehetőséget. Az ilyen átfogó reformok lényegében az adósságszolgálat egy részét az adófizetők irányába tolják, azaz az adófizetők implicit biztosítást nyújtanak rá (Aizenman [2005]). Egy további szempont, hogy a külföldi tőkebefektetések növekedésével azonban nem párhuzamos a jóléti hatás, mert a profit külföldre transzferálása csökkentheti a jólétet, sőt a hazai befektetők

beruházási megtérülésében is veszteségek merülhetnek fel (Reis [2001]). A jóléti hatás és a bérek viszonylatában a tulajdonjogok érvényesíthetőségének költségessége szempontjából komparatív előnnyel rendelkeznek a hazai aktorok a külföldiekkel szemben, a külföldieknek viszont produktivitási előnyük van, mely aszimmetria révén magasabb béreket fizetnek a multinacionális cégek, mint a hazai gyártók (multinacionális bérprémium), ettől függetlenül a külföldi működőtőke érzékeny marad a törvényi érvényesíthetőség költségeire (Aizenman-Spiegel [2002]). A külföldi működőtőkének így szerepe van a béregyenlőtlenségek kialakulásában is (Figini-Gorg [1999], Taylor-Driffield [2005]).

1.4. Vállalatfinanszírozási alapelvek makroszintű alkalmazhatósága

A makrogazdaságot finanszírozó külső adósság és külföldi működőtőke - azok hosszú lejáratú, illetve permanens jellege miatt - párhuzamba állíthatók a vállalatfinanszírozási modellekből ismert kölcsöntőkét és részvénytőkét magában foglaló tőkeszerkezettel, mely makroszintű mérlegkimutatásként is kifejezhető. A nemzetgazdaság külső finanszírozási struktúrája - a *vállalatfinanszírozási elveknek* megfelelően - egy adott időpontban tükrözi egy ország vagyoni állapotát, a tőkeszerkezet összetevőit, a kölcsöntőke-részvénytőke arányait. *A kölcsöntőke-alapú finanszírozás mab-oszinten is a szerződésben rögzített feltételekben meghatározott, rövid vagy hosszú lejáratúforrás, míg a külföldi működőtőke hosszú távú, lejáráthoz nem kötött, permanens tőke, vagyis mindkettő egyaránt tőkeelem, csupán más jogi formába öntve.*

A vállalati modell alkalmazhatósága a nemzetgazdaságra azonban korlátos, a kettő közötti teljes megfelelés nem helytálló, melynek több oka is van. Ezek közül a legfontosabbak a következők: a nemzetközi törvényi érvényesíthetőség hiánya miatt a kormányzat kisajátíthatja a külföldi befektetők vagyont, megtagadhatja a külső adósság visszafizetését, valamint eltérő módon kezelheti a külföldi és belföldi befektetőket (Eaton-Gersovitz [1981, 1982], Cole-English [1991], Cole-Kehoe [1995], Bulow-Rogoff [1989]). A vállalatfinanszírozási alapelvek érvényesülésében vagy megszegésében az állam szerepe tehát kulcsfontosságú.

A vállalatfinanszírozás *tőkeköltségvetési elvei* is alkalmazhatók a makrogazdaságra. Ennek értelmében vállalati szinten a projektszelekció egyik sarkköve, hogy a jövőbeli szabad pénzáramok tőkeköltséggel diszkontált jelenértéke meg kell, hogy haladja a kezdeti beruházás értékét. Ez a külső államadóságra úgy ültethető át, hogy az államháztartás jövőbeli elsődleges egyenlegei diszkontált értékének meg kell egyeznie a jelenlegi nettó közadósság állományával, vagy nagyobbak kell lennie annál ahhoz, hogy az államháztartás fizetéképes legyen, illetve maradjon. Egy másik - tágabb - megközelítés szerint a jövőbeli külkereskedelmi egyenlegek diszkontált értékének kell meghaladnia a nettó külső adósság jelenlegi állományát, s ez az ország fizetőképességének egyik kritériuma. A GDP-növekedés vagy cserearány-romlás miatt fellépő sokkok révén a „flow” típusú egyensúlytalanságok azonban a fizetési képességet befolyásolják, erodálják. Ugyanígy egy részvény értékét - és ennek analógiáján a külföldi működőtőke aggregátumát - a jövőbeli pénzáramok jelenértéke képzik. A külföldi adósság és a külföldi működőtőke közötti kapcsolat tőkeköltségvetési összefüggésére később még visszatérek.

A vállalatfinanszírozási irodalomból közismert *tőkestruktúra hierarchia-elmélete* (pecking order theory) alkalmazható a nemzetközi tőkeáramokon belül a külső adósság, a portfólió-befektetések és a külföldi működőtőke közötti választásra. Eszerint egy vállalat (nemzetgazdaság) először a belsőleg generált forrásait, azaz a visszatartott profitját (melynek a külföldi működőtőke felel meg) használja fel, ezután fordul a kölcsöntőke-finanszírozáshoz (aminek a külföldi kötvényportfólió-befektetések felelnek meg) és legvégül alkalmazza az új részvénytőkét (nemzetgazdasági szinten a külföldi részvénytőkeportfólió-befektetéseket) (Razin et al. [1998]). Felvetődik a kétely, hogy az a külföldi működőtőké, ami a vállalati szektor külföldi ellenőrzés alatt álló szegmensében anyavállalati hitel, visszatartott profit, valamint új és régi részvénytőke aggregált kompozíciója, makroszinten miért ugrik a tőkestruktúra hierarchia-elmélete szerinti első helyre, a vállalati modell visszaforgatott nyereség pozíciójába? Csak részben válaszolja meg a kérdést Lipsey [1999] megfigyelése, hogy a hosszú külföldi működőtőke-történelemre visszatekintő amerikai és angol direkt tőkeexporton belül a visszatartott profit szerepe tűnik a legfontosabbnak, azonban ez nem univerzális jelenség, s nem igaz minden időperiódusra, sőt a fiatalabb tőkekihelyező országokra sem.

A tőkestruktúra hierarchia-elméletének a nemzetközi tőkepiacokra való érvényességét Razin és szerzőtársai [1998, 1999] azzal magyarázzák, hogy *információs aszimmetria* létezik a hazai megtakarítók és a külföldi portfólió-befektetők között az előbbiek javára, akik közelebb vannak a hazai piachoz; viszont a külföldi működőtőké módosít ezen a helyzeten, mert menedzsereit a fogadó ország vállalati központjaiban helyezi el, általuk egészen közlelről tartja monitoring alatt az adott vállalatokat, így információs előnyhöz jut nemcsak a portfólió-befektetőkkel szemben, hanem a hazai megtakarítókkal szemben is. A közvetlen külföldi tőkebefektető a hazai befektetőknél nagyobb mennyiségű és jobb minőségű, azaz magasabb megtérülésű beruházásokat hajt végre (Razin [2002]). Ezt a bennfentességet a külső befektető az alulinformált, hazai megtakarítókkal szemben kiaknázhajta a multinacionális vállalatok értékpapírjainak hazai tőzsdén való kereskedelme során is. A közvetlen külföldi tőkebefektető képes túllícitálni a hazai és a portfólió-befektetőket a jó hazai cégek megszerzésekor, megindítani a „lefölözést” fúziók és vállalatfelveásárlások, valamint zöldmezős befektetések révén.

Egy másik cikkükben (Razin et al. [1997]) hozzáteszik, hogy az aszimmetria súlyos tőkepiaci torzulásokhoz vezethet, viszont a külföldi működőtőké gyakorlatilag a részvénypiac tőke-beruházási szerepét állítja vissza, ami a Pareto optimumhoz képest túlzott mértékű külföldi beruházásokhoz vezethet túlzottan kevés hazai megtakarítás mellett, miközben az alacsony teljesítményű cégeket az alulinformált hazai megtakarítóknak adhatják el, ami *kontraszelekción* eredményezhet. Szerintük közvetlen külföldi befektetések hiányában, ha a tőkeberuházásokat hazai forrásokból vagy nemzetközi eladósodás útján finanszírozzák, akkor a túlzott külföldi beruházási szint mellé túlzott hazai megtakarítás párosul, vagyis mind a külföldi működőtőke, mind az adósságalapú finanszírozás túlzott mértékű külföldi tőkeakkumulációt eredményez, csupán a megtakarításokra vannak eltérő hatással.

A külső adósság és a külföldi működőtőke közötti kapcsolat néhány vállalatfinanszírozási alapelv alapján is megragadható, ebben a tekintetben Hausmann és Fernández-Arias [2000] közölt áttörést hozó kutatási eredményeket, melyek részletesebb ismertetése témánk szempontjából elengedhetetlen:

® A közvetlen külföldi befektetés vállalati szinten csupán egy finanszírozási forma, mely reziduális követelést támaszt a vállalat eszközeivel szemben. Emiatt a közvetlen

külföldi tőkebefektetés csak egy „számla”, s nem maga a cég. Nem a külföldi működőtőke, hanem a vállalat, vagyis egy multinacionális cég idézi azt elő, hogy helyi bankok külföldön hiteleket vegyenek fel, majd abból nyújtsanak számára forrásokat. Mivel csupán finanszírozási formáról van szó, a vállalat pénzügyi menedzsere dönthet úgy, hogy a hazai bankoktól heves hitelfelvételbe kezd, és kiviszi a rövid lejáratú tőkét az országból, tehát a külföldi működőtőke nem röghöz kötött olyan mértékben, mint a fizikai eszközök. A külföldi működőtőke tartalmaz anyavállalati hiteleket is, melyek a részvénytőke-befektetésben vesznek részt, így helyileg más adósság-jellegű kötelezettségek után rangsorolódnak, vagyis közelebb vannak a részvénytőkéhez. A közvetlen külföldi befektetéseket alkotó komponensekben az adósság és részvénytőke közötti választást adózási megfontolások is meghatározzák, mivel a kamat és az osztalék más adó kategóriába esik.

- A közvetlen külföldi tőkebefektetés a *hiányzó vagy nem hatékony hitelpiacok kiváltásának egyik módja*. Különbség támad a hazai és külföldi befektetők által becsült vállalatértékelés között, ha egy vállalatot gyenge hatékonyságú pénzügyi piac vesz körül, s a nemzetközi finanszírozáshoz való hozzáférés is korlátozott számára csupán csak azért, mert az országnak a magas adósságállomány miatt alacsony adósminősítése van. Mindkét gazdasági aktor a vállalatot a jövőbeli pénzáramok nettó jelenértékeként értékeli. A hazai befektető a tőkeköltségvetési kalkulációknál alacsonyabb növekedési kilátásokat és magasabb diszkontrátát fog beállítani a korlátozott vagy drága finanszírozási költségek miatt; ezzel szemben a külföldi befektetők a jövedelmek magasabb növekedését és alacsonyabb diszkontrátát állíthatnak be, mert őket nem korlátozza a helyi tőkepiaci hatékonyság hiánya és a fejlődő országok hitelpiacainak volatilitása. Ennek következtében a tőkeellátottságban korlátozott hazai befektető el fogja adni eszközeit a nemzetközi tőkepiacokhoz hozzáférő külföldi befektetőnek. így a közvetlen külföldi tőkebefektetés segít ugyan a tőkepiaci egyenlenségek leküzdésében, de nem jele a javuló hazai környezetnek.
- Modigliani és Miller [1958] kimutatta, hogy bizonyos feltételek mellett a vállalat szempontjából a *tőkeszerkezet indifferens*. A vállalat értékét nem befolyásolja, hogy jövőbeli pénzáramainak nettó jelenértékén hogyan osztozik a két jogi forma, a

kölcsöntőke és részvénytőke. Ezzel összhangban egy ország nemzetközi pénzügyi pozícióinak összetétele is közömbös a nemzeti jólét szempontjából. A valóságban ez nem érvényesül, mert az elmélet tökéletes feltételrendszere nem teljesül.

- A tőkestruktúra változtatásával a vállalat csökkenteni tudja *teljes adóterhét*, így a vállalat értékét is, mely megoszlik a hitelezők és a részvénytulajdonosok között. A kettős adózás miatt (társasági adó, valamint az osztalék személyi jövedelemadója) a kölcsöntőke-finanszírozás előnyösebb. Ez magyarázhatja, hogy a közvetlen külföldi tőkebefektetések egy részét miért dokumentálják anyavállalati hitel formájában.
- A tőkestruktúra választásának további szempontja, hogy *a pénzügyi ellehetetlenüléssel kapcsolatos, feltételhez kötött költségeket csökkentse*. Vállalati szinten az adósság felfogható egy kockázatmentes kötvényként és egy, a vállalat pénzáramaira szóló eladási opcióként (put option⁷): ha a jövedelmek egy bizonyos szint alá esnek, akkor a vállalat dönthet úgy, hogy nem fizet, de ebben az esetben a hitelező által vett put opció „pénzen belül van” (in the money), tehát megkezdheti a felszámolási eljárást. Az eladási opció értékét két tényező határozza meg:
 - o a tőkestruktúra, mivel minél nagyobb a kölcsöntőke komponens, annál inkább van „pénzen belül” az eladási opció, és annál nagyobb a csőd kockázata;
 - o a jövőbeli pénzáramok növekedési kilátásai, mivel ha ezek növekednek, akkor a nem fizetés valószínűsége csökken, ami még több kölcsöntőke alkalmazását teszi lehetővé.

A magas csőd költségek magyarázatot adhatnak arra, hogy a külföldi működőtőke aránya miért magasabb azokban az országokban, melyek kockázatosabbak, vagy output teljesítményük volatilisabb. A közvetlen külföldi tőkebefektetések növekedő arányát mutató trendek a növekedési kilátások és a kockázat közötti egyensúly romlását jelzik.

⁷ További magyarázatként fűzném hozzá, hogy a „put” opció eladója maga a vállalat, vevője pedig a hitelező. A vállalat addig van pénzen belül (in the money), míg a vállalat szabad pénzáramai fedezetet nyújtanak a forrásszerkezet kölcsöntőke-eleméhez kötődő adósságszolgálat viselésére, a fedezeti pontnál pénzénél van a vállalat, viszont ez alatt már pénzen kívül van (out of the money) és ekkor az opció vásárlója kerül „in the money” pozícióba.

2. fejezet: A kutatási hipotézisek és a vizsgálati Modell

2.1. A hipotézisek

Az értekezés hat hipotézisen alapul, melyből három a fent ismertetett elméleti és empirikus háttérből automatikusan adódik, inásik három viszont előfutára a következő fejezeteknek.

1. hipotézis: A külső adósság és a külföldi működőtőke közötti kapcsolatot igazoló teóriák és nemzetközi tapasztalati tények a magyar gazdaság kilencvenes évekbeli folyamataival is bizonyíthatók.

A nemzetközi szakirodalomban felhalmozódott elméleti és tapasztalati megfontolások tükrében alaposan feltételezhető, hogy Magyarország külső forrásstruktúrájának két legfőbb tőkekomponense között kapcsolat van. A makroszintű kölcsöntőke és részvénytőke belső összefüggésrendszerének elméleti alapon történő elemzéséhez valószínűsítem, hogy a túlzott eladósodás (debt overhang), az adósságtolerancia, a valuta- és lejáratil illeszkedés, az Aizenman-féle modell, Albuquerque hipotézise, Lane - Milesi-Ferretti több észrevétele, Krugman „fire sale FDI” gondolata, valamint Razin és szerzőtársai által továbbfejlesztett hierarchia-elmélet alkalmazható hazánkra is.

2. hipotézis: A külső eladósodás és a külföldi működőtőke között az elméleti kereteken kívül további közvetlen és közvetett összefüggések mutathatók ki, mely alátámasztására a magyar tapasztalatok alkalmasak.

A két makroszintű tőkekomponens belső interakciójának elemzésénél feltehető, hogy a nemzetközi elméleti és empirikus kereteken túl, illetve azt néhol kiegészítve a privatizáció, az adósságszolgálat viselése, a jóléti hatás kérdésköre, valamint a tőkehasználati díj kitermelésének képessége olyan terület, ahol a külső adósság és a

közvetlen külföldi tőkebefektetések egymásra hatása jól megragadható Magyarországon is.

3. hipotézis: A nemzetgazdaság külső finanszírozása vizsgálható vállalati analógia alapján is olyan feltevéssel, hogy a makrogazdaságba bevont források minden egységével szemben megtérülési követelmény állítható.

A modellalkotás centrumában a makro-folyamatok vállalati szemléletű elemzése, a vállalatfinanszírozási modell alkalmazhatósága és annak korlátai állnak. Az elemzés a vállalatfinanszírozási eszköztárból kölcsönveszi a forrás-szerkezet tőkekomponenseinek analizését, a tőkeköltés fogalmát, ennek kitermeléséhez szükséges fedezeti pont vizsgálatát, valamint a hierarchia-elméletet. Természetesen megfontolás tárgyát képezi, hogy vajon mennyire állítható párhuzamba egy nemzetgazdaság és egy vállalat forrásgazdálkodása, vajon nem jogos-e az a probléma, hogy a vállalati modell makroszintre történő mechanikus alkalmazása téves következtetések levonására vezethet. A potenciális tévedések kiküszöbölése végett a mű törekszik arra, hogy a modell feltételrendszerét gondosan körülhatárolja. A szerző mindemellett fontosnak tartja hangsúlyozni, hogy miként egy vállalat esetén a befektetett tőkével szemben megfogalmazódik egy elvárt megtérülési követelmény, ugyanúgy a nemzetgazdaság külső tőkestruktúrájával szemben is a forrásjuttatók megtérülési szinteket támasztanak.

4. hipotézis: Magyarországon a külföldi adósságállomány és a külföldi működőtőke-állomány megtérülési sajátosságai eltérőek, az utóbbi teljesítménye azonban nem nyújt korlátlan fedezetet az előző megtérülésére.

A makroszintű külső tőkeszerkezet részben beruházást, kapacitásfejlesztést, részben jóléti kiadásokat finanszíroz. A fogyasztásra fordított tőkejavak és a jövedelemáramot generáló források eltérő hatékonyságú makroszintű tőkelekötést eredményeznek. A hatékony tőkelekötés vizsgálati keretét a külső forrásból finanszírozott beruházások állománya, az ez által generált exportpotenciál és az adott tőkekomponens használati díja adja.

5. hipotézis: Néhány előző hipotézisből adódóan a nemzetgazdaságban lényegében folyamatosan éi-vényesül az eladósodásra való hajlam.

Az ország eladósodási hajlama már évtizedek óta jelen van a magyar nemzetgazdaságban, amin a külföldi működőtőké megjelenése sem változtatott. Az eladósodási hajlam összetevőinek vizsgálata éppen ezért kiterjed a külkereskedelmi forrásszerzés gondjaira, az állam szerepére - ami egyben átvezet a következő hipotézishez is az ország belső forrásteremtő képességének nehézségeire és általában a tőkeköltség kitermelésének alapproblémájára.

6. hipotézis: A reálgazdaságon kívüli társadalomgazdasági alrendszerek hatékonyságzavarai közvetlen hatással vannak az eladósodásra és a nemzetgazdaság külső tőkestruktúrájának átfogó megtérülési nehézségeire.

A reálgazdaságon kívüli társadalomgazdasági alrendszerek is a tőkepiacon szerzik meg a finanszírozási források egy részét, csak hogy annak felhasználásához más kritériumok alapján mérlegelik a projektszelekciót, a tőkeköltségvetési irányelveket, illetve ezek következményeit a forrásjuttatók irányában fennálló kötelezettségek viselésében, mint a vállalati szféra tenné.

2.2. A külső tőkeszerkezet vizsgálati modellje

A tanulmány kiinduló pontja, hogy a nemzetgazdaság egésze felfogható *makrovállalként*, így a vállalatfinanszírozás néhány alapelve is alkalmazható makroszintű keretek között (3. táblázat). Egy vállalat forrásgazdálkodásának központi kérdése a kölcsöntőke és részvénytőke komponensekből álló tőkestruktúra kialakítása. Nemzetgazdasági szinten is megfogalmazható egy makroszintű tőkestruktúra, melynek kölcsöntőke eleme a külső adósságállománynak felel meg, a részvénytőke összetevője pedig a külföldi működőtőke akkumulációjának. A jelen dolgozat csak a külső finanszírozási szerkezetre koncentrál, a belsőre nem.

3. táblázat. A vállalati modell alkalmazása a nemzetgazdaság külső finanszírozására

Hasonlóságok	
<i>Vállalat</i>	<i>Nemzetgazdaság</i>
<p>Mérlegelv - mérlegkimutatás:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Eszközök • Források <p>Tőkestruktúra:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kölcsöntőke • Részvénytőke <p>Tőke költségek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kamat • Osztalék <p>Eredménykimutatás:</p> <ul style="list-style-type: none"> @ Értékesítés nettó árbevétele • Értékesítés közvetlen költsége • Működési eredmény (EBIT) <p>Ráta-elemzés</p> <ul style="list-style-type: none"> • Eladósodottsági mutató: <ul style="list-style-type: none"> o kölcsöntőke/összes eszköz ® Kamatfedezet <p>Vállalatfinanszírozási elvek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lejáratil illeszkedés elve • Tőkeköltségvetési elvek <p>Pénzügyi ellehetetlenülés</p>	<p>Mérlegelv - makroszintű mérlegkimutatás:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Eszközök • Források <p>Makroszintű tőkestruktúra:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Külső adósság • Külföldi működőtőke <p>Tőkeköltségek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kamat • Repatriált profit <p>Makroszintű eredménykimutatás:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Export ® Import ® Külkereskedelmi egyenleg <p>Ráta-elemzés</p> <ul style="list-style-type: none"> • Eladósodottsági mutató: <ul style="list-style-type: none"> o külső adósság/GDP • Kamatfedezet <p>Vállalatfinanszírozási elvek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lejáratil illeszkedés elve « Tőkeköltségvetési elvek (a reálgazdasági alrendszerben érvényesül csak) <p>Pénzügyi ellehetetlenülés</p>
Különbségek	
<i>Vállalat</i>	<i>Nemzetgazdaság</i>
<p>Gazdasági entitás</p> <p>Tőkestruktúra:</p> <ul style="list-style-type: none"> e A részvénytőke megóvásának elve hitelezői elvárás e A részvénytőke reziduális követelés az eszközökkel szemben a kötelezettségek után a rangsorban <p>Tőkeköltségek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kamatfizetés működési profitból • Kamat/működési profit ráta • A kamatfizetés mint pénzáram prioritása az osztalékfizetés felett. 	<p>Gazdasági és társadalomgazdasági entitások halmaza</p> <p>Tőkestruktúra:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Az FDI megóvásának elve nem hitelezői elvárás • Az FDI nem reziduális követelés a nemzetgazdaság eszközeivel szemben a külső adósságállomány után <p>Tőkeköltségek:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kamatfizetés exportból (árbevételből) • Kamat/export ráta e A külső adósság utáni kamatfizetés nem élvez prioritást a profitrepatriálás előtt.

A vállalati modellből ismert *mérlegelv* alapján a külső tőkestruktúra képezi a nemzetgazdasági mérlegkimutatás forrásoldalát, mely az eszközoldalt finanszírozza, és egyúttal vele szemben követelést testesít meg. A vállalat számára az eszköz oldal a számviteli elvekkel összhangban tartja nyilván a tőkejavak állományát „stock” szemléletben adott évben, adott időpillanatban. Az állomány évközi változását a forgalmi adatok, azaz a cash flow kimutatás követi nyomon. A *stock-flow szemlélet makroszinten*⁸ is érvényes mind az eszköz, mind a forrás oldalon.

A vállalatfinanszírozás egyik sarkköve a *lejáratil illeszkedés* (maturity matching) elve, melynek teljesülése esetén a vállalati mérlegkimutatásban az eszköz oldalon a hosszú lejáratú források egy évnél hosszabb élettartamú gépeket, berendezéseket, épületeket, illetve immateriális javakat finanszíroznak, vagyis a hosszú lejáratú kölcsöntőke és a permanens részvénytőke beruházási tőkejavakat ellentételez. A lejáratil illeszkedés elvének súlyos megszegése likviditási és profitabilitási problémákat is okozhat. A makroszintű tőkestruktúra lejáratil illeszkedésének zavarai fizetési nehézségeket, súlyosabb esetben pénzügyi krízist válthatnak ki. A kölcsöntőke lejáratil és visszafizetési kötelezettséggel terhelt, míg a külföldi működőtőke lejáratil nem terhelt és visszafizetési kötelezettséget nem támasztó permanens tőkeforrás, ezért lejáratil szempontból előnyösebb finanszírozási forma.

A vállalatgazdálkodási rendszerben a megszerzett hosszú lejáratil források tőkeként hasznosulnak, az árbevétel generálásában kulcsszerepet játszó beruházási projekteket finanszíroznak, melyekkel szemben elvárás, hogy kitermelje a kölcsöntőke utáni adósságszolgálatot - azaz a tőketörlesztést és kamatfizetést valamint a forrásjuttatók tőkemegtérülési követelményeit, beleértve a részvénytőke utáni osztalékot is. *Nemzetgazdasági szinten a hosszú lejáratil források már nem csak tőkeként hasznosulnak*, hanem a tőketerheket a jövőben ki nem termelő fogyasztásként is. Makroszinten a lakossági és állami fogyasztás olyan forrásfelhasználásnak minősül, ami a makrovállalati modellben nem jelenik meg a mérlegkimutatás eszköz oldalán, mert általa nem termelő-szolgáltató kapacitás jön létre, így inkább a makrovállalati eredménykimutatás kiadási tételei közé rangsorolódik. *A nemzetgazdaságon belül a*

⁸ Az más dolog, hogy az eszköz oldalon a beruházási javak állománya Magyarországon az elmúlt több mint harminc évre módszertani problémák miatt nehezen lenne reprodukálható, de az állományváltozás hazai és nemzetközi statisztikák alapján megközelíthető.

társadalomgazdasági alrendszer pusztá léte megbontja a hosszú lejáratú források tőkeként való felhasználásának vállalatfinanszírozási elvét. A társadalomgazdasági rendszer kiadásainak határát a reálgazdaság teherbírása szabja meg.

Vállalati árbevételnek nemzetgazdasági szinten az exportbevétel felel meg; a vállalati értékesítéssel kapcsolatos kiadásoknak pedig az import. A kettő különözete a vállalati működési profit, illetve nemzetgazdasági szinten a külkereskedelmi egyenleg. A működési profitnak, melyet a tőkestruktúra befolyásol, ugyanúgy fedeznie kell a kamat- és az osztalékfizetési kötelezettségeket, mint ahogy a külkereskedelmi egyenlegnek is - ha a vállalati modellt szigorúan követjük makro-megtérülési kritériumokat támasztva - elegendőnek kellene lennie a makroszintű hosszú távú forrásszerkezettel járó kamatfizetésekre és a repatriált profitra. Ezen a ponton azonban ismét adódik egy olyan terület, ahol a vállalatfinanszírozási párhuzam nem egy az egyben alkalmazható, mert a *külső adósság utáni kamatfizetés az exportból - tehát árbevételből - történik*, amit az adósságszolgálat kifizetése előtt nem terhel az import és néhány egyéb kiadás. Ez a különbség azonban nem kell, hogy elterelje a figyelmet arról, hogy a vállalati modell kamatfedezeti rátája - tehát a működési profit per kamatfizetés - makroszinten a külkereskedelmi egyenleg per kamatfizetés fontos hatékonysági kritérium az „óriásvállalat” számára. Mind vállalati, mind nemzetgazdasági szinten létezik egy megtérülési követelmény, azaz *használdozati költség* (opportunity cost), melyet a vállalatnak/nemzetgazdaságnak ki kell termelnie hozam szinten ahhoz, hogy a forrásjuttatók ne nézzenek nagy valószínűséggel alternatív befektetési lehetőségek után.

Egyes vállalatfinanszírozási elvek — mint például a részvénytőke reziduális jellege a vagyon-kielégítési rangsorban a vállalat jogutód nélküli megszűnése esetén, a részvénytőke megóvásának hitelezői követelménye, a kamatfizetés prioritása az osztalékfizetés felett - makroszinten sérülnek a nemzetgazdaság sok entitásból álló, halmazszerű természete, szórt tulajdonosi szerkezete miatt. A külső eladósodottság fokozódása és az ezzel kapcsolatos pénzügyi problémák nem akadályozzák meg a külföldi működőtőke tulajdonosait abban, hogy forrásaikat kivonják az országból, mindemellett a külső adósság után megfizetett kamatok sem élveznek elsőbbséget a külföldi tőkebefektetők által repatriált profit előtt. A vállalati felszámolásnak nemzetgazdasági szinten nincs megfelelője, a külső adósság nem fizetése nem vonja

maga után a likvidációt, a nemzetgazdaság összes eszközének eladását a forrásjuttatói követelések kielégítésére. A pénzügyi piacokhoz való hozzáférés elvesztése egy vállalat számára üzleti egzisztenciájának végét jelentheti, makroszinten viszont a nemzetközi tőkepiacok bizalmának elvesztése nem vonja maga után a nemzetgazdaság működésének végét, csupán fokozza a belső forrásokra való utaltságot, a forrásszegénységet és az önerőre támaszkodó gazdasági növekedés kényszerét.

3. fejezet: A külső finanszírozási struktúra bruttó adósság komponense

A külső adósság-komponenst a makroszintű tőkestruktúrában elsősorban a GDP arányában kifejezett, egy főre eső, illetve nominálértéken nyilvántartott kölcsöntőkeként fogom nyomon követni. Azért használom a bruttó értéket, mert egyrészt a vállalati modell értelmében ez az összeg jelenik meg a nemzetgazdaság „mérlegkimutatásában” a forrás oldalon mint tőkeszerkezeti elem, másrészt a bruttó állomány után kell az országnak a külföldi forrásjuttatók számára adósságszolgálatot - tőke- és kamatfizetést - teljesíteni, harmadrészt a bruttó tőkeállomány mutatja meg a külföldről ténylegesen bevont kölcsöntőke-komponens mértékét, amit a kölcsöntőke-export nettósít.

A tőkeszerkezetben döntő szerepet játszó kölcsöntőke-alapú finanszírozási forma elemzését - az eladósodás rövid történeti áttekintése után - a vállalati modellnek megfelelően eszköz és forrás oldali megközelítésben taglalom. Forrásszerzési szempontból a hetvenes évektől napjainkig tekintem át a kölcsöntőke-import nemzetközi pénzügyi környezetét, a külső hitelezői hajlandóság változását, a köz- és magánadósság alakulását, valamint az ország árbevétel-generálási képességét. Ezentúl a belső forrásképzés főbb tendenciáját is felvázolom, ami hatással volt és van a külső finanszírozási szükségletre. Felhasználási oldalon pedig a külső adósság formában beáramló források beruházási és fogyasztási célú tőkelekötését vizsgálom.

3.1. Az eladósodás történeti szakaszolása

Az adósság nem statikus, hanem *dinamikus probléma* (Kornai [1996]). Az eladósodás hosszabb távú perspektívájának előnye, hogy rávilágít a külföldi pénzügyi piacok ciklikus jellegére. Az elmúlt évszázadban Kelet-Európa - benne Magyarország - eladósodásának történelmi keretét a középhatalmi, nagyhatalmi, páneurópai erőterekbe való integrálódás, illetve az ezek közötti váltás okozta reorientációs sokkok adták. A hetvenes évektől a kelet-európai országok előtt, így hazánk előtt is a nemzetközi pénz- és tőkepiacok megnyíltak. A megnövekedett forráskínálat mellett ezen országok

hitelképessége hozzájárult a hitelkihelyezés gyors bővüléséhez. A térség egy főre jutó bruttó külföldi adósságállományának hullámvázása, a kirajzolódó eladósodási és korrekciós szakaszok stop-go ciklikussága egyaránt visszatükrözi a forráskínálat és -kereslet dinamikáját és a nyugati pénzügyi piacok hitelezési és kockázatvállalási hajlandóságát is. Az 1. számú függelék jól szemlélteti, hogy a hetvenes évektől Magyarország vált a térség egyik legeladósodottabb országává.

A hetvenes években a nemzetközi eladósodási hullám, majd a hitelválság szempontjából egy fontos tényező volt a GDP-növekedés ütemében bekövetkezett változás. Ahogy vállalati szinten a vállalati növekedés mértéke hatással van a finanszírozási szükségletekre, ugyanúgy nemzetgazdasági szinten is hat a GDP növekedési üteme a külső forrásbevonás szükségességére és annak fenntarthatóságára. Ha abból indulunk ki, hogy a XX. század második felében a GDP-növekedés súlyozatlan világátlagos az 1975-öt megelőző negyed évszázadot jellemző 5%-ról 3%-ra csökkent az 1975 utáni negyed évszázadban - miközben a legtöbb ország az 1975-1994 közötti hitelfelvételét az 1960-1975 közötti korábbi növekedési rátához kalibrálta, nem pedig az 1975-1994 közötti új növekedési rátához (Easterly [2001]) -, akkor egyértelművé válik a külső adósságkomponens megugrásának egyik háttértényezője⁹. Múltbeli trendek jövőbe irányuló lineáris extrapolálását alkalmazó tervezési hiba, valamint a növekedés mesterséges fenntartásának kísérlete egyaránt pénzügyi problémák forrása lehet. Nem elhanyagolható az sem, hogy a külső sokkok elhúzódását megítélő optimista nézet túlértékeli a pozitív külső hatások tartósságát, ugyanakkor alulértékeli a negatív külső sokkok időtartamát, ami - annak ellenére, hogy megfelel a racionális viselkedésnek - nagy adósságfelhalmozáshoz vezethet (Senhadji [2003]).

Magyarország külső forrás-struktúrájában a kölcsöntőke-elem felhalmozódása beágyazódik a nemzetközi hitelpiacok tőkemozgásaiba. Magyarország - és általában Kelet-Európa - számára megkönnyítette a hitelfelvételt, hogy a hetvenes években a merev szuperhatalmi elzárkózást felváltotta a *détente*, a politikai enyhülés légköre, mely a nyugati pénzügyi piacoktól való hidegháborús izoláció után lazított a vasfüggöny átjárhatóságán. A Nyugat hitelezési hajlandóságát befolyásolta továbbá az olajválságok

⁹ Korábban már utaltam rá, hogy a GDP-növekedés és a külső eladósodás közötti kauzális kapcsolat iránya és léte megosztja a szakirodalmat.

alatt felgyűlt petrodollárok forrásbősége, a nyugati világ recessziója, a nyugaton realizálható megtérülés csökkenése. Emellé társult még egy - egyébként alaptalan - közös nyugati percepció: hitelezői oldalon sokan úgy vélték, hogy létezik a szovjet szövetséges keleti blokknak nyújtott hitelek fölött valamiféle szovjet garanciaernyő (Tyson [1986]).

A külső adósságot mint tőkeelemet meghatározó változások alapján Lavigne [1987] a nyolcvanas években Kelet-Európára vonatkozóan az eladósodást történeti szempontból vizsgálva a következő *fázisokat* különítette el: eröltetett modernizáció (1970-1974), külső finanszírozás vagy belső alkalmazkodás (1975-1981), hitelprés és alkalmazkodás (1982-1983), végül újbóli hitelfelvétel (1984-től). A folyamat utolsó fázisát a rendszerváltás okozta törés zárta le a gazdasági átmenet országaiban. A piacgazdaság kiépítésének külső forrásigénye egy új szakaszt nyit a rákövetkező megszorításokig a kilencvenes évek közepéig, majd egy újabb eladósodási hullám beindulásának lehetünk tanúi jelenleg is a térségben. A nemzetközi adósságirodalom a hetvenes évektől napjainkig terjedő periódust másképpen szakaszolja: megkülönböztet egy adósságkrízis előtti és utáni időszakot, magát az adósságkrízist pedig az 1982-1990 (Eaton [1990]) vagy 1982-1993 (Cottarelli-Giannini [2002]) közötti időszakra teszi.

A magyar külső eladósodási folyamat történeti szakaszolására is több példa van. A piacgazdasági átmenetig terjedően Vígvári [1990] a következő periódusokat¹⁰ különbözteti meg: a reform megfinanszírozásának kísérlete (1968-1973), az adósságcsapda (1973-1978), az adósságmenedzselés átmeneti sikerei (1979-1984) és a válság elmélyülése (1985-1990). A piacgazdasági periódust Gáspár és Mizsei [2004] - bár nem adósságtörténeti kontextusban, de mégis nagyobb eladósodást fokozó és visszafogó fázisok megragadására alkalmasan - az alábbi szakaszokra osztotta: mikroökonómiai sokkterápia és makroökonómiai fokozatosság (1990-1994), makroökonómiai óvatosság és mikroökonómiai reformok (1995-2001), megváltozott makroökonómiai feltételek és az EU-csatlakozás előkészítése (2001-2003)¹¹.

¹⁰ Az 1949-1968 közötti időszakot a spontán eladósodás korának nevezi, amikor az eröltetett növekedést az ötvenes években szovjet és kínai források, a hatvanas években döntően nyugati források finanszírozták.

¹¹ Az 1990-1994 között született meg a csődtörvény, a pénzintézeti törvény, a számviteli törvény, mely hatására társaságok tömeges felszámolására került sor, nőtt a vállalati szektor fizetési fegyelme és a bankszektor konszolidáció és feltőkésítés alá került. Ezen törvények a vállalati szféra költségvetési korlátjának megkeményedése szempontjából fontosak. Az 1995-2001 közötti időszakra esett a Bokros

3.2. A makroszintű mérlegkimutatás forrás oldala

Nemzetgazdasági szinten a makroszintű mérlegkimutatás mind forrás, mind felhasználás oldala a fentebb ismertetett, több szempontú eladósodás-történeti szakaszolás lenyomatát őrzi. A külső kölcsöntőke-komponens áramlási és állományi adataiban szemléletesen elkülöníthetők a nemzetközi adósságválság előtti, alatti és utáni periódusok, valamint jól kirajzolódnak az ország-specifikus mozgások.

A makroszintű mérlegkimutatás minkét oldalára ható erők elemzését egy Gerschenkorn-idézettel [1984¹²] kezdem: „A fejlett társadalmak, gazdaságok relatív közelsége állandó ösztönző, kényszerítő erőként húzza-tolja a felzárkózást-utolérést célul kitűző régiókat (...), a relatív helyzet megtartása is állandó fejlődést kívánt és kíván a dinamikus és állandóan átrendeződő világgazdasági fejlődésfolyamatban.” Az itt megfogalmazott modernizációs deficit a makro-mérlegben a forrás oldalon a szűkös belső tőkeforrások kiegészítését igénylő külső finanszírozási szükségletként mutatkozott, az eszköz oldalon pedig folyamatos beruházási igényként és - kiadásnak minősülve, így a mérlegben eszközzé nem váló - fogyasztásként jelentkezett.

3.2.1. A külső bruttó adósság felhalmozódása

A modernizációs rés áthidalását célzó kísérletek során a makroszintű külső tőkestruktúra kölcsöntőke komponensének beruházási és fogyasztási célú felhasználásához hitelezői oldalon szükség volt a forráskihelyezői hajlandóság meglétére és egyáltalán a források rendelkezésre állására; hitelfelvevői oldalon pedig a külföldi tőkepiacokhoz való hozzáférésre és általában az ország kedvező hitelminősítésének

csomag, a stratégiai cégek privatizációja, a tőkekiáramlás óvatos liberalizációja és a nyugdíjrendszer részleges reformja. 2001 után megjelent a romló makroökonómiai és növekedési teljesítmény, mely összefüggésben állt a fellazult fiskális és jövedelempolitikával, a közszférában végrehajtott béremelés meghaladta a termelékenység növekedését, miközben a külföldi direkt befektetések beáramlása lelassult.

¹² Idézi Muraközi [2004] 7. o

megtartására. A külső forrásbevonás és a magyar gazdaság fellendülése szorosan összekapcsolódott az elmúlt évszázadban¹³.

A hidegháborús ötvenes-hatvanas években azonban Magyarország számára a szovjet minta követése, a külföldi tulajdonú javak és pénzügyi követelések konfiskálása, valamint annulálása a nemzetközi hitelezési folyamatokból való automatikus kizárást eredményezte. Az ötvenes években az erőltetett iparosítás finanszírozásához az ország elsősorban belső forrásaira támaszkodott, ami a mezőgazdaság és a fogyasztás rovására valósult meg; az extenzív növekedés jegyében - rövid időn belül elapadó - szovjet és kínai hiteleket is kapott.

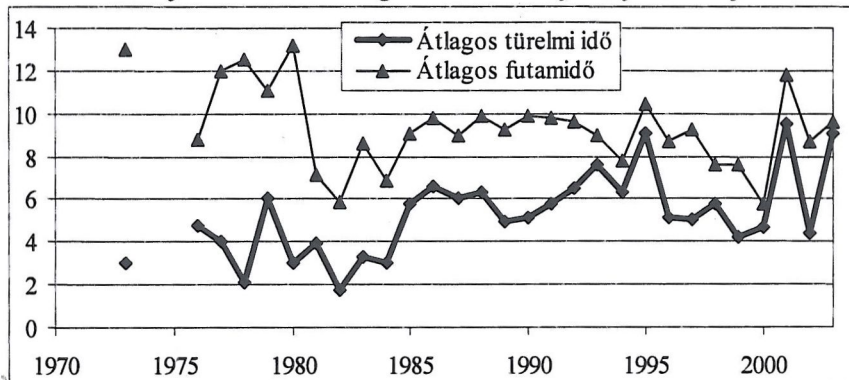
„A magyar gazdaság nem rubel relációjú eladósodási hajlama már a hatvanas években is erőteljesen megmutatkozott. Az 1970. év végére az ország konvertibilis adósságállománya 542 millió dollárt ért el, ami az akkori nem rubel relációjú export 70%-át tette ki, tehát alacsonynak semmiképpen sem volt nevezhető...” (Adósság [1990] 55. o.). A hatvanas évektől kezdve egyre nagyobb szerepet tölthettek be a konvertibilis áruforgalomtól független külföldi fináncbitelek, melyek feltétele a fizetési kötelezettségek teljesítése volt (Bakó [1989]). 1971-től Magyarország folyamatosan bocsátott ki kötvényeket a nyugati tőkepiacokon, ami újításnak számított a szocialista országok között, így bankcsoport által nyújtott kölcsönfelvétel felé tolódott el a hitelezői kör.

A hetvenes évek viszonylag alacsony kamatok és hosszabb futamidő melletti, töretlen ívű eladósodását a nyolcvanas évek elején tapasztalható ún. „hitelprés” (credit squeeze) törte meg pénzügyi megszorításokkal és forráselszívással. A nyugati pénzügyi piacokhoz való hozzáférés korlátozódása, a megugrott hitelkamatok, a hitelek lezsugorodott türelmi és futamideje (1. ábra) likviditási válságot okozott több szocialista országban. Lengyelország, Románia és Jugoszlávia pénzügyi krízisei a nyolcvanas évek elején megkérdőjelezték a szocialista blokk hitelképességét és a szovjet garanciaernyő

¹³ A külföldi tőkepiacok már az Osztrák-Magyar Monarchiában fontos szerepet tölthettek be Magyarország külső finanszírozásában. „A magyar gazdaság gyors felfutásának tőkeigényét is elsősorban osztrák és német bankok finanszírozták, mint például a bécsi Rotschildok, a Credit-Anstalt vagy a Deutsche Bank és a Disconto Gesellschaft. A kiegyezést követően a világháború kitöréséig a beruházások mintegy 40%-át (folyamatosan csökkenő arányban) a külföldi tőke fedezte. A beáramlott tőkének számottevő része államadósságot képezett. Ennek jelentőségét jelzi, hogy az állami adósságszolgálat (kamat- és tőketörlesztés együtt) az 1910-es évek elején a nemzeti jövedelem mindegy 6-7%-át vette igénybe.” (Ehrlich-Révész, [2001] 4. o.)

létezését, melynek tovagyrúzó hatásaként Magyarország felé is megszűnt a kereskedelmi hitelezés. 1982 elején a Magyar Nemzeti Bankból 1 milliárd dollárnyi rövid lejáratú betétet vontak ki szocialista, arab és az USA-n kívüli tőkés bankok egyharmad-egyharmad-egyharmad arányban (Bakó [1989]).

1. ábra. A külföldi hitelek átlagos türelmi ideje és futamideje években



Forrás: World Bank - Global Development Fináncé.

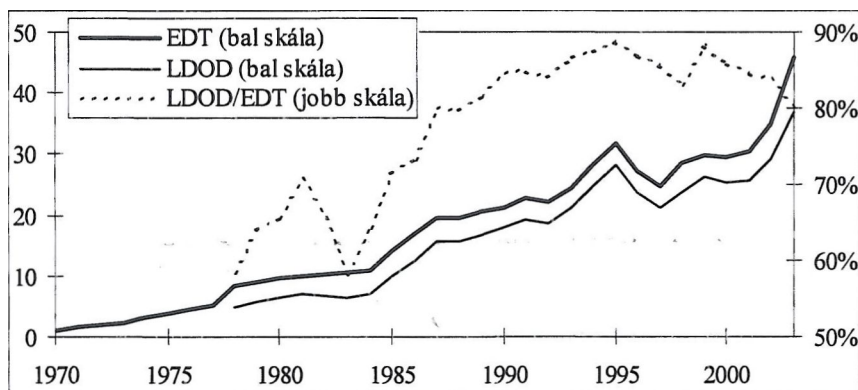
Megjegyzés: a Világbank fizetés adatbázisaihoz a londoni ösztöndíj lejártá óta nem férnek hozzá, a tárgyévben (T) megjelenő Global Development Fináncé vagy World Development Indicators kiadványok T-2 évig tartalmaznak csak statisztikai idősorokat, sőt bizonyos adatok, mint a 13. ábrán szereplők, nyomtatott formában nem is elérhetők. Ezen okok miatt a világbanki statisztikákon alapuló ábrák legjobb esetben csupán 2003-ig futnak, mivel a 2006-os kiadvány a dolgozat véglegesítésekor még nem jelent meg sem elektronikus, sem papír formátumban.

A nyolcvanas évekre kialakult likviditási válság egyik meghatározó tényezője Magyarországon a külső adósságállomány előnytelen lejárat szerkezete volt (2. ábra). A rövid lejáratú kötelezettségek viszonylag magas aránya a visszafizetési kötelezettség miatt fizetési problémákhoz vezetett. 1978-ban például a fennálló teljes külső tartozásállomány mintegy 40%-a éven belül volt esedékes, ami a fizetési krízist megelőző időszak főbb adósságszolgálati kihívásairól ad képet.

A fizetési krízis könnyen felvetheti az adósság-átütemezés kérdését, melynek következményei súlyosbíthatják a meglévő helyzetet. Palmer és Gordon [1985] egy 74 országból álló mintán kimutatta, hogy 1970-1983 között az adósságot átütemező országok teljes fennálló tartozása kétszeres, inflációja drasztikusabb, a kö zadósságukon fennálló nominál és reál kamatlábak a kockázat miatt jelentősen magasabbak voltak, mint

az adósság-átütemezéssel nem élő országok esetén, miközben likviditási rátáik¹⁴ és az adósságszolgálati mutatóik¹⁵ alacsonyabbak, de hasonló trendet mutattak, mint a kontrollcsoporté. 16 erősen eladósodott ország - köztük Magyarország - kapta a fejlődő országokba irányuló nettó forrástranszferek körülbelül felét hivatalos és kereskedelmi hitelezőktől 1978-1982 között, míg 1983-1986 között ugyanezen országok adták a hitelezőkhöz visszairányuló erőforrás-áramok összességét; ellenben az adósságot át nem ütemező, közepes jövedelmű országokból a nyolcvanas években a kereskedelmi hitelezők részére teljesített nettó erőforrástranszfer átlagosan alacsonyabb volt, mint az adósság-átütemezők esetén (Webb-Zia [1989]). Az adósság-átütemezésnek tehát több, kedvezőtlen következménye lehet.

2. ábra. A hosszú lejáratú külső adósságállomány abszolút és relatív aránya
(milliárd dollár, illetve százalék)



Forrás: World Bank - Global Development Fináncé. A ráta saját számítás.

Megjegyzés: EDT = külső bruttó adósságállomány, LDOD = hosszú lejáratú külső bruttó adósságállomány.

Magyarország elkerülte a formális adósság-átütemezést erős likviditás-vesztés, a nyugati központi bankok által nyújtott sürgősségi segélynyújtás és az IMF-fel kötött

¹⁴ Nemzetközi tartalékok (SDR, plusz tartalékpozíció az IMF-nél, aranytartalékok, „foreign exchange”) az összes fennálló tartozás arányában, nemzetközi tartalékok mínusz aranytartalékok az összes fennálló tartozás arányában, speciális hitellehívási jogok az összes fennálló tartozás arányában, a Központi Bank külföldi eszközei az összes fennálló tartozás arányában, a Központi Bank nettó külföldi eszközei az összes fennálló tartozás arányában, a bankrendszer nettó külföldi eszközei (központi bank és a kereskedelmi bankok) az összes fennálló tartozás arányában.

¹⁵ Export az összes fennálló tartozás arányában, nominál GNP az összes fennálló tartozás arányában, nominál GDP az összes fennálló tartozás arányában, reál GDP az összes fennálló tartozás arányában, fennálló teljes adósságállományhoz kapcsolódó ráták.

keretmegállapodás árán (Tyson [1986]). 1982-ben a Bank of International Settlements által az ország 100 millió dollár rövid lejáratú hitelhez jutott, az év második negyedévében egy újabb 110 millió áthidaló hitelt kapott, szeptemberben további 300 millió dollárban részesült, és az IMF tagság bázisán egy harmadik áthidaló hitelt is odaítéltek (Zloch-Christy [1987]).

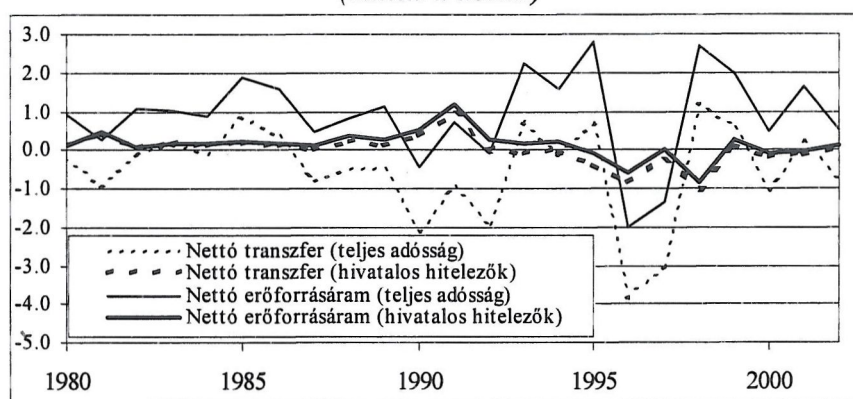
De jure nem történt adósság-átütemezés, azonban *de facto* a nyolcvanas években folytatódott az a törekvés, hogy a lejárató tartozásokat új hitelekből finanszírozzák (Lőrincné [1992]). Közép-Kelet-Európán belül Magyarországra jellemző volt, hogy a teljes külső bruttó adósságállományhoz viszonyított rövid lejáratú kötelezettségek aránya viszonylag alacsony volt eddigre már annak ellenére, hogy hazánk külső adósságállománya régió szinten is magasnak volt tekinthető. Ennek háttérében az *ún. csendes átütemezés* húzódott meg, mely a rövid lejáratú adósság választott feltételek mellett kedvezőbb, hosszabb lejáratú hitelekkel történő kiváltását, illetve a kedvezőbb kamatozású kötvénykibocsátásokból magasabb kamatozású tartozások előtörlesztését jelentette (MNB [1994]). A Nyugat tehát az IMF-programok melletti elköteleződésért cserébe belement a lejáratú szerkezet fokozatos átalakításába, melynek eredményeképpen a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya a bruttó külső adósságállományon belül 1978 után már nem süllyedt a 80%-os arány alá.

A tervgazdaság válsága és a transzformációs válság alatt a hivatalos hitelezők pótlólagos kölcsöntőkét biztosították az ország számára. 1978-1992 között a teljes külső adóssággal kapcsolatos erőforrásáramok egyre inkább a hitelek továbbgörgetését szolgálták, az aktuális kamatfizetés mértékét három év kivételével már nem haladta meg a friss kölcsöntőke-import, a magánhitelezők a „hiteladagolás” (credit rationing) gyakorlatát kezdték el alkalmazni (3. ábra).

1980-1992 között a hivatalos hitelezők részéről a nettó transzfer egy év kivételével végig pozitív volt, miközben a magánhitelezők tőke-transzfere erősen ingadozott, tehát a külső adósságkomponens áramlásában a források eredetét tekintve eltolódás ment végbe a magánhitelezőktől a hivatalos hitelezők irányába. Az IMF-programok alkalmazásának határa van, ugyanis azok az országok kapnak nagyobb hivatalos tőkeáramokat, melyek hitelminősítése alacsonyabb, így az IMF programjainak gyakori igénybevétele kedvezőtlen jel a privát tőkepiacok számára (Evrensel [2004]). A

piacgazdasági átmenettel összefüggő politikai kockázat növekedésével a magántőke minimalizálta a kölcsöntőke-transzferet, sőt rövid ideig tőke kivonás is zajlott. A tervgazdaság válsága és a piacgazdasági átmenet elején aktivizálódó hivatalos hitelezés a súlyos eladósodottság egyik árulkodó jele.

3. ábra. Az adóssággal kapcsolatos nettó erőforrásáramok, nettó transzfererek
(milliárd dollár)



Forrás: World Bank Global Development Fináncé.

Megjegyzés: A nettó erőforrásáram (net resource flow) és a nettó transzfer (net transfer) közötti különbséget a kamatfizetés adja a világbanki terminológia alapján

A UNCTC [1990] adatai alapján a nyolcvanas évek alatt többször is az országot a súlyosan eladósodott kategóriában tartották nyilván. "1991 végén két mutató (...) alapján Magyarország túllépte a Világbank által használt küszöbértéket, és az erősen eladósodottnak minősülő országcategória határán volt" (MNB [1992] 13. o.). Felmerült a külső adósság átütemezésének, elengedésének vagy felmondásának gondolata, amit azonban a tőkepiaci jó hírnév és bizalom fenntartása érdekében nem tartottak elfogadhatónak (Inotai-Patai [1991]). Abban, hogy a kilencvenes évek elején Magyarország elkerülte a csődöt, szerepet játszott a hitelezők türelme, a kormány által beindított politikai és gazdasági reformok, valamint a privatizáció ígérete is (Nyíri [1990]).

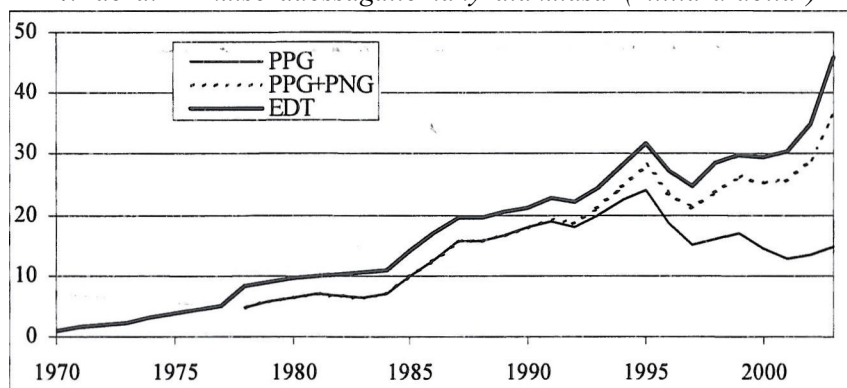
A kilencvenes évektől a nemzetközi tőkepiacok is átstrukturálódtak: a fejlődő országokba irányuló magántőkeáramok sokkal jelentősebbek lettek, mint a hivatalos hitelezők felől érkező külső finanszírozási források, ezen felül a külföldi működőtőke és portfólió-befektetések sokkal fontosabbakká váltak, mint a banki hitelezés (Aubin

[2004]). A kínálati oldalon a nem banki intézményi befektetők jelentősebb szerepet töltek be, mint a kereskedelmi bankok, ami a pénzügyi közvetítés visszaszorulásának jele (Klein [1994]). Ezek a folyamatok a piacgazdasági átmenettől fokozatosan éreztették hatásukat a magyar külső finanszírozási szerkezetben.

Nemzetközi tapasztalatok alapján az IMF-programok iránti hihető és hiteles elköteleződés növelte a privát hitelezők hajlandóságát, hogy finanszírozási forrásokat nyújtsanak a programokhoz (Cottarelli-Giannini [2002]). Ennek részletezésére az ötödik fejezetben visszatérek.

Az 1992-1995 közötti időszakban ismét meglóduló hitelfelvétel az 1995-ös újabb likviditási válsághoz vezetett, mely a nyugati hitelezők tolerancia-határának egy újabb tesztje volt. 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 megtörtént a visszarendeződés, így az eladósodás közelmúltbeli meglódulása egy újabb próbája a nemzetközi piacok kockázattűrő képességének és hitelezési hajlandóságának.

4. ábra. A külső adósságállomány alakulása (milliárd dollár)



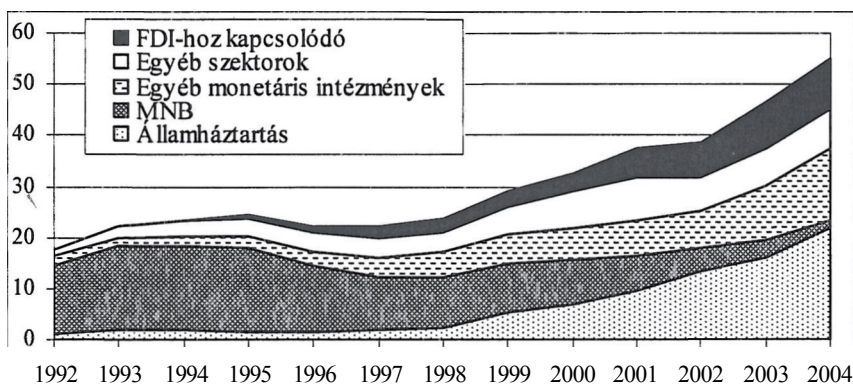
Forrás: 1997-2003 között: World Bank World Development Indicators. 1970-1977 között: Economic Commission for Europe: Economic Survey of Europe in 1990-1991, 250. o.

Megjegyzés: EDT = külső adósságállomány, PPG = állami és államilag garantált hosszú lejáratú adósságállomány, PNG = magán, államilag nem garantált hosszú lejáratú adósságállomány.

A piacgazdasági átmenet alatt szűnt meg az állam külföldi hitelfelvételi monopóliuma, így a külföldi adósságállomány is kettészakadt állami és államilag garantált, valamint magán, nem garantált részre (4. ábra). A magánszféra - a lakosság és

a vállalati kör - egyre nagyobb hányadot hasított ki a külföld irányában fennálló tartozásállományból, melynek jelentős része a banki közvetítő rendszeren keresztül zajlik azóta is. A hitelfelvétel decentralizálása, az aktorok megsokasodása szintén vízvonalzó a vizsgált időszak eladósodásának történetében (5. ábra), hiszen 1991 óta az államadósságot a gazdasági aktorok önkéntes alapon finanszírozzák, azonban a költségvetési hiány adóssággal történő finanszírozásának joga továbbra is állami monopólium¹⁶.

5. ábra. A külső adósságállomány (milliárd euró)



Forrás: MNB.

3.2.2. A külkereskedelmi deficit mint makro-vállalati finanszírozási szükséglet

A nemzetgazdaság külső finanszírozási szükségletét növelheti, ha külkereskedelmi kapcsolataiból nem képes tartósan forrástöbbletet generálni. A külkereskedelmi egyenleg vizsgálatánál azonban hangsúlyozni kell, hogy ugyan az export és az import jelentős részét a multinacionális cégek generálják, a létrehozásában olyan gazdasági szereplők is jelen vannak, amelyek a makroszintű külső tőkestruktúra

¹⁶ „Az állam gazdasági hatalmának lényegében négy -jogi garanciákkal körülbástyázott - tartóoszlopa van, Az első az állam kizárólagos adóívetési joga, a második az állam pénzkibocsátási monopóliuma, melyhez szorosan kapcsolódik az állam joga ahhoz, hogy a költségvetés hiányát adósságfinanszírozással szüntesse meg, végül a negyedik az állam szabályozási monopóliuma, ezen belül a pénzügyi piacok szabályozásának monopóliuma" (Király-László [1998] 273. o.).

finanszírozási oldalán nem jelennek meg. Ez a megállapítás vonatkozik a későbbiekben elemzett folyó fizetési mérlegre is. Másik fontos szempont, hogy a külkereskedelmi deficit finanszírozása a folyó fizetési mérleg más tételei útján is történhet, nem csak külső finanszírozás bevonásával.

Ha a vállalati modell értelmében az exportot árbevételnek, az importot pedig működési kiadásnak tekintjük, akkor Magyarország makroszintű működési eredménye a vizsgált időszak alatt - néhány rövidebb ideig tartó válság- vagy restriktív szakasz kivételével - túlnyomórészt negatív volt. Az 1970-2004 közötti időszak alatt Magyarország 34 évből mindössze 8-ban volt képes exporttöbbletet elérni - a külkereskedelmi aktívum időszakai: 1972-1973, 1983-1985, 1988-1990 -, tehát *permanensnek tekinthető a külkereskedelmi eredetű hazai forrásvesztés*. Az export folytonos bővülésének igénye azonban többször is a nemzetközi konjunktúra kiszámíthatatlan ingadozásainak korlátjába ütközött. A külpiazi realizálási lehetőségek romlása bármikor bekövetkezhet - mint ahogy azt a hetvenes évek olajválságai¹⁷, a keleti piacok összeomlásának ténye vagy a 2000 utáni dekonjunktúra példái tanúsítják. Az exportexpansiós stratégiák megvalósulását akadályozó külpiazi változások veszélyeket rejtenek egy olyan gazdaság számára, melynek nyitottsága a hetvenes évek eleje után a kilencvenes években tovább fokozódott.

A nemzetgazdaság által realizált export a makroszintű tőkestruktúra adósságkomponense szemszögéből két okból is fontos: egyrészt az export az adósságszolgálat alapja, másrészt az exporttöbblet a gazdaság belső finanszírozási képességét növeli. Ez utóbbi aspektusból azonban hazánkban az exportexpanziót 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 és a pótlólagos forrásigényt, melynek megfinanszírozása a makroszintű mérlegkimutatás külső

¹⁷ Az „import értéke az árrobbanás miatt jelentősen megnövekedett, amelyet az export értéke a világpiacon dekonjunktúra és a cserearányromlás miatt nem tudott követni.” (Adósság..., [1990] 56. o.). „Az 1972 és 1978 közötti években a magyar cserearány-veszteség mintegy 20%-os volt.” (Ehrlich-Révész [2001] 14. o.). Csikós-Nagy [1996] szerint a külső tőke bevonást 1974-1979 között a világpiacon árrobbanás miatt kiesett nemzeti jövedelem pótlása, 1985-1987 között a válság gazdasági következményeinek tompítása és 1989 után a gazdasági összeomlás társadalmi megrázkódtatásának csökkentése hajtotta,

tőkestruktúrájában is lecsapódik. *Az export-import konverzióban jelentkező zavar a nemzetgazdaság egyik tartósan érvényesülő jellemzője, így a külső forrásbevonás egyik állandó, szükségszerű mozgatórugója.* A tartós külgazdasági kereskedelmi deficit a folyó fizetési mérleg tartósan passzív egyenlegének fontos befolyásoló tényezője.

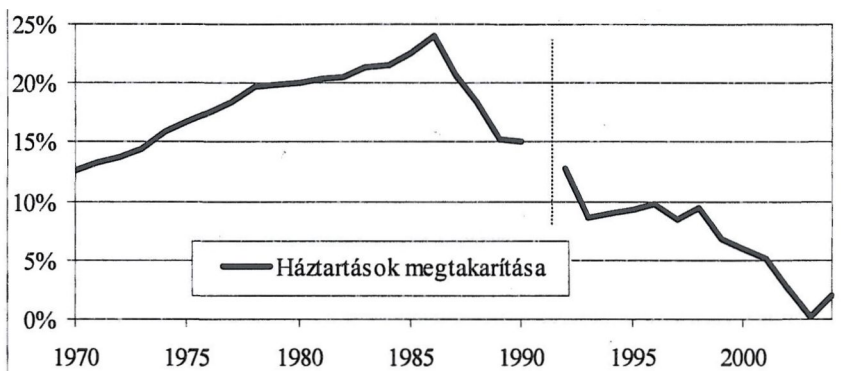
Egy szűk belső piaccal rendelkező és nyitott gazdaság számára nagy veszélyeket hordoz a külpiaci lehetőségek romlása, a konjunktúra esetleges rosszabbodása, mert az adósságszolgálati képességben beálló változások miatt az exportexpánzió stratégiája időlegesen alkalmazhatatlanná válik. Ha a termelés mellett a fogyasztás is fokozottan importigényes, akkor a hazai kereslet erőltetett növekedésére tett kísérletek óhatatlanul a külkereskedelmi mérleg fokozódó romlását idézik elő. Az exportdinamika elvesztése és a fogyasztáson keresztül növekvő import igény kettős negatív hatása hosszabb időn át nem tartható fenn. A hetvenes évektől napjainkig több olyan szakasz is volt, amikor az exportexpánzió stratégiája helyett a belső kereslet erőltetett felhajtása élvezett primátust, egyik sem bizonyult hatékonynak az exportnövelés kiváltására.

3.2.3. A külső forrásigény mérséklése: a lakossági megtakarítások

A vállalati modell alapján elsősorban a külső finanszírozási struktúrára koncentrálok, de létezik egy hazai forrásokra támaszkodó tőkestruktúra is, melynek egyik „flow” típusú elemét képezik a megtakarítások. A külső finanszírozási szerkezet szempontjából a megtakarítások és beruházások közötti rés nagysága, a megtermelt és a felhasznált jövedelmek közötti különbség meghatározza a külső forrásigényt, csak a külföldi finanszírozók terhére lehet egy ország jövedelem-abszorpcióját a jövedelemgenerálás fölé emelni.

A bruttó hazai megtakarításból különösen a háztartások megtakarítási szintjének alakulása fontos a külső tőkeimport-igény mérséklésében (6. ábra). A hetvenes-nyolcvanas években a hiánygazdaság elősegítette a kényszer-megtakarítások növekedését. A legfőbb lakossági megtakarítási forma a takarékbetét volt állami garancia mellett, és igen alacsony volt a lakossági hitelállomány aránya a GDP százalékában. Ez a lakossági megtakarítási szint több mint másfél évtizeden át fontos forrásalapja volt a hazai beruházásoknak, és egyben mérsékelte a külső finanszírozási igényt.

6. ábra. Lakossági megtakarítás a GDP százalékában (1970-2004)



Forrás: A 1970-1990 közötti időszakra: Economic Commission for Europe: Economic Survey of Europe in 1990-1991¹⁸, 238 o., és World Bank World Development Indicators GDP statisztikája alapján saját számítás; 1992-2003 közötti időszakra: MNB.

Megjegyzés: A szaggatott vonal a két statisztikai adatsor homogenitásában lévő törésre utal.

A nyolcvanas évek második felében azonban változtak a körülmények: a kétszintű bankrendszer kiépülésével bővültek a banki szolgáltatások, a hetvenes évek második felének lakásépítési láza idején akkumulált lakossági hitelállományon a megugrott hitelkamatok fizetése nehézséget okozott. A piacgazdasági átmenettől kezdve tovább tágult a fogyasztási javak kínálata, színesedett az alternatív befektetési lehetőségek skálája, azonban a lakossági vagyoni pénzügyi eszközökben megtestesülő elemek diverzifikációja még nem volt előre-haladott állapotban. A pénzügyi szektor liberalizációja, az optimista jövedelemvárakozások és a korábban elhalasztott fogyasztás miatti türelmetlenség hozzájárult a lakossági megtakarítások csökkenéséhez (Árvai-Menczel [2001]). „Magyarországon egy olyan folyamat kezdődött, ami az egyik (elhalasztott fogyasztással és alacsony eladódottsággal jellemezhető) egyensúlyi szintről egy másik (az életciklus-elmélettel jobban összhangban lévő, fogyasztássimításra irányuló és magasabb eladódottságú) egyensúlyi szintre való átmenetként írható le” (Antal [2004] 186.0.)

A kilencvenes évek első felében a lakosság még a bankrendszeren keresztül finanszírozta a gazdaságot, ekkor még nettó finanszírozó pozícióban volt (Szepesi [2003]). A kilencvenes évek második felében az óvatosság - mint legfontosabb

¹⁸ 1987-től az egyéni vállalkozók folyószámláit nem tartalmazza.

megtakarítási motívum - szerepe jelentősen csökkent, a lakással és ingatlannal kapcsolatos előtakarékoskodásé pedig nőtt (Tóth-Árvai [2001]). Ekkor kezdett növekedni a lakosság üzleti vagyona, tőzsdai részvényvagya, az intézményi befektetők által kanalizált befektetési állománya és a lakossági hitelállomány, melyek összességében arra vezettek, hogy a lakosság banki instrumentumokba irányuló megtakarítási hajlandósága minimálisra zsugorodott. 2002 óta a negyedik negyedévek kivételével a háztartások nagyrészt finanszírozási igényt támasztanak a nemzetgazdasággal szemben. A háztartások eladósodása emeli a kamatlábakban, jövedelmekben, valamint a vagyoni eszközök piaci árában bekövetkező változások iránti érzékenységet, növeli a fogyasztási kiadások volatilitását, és felnagyíthatja a nemzetgazdaságot kívülről érő sokkok hatását (Debelle [2004]).

A lakossági megtakarítások¹⁹ zuhanásszerű csökkenésével a vállalati beruházások egyik fontos hazai generálású akkumulációs forrása apadt el. A háztartások fokozódó eladósodása és az államháztartás növekvő finanszírozási igénye révén a termelői és forgalmi szférában működő, nem pénzügyi vállalkozások a kiszorítási hatás áldozatává váltak (ECOSTAT [2004]). 2002-ben a vállalatok maguk váltak nettó megtakarítókká.

Összefoglalásként megállapítható, hogy Magyarországon *a tervgazdálkodás válságba jutása óta a lakossági megtakarítások csökkenése fokozatosan növelte a külső finanszírozási igényt.*

3.3. A makro-mérlegkimutatás eszköz oldala

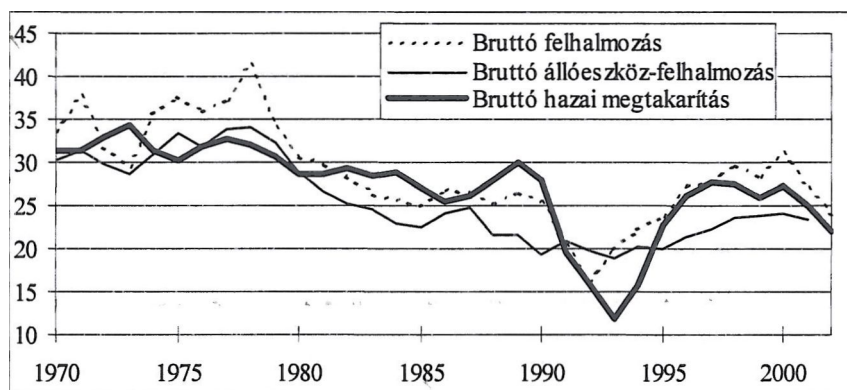
A forrás oldali külső kölcsöntöke-import egyaránt finanszírozott bruttó állótöke-felhalmozást és fogyasztást is. Nehéz megállapítani, hogy a beáramlott külső adósság milyen arányban oszlott meg a beruházások és a fogyasztás között, viszont a prioritásváltásokjobban megragadhatók.

¹⁹ Az OECD országokban a kilencvenes években a magánszektor megtakarítási rátája negatív kapcsolatban volt a közszféra megtakarítási rátájával, az idős korúak dependencia rátájával és a reálkamat rátájával, míg pozitív volt a kapcsolat a külkereskedelmi cserearányokkal és a produktivitás növekedésével (Serres-Pelgrin [2003]).

3.3.1. Forrásfelhasználás beruházások formájában,

A makroszintű mérlegkimutatás eszköz oldala is visszatükrözi az ország modernizációs deficitjének csökkentésére tett kísérleteket. Ezek közé tartozik a hetvenes évek erőltetett beruházási hulláma, mely 1975-ben érte el csúcspontját egész Kelet-Európában (2. függelék). A magyar gazdaság relatív fejlettségét, a hatvanas évek gazdasági reformjaira visszavezethető - a régióhoz képest viszonylag - magas kiinduló pontját jelezheti, hogy az ország esetében a bruttó állótőkeképzés éves százalékos változása a legalacsonyabbak között volt a hetvenes-nyolcvanas években a vizsgált hét szocialista ország között.

7. ábra. A bruttó felhalmozás és a bruttó hazai megtakarítás a GDP százalékában



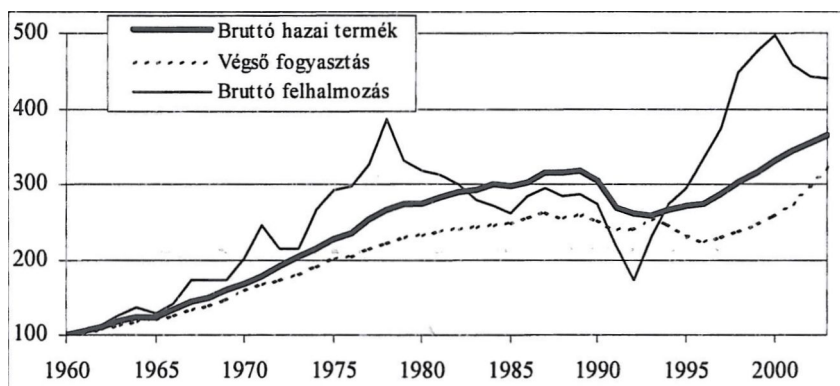
Forrás: World Bank - World Development Indicators

A Nyugattal szembeni fejlettségbeli különbség lefaragására több erőfeszítés irányult Magyarországon, ezek közé tartozott az 1968-1973 közötti eladósodási szakasz alatt az ún. mezzoszerkezet átalakítása, melynek legfőbb elemei az energiaszerkezet szénhidrogénbázisra helyezése, a vaskohászati rekonstrukciós fejlesztés, a petrokémiai fejlesztés, a vegyipar (műtrágya- és növényvédőszer-gyártás) kiépítése és a textilipari rekonstrukció volt (Vígvári [1990]). A felhalmozás erőltetett növekedéséhez a hazai generálású források, elsősorban a lakossági kényszer-megtakarítások nem biztosítottak elegendő finanszírozási alapot, a nagy ívű tervekhez olyan forrásszükséglet társult, melynek fedezése már csak fokozódó külső forrásbevonással volt követhető (7. ábra).

A kor sajátos gazdaságműködési paradoxona volt, hogy a legnagyobb felhalmozási-beruházási képességgel a tartósan veszteséges működésű nagyvállalatok rendelkeztek. A „minél nagyobb veszteség, annál nagyobb támogatás” irracionális princípiuma mellett a legtöbb beruházható forrást a legkevésbé profitábilis szektorok vállalatai kapták, s közben a beruházási-fejlesztési politika elkanyarodott a világgazdasági műszaki-fejlesztési fejlődés fő vonalától, egy sor óriás projekt-beruházás megtérülési zsákutcát jelentett.

A hetvenes években megvalósuló erőltetett növekedés, beruházási hullám és ellentmondásos termelés-korszerűsítés ellenére mégis ekkor épült ki a hazai feldolgozóipar néhány életképesnek bizonyuló - és később külföldi tőkét vonzó - kapacitása, gondoljunk csak a vegyiparra.

8. ábra. A GDP felhasználása (1960 = 100)



Forrás: Központi Statisztikai Hivatal

A természetes megtakarítási hajlandóságot meghaladó felhalmozási szint fenntartása, az ország természetes akkumulációs potenciálja azonban csak a hetvenes évek közepéig volt túlfeszíthető, a külső forrásbevonás pedig a nyolcvanas évek elejéig késleltette a beruházások csökkentését (Bélyácz [1988]). A külső kölcsöntőke nem hatékony felhasználása és az ország teljesítőképességéhez mérten túlzott eladósodottsága szükségszerűen felszínre tört egyrészt a nyolcvanas évek elején az adósságszolgálati krízisben, másrészt abban, hogy a bruttó felhalmozás dinamikája meredeken zuhant lefele

a hetvenes évek végétől (8. ábra), harmadrészt abban, hogy a külső forrásjuttatói körben megindult az eltolódás a magánhitelezők felől a hivatalos hitelezők irányába.

A nyolcvanas években a felhalmozási ráta túlnyomórészt a hazai megtakarítási ráta alatt, tehát a hazai forrásgenerálás szabta korlátokon belül maradt. Az évtized második fele már a tervgazdaság válságának időszaka, amikor a bruttó hazai össztermék éves átlagos növekedése jelentősen mérséklődött, átlagosan 1%-ra a hetvenes években mért átlagos 3-4%-kal szemben. A tervgazdasági rendszer súlyos működési és hatékonysági zavarokkal sújtva, csak ha minimális mértékben is, de úgy maradhatott működőképes, hogy a második (árnyék-) gazdaság tudomásulvételével évről évre növelte az elosztható javak mennyiségét. Az árnyékgazdaságban a többletteljesítmény beruházás nélkül vagy minimális befektetés eredményeként keletkezett, ami meghosszabbította az önmagában irracionális rendszer működési idejét.

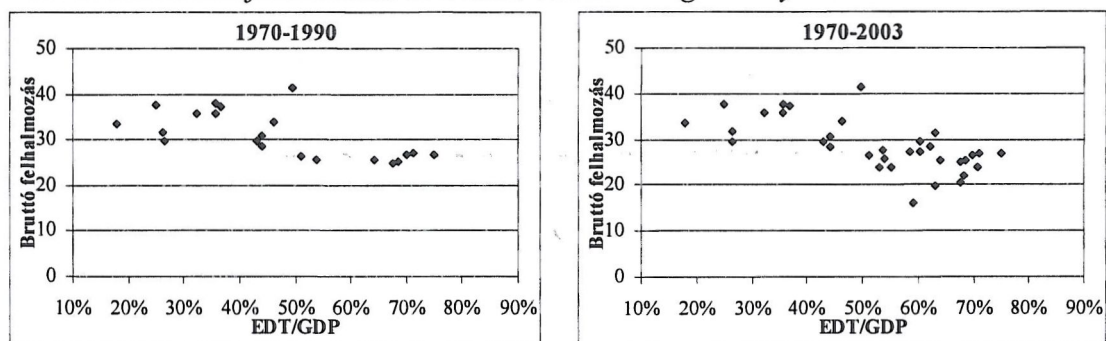
Míg a nyugati piacgazdaságok a nyolcvanas években technikai-technológiai váltásban, tercializációban és az elsődleges ágazatok beruházási részesedésének csökkentésében megnyilvánuló struktúraváltáson mentek keresztül, addig a tervgazdaságok önellátásra törekedtek, a meglévő struktúra szélesítésének dominanciáját és az extenzív terjeszkedés logikáját követték a tőkeproduktivitás csökkenése ellenére, így a beruházás megszűnt a gazdasági növekedés gyorsító faktora lenni (Bélyácz [1988]).

A piacgazdasági átalakulást és privatizációt megelőző két évtizedben a hazai exportképesség fenntartása és fejlesztése az agrárexport kapacitások megteremtésére, importhelyettesítő projektek létrehozására, importfüggő nehézipari kapacitásokra és csekély mértékben a transznacionális vállalatokkal létrehozott tevékenységre alapozódott. *Ez a fejlesztési stratégia csak részlegesen volt eredményes, hiszen újratermelődött a hiány, és a gazdaság fokozott importfüggősége miatt egyre súlyosbodott a külső eladósodás.*

A tervgazdaság összeomlását követő transzformációs válság alatt drasztikusan visszaesett a hazai bruttó megtakarítási szint, 1991-1992-ben nemzetgazdasági szinten a készletváltozás mértéke is negatív lett, az állótőkeképzés is több mint harminc éves mélypontjára zuhant. A bruttó hazai megtakarítások hullámvölgyének legalsó pontja 1993-ban következett be, ekkor a GDP 11,75%-át tette ki, miközben a beruházások a

bruttó nemzeti össztermék 18,88%-át jelentették. A tartósan magas infláció, a magas hitelkamatok, az alternatív befektetések széles palettája, az alacsony megtakarítási időhorizont, a reálgazdasági beruházások nagy kockázata és egyéb okok miatt a megtakarítások elenyésző része vált csak beruházássá az átalakulás éveiben (Bélyácz [1999]). A transzformációs válság mélypontja után látványos állótőke- és készletnövekmény valósult meg az országban, a felhalmozási ráta 1993-tól meghaladta a hazai bruttó megtakarítás szintjét, ami az ezredforduló után is folytatódott. Az elmúlt több mint harminc év során a kilencvenes években történt meg másodszor az, hogy a megtakarítás-alapú belső források korlátját tartósan meghaladta a bruttó felhalmozási ráta. *Míg e felhalmozási eredetű külső finanszírozási szükséglet lefedése a hetvenes években elsősorban adósságalapú, a kilencvenes évektől kezdve túlnyomórészt részvénytőke-alapú volt.* A külföldi működőtőke által generált beruházási „boom”-ot²⁰ részletesen a következő fejezetben tárgyalom.

9. ábra. A bruttó felhalmozás és a külső eladódottság viszonya a GDP százalékában.



Forrás: World Bank - World Development Indicators. Megjegyzés: EDT = bruttó külső adósságállomány. Megjegyzés: egy adott pont egy adott évben mutatja a két változót a koordináta-rendszerben.

Ha egyrészt a hetvenes évektől a tervgazdasági periódus végéig, majd a hetvenes évektől napjainkig próbáljuk a bruttó felhalmozás és a külső eladódottság közötti kapcsolatot vizsgálni (9. ábra), akkor ugyanarra a következtetésre juthatunk, mint nagy számú országmintán Deshpande [1997], valamint Pattillo és szerzőtársai [2004], akik kimutatták, hogy a magas külső adósságállomány és a beruházások között nem lineáris és egyben negatív a kapcsolat.

²⁰ Közép-Kelet-Európában is a beáramló külföldi működőtőké beruázási felfutást eredményezett (3. függelék).

3.3.2. Forrásfelhasználás fogyasztás formájában

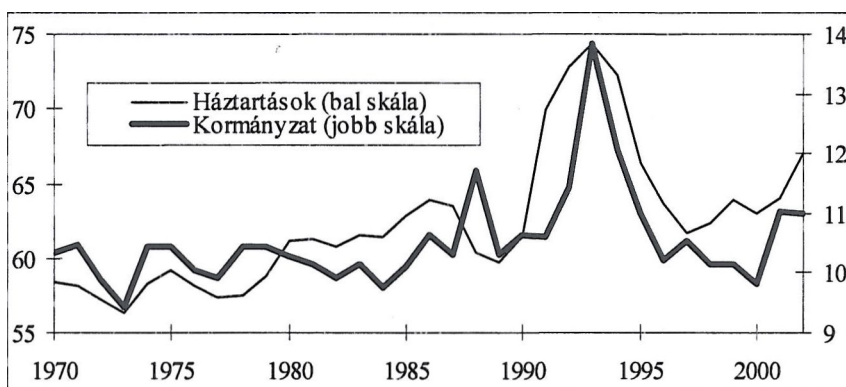
A makroszintű külső finanszírozási struktúra szempontjából a fogyasztásra fordított tőkejavak az improduktív forrásfelhasználás veszélyét rejtik, a tőkeallokáció során ugyanis a fogyasztásba kanalizált források a tőketerhek viselését elősegítő termelőkapacitások létrehozásában nem vesznek részt. A nem hatékony beruházások mellett a fogyasztási célú kölcsöntőke-import is az adósságszolgálati problémák súlyosbítását idézheti elő.

A beruházások felfuttatásának igénye mellett a modernizációs deficit leküzdésének másik módja a lakossági és állami fogyasztás szintjének emelése volt. Kelet-Európa-szerte a hetvenes évek elején az erőltetett beruházás növekményi csúcsai mellé a fogyasztás emelkedésének tetőpontjai párosultak, s e kettős teher is felgyorsította a külső eladósodást (4. függelék). A hetvenes évek második felében egyértelművé vált, hogy a rendszer adott szintű termelékenység mellett már nem tartható fenn a korábbi fogyasztási színvonal, az elkerülhetetlen korrekció a beruházások visszafogásának árán valósult meg, melynek kompromisszumos célja a kényes társadalmi egyensúly megőrzése volt. Tyson [1986] ezt úgy fogalmazta meg, hogy a „külső finanszírozásra való hagyatkozás volt a belső politikai stabilitás fenntartásának ára” (280. o.). A piacgazdasági átmenetet megelőző években a kelet-európai régióban már a fogyasztás visszaesése volt jellemző, Közép-Kelet-Európában a kilencvenes években viszont a GDP-arányos végső fogyasztást tekintve Magyarországon volt a legjelentősebb a fogyasztás-csökkenés (5. függelék).

A fogyasztáson belül két nagy csoport, a magán- és a közösségi fogyasztás különíthető el. Az elmúlt több mint harminc évben hazánkban a transzformációs válság időszakától eltekintve a kormányzati fogyasztás a GDP arányában nagyjából 9,44% és 10,65% között mozgott. A ráta e megadott sávból csak háromszor tört ki: először közvetlenül a piacgazdasági átmenet előtt 1988-ban, majd 1992-1995 között a transzformációs válság társadalmi következményeinek enyhítésekor, végül 2002 táján, a közalkalmazotti létszám- és bérnöveléskor. Ezek az alkalmak a korábbi, hosszú távú trendek megtörésére utalnak (10. ábra). A GDP-arányos lakossági fogyasztáson belül a

vizsgált időszakban lassú, de folyamatosan emelkedő tendencia figyelhető meg, melyet a kilencvenes évek első fele lendített ki szélsőséges irányba.

10. ábra. A végsőfogyasztás két fő eleme a GDP százalékában



Forrás: World Bank - World Development Indicators

A végső fogyasztás relatív szintje tehát a kilencvenes években az előző évtizedekhez képest nőtt, miközben az évek túlnyomó többségében az ország külkereskedelmi deficittel zárta, ennél fogva a fogyasztási dinamika csak külföldről történő forrásbevonással főként külső eladósodás árán volt finanszírozható.

3.3.3. A két felhasználási mód együttes vizsgálata

A hetvenes évektől napjainkig tapasztalt prioritásváltásokat ragadja meg a GDP-arányos külső adósságállomány és a GDP-arányos fogyasztás, illetve beruházás közötti korrelációs együttható egyes eladósodási periódusokban (4. táblázat).

4. táblázat. A külső eladósodás és a fogyasztás, illetve beruházás közötti korrelációs együtthatók

Periódus	Végső fogyasztás	Bruttó felhalmozás
1970-1978	0.0678	0.7252
1979-1984	0.1398	-0.6444
1985-1990	0.4127	0.7453
1991-2003	0.3118	-0.1845
1970-2003	0.6087	-0.6671

Forrás: World Bank - World Development Indicators. A GDP-arányos mutatókat használtam. Saját számítás.

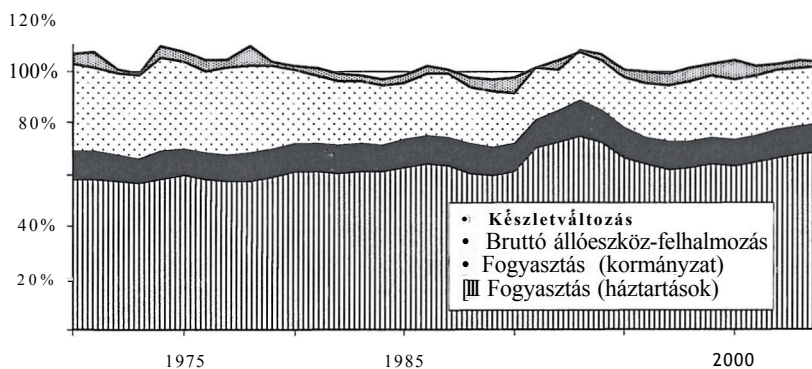
A hitelcélok között a hetvenes évek során meghatározó volt a beruházási motívum, viszont a nyolcvanas évek első felére fontosabbá vált a fogyasztási szint megtartása, mialatt a beruházások a külső hitelfelvétel dinamikájával ellentétesen változtak, sőt a gazdasági megszorítások egyenesen a beruházások visszafogásával jártak. A nyolcvanas évek második felében ismét erős a külső eladósodás és a beruházási tevékenység között a kapcsolat, miközben a fogyasztás szinten tartása önmagában is adósságeneráló volt. Ebben az időszakban azonban megfigyelhető, hogy a fogyasztás szintje késleltetve igazodott a külföldi forrásokhoz való hozzáférésben bekövetkezett változásokhoz, ugyanis az állam sokkal direktebb eszközökkel tudott beavatkozni a beruházásokba, mint a fogyasztásba. *A hetvenes-nyolcvanas évek gyors ütemű eladósodása során bevont külső források közvetlenül finanszíroztak állami beruházásokat, a támogatásokon keresztül vállalati beruházásokat, közvetlenül és közvetve fogyasztási és jóléti kiadásokat.* A hetvenes évektől a rendszerváltásig terjedő időszakban a „bevont források felszívódtak a fogyasztásban és a nem hatékony beruházásokban anélkül, hogy a felvett hitelek visszafizetését lehetővé tevő hatékony termelési szerkezet létrejött volna.” (Külső eladósodás ..., 1992, 51.0.). A piacgazdasági időszakban viszont már elsősorban a fogyasztás volt a külső adósság mozgatórugója, a negatív korrelációs együttható a beruházások és a külső eladósodás között arra utal, hogy a beruházási fordulat a külföldről származó részvénytőke komponensnek tulajdonítható.

A transzformációs válságot megelőző évtizedekben nagyobb volt a gazdasági-társadalmi folyamatok egyenáramúsítottasága, az „egy-kéz politika” hatása, hiszen a hetvenes években az állami beavatkozások révén a beruházások és a fogyasztás sokkal feszesebben igazodott a külső adósság hullámvásaihoz, illetve a nyolcvanas években az állam a megnövekedett adósságszolgálati terhek miatt erőteljesen tudta mind a fogyasztást, mind a beruházásokat visszafogni.

A piacgazdasági átmenet óta a beruházások, a fogyasztás és a külső adósság közötti kapcsolat már nagyobb variabilitást mutat. Ennek háttérében több, finanszírozási szempontból fontos változás húzódik meg. A piacgazdasági átmenet előtt az állam mint centralizált forrásai lokátor, önhatalmúlag közvetített a külföldi tőkepiacok - elsősorban hitelpiacok - és a finanszírozási szükségleteket támaszto társadalomgazdasági szereplők között, azaz az állami tulajdonban lévő vállalati szféra, az államháztartás és a lakosság

igényei között. A piacgazdasági átmenettől kezdve azonban a - korábban a monetáris hatóságoknak fenntartott - hitelfelvételek helyét felváltotta a több szereplős forrásigénylés, a gazdasági aktorok egymás versenytársaivá váltak a pénzügyi piacokon. A tőkepiaci liberalizáció során az adósságeneráló külföldi finanszírozás mellett megjelentek a részvénytőke alapú, külföldi működőtőke- és portfólió-befektetések formájában érkező forrásáramok is, melyek egyértelműen a vállalati szférát preferálták. Mindezek következtében a reálgazdaság önmozgására az államnak kevesebb ráhatása lett, mint a piacgazdasági átmenet előtt, ami révén a bruttó adósság, a fogyasztás és a bruttó tőkeképzés folyamatai közötti variabilitás fokozódott (6. függelék).

11. ábra. A bruttó nemzeti termékfelhasználása a GDP százalékában (1970-2004)



Forrás: IMF - International Financial Statistics alapján saját számítás. Megjegyzés: a 100% vonala feletti felhasználás külkereskedelmi deficitet, az alatti pedig külkereskedelmi többletet jelez.

A beruházások és a fogyasztás együttes állománya a GDP kereteit meghaladó forrásfelhasználási hajlamra utal az elmúlt több mint harminc évben, melyen csak restriktív periódusok és a transzformációs válság tudott rövid ideig változtatni (11. ábra).

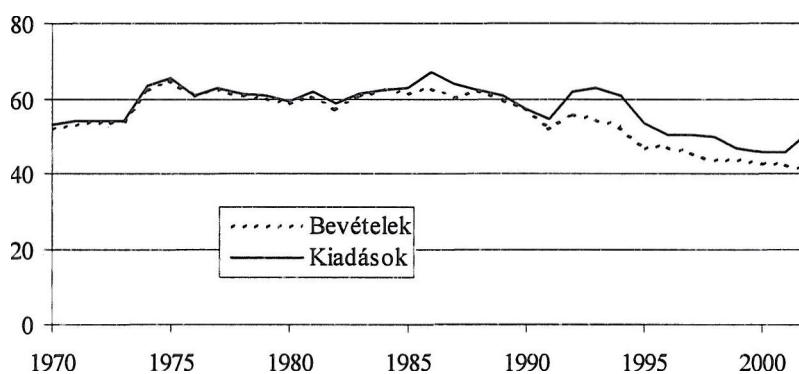
3.3.4. A kormányzati-költségvetési szektor túlköltekezése

A nemzetgazdaság külső tőkestruktúrájában az adósságelemre ható tényezők közül az egyik legfontosabb az *államháztartási egyenleg* alakulása. Kelet-Európára vonatkozó adatsorok elsősorban a piacgazdasági transzformáció időszakától állnak

rendelkezésre, melyek alapján megállapítható, hogy a térségben domináns jelenség a kormányzati túlköltekezés (7. függelék). A gondoskodó, paternalista állam áthagyományozódott szerepkörei piacgazdasági keretek között továbbra is kihívást jelentenek a térség országai számára.

Magyarországon a hetvenes évektől kezdve - néhány év kivételével - állandósult a kormányzati-költségvetési szektorban az a tendencia, hogy a költségvetési kiadások meghaladták és meghaladják a bevételeket (12. ábra).

12. ábra. A magyar költségvetés bevételei és kiadásai a GDP százalékában



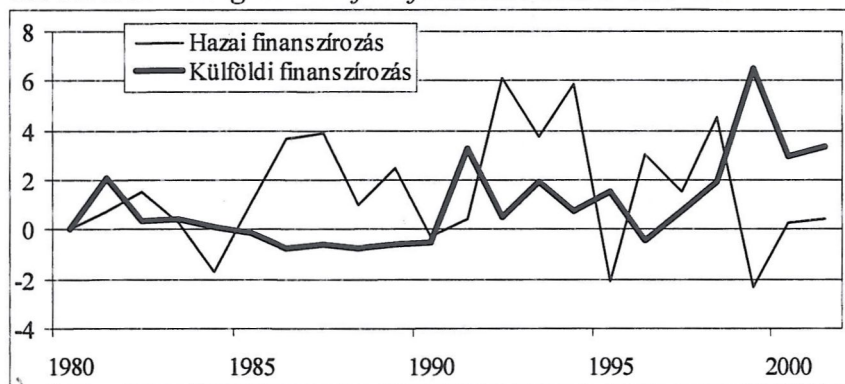
Forrás: Muraközy [2004] 149-150. o.

Csillag²¹ [2001] hangsúlyozza, hogy üzemgazdasági szinten az állam és a vállalat nem két, egymással éles ellentétben álló világ. Csakhogy az államháztartásra nem jellemző a bevételi - azaz az üzemgazdasági - korlátokhoz való szoros igazodás, gyakran az elsődleges egyenleg nem nyújt elég fedezetet a tőkejuttatóknak fizetendő forráshasználati díjra sem. A piacgazdasági átmenet időszakát vizsgálva Oblath [1995] rámutatott, hogy a költségvetési kiadási többletet lényegében az államadósság után megfizetett kamatok okozzák. Vállalati szinten egy cég számára hosszú távon nem tartható fenn az az állapot, amikor a működési eredmény nem nyújt elég fedezetet a kölcsöntőke kamataira, a tartós veszteségesség ugyanis előbb-utóbb vállalati csődhöz vezet. A vállalkozásoknak, a háztartásoknak tehát van üzemgazdasági korlátja, az

²¹ „A költségvetési szervek mint szolgáltatók a gazdasági ésszerűség, az üzemgazdasági törvények szerint működnek, még ha szolgáltatásaik iránt nem csupán a piaci, hanem a demokratikus döntéshozatalban elismertté vált társadalmi értékek és érdekek támasztanak keresletet.” (Csillag [2001] 830. o.)

államháztartásnak azonban nincs, tehát „a költségvetésnek a legpuhább a költségvetési korlátja” (Antal [2004] 208. o.). Vagyis a vállalatfinanszírozási modell államháztartásra való alkalmazhatóságát nehezíti a vállalati szinten nem értelmezhető társadalmi hasznosság fogalma, mely nem szorítható profitabilitási keretek közé.

13. ábra. A költségvetési deficit finanszírozása a GDP százalékában



Forrás: World Bank - World Development Indicators. 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 fedezetül, vagy pénzügyi forrásokat allokál a költségvetési többletből.

A külső makroszintű tőkeszerkezet és az államháztartás közötti kapcsolat szempontjából további fontos kérdés, hogy miként oszlik meg a költségvetési deficit finanszírozása a hazai és a külföldi források között. A Világbank statisztikái alapján megállapítható, hogy a költségvetési deficit finanszírozásához a nyolcvanas évek első pár évében túlnyomórészt külföldi forrásokat használt az állam, de a nemzetközi pénzügyi piacokhoz való hozzáférés szűkülése miatt a nyolcvanas évek második felében már dominánssá vált a hazai források igénybevétele. 1990-1992 között szinte teljes mértékben az ország által teljesített erőforrástranszfer képezte az effektív adósságszolgálat forrását (Oblath [1996]). A kilencvenes évek első felében továbbra is nagyobb mértékű a belső forrásokra való támaszkodás, mint a külső forrásbevonás, de a kilencvenes évek második felében az azt megelőző 15 évhez képest soha nem tapasztalt mértékben felfutott a külföldi eredetű finanszírozás (13. ábra). 1999-re a költségvetési deficit külső finanszírozása már a GDP 6,52%-át tette ki, és a legfőbb forrásszerzési móddá vált.

Nemzetközi tapasztalatok alapján a súlyos adósságszolgálati problémákkal küszködő országok költségvetésében a legkritikusabb elem a fiskális deficit feletti

kontrolli-képtelenség (Klein [1994]). Nyilvánvalóan adósságszolgálati problémákhoz vezet, ha a hitelfelvétel jövedelemfinanszírozás formát ölt, azaz a közsféra jövedelmeit egészíti ki a beruházásfejlesztés-finanszírozás - tehát gazdaságfejlesztés, különösen exportkapacitás-fejlesztés - helyett (Eichengreen-Bordo [2002]). Ennek ellenére néhány kivételtől eltekintve az elmúlt több mint harminc évben a magyar államháztartás rendre megszegte saját üzemgazdasági korlátját, ami az eladósodás egyik döntő elemévé vált. Dedák [1998] szerint már a költségvetési egyenlegben lévő pár százalékpontos különbség is drasztikusan hat az államadósság/GDP hányadosra.

A nemzetgazdasági külső forrásstruktúra felhasználásának egyik fontos összefüggésére világít rá Erdős [2003], amikor megjegyzi, hogy „nemcsak az államháztartási deficitnek, hanem a túldimenzionált államháztartásnak is beruházásokat kizorító hatása van.” (281-282. o.). Ugyanerre a következtetésre jutottak Ahmed és szerzőtársai [2000] mind a fejlett, mind a fejlődő országok esetében, amikor nagy számú országmintán végzett kutatási eredményük alapján azt állítják, hogy a „társadalombiztosítási és jóléti kiadások kizorítják a beruházásokat mind az adóból finanszírozott, mind az adóssággal finanszírozott növekmények esetében ” (132 o.).

3.4. A pénzügyi ellehetetlenülés mikro- és makroszintű párhuzamai

A pénzügyi ellehetetlenülés esetleges költségeinek jelenértéke egy vállalat értékét az optimális tőkestruktúra arányait túllépő eladósodottsági szintnél már negatívan érinti. Ezzel párhuzamosan a nemzetközi pénzpiacokon is létezik egy hitelezési plafon, amit túllépve az adós szuverén államnak már sokkal egyszerűbb fizetéseképtelenséget jelenteni, mint visszafizetni az adósságot (Eaton-Gersovitz [1981], Sachs [1982,1984], Sachs-Cohen [1982]), ahol a hitelkínálati görbe nem lineáris, sőt egy maximális kritikus adósságszinten túl pedig függőlegessé válik (Zoli [2004]). Vagyis nem csak a kamatrátá a külső adósság egyetlen költsége, hanem minden egyes új kölcsön közelebb tolja a hitelfeltevőt a hitelezési plafonhoz, ami a kamaton túl egy addicionális költség (Underwood [1992]). A fizetéseképtelenség nagy valószínűségét jelzi, ha a másodlagos kötvénypiacokon a kockázati prémium 10% fölé emelkedik (Pescatori-Sy [2004]). A pénzügyi ellehetetlenülés meghatározói között az adósságteher, a gazdaságpolitika, az

intézmények minősége és a sokkok prediktív erővel rendelkező faktorok (Kraay-Nehru [2004]).

A pénzügyi ellehetetlenülés lehetőségét²² előrejelzi az adósságszolgálat viselésének képességében bekövetkező romlás, amit az adósságszolgálat per export arányában is mérnek²³. A gazdasági átmenet európai régiójával való összehasonlításban a kilencvenes években tapasztalt legmagasabb magyar nemzeti jövedelem-arányos külső eladósodottsági rátát meghaladó értékek mellett a térségben már csak adósságot átütemezett országokat találunk (8. függelék), miközben ennél alacsonyabb szint mellett is előfordult kedvezőtlen hitelesemény²⁴. A hitelfelvétel növekedésével fokozódik az adósságszolgálat exportot terhelő hányada, melynek mértéke a kilencvenes évektől Magyarország esetében volt a legmagasabb Közép-Kelet-Európában.

A hetvenes évek óta eltelt időszakban Magyarország a magas adósságszint ellenére *nem mutatott adósságintoleranciát*, krízishelyzeteit hatékonyan menedzselt szemben a régió néhány nemzetével (9. függelék). A kilencvenes évektől 2001-ig terjedő időszak alatt a hivatalos hitelezők és kereskedelmi bankok irányában fennálló kamat- és tőketartozások visszafizetésének történetében Magyarország²⁵ esetében egyszer, 1995-
9. fi .
ben fordult elő egy tőketartozás-késedelem, mely 5,2 millió dollárt tett ki. Ezzel szemben az összes többi régióbeli országnál gyakran található kamat- és tőkehátralék vagy tőketartozás-könnyítés a világbanki statisztikák alapján. Magyarország *hiteltörténetében* megjelenő fizetési fegyelem egyértelműen hozzájárult ahhoz, hogy az ország nemzetközi pénz- és tőkepiacokhoz való hozzáférése nem csorbult, míg a régió

²² Nincs statisztikailag erős kapcsolat a külső adósság per GDP arány adott szintje és a fizetéseképtelenség valószínűsége között, az adósságszolgálat szintje és a pénzügyi forrásokhoz viszonyított import szintje sokkal relevánsabb ebben a tekintetben (Kruger-Messmacher [2004]). Szintén ők bizonyították be, hogy jelentős heterogenitás tapasztalható országok között azzal kapcsolatban, hogy az adósság mely szintjének van hatása a gazdasági teljesítményre, ezért óvakodnak attól, hogy állást foglaljanak egy optimális adósság-GDP arány mellett, ehelyett egy pénzügyi sebezhetőségi indikátort alakítottak ki, mely azt mutatja meg, hogy a külföldi bevételek jelen felhasználása milyen mértékben haladja meg a folyó jövedelmeket és eszközöket.

²³ Az adósságterhet számszerűsítő standard indikátorok - mint például a külső adósságállomány az export arányában, a külső adósságállomány a GNP arányában, a külső adósságszolgálat az export arányában vagy a külső adósságszolgálat a kormányzati bevételek arányában - alapján nem állapítható meg egy kritikus szint, amit átlépve azonnal veszély lépne fel az eladósodott ország számára (Klein [1994]).

²⁴ Mint például Horvátország és Bosznia-Hercegovina esetében.

²⁵ Litvánia és Észtország esetében makulátlan, Lettországnál előfordult egyszer késedelem.

²⁶ Forrás: World Bank (Global Development Fináncé online adatbázis) - a „Principal arrears on LDOD (US\$)” és „Principal arrears, private creditors (US\$)” sorok alapján. A hosszú lejáratú hitelek után fizetett évi tőketörlesztés 0,12%-a, tehát nem számottevő tétel volt.

több országa, mely adósság-átütemezéshez folyamodott, komoly „tőkeáttételmentésen” ment keresztül.

3.5. Néhány következtetés

A forrásként külföldről beáramló kölcsöntőke az eszköz oldalon a hetvenes évek első felében szerepet játszott a gazdaságszerkezet átalakításában, valamint az eszközként a mérlegkimutatásba be nem épülő fogyasztás finanszírozásában. A forrásfelhasználásban problémát okozott, hogy egyrészt a külső kölcsöntőke többségében nem hatékony beruházási projektekbe irányult, másrészt jövedelemfinanszírozási formát is öltött. E két folyamat eredőjeként már a nyolcvanas években adósságszolgálati nehézségek jelentkeztek, a külső tőkeszerkezet kölcsöntőke-komponense után fizetett kamat már önmagában is fokozta az eladósodást, miközben a fogyasztás-finanszírozási motívum erősödött, és elmaradt az a fajta gazdasági szerkezetváltás, amivel a nyugati piacgazdaságok az olajválságokra és a rákövetkező recesszióra válaszoltak. Mindezek révén az ország adósságszolgálati képességének alapja sebezhetővé vált. A külső eladósodás hátterében tehát mindenekelőtt versenyképességi problémák voltak a hetvenes-nyolcvanas években, míg az utóbbi évtizedben legfőképp a fogyasztói türelmetlenség, s a masszív költségvetési deficit jelölhető meg a bajok forrásaként.

Nemzetközi tapasztalatok alapján a nyolcvanas évek adósságkrízise után elzárultak a banki hitelek és/vagy kötvénykibocsátások útján történő külső forrásszerzés fő csatornái, ennek következtében csak a külföldi működőtőke-import és az adósságkonverzió maradt külső finanszírozási lehetőségként (Edwards [1990]).

4. fejezet: A külső tőkestruktúra külföldi működőtőke komponense

A külföldi működőtőke-befektetésekkel a nemzetgazdaság külső tőkestruktúrájában permanens forrás jelent meg, mely a tulajdonosi hitelek kivételével lejáratához nem kötött, visszafizetési kötelezettségekkel nem terhelt tőkeforrás, bár követelést testesít meg az országgal szemben. A kölcsöntőke-import és annak forrásfelhasználása mellett Magyarország számára a piacgazdasági átmenetet követően a modernizációs deficit leküzdésének másik módja a külföldi részvénytőke-import és a hozzá kötődő beruházások voltak.

4.1. A közvetlen külföldi tőkebefektetések a makroszintű mérlegkimutatás forrás oldalán

Ahhoz, hogy a magyar makroszintű külső tőkestruktúra komponensei között a kölcsöntőke mellett a részvénytőke is megjelenjen és felhalmozódjon, a külföldi tőke fogadási környezetét ki kellett alakítani annak törvényi, intézményi és gazdaságpolitikai vetületeivel együtt.

4.1.1. Az FDI-akkumuláció feltételrendszerének fejlődése

Magyarországon már 1972-ben volt törvényi lehetőség külföldi és hazai részvétellel vegyes vállalatok alakítására, külföldi működőtőke fogadására. A nyolcvanas évek második felében a vegyes vállalati forma még a tervgazdaság számára is egyre vonzóbbá vált, mert képes volt elősegíteni a külföldi tőkeszerzést, a technológiai tudástranszfert, a hazai és külföldi piacokat érintő marketingképesség javítását és az importhelyettesítő termelés létrehozását; a külföldi befektetők számára pedig a magyar partner helyismerete csökkentette a működési kockázatokat. 1987 végére mintegy 111 vegyes vállalati szerződést²⁷ tartottak nyilván Magyarországon (Zloch-Christy [1991]). Ennek ellenére a külföldiek tényleges térnyerése a rendszerváltásig csekély maradt,

²⁷ Kelet-európai összehasonlításként ugyanezek a számok a következők: Szovjetunióban 32, Bulgáriában 15, Romániában 5, Csehszlovákiában 3.

melynek legfőbb okait a külföldi tulajdon elidegenítésétől⁹⁸ való óvakodásban, a tőkepiaci liberalizáció profitrepatriálást és tőkekivitelt akadályozó korlátaiban, az állam külkereskedelmi és devizamonopóliumában, a forint konvertibilitásának hiányában, valamint egyéb politikai kockázatokban kell keresni; így a külföldi forrástulajdonosok számára a projektkockázatnál nagyobb volt maga az országgkockázat.

A hetvenes években növekvő külpiaci nyitottság és a vele összefüggő finanszírozási szükséglet hatással volt a bankrendszerre. Az évtized végén és a nyolcvanas évek közepén külföldi tőkével megindultak a vegyesbank-alapítások, ezáltal „a külföldi tőke korai és tömeges megjelenése a bankrendszerben más szektorok tőkevonzó erejét is megnövelte” (Várhegyi [2001] 592. o.).

A kétszintű bankrendszert megalapozó törvény (1987), az adórendszert átformáló törvény (1987), a modern társasági törvény (1988), a liberalizált kereskedelmi és vámtörvény (1989), valamint a külföldiek hazai befektetését védő törvény (1988) segítette a leghathatósabban a külföldi működőtőké fogadási környezetének kialakítását. A kuponos privatizáció elkerülése, a spontán privatizáció megfékezése fontos volt az állami vagyon megőrzése érdekében; a privatizációs szervezetek által levezényelt piaci alapú privatizáció pedig a (deviza) bevétel-generáló értékesítés szempontjából. A külső adósság vállalása, az adósságszolgálat folyamatos teljesítése megőrizte a külföldi tőke bizalmát. Ezek a lépések nyitottak utat a globális piaci rendszer térhódítása, a fejlett tőkés világba való betagozódás és a globális vállalati hálózatokba való beilleszkedés előtt.

Mindemellett adókedvezmények, adómentességek, regionális adókedvezmények, az ipari parkok köré szerveződő infrastruktúra és vámszabad területi befektetési lehetőségek is fontos elemei voltak a magyar befektetés-ösztönzési rendszernek²⁹. A vámszabadterületi befektetésekkel a külföldi tulajdonos a valutailleszkedési elvet érvényesíthette, ami által kiküszöbölte, hogy működésének pénzáramai és gazdálkodói vagyona ki legyen téve az ország valutájával kapcsolatos árfolyamkockázatnak.

²⁸ Eaton-Gersovitz [1987] szerint a külföldi működőtőke a fogadó ország általi kisajátítás kockázatának van kitéve.

²⁹ Antalóczy és Sass [2000] részletezi a tágabb értelemben vett működőtőke-ösztönzési rendszert; a monetáris és fiskális politika hat a gazdasági stabilitásra, a tőkeköltségekre, a beruházási döntésekre és a befektetési típusokra. Az árfolyampolitika a fogadó ország értékpapírjainak relatív árát, a repatriált profit nagyságát, az exportált termékek versenyképességét befolyásolja. Az alacsonyabb általános adószint és nyereségadó-szint a multinacionális vállalatokat arra ösztönzi, hogy elszámoló árakat alkalmazva magasabb profitot mutassanak ki.

Magyarország külföldi részvénytőke-vonzási lehetőségeit nagyban befolyásolta az is, hogy a globális tőkepiacokon a mexikói és ázsiai krízis után Kelet-Európa, ezen belül a közép-kelet-európai országok jelentősége átmenetileg felértékelődött (10., 11. függelék). A régióba érkezett külföldi működőtőke főbb mozgatórugói - a teljesség igénye nélkül - a következők: makroökonómiai stabilitás, gazdasági és piaci reformok szintje, a bankszektor reformja, valuta- és kereskedelmi liberalizáció, kedvező befektetési környezet, kereskedelempolitika, ásványkincs-állomány, privatizációs módszerek, a vállalkozói magántulajdon térhódítása, a bürokrácia (korrupció) viszonylag alacsonyabb foka, emberi és társadalmi tőke, szakképzett munkaerő, szakértelem és fejlett infrastruktúra primátusa, viszonylagosan alacsony munkaerőköltség, piacméret, piacpotenciál, a tőkeexportőr országhoz való közelség, a vállalati adóráták mértéke, jogi fejlettség, intézményi fejlettség és stabilitás, politikai stabilitás, Közép-Kelet-Európa magasabb belső integrációja, az EU-tagság kilátásai és az EBRD politikai, jogi, gazdasági környezetet mérő kedvezőbb indexei (Garibaldi et al. [2002], Buch et al. [2002], Deichmann et al. [2003], Altomonte-Guagliano [2003], Bevan-Estrin [2004], Carstensen-Toubal [2004], Bevan-Estrin-Meyers [2004]). A külföldi tőkebefektetésekre ható erők tehát sok-tényezősek.

A magyar teljesítményt mutatja, hogy becsült transznacionalitási index alapján 2001-ben az ország harmadik volt az átmenet országai között 30,5%-os értékkel, a beáramlott közvetlen külföldi tőkebefektetési állomány teljesítmény-indexe (inward FDI performance index³⁰) alapján pedig hazánk a világranglistán 1995-ben a negyedik volt, 2004-ben hátrébb csúszott a 49. helyre (UNCTAD [2005] 274. o.). Ennek ellenére 2002-ben Magyarország az egy főre eső - újrabefektetett profittal korrigált - közvetlen külföldi tőkebefektetés-állományt tekintve még mindig vezetőnek számított a Csehországgal, Lengyelországgal és Szlovákiával való összevetésben (Sass [2003]).

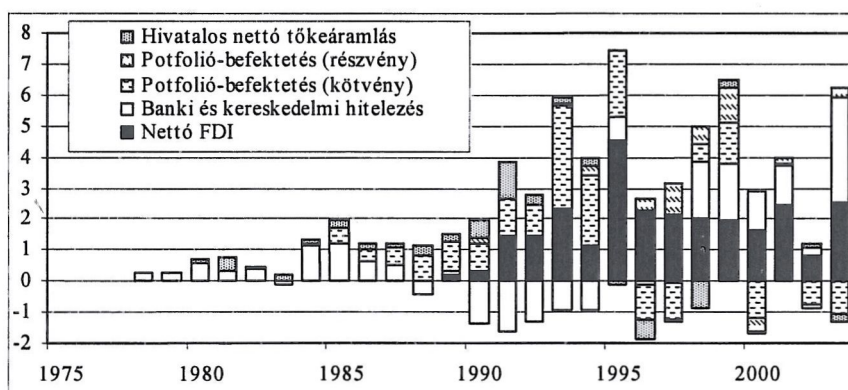
³⁰ Az index a következő két tényező hányadosa:

- ® egy ország részesedése a globális szintű beáramlott külföldi működőtőke-állományból és
- az ország részesedése a globális GDP-ből.

4.1.2. A részvénytőke-komponens állománya és forgalma

A vállalati modell alapján makroszinten a külföldi működőtőke-állomány változása is megragadható forgalmi adatokat tükröző flow-típusú kimutatással; a közvetlen külföldi tőkeforgalom az országba érkező globális magántőke-áramok egyik fajtája a magánhitelezőktől származó kereskedelmi és banki hitelek, valamint portfólió-befektetések mellett (14. ábra).

14. ábra. Hivatalos források és a globális magántőke-áramok (milliárd dollár)



Forrás: World Bank - Global Development Finance. Megjegyzés: forgalmi adatok

A globális magántőkeáramok mellett a hivatalos forrásokból származó tőke jelentett többlet külső finanszírozást a nyolcvanas évek alatt és a kilencvenes évek elején. Az 1980-1990 közötti időszakban például a teljes - tehát hivatalos és magán - össztőkeáram mintegy egyharmada származott hivatalos forrásokból, ami az 1980-1994 közötti periódusban már egynegyedre módosult³¹, *eltolódás figyelhető meg tehát a hivatalos hitelezők felől a magántőke felé*. Az 1980-1990 közötti időszakban a hivatalos nettó forrásáramlás összege 2,6 milliárd dollár, a magántőke-áramlás 7,8 milliárd dollár, 1980-1994 között pedig 4,5 milliárd dollár, illetve 17,5 milliárd dollár volt. 1995-2003 között viszont a korábbi folyamatokkal ellentétes irányú tőkemozgások indultak be, hiszen a hivatalos hitelezők felé 1,5 milliárd dollárnyi törlesztés történt, miközben a magántőke-import felgyorsult. A külföldi működőtőké a hivatalos és magántőke-áramok

³¹ A Global Development Finance statisztikák alapján számolva.

együttes egyenlegének 5%-át tette ki 1980-1990 között, 31%-át 1980-1994 között és 66%-át 1995-2003 között³².

A makroszintű külső tőkestruktúrában belül a külföldi működőtőke egyik előnye a permanens jellege, vagyis az, hogy lejáratil struktúrával nem terhelt tőkeforrás. A közvetlen külföldi befektetések emellett tartós érdekeltség szerzésére törekszenek, amit alátámaszt a vonatkozó világbanki statisztikákból az 1990-2003 közötti időszakra számolt relatív szórás is (5. táblázat).

5. táblázat. A globális magántőkeáramok szórása (1990-2003)

	Szórás (milliárd dollár)	Átlag (milliárd dollár)	Relatív szórás (szórás/átlag)
Nettó FDI	0.983	1.940	0.506
Potfolió-befektetés (részvény)	0.429	0.254	1.691
Potfolió-befektetés (kötvény)	1.459	0.528	2.764
Banki és kereskedelmi hitelezés	1.498	0.302	4.957
Összes nettó magántőkeáramlás	2.380	3.024	0.787

Forrás: World Bank Global Development Fináncé. Saját számítás.

Nem véletlen, hogy az 1990-től 2003-ig terjedő periódus alatt a globális magántőkeáramok között a nettó külföldi működőtőké mutatta a legkisebb volatilitást, míg a banki és kereskedelmi hitelezés a legnagyobbat, és a kötvény- és részvényportfolió-befektetések e két véglet között foglaltak helyet. Az, hogy a befektetések egyéb formáival szemben a közvetlen külföldi tőkebefektetések sokkal kiegyensúlyozottabb tőkeáramot jelentenek hazánkban is, megfelel Lipsey [2001] megfigyeléseinek. A külföldi működőtőke egyik előnye a portfolió-befektetésekkel szemben, hogy áramlását tekintve kevésbé volatilis és kevésbé recesszió-érzékeny, emellett a kereskedelmi hiteleknel is stabilabb tőkeáramot biztosított az ország számára.

A nemzetgazdasági makroszintű tőkestruktúrában belül a külföldi működőtőke beáramlásának két fő formáját a privatizációs beruházások³³ és a zöldmezős beruházások adták. A kilencvenes évek elejétől a hazai vállalatok tömegesen veszítették el keleti piacukat; a társasággá alakuláshoz, a feltőkésítéshez, a termelési struktúra korszerűsítéséhez az út a vállalatirányítási kompetenciával és piacokkal rendelkező

³² A Global Development Fináncé statisztikák alapján számolva.

³³ Historikus távlatba helyezve a privatizáció lényegében az 1945 előtti tulajdonosi struktúra újratemtése volt (Mihályi [2000]).

külföldi tulajdonos megjelenésén keresztül vezetett. A hazai tömeges privatizációs kínálat találkozott a külföldi szakmai és pénzügyi befektetők vállalatvásárlási és piacszerzési szándékával. A spontán privatizáció, az első privatizációs hullám (1990-1994), majd a stratégiai fontosságú cégeket (közüzemi szolgáltatók, telekommunikációs cégek, bankok és más nagyvállalatok) értékesítő „nagyprivatizációs szakasz” (1995-1997) motiválta a külföldi működtetőket a magyarországi térfoglalásban. A privatizációs értékesítés során felgyorsult a devizabevétel-szerzés (6. táblázat). 1997-től előtérbe került a tőkepiaci eszközökkel történő magánosítás, valamint a megmaradt kisebbségi tulajdonrészek értékesítése, a vagyoni kínálat lankadásával azonban 1998-tól már fokozatosan gyengült a külföldi tőke vonzásának privatizációhoz köthető mozgatóereje. Az ezredforduló táján gyakorlatilag leállt a privatizáció, majd az utóbbi években ismét fellendült a magánosítás.

6. táblázat. Privatizációs bevételek

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Devizában	0.53	24.61	40.98	110.67	10.95	411.5	92.73	208.64	39.02	69.53	1.22	6.13	•	3.08	172.65
Forintban	0.14	5.74	24.92	22.96	35.41	35.4	40.61	118.22	67.33	62.11	55.68	44.96	20.71	148.97	225.76
Hitel		1.01	9.07	21.72	46.11	3.99	2.47	0.31	0.99	-	-	-	-	-	-
Kárpótlási légy			2.26	14.56	64.2	30.15	40.7	23.2	4.5	0.87	1.31	0.64	0.25	8.23	0.22
Összesen	0.67	31.36	77.23	169.91	156.67	481.04	176.51	350.37	111.84	132.51	58.21	51.73	20.96	160.28	398.63

Forrás: APV Rt. (<http://www.apvrt.hu/ml.html>)

1995-ben a privatizációs bevételek 85%-át tette ki a devizában megfizetett ellenérték, sőt a privatizációból 2004 közepéig befolyt devizabevételek közel 70%-a 1995-1997 között realizálódott. Az 1990-1997 között elért 1300 milliárd forint körüli privatizációs bevétel közvetlenül vagy közvetve az állami költségvetésbe került (Mihályi [1998]).

A privatizációs szervezetek által meghirdetett pályázatokon keresztül zajlott direkt értékesítések, melyek ellenértéke a vagyionkezelők számlájára érkezett, csupán egyike volt a privatizációhoz kapcsolódó külföldi tőke tulajdonvásárlási formáinak. Léteztek egyéb, áttételes csatornák is a külföldi tulajdonszerzés előtt; a folyamatokat összefoglalva Diczházi [1998] a következő - privatizációs szervezeteken kívüli - értékesítési

módozatokra is rávilágított, mely tulajdonszerzési módok a privatizációs statisztikák hatókörén kívül estek:

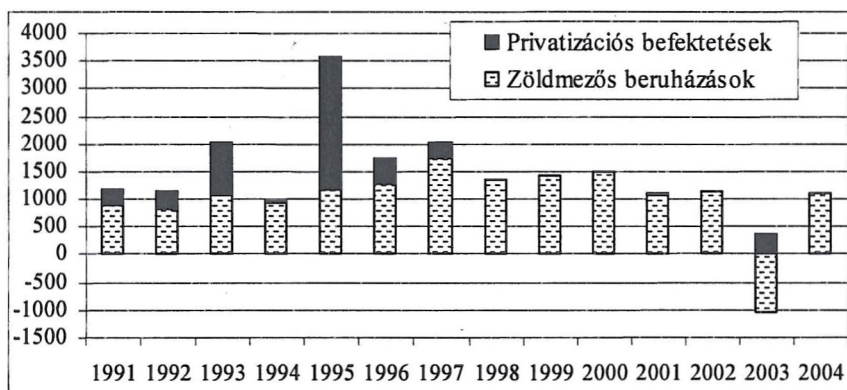
- Külföldi befektetők a felszámolás és végelszámolás alá került állami vállalatok megvásárlásával is vagyonhoz juthattak, becslések szerint ennek aránya lényegesen kisebb volt, mint a privatizáció révén szerzett vagyoné.
 - Egy másik vagyonszerzési mód volt az állami vagyonjuttatásban részesült önkormányzatok és társadalombiztosítási önkormányzatok által tovább értékesített vagyonrészek megszerzése.
- ® Egyes külföldi befektetők éltek azzal a lehetőséggel, hogy a kedvezményes privatizációs technikák (E-hitel, kárptólási jegy, stb.) igénybevételére hazai befektetőket bírtak rá egy háttér-megállapodás alapján, akik tovább értékesítették a kedvezményesen elnyert céget, vagyonrészt az ún. „másodlagos privatizáció” keretében.

A külső részvénytőke-komponens a makroszintű finanszírozási struktúrában több, nagy hullámban épült fel, melyek közül Árva és szerzőtársai [2003] a kilencvenes évektől a következő négyet azonosították: a privatizáció során piacvásárló és termeléskihelyező befektetések; zöldmezős feldolgozóipari beruházások és az elsődleges, másodlagos beszállítók betelepítése; zöldmezős kereskedelmi beruházások (hipermarketek) és végül a turisztikai - szállodai parba és gyógyturizmusba irányuló - beruházások.

Míg a privatizáció a külföldi működőtőke felvásárlásos beáramlási formáját képezte, jelentős számban szaporodtak a zöldmezős beruházások is. Az MNB által közzétett adatok alapján az 1991-2004 közötti időszakban az összes külföldi részvénytőke-befektetésen belül $1/4 - 3/4$ arány volt a privatizációs bevételek és a zöldmezős beruházások között, míg ugyanez az arány 1991-1997 között $1/3 - 2/3$ volt (15. ábra). A privatizációból mintegy 5,1 milliárd eurónak, ezen felül a zöldmezős beruházásokból 14,6 milliárd eurónak megfelelő részvénytőke-állomány akkumulálódott 1991-2004 között a makroszintű tőkestruktúrában. 2004-re a GDP-arányos beáramlott

közvetlen külföldi tőkebefektetések állománya 60,7% volt, ami az európai uniós átlag közel kétszerese, a világátlag majdnem háromszorosa³⁴.

15. ábra. A nettó részvénytőke-befektetések megoszlása (millió euró)



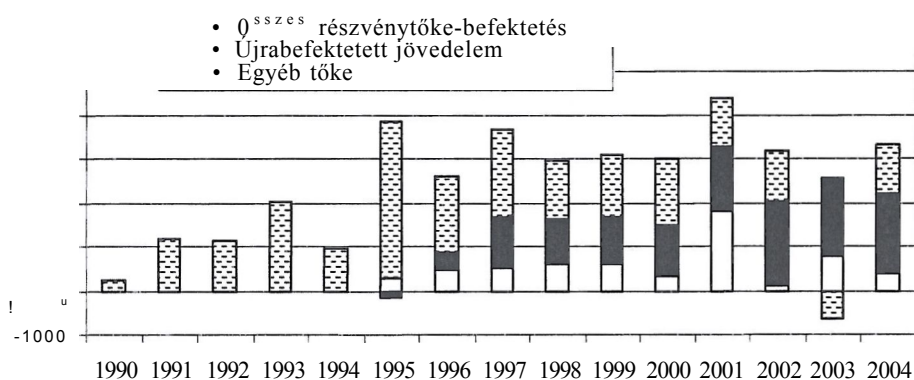
Forrás: MNB

A külföldi működőtőke belső tőkekomponensei szempontjából nem tekinthető teljesen homogén tőkeáramnak, mert a részvénytőke-befektetéseken túl tartalmaz újrabefektetett jövedelmet és tulajdonosi hiteleket is (16. ábra). A privatizációs hullámok után a külföldi működőtőke belső átstrukturálódáson ment keresztül, komponensein belül a kilencvenes évek második felében fokozatosan csökkent az országba érkező friss részvénytőke részesedési aránya, viszont egyre nagyobb jelentőségre tett szert a visszaforgatott profit és a tulajdonosi hitel. A kilencvenes évek második felében a privatizációs devizabevételek megcsappanásával a pótlólagos befektetések tették ki a külföldi működőtőke jelentős részét (Antalóczy-Sass [2002]). MNB statisztikák alapján az 1990 és 2004 között az országba érkezett külföldi működőtőke-áramok felét részvénytőke-befektetések, egyharmadát az újrabefektetett nyereség és közel egyötödét tulajdonosi hitelek adták. Az egyéb tőkét is magában foglaló külföldi működőtőké-akkumuláció mértékét mutatja a nemzetgazdasági külső tőkeszerkezetben, hogy 1995-ben 8,8 milliárd eurót tett ki az addig felhalmozódott tőkeimport, mellyel szemben 0,2 milliárd euró tőkeexport-állomány állt, 2004-ben viszont a beáramlott külföldi működőtőke-állomány 48,3 milliárdot tett ki, amivel szemben 7,4 milliárd euró

A pontos adatok az Európai Unió esetében 31,7%, világátlag 21,7% volt (UNCTAD [2005]).

tőkekivitel állt. A közvetlen külföldi befektetések nettó egyenlege mind forgalmi, mind állományi szinten eltakarja az ország tőkevonzó képessége és tőkekihelyezői hajlandósága közötti különbségeket. *A hazai befektetők tőkekivitele elsősorban a környező országokba irányul, ahol a tulajdonosi részesedés szerepe a meghatározó, az újrabefektetett jövedelmek és tulajdonosi hitelek aránya viszont elenyésző.* A nyugati cégekhez hasonlóan az országból kiáramló működőtőke motivációi között a piaccal - a piac méretével és növekedésével - kapcsolatos megfontolások és a stratégiai eszközakvizíciók tűntek a legmarkánsabbaknak (Antalóczy-Eltető [2002]).

16. ábra. A nettó közvetlen tőkebefektetések elemei (millió euró)



Forrás: MNB.

A kilencvenes évek utolsó harmadában a működőtőke-áramlás „tartósnak ígérkező, új szakaszába” lépett, melyet négy új tendencia jellemzett: a stagnáló tőkebeáramlás, a tulajdonosi hitelek növekvő szerepe, a stabilizálódó profitrepatriálás és a tőkeexport (Antalóczy-Sass [2000] 488. o.). Szanyi [2003] szerint az ezredforduló után több jel is arra mutatott, hogy a külföldi működőtőke-akkumuláció elérte telítődési pontját: a privatizációnak vége; a hazai befektetési piac telítődött; új befektetők nem jelenhetnek meg a végtelenségig hazánkban sem; az expanzió és a befektetések a Kelet-Európában már meglévő cégektől várhatók; a reálbér-növekedés az olcsó, szakképzetlen munkaerőt kihasználó hatékonyságkereső külföldi tőkebeáramlást negatívan érintette (pl. egyes gyáregységek - IBM, Flextronics, Marc Cipő - Ázsiába települtek át) és a korábbi fiskális és törvényi ösztönzők - adókedvezmény, vámszabad területek létrehozása -

visszavonásra kerültek az EU-kompatibilitás érdekében. Figyelembe kell ugyanakkor venni, hogy egy felzárkózó gazdaság valutája reálértelemben felértékelődik, ami egyre drágábbá teszi a külföldi befektetők számára a belföldi tőkejavakat és munkaerőt. Ennek a törvényszerűségnek az elméleti hátterét a Balassa-Samuelson effektus adja, amelynek érvényessége jól megfigyelhető akár hazánkban, akár az újonnan csatlakozott középkelet-európai országokban. A Balassa-Samuelson effektus további adalékot jelent a kiáramló külföldi tőke mozgatórugóinak megértéséhez, és egyben figyelmeztet arra is, hogy egy felzárkózó gazdaságban minél később kerülnek privatizálásra a még állami tulajdonban lévő vállalatok, annál nagyobb külföldi valutában denominált bevételre lehet számítani.

A fentiek alapján megállapítható, hogy a nemzetgazdaság külső tőkestruktúrájában a külföldi működőtőke beáramlásával új tőkeelem, azaz pótlólagos külső forrás jelent meg, melynek felhalmozódásával vegyes - tehát kölcsöntőkét és részvénytőkét egyaránt tartalmazó - makroszintű finanszírozási szerkezet alakult ki.

4.2. A makroszintű mérlegkimutatás felhasználási oldala

A nemzetgazdasági mérlegkimutatásban a forrás oldali külföldi működőtőke-állományt eszköz oldalon a hozzá kapcsolódó állótőke- és készletfelhalmozás ellentételez. A termelő-szolgáltató alapok kiépítése és hatékony működtetése elősegíti a forrásjuttatóknak fizetendő tőkehasználati díj kitermelését, azaz a használdozati költség (opportunity cost) által meghúzott minimális megtérülési követelmények meghaladását.

4.2.1. Az iparpolitika szerepe a makroszintű tőkelekötésben

A rendszerváltást követően az állam kivonult a gazdaságból, az iparpolitika megfogalmazására és érvényesítésére egyre kevésbé vállalkozott, de a beruházások, főként külföldi beruházások támogatása fontos irányelv maradt. A támogatások leginkább adókedvezményekben öltöttek testet, s nem direkt pénzbeli transferekben. A támogatások nyújtását szigorú feltételekhez - mérethez, szektorális elhelyezkedéshez.

foglalkoztatási preferenciákhoz - kötötték, melyeket elsősorban a külföldi befektetők tudták teljesíteni. A rendszerváltást követően jelentős strukturális változások mentek végbe a magyar gazdaságban: leépítés és méretcsökkenés volt jellemző az irányításban, s mellette kereskedelmi liberalizáció, piaci reguláció, privatizáció és irányítási dereguláció is zajlott.

A kilencvenes évek közepének iparpolitikai koncepciója az uniós csatlakozás feltételeinek megfogalmazására irányult, melynek fő területei a K+F tevékenység támogatása, a kis- és középvállalatok szubvencionálása, a regionális politika és a célzott preferenciák a közvetlen külföldi beruházások ösztönzésére, tehát a hosszú távú versenyképesség elérése volt. Az iparpolitikai koncepció változásának lényege abban ragadható meg, hogy a halódó vállalatok direkt támogatása és válságmenedzselés helyett az állami támogatás a költségvetésből származó direkt szubvenció helyett „fejlesztési ügynökségeken” keresztül jutott el a vállalatokhoz. Bár a megfogalmazott iparpolitikai koncepció általános volt, a támogatások és preferenciák mégis néhány ágazatot kedvezményeztek a legerőteljesebben, mint például az autóipart, elektronikát, szoftverfejlesztést és néhány vegyipari területet. A beruházás-ösztönzés fő területei a következők voltak: K+F innováció támogatása, a beszállítói hálózat fejlesztése a külföldi tőke hatékony működésének támogatására s az export növelése - ezeknek a kedvezményeknek a fő eszköze az adóösztönzők alkalmazása és a vámzabaderületi zónák létrehozása volt. Például a feldolgozóiparra jutó adóösztönzők 96%-a a transznacionális vállalatokhoz jutott (Éltető [2001]). Az iparpolitika egyik fontos aspektusa volt a külföldi működőtőke tovagyrúzó hatásának (spillover effect) segítése beszállítói hálózatot fejlesztő programmal, ipari parkok létrehozásával. A válságmenedzselés helyébe tehát jövőorientált fejlesztési programok kerültek.

A fogadó országok közötti működőtőke-import iránti verseny fokozódása, a korábbi versenyelőnyök erodálódása felértékelte a befektetés-ösztönzés különböző elemeit. Kalotay [2003] az, alapfeltételek megteremtését és a liberalizációt tekinti a beruházás-ösztönzés első generációjának, a beruházás-ösztönző ügynökségek működtetését a második generációnak, a célzott - például vállalati funkciókra irányuló - beruházás-ösztönzést pedig a harmadik generációnak.

A tőkevonzó képesség és a beruházás-ösztönzés nem az ország monopóliuma. A külföldi működőtőke esetén a kis és fejlődő országoknak számítani kell arra, hogy a kormányzási - politikai, intézményi és jogi - infrastruktúrából származó előnyök ugyan számottevőek, azonban ki vannak téve a csökkenő hozamok jelenségének (Globerman-Shapiro [2002]).

4.2.2. Beruházások

Nemzetközi tapasztalatok alapján a külföldi működőtőke-áramoknak sokkal jelentősebb a szerepe a fogadó országon belüli beruházásokban és a GDP-növekedésben, mint a hiteleknek vagy a portfóliótőke-áramoknak, ebben a tekintetben az utóbbi a legkevésbé hatékony (Razin [2002]). A külföldi működőtőke két csatornán fejt ki hatását a GDP-növekedésére: egyrészt növeli a teljes beruházási szintet és a hazai beruházások magasabb szintjét vonzza, másrészt sokkal produktívabb, mint a hazai beruházások, ami a humán tőkével való interakciójától (is) függ (Borensztein et al. [1995]). A fejlődő országokban egy dollárnyi külföldi működőtőke-növekmény közel egy dollárral növeli a hazai beruházások nagyságát, ezzel szemben a portfólió-befektetések hatása minimális, míg a kölcsönök értékei a kettő között helyezkednek el (Loungani-Razin [2001]).

A közvetlen külföldi tőkeimportból származó források felhasználási dinamikáját jelzi hazánkban, hogy míg az összes kettős könyvelést folytató vállalatra vetítve a külföldi működőtőke aránya a jegyzett tőkében 1989-től 1998-ig 1,7%-ról 37,6%-ra, addig a beruházásokban 11%-ról 61%-ra emelkedett (Hamar [2001]). 2001-ben már az összes vállalkozás saját tőkéjének mintegy 41%-át tette ki a külföldi érdekeltségű cégek részesedése, miközben a beruházások teljesítményértékének és az értékesítés nettó árbevételének 50%-át adták a külföldi érdekeltségű vállalkozások, a hozzáadott értéknek pedig 45%-át (KSH [2003]³⁵).

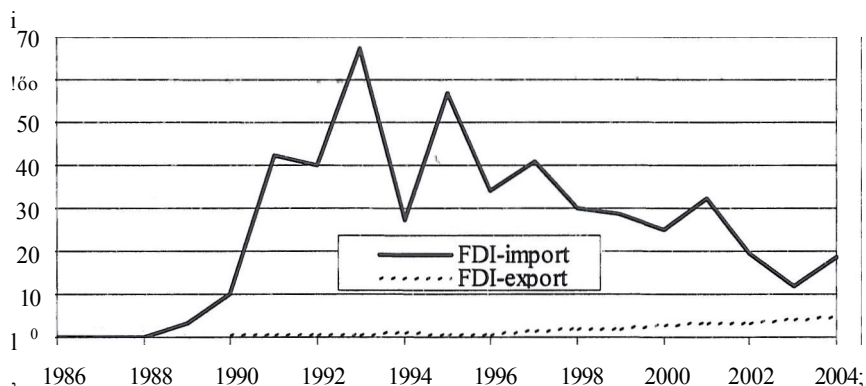
A külföldi működőtőke az ország külső forrás-struktúrájának - új tőkeelemmel történő - feltőkésítése időszakában nem csak beruházási dinamikát hozott, hanem a *tőkefelhasználás erőteljes koncentráltságát* is, hiszen kitüntetett terepe a feldolgozóipar és a szolgáltatások ágazatai lettek. Ennek háttérében az áll, hogy a közvetlen külföldi

³⁵ Ezek az adatok nem tartalmazzák a pénzügyi tevékenység nemzetgazdasági ág adatait.

befektetések tipikusan meglévő gazdasági klaszterekhez vonzódnak, hogy a külső skáláhozadékból - a piacból, a szakképzett munkaerőből, termelési tényezőkből, beszállítókból, infrastruktúrából, intézményi és innovációs kapacitásokból - profitáljanak (UNCTAD [2001]). 1998-2004 között a beáramlott teljes külföldi működőtőke-állomány átlagosan 42%-a a feldolgozóipart preferálta, fele pedig a szolgáltatások területén jelent meg. A kilencvenes években a bankeladásokhoz kapcsolódó tőkeemelések révén mintegy 300 millió dollár külföldi tőke áramlott a magyar bankszektorba, a zöldmezős befektetésekkel együtt pedig további 500 millió dollár, így az évtized végére a bankrendszer tőkéjének mintegy kétharmada külföldi forrásból származott (Várhegyi [2004]).

A külföldi működőtőke „beruházási fordulat”-ot hajtott végre (Bélyácz [1999]). A beáramló közvetlen külföldi tőkebefektetések és a beruházások kapcsolatának illusztrálására alkalmas az UNCTAD egyik mérőszáma, mely a külföldi működőtőke-áramlás és a bruttó állótőke-felhalmozás hányadosa (17. ábra).

17. ábra. A külföldi tőke be- és kiáramlása a bruttó állótőke-felhalmozás százalékában



Forrás: UNCTAD <http://www.unctad.org>³⁶.

1993-ban a közvetlen külföldi tőkeimport a hazai bruttó állótőke-felhalmozás majdnem 70%-át, 1995-ben pedig közel 60%-át tette ki, azonban a nagyprivatizációs szakasz után fokozatosan csökkent a külföldi működőtőke beáramlásának mint forráselemnek a részesedése a friss beruházásokból, miközben a külföldre irányuló

³⁶ A pontos elérhetőség: <http://www.unctad.org/Templates/Download.asp?docid=6060&lang=1&intItemID=3277>, <http://www.unctad.org/Templates/Download.asp?docid=5532&lang=1&intItemID=3277>. Letöltve: 2005-10-22.

tőkeexport gyengíti ezt a folyamatot. 2000-ben a vállalati szféra beruházási célú kiadásainak 52%-át adták a külföldi érdekeltségű vállalatok, ami 2003-ban 40%-ra csökkent (KSH [2005b]). Ide tartozik még az is, hogy a kilencvenes évek végétől a külföldi működőtőke elemein belül a tulajdonosi hitelek növekedése arra utal, hogy a külföldi tulajdonú vállalkozások inkább anyavállalati hitelekből és visszatartott profitból bővítik kapacitásaikat, mintsem zöldmezős beruházásokkal.

Misun és Tomsík [2002] tanulmányában az 1990-2000 közötti periódusra kimutatta, hogy Magyarországon a külföldi tőkeimport addicionális hazai beruházásokat eredményezett (crowding-in effect), ami mögött a főképp exportorientált külföldi működőtőké szerkezet állt³⁷, hiszen *a külföldi tulajdoni többségű vállalatok nem kiszorító, hanem stimuláló hatást gyakoroltak a hazai tulajdoni többségű vállalatok beruházásaira, tehát a hazai gazdasági fellendülés a beruházások multiplikatív hatásán alapult.*

Abban, hogy a transzformációs válság idején tapasztalt beruházási mélypont után a beérkező külföldi működőtőke hatására a bruttó felhalmozás - és ezen belül az állóeszköz felhalmozás - éves százalékos változása jóval meghaladta a GDP-ét, szerepet kaptak vállalati szintű szervezeti változások is. Mikroszinten a privatizáció és zöldmezős beruházások révén a legnagyobb súlyú vállalati szektorban egyértelmű és erős tulajdonviszonyok jöttek létre, ahol a külföldi tulajdonosok közvetlen tulajdonosi kontrollt gyakorolnak a vállalatok felett, ezáltal minimálisra csökken a „megbízó-ügynök probléma” jelentősége, mentesülnek a vállalatirányítás (corporate governance) és a bennfentes kontroll (insider-control) legsúlyosabb gondjaitól (Iwasaki [2005]). A multinacionális vállalatok lényegesen nagyobb hatást gyakoroltak a vállalati szektor egészének hatékonyságára, mint a hazai vállalatok. A nagy arányú tőke-beáramlás és a multinacionális vállalatok intenzív jelenléte gyökeresen átalakította a vállalatok tulajdonosi struktúráját és irányítási-szervezeti rendszerét. A külföldi vállalatok privatizációs, beruházási és feljavítási tevékenységüket relatíve fejletlen hazai vállalatokon hajtották végre, ahol így túl nagy volt a hatékonyságnövelési potenciál.

³⁷ Csehország is hasonló képet mutatott rövidebb periódus (1993-2000) adatsoraira alapozva, azonban Lengyelországban az FDI a hazai beruházásra tett kiszorító hatását figyelték meg, ami mögött magyarázatként azt fogalmazták meg, hogy az országba túlnyomóan a hazai piacra orientált külföldi működőtőké érkezett, ami a hazai beruházásokat kiszorította.

Visszaulva két korábbi ábrára is (7., 8. ábra), megállapítható, hogy a kilencvenes évek utolsó harmadában már lassuló bruttó felhalmozási ütemről beszélhetünk, ennek ellenére az ezredfordulón a később EU-tagdá vált átmeneti országokkal összehasonlítva a magyar teljesítmény rövid ideig mégis az élen állt (3. függelék). A trendek - igaz, fáziskéséssel - összhangban vannak a nemzetközi tapasztalatokkal, mely szerint a kilencvenes években a külföldi tőke beáramlásának a hazai beruházásokra kifejtett marginális hatása már csökkenő tendenciát mutatott (Mody-Murshid [2005]). A jelenlegi hazai folyamatok alapján az előző értelemben használt „marginális” jelzötől már el is tekinthetünk. A közvetlen külföldi befektetések visszaesése és a beruházások csökkenése részben a világgazdasági recesszióval is magyarázható.

4.2.3. A külföldi működötőke és a struktúraváltás

A nyolcvanas években elmaradt struktúraváltást követően a külföldi működötőkének nagy szerepe volt a magyar gazdaság modernizálásában. A vállalati költségvetési korlát megkeményedése és az általa kiváltott felszámolási hullám után a külföldi működötőke átalakította a magyar gazdaság szerkezetét, mely során a nyolcvanas évek nyugati tendenciáinak megkésett térhódítása - az elsődleges iparágak visszaszorulása, a szolgáltatási iparágak előretörése, technikai-technológiai megújulás - valósult meg. Az országba a külföldi működötőké a világgazdaságban a fejlett országok egymás közötti tőkeáramaira jellemző, a tercier szektor dominanciájával összhangban álló szerkezetben áramlott, főleg kompetitív iparágak felé, így az elektronikai gépgyártás, autóipar és bankszektor felé (Oszlay [1999]).

Az ezredforduló után, az ún. második szerkezetváltás során az alacsony, szakképzetlen munkaerőre alapozó szektoroktól a magasabb hozzáadott értékű ágazatok felé történt elmozdulás, melynek eredményeképpen a közép- és a high-tech szektor adja a teljes feldolgozóipari termelés felét (GKM [2004b]). Látni kell azonban, hogy ez a szerkezeti eltolódás abba a globális trendbe illeszkedik, melynek során a transznacionális vállalatok feltörekvő és fejlődő országokba helyezik ki (internacionalizálják) a kutatás-fejlesztési (rész)tevékenységeiket, és a fogadó ország tudásbázisára, technológiai szintjére, hazai innovációs kapacitásokra és az ösztönző kormányzati politikára

támaszkodnak. A folyamat mérésére az UNCTAD [2005] megalkotta az innovációs képesség indexet³⁸, melynek magas, közepes és alacsony kategóriái közül Magyarország az első csoportba tartozik: 1995-ben 0,705-ös, 2001-ben 0,725-ös értékekkel mindkét évben a világlistán a 32. helyen állt (114. o.). Magyarországon a vállalati szektorban a kutatás-fejlesztésből a külföldi leányvállalatok részesedése 62,5% volt 2003-ban (UNCTAD [2005] 23. o.). Az üzleti K+F globális szinten földrajzilag és szektorálisan nagyon koncentrált, ahogy hazánkban is az, ami növeli az interdependenciát. Csakhogy a kvázi fejlettség ellentmondásosságának egyik jele, hogy a csúcstechnológia ágazati kategória alá sorolt beruházások nem feltétlen alapoznak tudásintenzív hazai tevékenységre. „A bruttó hozzáadott érték alakulása fordítottan arányos a vállalkozások technikai felszereltségével, illetve a termék minőségi színvonalával. Ennek jele, hogy a magas fokon gépesített termelés hazai teljesítményként kimutatott fajlagos hozzáadott értéke arányaiban mérséklődő, miközben az alacsony felszereltségű és magas élömunka-ráfordítással dolgozó vállalkozások hozzáadott teljesítménye arányaiban növekvő...” (Pitti³⁹ [2001]).

4.2.4. A forrásfelhasználás hatékonysága

A makroszintű forrásgazdálkodás kulcstényezője az eszközhatékonyság, amit a következőkben a külföldi működőtőke esetében két szempont alapján vizsgálók: egyrészt az árbevétel-, azaz az exportgenerálási képesség, másrészt a külföldi érdekltség és hazai vállalatok között meglévő jövedelmezőség-különbség alapján.

A külföldi direkt befektetések hatékony felhasználására utal az ország export jellegű árbevétel-generálásában betöltött szerepük. A rendszerváltást követően az állami vállalatok tömeges fizetéképtelensége, a „spontán módon privatizált” vállalatok fizetési

³⁸ Az innovációs képesség index (Innovation Capability Index) a technológiai aktivitás index (az egy millió lakosra eső K+F-ben dolgozó személyzet aránya, az egy millió lakosra jutó USA-beli szabadalmak száma és az egy millió lakosra jutó tudományos publikációk száma), valamint a humántőke index (az írástudatlan lakosság aránya, a középiskolába jelentkezők száma a korosztályban és a felsőoktatásban tanulók száma a korosztályban) előírt módon súlyozott átlaga. A 'magas' innovációs képesség index kategórián belül mind 1995-ben, mind 2001-ben Észtország, Szlovénia, Oroszország és Lengyelország megelőzte Magyarországot.

³⁹ A külföldi jelenlét és gazdaságpolitikai mozgástér - EU tagországok (és Európán kívüli országok) gazdasági szerepvállalása Magyarországon (Kézirat)-ra való hivatkozás forrása. Szanyi [2004b].

zavarai, a bankszektor hiteleinek behajthatatlansága, a mélyülő fizetési krízis, a keleti piacok elvesztése egyszerre kényszerítette ki a transznacionális vállalatok bejövetelére alapozott, exportvezérelt fejlesztési stratégiát. A cél az volt, hogy a hazai, állami tulajdonban lévő vállalatok ellátóként vagy végtermékgyártóként integrálódjanak be a globális termelési hálózatokba, melynek végrehajtása a vállalatfúziók és -felvásárlások útján az országba érkező transznacionális vállalatokra hárult. Az exportorientált FDI szinte kizárólag az EU-hoz közel lévő országokra koncentrálódott a később EU-taggá vált országok közül (Hunya-Geishecker [2005]), ami az exportvezérelt stratégia földrajzi meghatározottságára utal.

Az exportvezérelt stratégia megnyilvánulásaként Éltes [1999] az 1993-1997 közötti időszakot vizsgálva kimutatta⁴⁰, hogy a külföldi érdekeltségű vállalkozások exportintenzitása, azaz az export részesedése az árbevételből magasabb volt, mint a hazai tulajdonban lévő cégeké; a külföldi működőtőke által preferált szektorok növekvő kivitele a *külkereskedelmi szerkezetet* átalakította, s annak növekvő *koncentrációját* vonta maga után. Az export-versenyképesség növekedése átlag feletti volt a modern technológia-intenzív szektorokban, a termelés növekedése exportvezérelt volt a technológia-intenzív feldolgozóiparban (Viszt-Borsi [2001]). A külföldi tulajdonú vállalatok a teljes feldolgozóipar árbevételéből 72,5%-ban részesedtek 2001-ben (Hunya-Geishecker [2005]). *Az exportvezérelt stratégia egyik húzóágazata tehát a feldolgozóipar volt.* Ráadásul a feldolgozóiparon belüli produktivitás tekintetében, ami az EU-15 produktivitás átlagának körülbelül fele, Magyarország vezető pozíciót ért el a többi újonnan EU-taggá vált ország között (Havlik [2005]).

A külföldi működőtőke exporthatékonyságát és makroszintű árbevétel-generálási koncentrátságát támasztja alá továbbá az is, hogy 2003-ban az összes kettős könyvvitelt alkalmazó vállalkozás exportjának 82,5%-át adták a külföldi érdekeltségű vállalkozások, melyek mindössze az összes kettős könyvvitelt vezető vállalkozások teljes számának 10,7%-át tették ki, ráadásul, az összes export 61,2%-át a 100%-ban külföldi tulajdonban lévő vállalkozások adták (GKM⁴¹ [2004c]). Nemzetgazdasági szinten 2002-ban az export 79%-át és az import 82%-át, 2003-ban viszont már csak 75, illetve 80%-át adták a

⁴⁰ Négy kis közép-kelet-európai országot, köztük Magyarországot vizsgálva.

⁴¹ A GKM forrás APEH statisztikákra alapoz.

külföldi érdekeltségű vállalatok (KSH [2005b]). A külföldi működőtőke által megvalósított áruexport-ekspanziót azonban rendre meghaladta az általuk lebonyolított import áruértéke, 2001-ben például a külkereskedelmi termékforgalom deficitjének mintegy 60%-a külföldi érdekeltségű vállalkozásoknak volt tulajdonítható. A kilencvenes évek második felének tendenciája volt, hogy a külföldi tőkével működő cégek negatív külkereskedelmi egyenlege a teljes külkereskedelmi mérlegdeficit egyre kisebb hányadát tette ki (Hamar [2001]). 2003-ban a külkereskedelmi deficit már csak egynegyede keletkezett e körben (KSH [2005b]).

Éltető [2003b] szerint „olyan exportorientált gazdaságszerkezet alakult ki, hogy egy-egy termék/gyár kiesése vagy megjelenése a termelésben radikális változásokat okozhat a külkereskedelmi mutatókban" (278. o.). 2003-ban a kivitel tekintetében a tíz legnagyobb, többségükben külföldi tulajdonban lévő vállalat adta a nemzetgazdaság exportjának 40%-át, míg az első öt vállalat annak egyharmadát (7. táblázat).

7. táblázat. Az ország tíz legnagyobb exportáló vállalata 2003-ban

	Exportárbevétel (milliárd Ft)	Részesedés az ország exportjából *
1. Audi Hungária Motor Kft.	974	10,1%
2. Flextronics International Kt.	806	8,4%
3. MOL Magyar Olaj és Házipari Rt.	596	6,2%
4. Philips Magyarország	446	4,6%
5. GE Hungary Kft.	381	4,0%
6. Opel Magyarország Autóipari Kft.	167	1,7%
7. IBM Data Storage Systems Ipari Kft.	153	1,6%
8. Sanmina-SCI Magyarország Kft.	131	1,4%
9. Samsung Electronics Magyar Rt.	109	1,1%
10. BorsodChem Rt.	109	1,1%
Az első tíz vállalat összesen:	3874	40,2%
Az első öt vállalat összesen:	3204	33,2%

Forrás: Figyelő top 200, 2004. október, 36. o., KSH.

* Saját számítás.

A zöldmezős beruházások, a vámszabad területi cégek, az exportorientáció és az importigényesség olyan tényezők, melyek erősítették a Magyarországra irányuló külföldi működőtőke-beáramlás export-enkláve jellegét (Mészáros [2004]). Antalóczy és Sass [2000] rámutatott, hogy általános összefüggéseiben a szelektív exportösztönzési politika elkülönített vámszabadterületekre vonzza a külföldi működőtőkét, mely az exportra

támaszkodva gyors gazdasági növekedést eredményezhet, az exportszektor azonban nem épül be szervesen hosszabb távon a gazdaságba, az összeszerelő tevékenység alacsony hozzáadott értéke állandósulhat, és így a technológia-transzfer sem bontakozhat ki. A kilencvenes évek elején a szigetszerűen működő multinacionális vállalatok generálták az export jelentős hányadát, az évtized végére a hagyományos beszállítóik megtelepedése mellett voltak már példák a hazai vállalatok beszállítói válására is. Összességében azonban a hazai beszállítói kör erősítésére tett kormányzati kísérletek kudarcba fulladtak. Problémát okoz, hogy a hazai beszállítói kör nem képes megfelelő méretű és minőségű sorozatgyártásra, és gyenge finanszírozásuk miatt ezek a vállalkozások kockázatosak is.

A közvetlen külföldi működőtőke-befektetések modernizációs hatása mára már abban is megragadható, hogy az ország kivitelének legmeghatározóbb hányada a high-tech és medium-tech termékek köré tartozik (Antalóczy-Sass [2003]). 1995 és 2002 között 4,8%-ról 21,1%-ra emelkedett a high-tech termékek aránya a magyar kivitelben (Éltető [2003a]). UNCTAD [2004] statisztikák szerint 2002-2003-ban a call centerek, a megosztott szolgáltatói központok, az információs technikai szolgáltatások és a regionális vállalati székhelyek tekintetében a megvalósult export-orientált, közvetlen külföldi tőkebefektetési projektek számát nézve Közép-Kelet-Európában vezető szerepet töltött be Magyarország. Ez a jelenség összefügg Dunning OLI-paradigmájában a telephelyi előnyök infrastruktúrában és üzleti környezetben megtestesülő vonulatával is.

A magyar export meghatározó mértékben a német ajkú országokba, Ausztriába és Németországba irányul. 2001-ben a külkereskedelmi termékforgalomban a kivitel közel 45%-a e két országgal bonyolódott le, az import 32%-a innen érkezett, miközben 1998-ban a nem rezidensek közvetlen tőkebefektetéseinek felét adta a két ország, 2003-ban már csak 40%-át. A német és osztrák működőtőké fokozott jelenléte tehát egyfajta dependenciát mutat (Hunya [2000]).

Az, hogy a transznacionális vállalatok befektetése Magyarországon is a kis számú, dinamikus fejlődő, technológia- és tőkeintenzív export-szektorban koncentrálódott, nem feltétlen a Ricardo és Heckscher-Ohlin-Samuelson-féle komparatív előnyök, hanem inkább Krugman⁴² [1991] új kereskedelmi teóriája (New Trade Theory) által leírt

⁴² Krugman szerint az alacsonyabb szállítási költségek, a magasabb skálahozadék vagy a magasabb feldolgozóipari részesedés körkörös ok-okozati viszonyt hoz létre, ami magyarázatul szolgál arra, hogy a

skáláhozamok eredménye, ami az iparágak közötti kereskedelem következménye; ezzel ellentétben viszont a hazai vállalatok főképp a belső piacok felé orientáltak, és a komparatív előnyökkel jellemezhető, sokkal munkaigényesebb és alacsony vagy közepes technológiai tartalmú szektorokban tevékenykednek, így növekvő költségversennyel szembesülnek; számukra a skáláhozam növekedését akadályozta a transzformáció okozta belső piacsűkülés, a kereskedelmi liberalizáció és a megmaradt exportpiacaikon aktív transznacionális vállalatok által támasztott növekvő verseny (Fink [2004]).

A hatékonyságbeli különbség igen jelentős a 100%-ban hazai és a külföldi részesedésű vállalkozások között. 2003-ban a részben vagy egészben külföldi tulajdonban lévő cégek fedték le az összes kettős könyvvitelt vezető vállalkozás egytizedét és az összes kettős könyvvitelt vezető vállalkozás alkalmazotti létszámának kicsit több mint egynegyedét. A nagyobb vállalkozási méret és a hatékony humán erőforrás-kihasználás mellett ezek a vállalkozások érték el a kettős könyvvitelt vezető összes vállalkozás árbevételének közel felét, az adózás előtti eredmény közel kétharmadát, a bruttó hozzáadott érték felét 2003-ban (8. táblázat).

8. táblázat. *Gazdálkodási adatok 2003-ban (kettős könyvvitelt vezető vállalkozások)*

	100%-ban belföldi		Külföldi tulajdon*		Összes	
	Tárgyadat	%	Tárgyadat	%	Tárgyadat	%
Vállalkozási tevékenység nettó árbevétele	21.335,6	50,5	20.899,7	49,5	42.235,3	100
Adózás előtti eredmény	873,8	35,7	1.572,7	64,3	2.446,5	100
Fizetendő társasági adó	170,7	49,7	172,8	50,3	343,5	100
Átlagos adóterhelés, %	17,46	-	10,39	-	13,03	-
Bruttó hozzáadott érték	4.023.1	48,1	4.342,7	51,9	8.365,8	100
Jövedelmezőségi mutató, % (nettó árbevétel arányos eredmény)	4,10	-	7,52	-	5,79	-
Vállalkozások száma, db	196.052	89,3	23.320	10,7	219.422	100
Létszám, fő	1.530.098	73,2	559.019	26,1	2.089.117	100

Forrás: GKM [2004c] 16. o. Megjegyzés: * magában foglal minden külföldi részesedést, a 25% alattitól a 100%-osig.

A hazai és külföldi részesedésű vállalkozások között tapasztalható szakadék az árbevétel-generálási potenciál, a nyereség-képzési képesség és az erőforrás-kihasználás

feldolgozóipari termelés végül csak egy ipari régióba koncentrálódik, ami a kereskedelem egyik, a nem komparatív előnyökön alapuló magyarázatát jelenti.

terén duális gazdasági struktúráról tanúskodik. A hatékonysági rés azonban az elmúlt pár évben már nem tágult tovább (Szanyi [2004b]).

A kettős könyvvitelt alkalmazó külföldi részesedésű vállalkozásokon belül külön csoportot alkotnak a 100%-ban külföldi tulajdonban lévő vállalatok. 2003-ban ezek adták az összes belföldi és külföldi érdekeltségű cég árbevételének közel egyharmadát (12.167,7 milliárd forint), az összes adózás előtti eredmény egyharmadát (730 milliárd forint), a bruttó hozzáadott érték közel egyharmadát (2.253,3 milliárd forint), miközben számszerűleg az összes, kettős könyvvitelt vezető vállalkozásnak csupán 7%-át tették ki, és az alkalmazottak 16%-át foglalkoztatták⁴³. E vállalati kör teljesítménye az ország gazdaságán belül oligopolisztikus helyzetet mutat. A külföldi részesedésű vállalkozások, gazdasági súlyuknál és koncentrátságuknál fogva jobban érvényesítik gazdasági érdekeiket a hazai tulajdonú vállalatoknál.

A tisztán belföldi tulajdonban lévő vállalkozások adóterhelése magasabb. 2003-ban a kettős könyvvitelt folytató, külföldi tulajdonossal (is) rendelkező vállalkozások az összes - egyszeres és kettős könyvvitel alapján nyilvántartott - képződött adó 49,2%-át fizették be (GKM [2004c]). Az adókedvezményekből 2001-ben még 36%-ban részesedtek, 2004-re viszont már csak 6,3%-ban (GKM [2002, 2004c]). A külföldi működőtőke befektetés-ösztönző rendszerében a társasági adókedvezmények - a vámszabadterületek alapításával és üzemeltetésével együtt - mára már megszűntek az uniós követelmények nyomására.

4.2.5. A forrásfelhasználás mellékhatásai: regionális egyenlőtlenségek és bérpolarizáció

A külföldi működőtőke a regionális fejlődési egyenlőtlenségeket is fokozta az országban. 2000 végén Közép-Magyarországon telepedett le a külföldi működőtőke 67%-a (Budapesten az 58%-a), Nyugat-Dunántúlon 11%-a, míg a leszakadó Dél-Dunántúlon 2%-a (GKM [2004a]). A külföldi működőtőké telephelyfoglalásának - egy kelet-nyugati tengely mentén megjelenő - koncentrátsága az agglomerációs előnyökkel és a fejlesztési beruházások lépcsőzetességével is összefügg.

⁴³ Az értékek forrása GKM [2004c], a hányadosok saját számítások.

A külföldi direkt tőkebefektetések által kitüntetett régiókban magasabb az egy főre jutó termelési és beruházási teljesítményérték, magasabb a lakosság gazdasági aktivitási aránya, alacsonyabb a munkanélküliségi ráta és magasabbak a havi átlag bruttó és nettó átlagkeresetek is (9. táblázat). Magyarországon a fővárosban, régiókon belül és régiók között is nőtt a jövedelemegyenlőtlenség, valamint szélesedett a városok és a vidék közötti szakadék (Förster [2002]). A külföldi működőtőké a kevésbé fejlett régiók lemaradásának újratermelését szolgálja (Ehrlich-Szigetvári [2003]).

9. táblázat. A regionális polarizáció (2004)

	Közép-Magyarország	Közép-Dunántúl	Nyugat-Dunántúl	Dél-Dunántúl	Észak-Magyarország	Észak-Alföld	Dél-Alföld
Külföldi érdekeltségű vállalkozások saját tőkéje (milliárd Ft)	6359	931	1092	187	623	470	260
Ebből külföldi részesedés:							
- milliárd Ft-ban	5407	861	1029	157	479	434	203
- százalékban*	85%	92%	94%	84%	77%	92%	78%
Egy lakosra jutó termelési érték (ezer Ft)	1344	3333	2872	948	1238	951	845
Export/értékesítés (%)	48.2	74.9	77.5	64	52	47.2	40.1
Egy lakosra jutó beruházási teljesítményérték (ezer Ft)	484.8	297.9	245.9	167.8	199.2	127.2	141.9
Társas vállalkozások aránya (%)	57.3	36	34.4	35.1	33.3	35.4	57.5
Gazdasági aktivitási arány (%)	59.6	57.3	54.1	46.6	49.5	48.6	50.7
Munkanélküliségi ráta (%)	4.9	5.7	4.9	7.2	9.5	7.6	6.6
Havi nettó átlagkereset (Ft)	107864	87872	85803	83022	83452	80449	81118
Havi bruttó átlagkereset (Ft)	174885	132995	128949	123389	124421	118267	119535

Forrás: KSH [2005a]

* Saját számítás.

Magyarországon a külföldi működőtőké produktív, profitabilitási előnye és a duális gazdasági szerkezet megléte visszatükröződik a lakossági jövedelemegyenlőtlenségben is. A külföldi tulajdoni hányaddal rendelkező vállalkozások Magyarországon a vállalati szférában alkalmazottak közel 30%-ának adnak munkalehetőséget, tehát a vállalati szektor munkavállalóinak 70%-a az alacsonyabb hatékonyságú és jövedelmezőségű, hazai tulajdonban lévő vállalkozásokban helyezkedik el (10. táblázat). A feldolgozóiparban a külföldi tulajdonosok által foglalkoztatottak aránya még ennél is magasabb. Hunya-Geishecker [2005] szerint ez 45,2% volt, a külföldi tulajdonban lévő és hazai vállalatok közötti élő munka-termelékenységi rés 1996-

ban 1,7 volt és 2001-ben pedig 1,6 - ennek következtében a relatív bérszintek a tulajdonos-specifikus termelékenységben különbségeket tükröznek vissza.

10. táblázat. A vállalati szférában alkalmazottak megoszlása a külföldi tulajdonhányad szerint (százalék)

Külföldi tulajdonhányad	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
100%	12,2	14,4	17,1	17,5	19,0	17,7	16,5
Többségi	12,3	13,9	13,5	11,7	11,0	9,2	8,8
Kisebbségi	7,3	7,6	6,0	5,3	4,9	3,6	3,9
0%	68,2	64,1	63,4	65,5	65,1	69,5	70,8

Forrás: FH BT (http://www.econ.core.hu/doc/ktidb/stat_hun.doc. Letöltve: 2005-08-19).

Megjegyzés: 1997-1999: 10 fős vagy nagyobb vállalatok; 2000-: 5 fős vagy nagyobb vállalkozások.

A külföldi tőkebefektetések tehát jövedelempolarizációhoz vezettek a transznacionális vállalatok által foglalkoztatott, magasan kvalifikált munkaerő javára (Rutkowski [2001], Redmont-Kattuman [2001]). Jövedelemkülönbségekhez vezetett több olyan tényező is, mint a transznacionális vállalatok termelésének tőkeintenzitása, technológiai előnyei, produktív versenyképessége, valamint nem a társasági adókból, hanem az alacsony és közepes jövedelmű háztartásokból származó személyi jövedelemadó-bevételekből finanszírozott, a transznacionális vállalatokat kedvezményező szubvenciók egyaránt (Ferge-Tausz [2002]). A transznacionális vállalatok által diktált jövedelmi szintek nyomást gyakoroltak a hazai vállalatokra, ahol a termelési költségek egyre nagyobb részét tette ki a bérhányad a nyereségesség és versenyképesség rovására, miközben a transznacionális vállalatok magasabb bért fizettek csökkenő bérhányad mellett (Éltető [2001]).

4.3. Néhány következtetés

A magyar gazdaság modernizációjában a transznacionális vállalatoknak meghatározó a jelentőségük. A hazai fejlesztési stratégia kettős célt követett; egyrészt célul tűzte ki a globális működésű transznacionális termelési hálózatok-láncolatok lokális integrálását, másrészt törekedett arra, hogy a hazai termelési struktúrát integrálja és csatlakoztassa a világméretű hálózatok különböző termelési fázisaihoz.

A külföldi működőtőké vonzását elősegítő gazdaságpolitikai stratégia a nemzetgazdasági külső forrásszerkezetben olyan részvénytőke-alapú tőkeelem fogadását segítette elő, ami a makroszintű vállalati párhuzamok értelmében hatékonyan működtetett tőkeként hasznosult, ez pedig mérhető a beruházásokban, a termelésben, a jövedelmezőségben, a foglalkoztatásban, a külkereskedelemben és a GDP-ben bekövetkezett növekedésben.

Az FDI-ra alapozó fejlesztési stratégia azonban kétségtelen eredményei mellett feszültségcök forrása is lett, hiszen a hazai gazdasági növekedés egyoldalú függőségi viszonyba került a transznacionális vállalatok növekedési dinamikájával, mely nem terjedt ki a gazdaság egészére, a fejlődés eredményei a preferált szektorokon belül maradtak, ami a transznacionális vállalatok által uralt növekedési szigetek kialakulásához vezetett, fokozva - a növekedés heterogenitása és a hazai gazdaságpolitika torzulásai miatt - a strukturális, jövedelmi és regionális polarizációt.

5. fejezet: A kölcsöntőke- és részvénytőke-komponensek kölcsönhatása

A makroszintű külső tőkestruktúra kölcsöntőke és részvénytőke komponensének egymástól elkülönített elemzése után felvetődik a kérdés, hogy a külső eladósodás és a külföldi működőtőke-felhalmozás milyen belső interakcióban áll egymással, hogyan hatott a külső eladósodás a közvetlen külföldi tőkebefektetések áramlására, állományára és viszont. A kölcsönkapcsolatokon túl a két tőkeelem együttes vizsgálata az ország össz-tőkéjének számszerűsítésére is alkalmas, mely közös jellemvonásukon, a források *tőke-természetén* alapszik.

5.1. A hetvenes és a kilencvenes évek hasonlósága a nyugati tőkemegtérülési lehetőségek tükrében

v

A nemzetgazdaság teljes külső forrásstruktúrájában a két tőkekomponens új forrásként való felhalmozódási periódusai - a hetvenes és a kilencvenes évek - között úgy tűnik, létezik hasonlóság, ugyanis a nyugati pénzügyi piacokon elérhető kamat jellegű hozamok mindkét időszakban alacsonyok voltak. A hetvenes évek során a forrásbőség és az alacsonyabb kamatszintek miatt a nyugati hitelezők kockázatosabb, de magasabb megtérülést ígérő országok, így Magyarország felé is fordultak. A nyolcvanas évek adóssághozzájárulásaira adott válaszként is értelmezhető a permanens jelleggel bíró, lejáratú problémákkal nem terhelt, a kilencvenes években Magyarországon is felfutó részvénytőke-befektetések áramának térhódítása. Más szempontból viszont az alacsony kamatlábak miatt Nyugaton a tőkeforrások nem a kötvénypiacra áramlottak, hanem a nagyobb megtérülést ígérő részvénytőkepiacra, következésképpen közvetlen külföldi befektetések formáját is öltötték.

A Magyarországra érkező, mindkét komponenst magában foglaló tőkeimport mértéke érzékeny a Nyugaton realizálható adósság-alapú megtérülési ráták alakulására, melynek ciklikus jellege tükröződik a magyar külső finanszírozási struktúrában. Ezt támasztja alá, hogy az Egyesült Államok hosszú lejáratú államkötvényeinek hozama⁴⁴

⁴⁴ Forrás: United Nations. „Interest rate, government long-tenn bond yields, per cent per annum, period average [code 6310]” sora az online adatbázisból.

mint a nyugati világ kamatjellegű megtérülés rátáinak egyik „benchmark”-ja, valamint állományi szinten Magyarország bruttó külső adósságának és bruttó külső működőtőke-importjának összege erősen negatív kapcsolatban van egymással, különösen a hetvenes évek vége óta (11. táblázat).

11. táblázat. Korrelációs együtthatók a nyugati megtérülés és a hazai tőkestruktúra között

<i>1970-2003</i>	<i>1980-2003</i>	<i>1990-2003</i>
-0.5923	-0.8534	-0.8965

Forrás: (1) FDI statisztika: UNCTAD; (2) Bruttó külső adósság statisztika: 1978-2003 között: World Bank - World Development Indicators, 1970-1977 között: Economic Commission for Europe: Economic Survey of Europe in 1990-1991, 250. o. Saját számítás.

A magyar nemzetgazdaság külső forrásellátottsága tehát akkor növekedett a hetvenes és a kilencvenes években, amikor Nyugaton az adósságtípusú instrumentumokon elérhető hozamok csökkentek, másképp fogalmazva a magasabb tőkeellátottságú, de alacsonyabb tőkekölségű nyugati országok, valamint az alacsonyabb tőkeellátottságú, de magasabb tőkehozadékkal kecsegtető Magyarország közötti kapcsolat leírható tőkehozadék-különbségekkel is. Úgy tűnik, a teljes kölcsön- és részvény-tőkeállományt vizsgálva a tőkearbitrázs-modell centrum-félperiféria viszonylatban még nem vesztette el érvényességét⁴⁵. A külföldi források a félperiféria modernizációs deficitjének csökkentése révén magasabb megtérülést érnek el és nagyobb gazdasági növekedéshez járulnak hozzá.

5.2. A külső adósságállomány mint a külföldi működőtőke-beáramlás katalizátora

A vállalati modellben is érvényesül az az elv, hogy a fokozódó eladósodottság a pénzügyi ellehetetlenülés veszélye miatt egyre jobban elzárja a kölcsöntőke-bevonás

⁴⁵ A nemzetközi kamatlábak hatása mellett az érem másik oldalához hozzátartozik a nemzetközi részvénypiaci megtérülés és a magyar teljes tőkestruktúra kapcsolatának kérdése is. Nemzetközi tapasztalatok alapján Baker és szerzőtársai [2004] megállapítják, hogy a túlárzott részvénypiac a forrás országból kifelé nyomja a működőtőkét, de a piac alulárzottsága nem húzza vissza azt, ami nem az FDI „téves árazás” teóriáját (mispricing theory) támasztja alá, hanem az „olcsó tőke” (cheap capital) elméletét, a tőkekölség befolyását. Ezek az összefüggések is érvényre jutottak a nyugati világ és Magyarország között.

lehetőségét, miközben a vállalat számára a visszatartott profit mint belsőleg generált forrás és az új részvénykibocsátás marad csak finanszírozási forrásként. A hierarchiaelmélet értelmében viszont egy vállalat akkor jelentkezik a tőkepiacokon részvénykibocsátási igénnyel, ha visszatartott profitját és a kölcsöntőke-finanszírozás lehetőségeit már kimerítette, tehát vállalati szinten is létezik kapcsolat a két tőkeelem között.

Magyarországon a nyolcvanas években kifulladás a külső forrásbevonás adósság-alapú formája, a külső finanszírozási struktúrában belül az eladósodottsági ráta oly magas volt, hogy már csak a külföldi működőtőke-bevonás és az adósságkonverzió maradt külső finanszírozási lehetőségként, mely forгатókönyv megegyezik Edwards [1990] állításával.

Aizenman [2005] az első fejezetben ismertetett egyoldalú integrációs modellje jó megközelítést nyújt a piacgazdasági átmenetet megelőző időszakokra. Magyarország és a nemzetközi tőkepiacok közötti kapcsolat aszimmetrikus volta abban állt, hogy az ország hitelképessége erejéig nyugati kölcsönökhöz jutott, a külföldi tőke hazai tulajdonszerzése előtt viszont gátként bizonyos törvényi garanciák és intézményi háttér hiánya állt, még ha a „joint venture” vállalkozási forma lehetősége nyitva is volt már a hetvenes évektől. Vagyis Eaton-Gersovitz [1987] gondolata, hogy a külföldi működőtőke a fogadó ország általi kisajátítás kockázatának van kitéve, a tervgazdaság ideje alatt mint kockázat Magyarországon is fennállt, és csak a nyolcvanas évek végétől szűnt meg tőkeriasztó faktor lenni.

Az ország nagy adósságállománya hozzájárult ahhoz, hogy a kelet-európai régióban elsők között volt a külkereskedelmi és tőkepiaci liberalizációban, valamint a piaci alapú privatizációs technikák alkalmazásában. Kalotay [2003] a külföldi működőtőkével kapcsolatos gazdaságpolitikai lépéseket inkább történelmi véletleneknek vagy rövid távú kényszerek (adóssághelyzet, fizetési mérleg problémák) művének tekinti. A külföldi befektetőket vonzó privatizáció felfogható egyfajta részleges, több áttételen keresztül megvalósuló adósság-részvénytőke csereügyletnek, hiszen a befolyt privatizációs bevételek egy részét az államadósság törlesztésére használták. Magyarország esetében tehát a magas külső adósságállomány és annak adósságszolgálati kényszere *katalizátor szerepei* töltött be abban, hogy a kilencvenes években az ország a régióba érkező külföldi működőtőké vonzásában és megkötésében sokáig vezető helyet foglalt el. *Ez az a pont például, ahol Magyarország esetében a „debt overhang” elmélet*

és a fokozódó külföldi működőtőke-áram összekapcsolódik^{4,6}. Egy bizonyos eladósodottsági szinten túl tehát már pótlólagos, nem adósság-generáló forrásokra szorul egy gazdaság a negatív hatások csökkentéséhez, esetleges kiküszöböléséhez, azaz a fejlődést már csak a részvénytőke tudja biztosítani. Más szóval a hierarchia-elméletnek (pecking order theory) megfelelően, ahogy növekedett a (hitel)kockázat, úgy nőtt a külföldi működőtőkére való ráutaltság, vagyis a Razin és szerzőtársai által a nemzetközi tőkeáramokra alkalmazott hierarchia-elmélet értelmében *a tervgazdasági időszak után beáramló külföldi működőtőke a hierarchia rangsorában elfoglalta az elmélettel összhangban álló helyét, hiszen a második helyen álló kölcsöntőke-finanszírozás bővítésének lehetőségei már a nyolcvanas években túltelítődtek.*

A külső adósságállomány nagysága vagy növekedési dinamikája és a GDP-arányos külföldi működőtőke beáramlási hullámjai között tehát létezik valamiféle kapcsolat, ami *aláhúzza Albuquerque hipotézisének Magyarországra való alkalmazhatóságát.* Az adósságszolgálati krízis, az eladósodottsági szint túlfeszítettsége hozzájárult a kilencvenes évek közepének jelentős FDI-importjához, mely a nagyprivatizációs program elindításához kötődik⁴⁷.

5.3. A világbanki hitelnújtás mint terep-előkészítés a külföldi tőkebeáramláshoz

A külső eladósodás és a külföldi működőtőke közötti viszonyban speciális helyet foglal el a hivatalos hitelezők (official creditors) aktivitása. Kornai [1997] szerint bizonyos esetekben a nemzetközi pénzügyi közösség és az adós ország között is létezhet a puha költségvetési korlát jelenségét kísérő alá-fölérendeltségi viszony. A hivatalos hitelezők által nyújtott forrásáramok felfoghatók a nyolcvanas évek alatt

⁴⁶ Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban is megfigyelhetők hasonló tendenciák: a régióban ha egy ország elérte vagy meghaladta a GDP-arányos bruttó külső adósságállománybeli 35-40%-os arányát, akkor hirtelen megugrott a külföldi működőtőke állomány akkumulációja (12. függelék).

⁴⁷ A Baltikumot 1997-1998 között érte el egy, a gazdaság méretéhez képest jelentősebb működőtőke-hullám, miután az 1996-os eladósodottsági szintekhez egy-két éven belül a GDP 15-25%-át kitevő többlet adódott; hasonló az eladósodottságban bekövetkező, a nemzeti bruttó össztermék 10-15%-ára rúgó abszolút növekmény előzte meg a csehszlovák utódállamokba irányuló 1999-2000 közötti nagyobb külföldi működőtőke beáramlási csúcst. Lengyelország esetében úgy tűnik, hogy az adósság-átütemezés ténye sokáig óvatosságra intette a külföldi működőtőkét, az ország teljesítményéhez és méretéhez mérten 2000 előtt nem érkezett igazán számottevő külföldi működőtőke-beáramlás.

kényszerhitelezésnek is, hiszen a Nyugat nem akarta veszni hagyni a magánhitelezők által korábban nyújtott kölcsönöket. Ha a vállalati modell párhuzamait is keressük ennél a jelenségnél, akkor vállalati szinten sem ismeretlen a kényszerhitelezés, de a vállalati költségvetési korlát megkeményedése óta nem általános jelenség.

A nemzetközi pénzügyi szervezetek (IMF, Világbank) forrásaihoz való hozzáférés a nyolcvanas és kilencvenes években több ízben bizonyult Magyarország számára elengedhetetlennek a hitelképesség fenntartása érdekében, mely kulcsfontosságú volt a külföldi tőke beáramlása szempontjából. Mindemellett az IMF-kölcsönökkel járó ún. kondicionalitás pedig olyan reformok megvalósítását kötötte a források odaitéléséhez, melyek hosszabb távon a külföldi tőke fogadását elősegítő gazdasági környezetet és intézményrendszert alapozta meg. A fokozódó hivatalos hitelezői aktivitás, az alkalmazkodást megkövetelő IMF-programok azonban egyben a romló hitelminősítés jelei is.

A külső adósság és a külföldi működőtőke közötti kapocs szempontjából a nemzetközi pénzügyi szervezeteknek nem csak az ország adóminősítésének „hitelképes” sávbán való tartásában volt szerepe, hanem abban is, hogy a nyolcvanas évek során projektfinanszírozási kölcsönökből megvalósított beruházások egy része a kilencvenes években, az állami vagyon értékesítése során a külföldi működőtőke beáramlási célpontjává vált. Úgy is értelmezhető ez a folyamat, hogy a Világbank mint hivatalos hitelnyújtó kölcsönfinanszírozásból fedezett projektjei előkészítették a később több hullámban érkező külföldi magántőke részvényfinanszírozási térhódítását és egyben a hitelek visszafizetésének jövőbeli jövedelembázisát is.

Az 1983-2000 között Magyarország számára jóváhagyott világbanki hitelek körülbelül fele-fele arányban oszlanak meg a nyolcvanas, illetve a kilencvenes évek között. Az 1990-es költségvetési év⁴⁸ végéig mintegy 2,34 milliárd dollár érkezett az országba, melynek 42%-a az iparba, 22%-a a mezőgazdaságba és 18%-a az energiaiparba áramlott; ez a három szektor kapta a teljes hitelállomány több mint 80%-át. A világbanki hitelek mellé társult finanszírozókkal együtt ebben az időszakban közel 7 milliárd dollár érkezett az országba, tehát a finanszírozás körülbelül 1/3 - 2/3 arányban oszlott meg az

⁴⁸ A Világbank éves jelentéseiben adott költségvetési év az előző év július végétől tárgyév június végéig tart.

intézményi és a társult finanszírozói csoport között. A kilencvenes években háttérbe szorult az agrárium és az ipar hitelezése, helyére a közszféra, az egészségügy, az oktatás lépett, de megmaradt az energiaipar és a közlekedés is a célszektorok között. A prioritások átrendeződése után az 1991-1995 között jóváhagyott kölcsönök mindössze 15%-a jutott csak a mezőgazdaságra, az iparra és az energetikára együttesen, azaz a nyolcvanas évek hajdani fő fejlesztési irányaira (12. táblázat).

A világbanki projektfinanszírozás főbb területei a kilencvenes évek elejéig a következők voltak: agrárgépesítés, kapacitásbővítés és termékminőség-növelés; vegyipar (műtrágya, kemikáliák, műanyagipar), az MNB fejlesztésfinanszírozási szerepének növelése, hazai olaj- és gázipar, autópálya és vasúti közlekedés, erőműfejlesztés, távközlés (Magyar Posta), szállítmányozás és a bankrendszer. Az agrárberuházások és a szénerőművek kivételével ezek olyan fejlesztések voltak, melyeket a nyugati tőke a privatizáció során részben vagy egészben megvásárolt a kilencvenes években, illetve pótlólagos beruházásokkal hatékonyabbá tett. A belőlük származó privatizációs bevételek egy részét az adósságállomány csökkentésére fordították.

12. táblázat. A világbanki kölcsönök ágazati megoszlása (1982-1995)

Szektor	VB kölcsön (millió \$)	Teljes kiadás (millió \$)	VB hányad a teljes kiadásban	Szektor-részesedés a VB kölcsönök arányában
Agrár	610,4	4662,1	37%	17%
Egészségügy	91,0	132,6	69%	2%
Energia	411,2	2109,4	19%	11%
Fejlesztés-finanszírozás	110,0	257,8	43%	3%
Ipar	971,3	2281,6	43%	26%
Közlekedés	298,0	693,7	43%	8%
Közszféra	361,0	456,9	79%	10%
Nem projekt	450,0	450	100%	12%
Oktatás	150,0	339,8	44%	4%
Távközlés	220,0	2187,8	10%	6%
<i>Összesen</i>	<i>3672,9</i>	<i>10571,7</i>	<i>~15%</i>	<i>100%</i>

Forrás: Világbank Éves jelentések. 1982-1995 közötti kiadványok alapján saját számítás folyó áron. Megjegyzés: a tételes projektleírásokat az 13. számú függelék tartalmazza.

A világbanki hitelek és a privatizációs bevételek projektszintű megfeleltetésére nem vállalkozom, de áttételesen néhány összefüggést megfogalmazhatónak vélek. A Világbank 1982-1995 között mintegy 2 milliárd dollárnyi kölcsönt nyújtott az ipar, a

fejlesztés-finanszírozás, az energetika, a közlekedés, a távközlés területén, mely összeg a társfinanszírozással együtt 7,5 milliárd dollár körül volt. Az MNB adatai alapján a vegyipar, a műanyagipar, a villamosenergia-, gáz-, gőz-, vízellátás, a szállítványozás, a posta, a távközlés és a pénzügyi tevékenységek együttesen mintegy 8,5-10 milliárd dollárnyi működőtőke-befektetés állományt halmozott fel 1998-2002 között, ami 1998-ban a teljes működőtőke-állomány fele volt, 2002-ben csupán egyharmada. A két statisztika közötti átfedés nem száz százalékos, de az arányok ettől függetlenül alkalmasak arra, hogy a világbanki hitelezés főbb irányai és a későbbi külföldi működőtőke-beáramlás célterületei között húzódó összefüggést megvilágítsák.

5.4. A privatizáció mint részleges és áttételes kölcsöntőke-részvénytőke konverzió

A kölcsöntőke és részvénytőke közötti átkapcsolást az átváltható kötvények (convertible bonds) alkalmazása teszi lehetővé a vállalatfinanszírozásban, mely tulajdonság megkönnyíti egy vállalat számára, hogy egy új tranzakció során a meglévők mellé akár újabb kötvényeket bocsásson ki. Az átváltható kötvényeknél a kibocsátó vállalat kezében lévő vételi opció (call option) lehetővé teszi a konverzió kikényszerítését. Hasonló gondolatmenet alapján a magyar nemzetgazdaság külső tőkestruktúrája szempontjából a tervgazdasági periódus válsága idején a nyugat számára tett *privatizációs ígéret felfogható úgy is, hogy a bruttó külső adósságállomány felett megjelent egy - indirekt és részleges - részvénytőkévé válthatósági lehetőség*, melyhez társuló vételi opció jogával az állam akkor élt, amikor megkezdte a külföldiek számára is nyitott, intézményesített privatizációs eljárásokat. A vállalati párhuzam ezen a ponton viszont annyiban nem működik, hogy a vételi opció beváltásánál a privatizációs árak kialakítását a kereslet-kínálat szabta meg.

A privatizáció kapcsot jelentett egyrészt a túlzottan eladósodott és súlyos fizetési zavarokkal küzdő, külföldi befektetéseket szorgalmazó állam, valamint a kedvező befektetési lehetőségek és piacok iránt érdeklődő multinacionális vállalatok között. Magyarországon a külső adósságállomány állandó nyomást jelentett a piacnyitás és a privatizáció felé, amitől dollárbevételt és hatékonyabb gazdaságot, így könnyebb adósságszolgálat-viselést reméltek (Matolcsy [1998]). A piacgazdasági átmenet kezdetén

az adósságkönnyítés gondolatát elvetették, mert reményt láttak a nagy arányú pótlólagos külföldi erőforrás-beáramlásra a privatizációval összefüggő külföldi működőtőké révén, valamint turizmussal kapcsolatos bevételek és segélyek formájában, s ennek kapcsán jelentős hatékonyságjavulást és exportnövekedést vártak (Árva [1995]). A privatizációs bevételeket a kilencvenes évek első felében főleg a kormányzat transzformációs kiadásainak finanszírozására használták, az évtized második felében pedig a külső adósság mérséklésére. Ilyen szempontból a magyar állami tulajdonban lévő vállalatok külföldi tulajdonosoknak való értékesítése egy implicit adósság-részvénytőke csereügylet (debt-equity swap) volt (Mihályi [2000]).

Az 1995-ös adósságválság hatására került sor a stratégiai cégek külföldi befektetők részére történő értékesítésére, ami Magyarországon az ún. „fire sale FDI” egyik legmarkánsabb megnyilvánulása. A külső adósság és a külföldi működőtőke egyik további kölcsönkapcsolatára mutat rá, hogy az 1995-ös pénzügyi krízis vezetett el a külfölddel lebonyolított tőkeforgalom liberalizálásához, melynek eredményeképpen felgyorsult a közvetlen külföldi befektetések beáramlása, valamint megnőtt a portfólió-befektetések állománya is. Mindkét lépés Aizenman modelljének magyarországi alkalmazhatóságára hívja fel a figyelmet, hiszen hazai gazdasági aktorok a fokozódó külső adósság hatására nyitottak a külföldi tőke nem adósságjellegű forrásai felé, és a stratégiai fontosságú ágazatok külföldi tulajdonlásával szembeni ellenkezés is ekkor hagyott alább.

13. táblázat. Előtörlesztések (milliárd euró)

	(konvertibilis devizákban)						(konvertibilis és nemkonvertibilis devizákban)									
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Előtörlesztések	33	238	439	598	857	745	745	1347	1424	1551	294	396	588	354	248	1

Forrás: MNB

A privatizációs bevételek közel 2/3-a konvertibilis valutában folyt be (Ehrlich-Révész [2001]). A devizabevételek kiküszöbölték a valutailleszkedési problémákat a külföldi adósság utáni adósságszolgálat szempontjából. A nagyprivatizációs szakasz után gyorsultak fel az előtörlesztések, ezek értéke 1996-1998 között mintegy 4,3 milliárd eurót tett ki (13. táblázat). Az állam privatizációs bevételei a piacgazdasági intézményrendszer

és infrastruktúra kialakulását valószínűleg csak részben finanszírozták, s ez is stimulálta a külső forrásbevonást.

5.5. Az export-vezérelt FDI szerepe az adósságszolgálatban

Míg egy vállalat az adózás előtti bruttó működési profitjából fizeti a kamatokat, addig a nemzetgazdaság az exportjából, azaz árbevételéből, így az utóbbi esetében az exportköltségek nem befolyásolják a kamatfizetés képességét oly módon, ahogy egy vállalat számára az eladott áruk bekerülési költsége vagy az adminisztratív költségek tennék. Ez mindenképpen fontos különbség a vállalatfinanszírozási és a makrofinanszírozási modell között.

A vállalat hitelezői számára az eladósodottsági ráta mellett a kamatfedezeti ráta, azaz a működési profit és a fizetendő kamat hányadosa is információval szolgál a hitelt felvevő cég hitelképességéről, illetve annak határaitól. Nemzetgazdasági szinten ez a kamatfedezeti ráta az export arányában kifejezett kamat hányadosa, mely mellett még fontos az adósságszolgálat per export mutató is.

A két fő, hosszú távú tőkekomponenst tartalmazó tőkestruktúra olyan költségeket ró a gazdaságra, melyben az adósságszolgálati kötelezettség és a repatriált profit együttesen terheli az export-jövedelmet, az exportbevételek képezik a tőkeköltség viselésének bázisát. Az export-arányos adósságszolgálat és osztalék tekintetében Magyarország - Közép-Kelet-Európával és a Baltikummal való összehasonlításban - egyike a legmagasabb relatív teherrel sújtott országoknak (14. függelék).

A külső adósság fenntarthatósága nagyban függ az ország exportteljesítményétől⁴⁹. Magyarországon már a nyolcvanas években problémát okozott, hogy a keleti orientációjú, rubel-elszámolású, kevésbé igényes piacokat szolgáló, profitabilitási meggondolásokat nem követő beruházásoknak kellett volna kitermelnie azt a jövedelemáram-többletet, ami alapját képezhette volna mind a beruházási célú, mind a fogyasztási célú hitelfelhasználás terheinek viselését kemény valutában a Nyugat felé. A

⁴⁹ A nettó külföldi hitelfelvétel pozitív és szignifikáns kapcsolatban áll az export - és a GDP - növekedési rátájával, sőt tíz, a gazdasági átmenetben érintett országban (Magyarország, Csehország, Szlovákia, Lengyelország, a három balti ország, Szlovénia, Románia és Bulgária) a nettó külső hitelfelvétel variabilitását 50%-ban magyarázta három tényező: a fiskális egyenleg GDP-hez viszonyított aránya, a külső adósságállomány per export hányados, és az export növekedési rátája (Manzocchi [1997]).

helyzet önmagában paradox volt: egyrészt sebezhető volt a jövedelemáram, maga a KGST-piacra irányuló export volumene után kapott árbevétel, másrészt az ország transzferszerepéből adódó négyszeres kiszolgáltatottság - dollár-rubel és rubel-dollár konverzió, dollár export-import, rubel export-import - miatt, ehhez még az exportbevételek és az adósságszolgálat valutaneme között feszülő meg nem felelés egy további, külpiaci eredetű kockázati faktor volt.

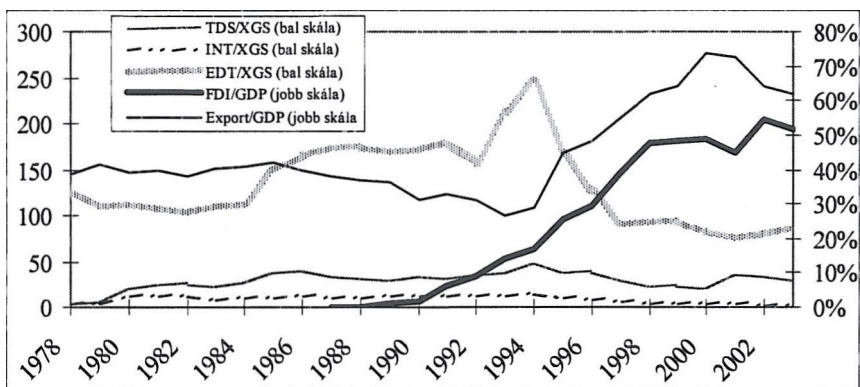
Az exportbevétel ingadozása, volatilitása növeli a kamatfizetéssel és tágabb értelemben a teljes adósságszolgálati képességgel kapcsolatos kockázatokat, aminek megnyilvánulása két krízis is volt: az 1981-1982-es válság alatt a megugrott világpiaci hitelkamatok és az előnytelen lejáratú struktúra okozott fizetési problémákat, majd az 1995-ös válság kialakulásában a KGST összeomlása miatti exportbevétel-kiesés és a nyugati piacokkal való kereskedelem kezdeti stádiuma hozott létre egy olyan állapotot, ami veszélybe sodorta az ország fizetőképességének fenntarthatóságát. A növekedési, foglalkoztatási és exportképességi vákuum meg az adósságszolgálati teher hatására kritikus pénzügyi-egyensúlyi helyzet alakult ki. A kilencvenes évek elején a piacgazdasági átmenet strukturális és átállási válsága, valamint az adósságkrízis szorosan összefonódott. Az ország bruttó külső adóssága az exportnak közel két és félszerese volt 1994-ben, miközben a az ország rövid és hosszú lejáratú kötelezettségei utáni adósságszolgálatára már az export felét is elérte.

A súlyos adósságválságból való kivezető utat a külföldi befektetők megjelenése tette lehetővé az export-vezérelt gazdasági növekedéssel⁵⁰. A közvetlen külföldi befektetések által generált exportfelfűtéssel párhuzamosan javultak az ország relatív adósságszolgálati mutatói (18. ábra). Az export arányában kifejezett teljes külső adósságállományi mutató drasztikus esése mögött a kölcsöntőke-részvénytőke konverzió, azaz a privatizációs bevételek egy részének adósságtörlesztésre fordítása és a felfelé ívelő exportdinamika kettős hatása egyszerre érvényesült 1995-től. A külföldi működőtőke tehát elősegítette a nyolcvanas évekből örökölt adósságcsapda megszüntetését, így a

⁵⁰ Mihályi [2000] megemlíti a külföldön elismerést kivívott szaktekintélyek - Balassa Béla és Nicholas Kaldor - export-vezérelt növekedés melletti elköteleződésének szerepét az FDI előtti nyitott kapuk elvének formálásában. Ők mutattak rá arra, hogy a magas minőségű, de alacsony áru javak termelésére kiépített kapacitások önmagukban nem jelentenek garanciát a piacok megtalálására, valamint arra is, hogy a világkereskedelem leggyorsabban növekvő része az iparon belüli kereskedelem, amihez azonban be kell tagozódni a multinacionális vállalatok nemzetközi értékesítési hálózataiba.

dinamikus exportárbevétel mellett a viszonylagosan magas - 1997 óta ismét folyamatosan növekvő bruttó és 2001-től meglóduló nettó - adósságállomány terhei fajlagosan könnyebbé váltak.

18. ábra. A külföldi működőtőke hatása az exportra és az adósságszolgálatra



Forrás: UNCTAD, World Bank - Global Development Fináncé. IMF IFS alapján saját számítás.
Megjegyzés: XGS = export, TDS = teljes adósságszolgálat, INT = kamat, EDT = teljes külső adósságállomány, FDI = külföldi működőtőke beáramlott állománya. Bal skála százalék.

A külföldi működőtőke által indukált exportdinamika és külső tőkeszerkezeti változás azonban oly mértékben javított az ország adósságszolgálati és GDP-arányos eladósodottsági mutatóin, hogy a kedvező megítélés maga is hozzájárult az ország eladósodásának újbóli megindulásához. Az utóbbi években ismét romló eladósodottsági és adósságszolgálati mutatók azonban a közelmúltban az ország kockázati besorolásának romlásához vezetett a nemzetközi pénzügyi piacokon.

A külföldi működőtőke az adóssághozjárásban tehát kétélű fegyver, hiszen az indukált exporttevékenység folytán nőtt Magyarország külpiaci nyitottsága, az adóssággal kapcsolatos teherbírási kapacitása, javult az ország hitelminősítése, valamint általa a valutailleszkedés problémájától (currency mismatch) nagyrészt mentes külső forrás került a tőkestruktúrába, ugyanakkor a külföldi tulajdoni részesedéssel rendelkező vállalatok nagymértékben meghatározzák a nemzetgazdaság exportpotenciálját és rajta keresztül az ország adósságviselési képességét. A külföldi működőtőke és az adósságszolgálati kapacitás közötti összefüggés néhány sebezhetőségi pontra is rávilágít, például egyrészt igen érzékeny az export egy esetleges nyugati recesszióra, különösen a Németországban és Ausztriában bekövetkező dekonjunktúrára, hisz a kivitel közel fele

ezekben az országokban landol, másrészt az exportszerkezet erős koncentrálttsága miatt, ha csak néhány, a kivitel szempontjából kulcstermékeknek számító árucikket gyártó, multinacionális cég kitelepül az országból, akkor megroppan az adósságszolgálat árbevétel-bázisa, de ugyanez érvényes bizonyos szektorokban bekövetkező recesszióra is.

A külföldi működőtőke megjelenésével párhuzamosan fokozódó külkereskedelmi nyitottság hatással volt az ország nemzetközi befektetési pozícióira, azon belül a nettó pénzügyi eszközök állományának növekedésére, amit a nemzetközi pénzügyi piacok pufferként és alacsonyabb hitelkockázatként értékelték, s e folyamatok eredőjeként 1995 után lassan javult az ország hitelképessége, ami lehetővé tette még több külföldi hitel felvételét. Ez a jelenségkör a Lane - Milesi-Ferretti [2001] által leírt összefüggések magyarországi érvényességét igazolja.

Visszatérve a mikro- és makrovállalati finanszírozási párhuzamokra, jóllehet nemzetgazdasági szinten az export a kamat- és tőketörlesztés alapja, ennek ellenére megfogalmazható egy makro megtérülési kritérium, mely szerint *képezhető egy makroszintű, hatékonyság-elvű kamatfedezeti ráta, ami a külkereskedelmi egyenleg és a kamatok hányadosa. Ez a ráta az elmúlt több mint harminc évben többségében negatív volt, vagy a rövid exporttöbblettel jellemezhető periódusokban a kamatfedezeti pontot sem érte el.* Vállalati szinten az ilyen helyzet hosszú távon nem tartható fenn.

5.6. A közvetlen külföldi befektetések által generált külső eladósodás

A külföldi részesedésű vállalatok köré szerveződő devizahitel-állomány kétféleképpen is növeli a makroszintű külső adósságállományt. A külföldi működőtőké és a külső eladósodás közötti kapcsolathálózatra utal egyrészt a külföldi tulajdonban lévő bankok - vállalati és lakossági - devizahitel-állománya, másrészt a külföldi direkt befektetésekhez kapcsolódó tulajdonosi hitel alakulása.

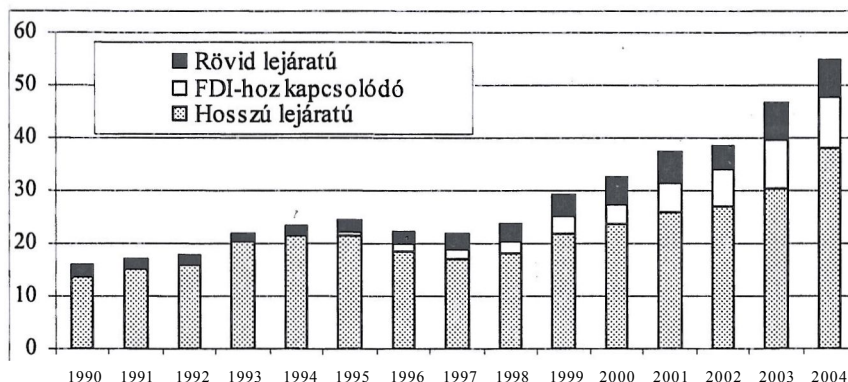
A külkereskedelmi tevékenységhez kötődő devizaműveletek liberalizálása és a dinamikus fejlődésnek induló külföldi hitelállomány-gyarapodás a külföldi tőkebefektetések és a külső adósság közötti újabb összefüggésre hívja fel a figyelmet. A bankszektor tulajdonosi körében bekövetkezett változásokat jelzi, hogy 2001-re a többségi tulajdonban lévő külföldi banki leányvállalatok eszközei és a fogadó ország

teljes banki eszközei közötti arány, azaz Magyarország penetrációs rátája 88,8 volt (UNCTAD [2004]). A nemzetközi pénzügyi piacokba beágyazódott külföldi tulajdonosi háttér elősegítette az országhatárt átívelő hitelügyletek felfutását. Az - MNB-n kívüli - egyéb monetáris intézmények 1995-ben még csak 2,2 milliárd euró, 2004-ben viszont már 13,8 milliárd euró értékben részesültek a külső adósságállományból, ami 1995-ben a külfölddel szemben fennálló bruttó tartozásállomány még alig egytizedét tette ki, 2004-re viszont már egynegyedét. Kilenc év alatt tehát meghatszorozódott a bankszektor külső eladósodása.

A külföldi tulajdonú vállalatok átlagos hitelképessége lényegesen meghaladja a hazai tulajdonú vállalatokét, s többségük lényegében árfolyamkockázat nélkül, tehát a valutailleszkedési elv megvalósulásával vehet fel külföldi hiteleket alacsony kamatozás mellett, hiszen e vállalatok döntően exportra termelnek. Egy tekintélyes méretű vállalati mintán Balla [2005] kimutatta, hogy az 1992-2001 közötti periódus vége felé a külföldi többségi tulajdonban lévő vállalatok sokkal több hitelt - különösen hosszú lejáratú hitelt - használtak, mint a hazai cégek, és jobb esélyük volt a külföldi banki hitelekhez való hozzáféréshez. Ezzel szemben a hazai vállalati szektor összességét tekintve a beruházások finanszírozásakor a lejáratú megfeleltetés elvét megszegve az állóeszközök egy részét rövid lejáratú kötelezettségekkel finanszírozták a hosszú lejáratú kölcsöntőke szűkössége miatt (Bélyácz [2005]). Ezek a kutatási eredmények alátámasztják, hogy míg az ország magas külső eladósodása miatt a hazai vállalatok számára a tőkeellátottság - akár részvénytőke-, akár kölcsöntőke-alapú - fokozása korlátozott volt, addig a külföldi tulajdonban lévő cégek a külföldi banki hitelek, a tulajdonosi hitelek és a visszatartott profit révén a hazai tőkepiaci egyenetlenségeken felül tudtak kerekedni, vagyis *a külföldi működőtőke Magyarországon is a nem hatékony tőkepiacok kiváltásának, helyettesítésének egyik módja volt.*

A külföldi működőtőkéhez kötődő tulajdonosi hitel is egy kapocs a külföldi működőtőké és a külső adósság között (19. ábra). A tulajdonosi hitel lejáratlalt terhelt kölcsöntőke-importnak minősül, melynek mértéke 2003-2004-re elérte a teljes külső adósságállomány közel egyötödét.

19. ábra. A külső adósság szerkezete (millió euró)



Forrás: MNB

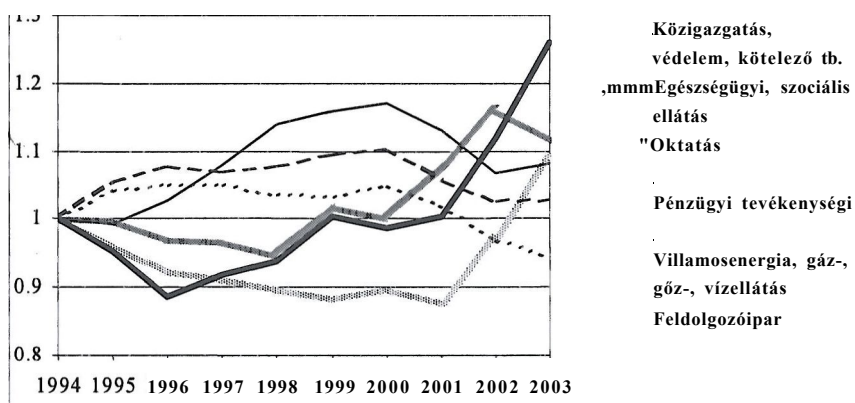
A tulajdonosi hitelek vállalati szinten *nem* tekinthetők „senior” adósságnak, mert ez a tartozásállomány a pénzáramokra való igényformáláskor és felszámolásakor hátrébb rangsorolódik, mint a kötvénytulajdonosoktól gyűjtött vagy a kereskedelmi bankok által nyújtott hitelek. így az egyéb tőke névvel illetett tulajdonosi hitel ugyan kölcsöntőkének számít, mégis közelebb áll a részvénytőkéhez. Közgazdasági értelemben a tulajdonosi részesedés és az egyéb tőkemozgások között nincs feltétlen szigorú határvonal, statisztikailag az utóbbi azonban növeli az ország adósságállományát (MNB [2005]). Makroszintű tőkestruktúrában viszont a teljes külső adósságállomány részeként nem érvényesül a többi külső adósságállomány „senioritása”, mert a külföldi részvényesek a tulajdonosi hitelt könnyen és gyorsan kivonhatják az országból, miközben az ezen felüli állami és magánadósság forrásalapjait csökkentik. Talán nem véltetlen, hogy a tulajdonosi hitelek állománya 2001-ben ugrik meg először a tőkeimportban, majd 2003-ban. Elképzelhető egy olyan magyarázat is erre, hogy az országkockázat növekedésével a külföldi tulajdonosok könnyen mobilizálható finanszírozási formába transzferálták forrásaikat, melyek rövid idő alatt igény szerint visszahívhatók.

5.7. A jövedelmi és regionális polarizáció által a külső eladósodásra kifejtett nyomás

A külföldi működőtőke meghatározó szerepére épülő versenyszféra és a társadalomgazdaság kormányzati szektora egymás mellett él, közöttük elkerülhetetlen az

„áthatás”. Az FDI-alapú növekedési stratégia vitathatatlan eredményei mellett mellékhatásként jövedelempolarizáció, szociális és területi egyenlőtlenségek alakultak ki, mely problémákra a kormány csak a költségvetési újraelosztási rendszeren keresztül adhat választ a piac működését korrigáló és pótló allokációval. Ez történt mind 2000-2001-ben, mind 2002-2003-ban, amikor a hazai tulajdonú vállalkozások „helyzetbe hozásával”, állami megrendelésekkel, az alkalmazotti bér- és létszámemeléssel (20. ábra), a minimálbér felemelésével, a szociális juttatások programszerű növelésével igyekezett mérsékelni a kormányzat a kialakult feszültségeket.

20. ábra. A szektoronkénti bruttó átlagkeresetek növekedési dinamikája (1994=100%)



Forrás: KSH. Saját számítás a nemzetgazdasági ágak szerinti bruttó kereseti arányok alapján

A gazdaságon kívüli alrendszerek modernizációs deficitjének leküzdése, a kompenzáció a társadalomra differenciálatlan ráosztással történik. Minden ilyen kezdeményezés a folyó fizetési mérleg romlásához, az államháztartás deficitjének növekedéséhez és fokozódó külső eladósodáshoz vezetett. Következésképpen a külföldi működőtőke-alapú fejlesztési stratégia egyoldalú alkalmazása és a külföldi működőtőke csekély szervesülése a magyar gazdaságba oda vezetett, hogy ezen folyamatok *indirekt polarizációs következményein keresztül a külföldi tőkebefektetések, még ha áttételesen is, de hatással voltak az eladósodás újbóli megindulására.*

5.8. A külföldi működőtőke külső adósságot helyettesítő és kiegészítő jellege

A közvetlen külföldi befektetések külső adósságot helyettesítő és kiegészítő jellegét tőkeellátottsági mutatók segítségével vizsgálom. A vállalati modellben az eladósodottsági mutató jelzi, hogy a vállalat eszközeit milyen mértékben finanszírozzák hitelből, azaz milyen szinten van a gazdálkodó egység kölcsöntőke-forrással ellátva. Az eladósodottsági ráta felső határa az a pont, ahol a kölcsöntőke-állomány eléri a vállalat teljes eszközállományának nagyságát a részvénytőke párhuzamos lenullázódásával. A teljes eszközállomány egyben a kölcsöntőke és részvénytőke révén megvalósuló ösztőke-ellátottság felső határa is. Nemzetgazdasági szinten viszont sem az eladósodottságnak, sem a teljes tőkeellátottságnak nincs ilyen plafonja.

A makroszintű külső finanszírozási struktúra tőkeellátottságának kifejezésére a következő hányadosok alkalmasak (21. ábra):

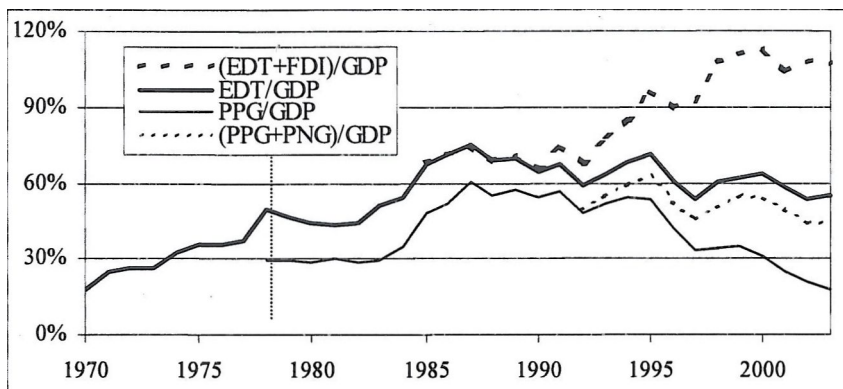
- ® a külső eladósodottsági mutató, azaz a külső bruttó adósságállomány és a GDP hányadosa (EDT/GDP), amely a kölcsöntőke-hányadot méri,
- a GDP-arányos bruttó közvetlen külföldi befektetések állománya (FDI/GDP), ami a nemzetgazdaságot finanszírozó részvénytőke-arányt⁵¹ tükrözi,
- a külső ösztőke-ellátottsági ráta az előző két mutató összege $[(EDT+FDI)/GDP]$, mely a kölcsöntőke- és részvénytőke-finanszírozás együttes szintjét jelzi. Az ösztőke-ellátottsági ráta létjogosultságát húzza alá az is, hogy a külső adósság és a külföldi működőtőke ugyanannak a tőke természetű forrásnak más feltételekhez kötött és más szerződéses formája.

A relatív külső eladósodottsági ráta a tervgazdasági periódus válsága alatt érte el csúcspontját, amikor 1986-ban és 1987-ben 71, illetve 75% volt; azóta - jelentős hullámváltozás mellett - hosszú távú trendjében mégis csökkenő tendenciát mutat. A piacgazdasági átmenet óta a GDP-arányos bruttó közvetlen külföldi befektetések aránya a privatizációs kínálat lankadásával dinamikájában lassult. Az ország külső ösztőke-ellátottsági mutatója viszont a hetvenes évek óta - néhány restriktív és válságos

⁵¹ A részvénytőke-aránynál eltekintek a részvényportfólió-befektetésektől.

periódustól eltekintve - fokozatosan emelkedett, a modernizációs deficit leküzdésére tett kísérletek folytonos külső forrásbevonás mellett zajlottak.

21. ábra. Az összes külső forrás a GDP százalékában (1970-2003)



Forrás: UNCTAD; 1978-2003 között: World Bank - World Development Indicators, 1970-1977 között: Economic Commission for Europe: Economic Survey of Europe in 1990-1991, 250. o. Saját számít. Megjegyzés: EDT = külső adósságállomány, FDI = a külföldi működőtőke-import állománya, PPG = állami, vagy államilag garantált hosszú lejáratú adósságállomány, PNG = magán, államilag nem garantált hosszú lejáratú adósságállomány. A függőleges szaggatott vonal az adatsorok homogenitásában lévő törést jelzi.

A külső ösztöke-ellátottsági mutató⁵² az elmúlt több mint harminc év alatt az ezredfordulóra érte el a legmagasabb értéket, vagyis napjainkra a magyar nemzetgazdaságot korábban nem tapasztalt mennyiségű külső forrás finanszírozza. A külső ösztökehányad csak bizonyos korlátok közt tekinthető tőkeigényességi mutatónak, mert egyes komponensei a bruttó hazai tennék más-más területeit finanszírozzák. A külföldi működőtőke-befektetések a vállalati szféra külföldi tulajdonban lévő részét látják el forrással, míg - a tulajdonosi hitelek kivételével - a külső adósság a hazai tulajdonban lévő vállalati kört, a lakosságot és az államháztartást finanszírozza. A magán és államilag nem garantált (PNG), valamint az állami és államilag garantált (PPG) adósságállomány elkülönítése a bruttó külső adósság hosszú lejáratú állományán belül rámutat, hogy a piacgazdasági átmenet után az állam GDP-arányos adósságállománya jelentősen csökkent annak következményeképpen, hogy a saját költségvetési korlátja intaktségáért felelősséget vállaló vállalati szektor és a lakosság önálló forrásigénylővé lépett elő. A felfutó hitelexpanzióknak a közvetítő rendszere a külföldi működőtőke által preferált

⁵² Közép-Kelet-Európában 2001-ig e mutató tekintetében élen járt Magyarország (15. függelék).

pénzügyi szektor lett. A közvetlen külföldi tőkebefektetéseknek köszönhetően javuló nemzetgazdasági teljesítmény mellett *az állandósult állami kiadási többlet, a gazdaságon kívüli társadalomgazdasági alrendszerek hatékonysági deficitje okozta külső eladósodás a GDP-hez mérten egyre csökkent 1995 után, ami lehetővé tette ezen alrendszerek modernizálásának halogatását.*

A GDP-arányos teljes bruttó külső ösztöke-hányados nem foglalja magában az ország külfölddel szemben fennálló követeléseit, így a hazai vállalkozások külföldre irányuló tőkeexportját sem. Hazánk egyszerre külföldi működőtőké importőr és exportőr ország, azonban a tőkeimport a domináns. Míg 1995-ben a külföldi működőtőke-akkumuláció mindössze 2,5%-ának megfelelő tőkeexport-állomány halmozódott fel, ez az arány 2004-re elérte a 7,5%-ot. Az ország nemzetközi finanszírozási szerkezetében a Magyarországról külföldre irányuló működőtőke-állomány mint követelés az eszköz oldalt erősíti, így növekedésével mérséklődik az ország nettó adós pozíciója.

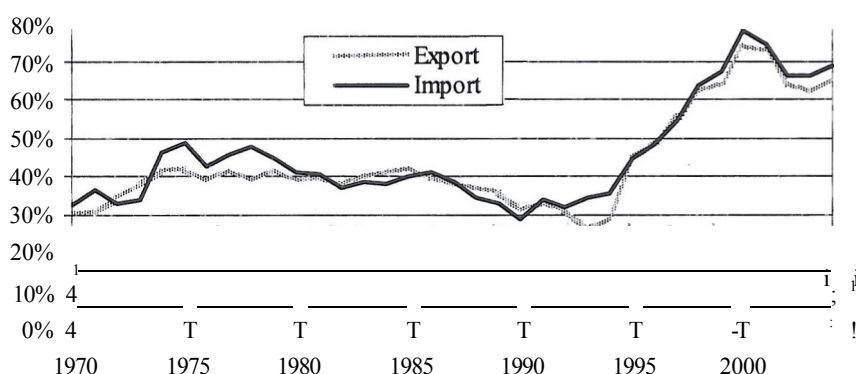
A külső makroszintű tőkestruktúrában a felhalmozott külföldi működőtőke-állomány a piacgazdasági átmenet óta az adósságalapú finanszírozást bizonyos esetekben helyettesíti, más esetekben kiegészíti. A *helyettesítő* jelleget húzza alá az adósság-kiváltás mint funkció, hiszen a privatizáció révén beáramlott külföldi tőke egy részét adósságtörlesztésre fordították, melynek eredményeképp csökkent az ország külső eladósodottsági foka. Ezenkívül a helyettesítő jelleget erősíti az is, hogy a tervgazdasági időszakban a beruházások külső finanszírozása állami feladat volt, amit belső forrásokból és külső eladósodás révén fedeztek, a reálgazdaság külső finanszírozásának szerepét viszont nagyrészt a külföldi működőtőke vette át a piacgazdasági időszak alatt. Ezt az összefüggést támasztja alá az a megállapítás, hogy 1960 és 1996 között a beruházási ráta és a bruttó nemzeti termék között rendkívül csekély mértékű korreláció mutatható ki, miközben valójában a hazai bruttó felhalmozás tendenciája a pótlólagos erőforrások - tehát az FDI - bevonásával kiegészített GDP belső felhasználásához igazodott (Bélyácz [1999]). A bruttó felhalmozás volumenindexe⁵³ és a külső tőkeellátottsági mutató között az 1970-2003 közötti periódusban a 0,6796-os korrelációs együttható erős kapcsolatra utal.

⁵³ Forrás: KSH Az adatsorban 1960=100, de csak az 1970-2003 közötti időszakra alkalmaztam.

A külföldi részvénytőke kiegészítő jellegét hangsúlyozza, hogy akkor jelentett pótlólagos tőkeinjekciót a nemzetgazdaság számára, amikor a külső adósságszint máianem volt tovább növelhető. A tervgazdasági periódus végének és a transzformációs válság időszakának adósságcsapdája a kölcsöntőke-import felső korlátját jelentette, ekkor addicionális külső forrásbevonást már csak a lejáratl nem terhelt részvénytőke-alapú finanszírozás nyújthatott.

A külpiazi nyitottság⁵ szempontjából a helyettesítő és komplementer jelleg határai a két külső tőkestruktúra-elem között összemosódnak. A hetvenes évek eleje és a kilencvenes évek párhuzamba állíthatók olyan szempontból, hogy mindkét évtizedben nőtt az ország külpiazi nyitottsága (22. ábra) és vele párhuzamban a külső ösztőke-bevonás mértéke.

22. ábra. Az export és az import a GDP százalékában



Forrás: 1970-1977 közötti periódusra World Bank WDI. 1978-2004 közötti periódusra IMF IFS alapján saját számítás.

A külpiazi áru- és szolgáltatás kereskedelem, valamint a nemzetközi pénzügyi piacokkal való integráltság foka erősen összefonódott, amit alátámaszt az is, hogy a GDP-arányos export, valamint a bruttó adósság- és a bruttó működőtőke-állományt megtestesítő tőkestruktúra közötti korrelációs együttható szoros kapcsolatról tanúskodik (14. táblázat). A hetvenes évek exportnövekedése és a külső eladósodás meglódulása, majd a kilencvenes évek kiviteli dinamikája és a közvetlen külföldi tőkebefektetések

⁵⁴ A fejlődő országokban a kereskedelmi nyitottság fokozódása és a kockázatnak való kitettség magyarázza a kölcsöntőkétől a részvénytőke irányába való eltolódást (Lane - Milesi-Ferreti [2001]).

felfutása összekapcsolódott. Napjainkra az export háromnegyed részét a külföldi érdekeltségű vállalatok adják, ami rávilágít arra is, hogy az exportot generáló külföldi működőtőke helyettesíti az export célzatú kölcsöntőke-bevonást. *A külpiazi nyitottság import oldalán viszont keveredik a két tőkeforrás helyettesítő és komplementer jellege*, így jórészt ez utóbbi nyilvánul meg abban, hogy a külső adósságkomponensre hárul a lakosság és a közszféra fogyasztásának finanszírozása.

14. táblázat. *Korrelációs együtthatók külpiazi nyitottság és a hazai tőkestruktúra között*

1970-2003	1980-2003	1990-2003
0.7361	0.7410	0.7613

Forrás: World Bank /1970-1977/, IMF IFS /1978-2003/, utóbbi saját számítás.

Megjegyzés: A külpiazi nyitottság mérésére az export/GDP hányados szolgált.

Az ország tőkeellátottságának további árnyalását teszi lehetővé, ha a nemzetközi „mérlegkimutatásban” a külfölddel szemben fennálló befektetési pozíciókat (international investment positions - IIP) is bevonjuk az elemzésbe. E befektetési pozíciók forrás oldalán a tartalékok mellett sorakoznak a külföldre irányuló, így követelést megtestesítő tőkeállomány következő elemei: közvetlen tőkebefektetések, részvény- és kötvényportfolió-befektetések, pénzügyi derivatívok, valamint a monetáris hatóságok, a kormányzat, a kereskedelmi bankok és egyéb szektorok egyéb befektetések névvel illetett állománya. Ezzel szemben ugyanilyen bontásban ott áll az eszköz oldalon az országba irányuló, így tartozást megtestesítő tőkeállomány (16. függelék). Magyarország egyszerre forrásszerző és forráskihelyező gazdaság, melynek belső szerkezete érdemel további figyelmet.

A bruttó - tehát forrás oldali - befektetési pozíciók GDP-hez viszonyított aránya a pénzügyi és kereskedelmi nyitottság mennyiség-alapú mértékét, illetve a nemzetközi tőkepiacokkal való integráció szintjét mutatja (Lane [2000]). A kötelezettségek per GDP arány 1997-ben még 94%, 2003-ban már 124% volt, és 2001-ig az ország a legmagasabb ilyen rátával rendelkezett Közép-Kelet-Európában (17. függelék). A nemzetközi befektetési pozíciók eszköz és forrás oldalának különbsége, azaz a nettó külföldi eszközök állománya Magyarországon - és a régióban is - negatív, ami a nemzetközi áru-

és pénzügyi piacokkal szemben fennálló *aszimmetrikus* kapcsolatra utal⁵⁵. *A nemzetközi befektetési pozíciókban a külső eszközök és külső kötelezettségek között meghúzódo, megközelítőleg 1:3 arány azt jelzi, hogy a magyar gazdaság nettó értelemben tartósan külső források folyamatos bevonására kényszerül.* A régióval való összevetésben ez az arány a legalacsonyabb, azaz relatív mértékben az ország sokkal több külső forrást köt le, mint amennyit külföldre kihelyez (18. függelék). A ráta áttételesen a nettó adós pozícióról is tanúskodik⁵⁶. A nemzetközi befektetési pozíciókban a részvénytőke-finanszírozás magában foglalja a külföldi működőtőke mellett a portfólió-befektetések egy részét is. A korlátozottan rendelkezésre álló IMF-statisztikák alapján megállapítható, hogy a részvénytőke-finanszírozás relatív súlya a külső kötelezettség-állományban durván 50% körül van, vagyis a lejáráttal rendelkező és a permanens jellegű tőkeforrások fele-fele arányban osztozkodnak a forrás oldalon (19. függelék). A részvénytőke-elemek közül a külföldi működőtőke aránya megnőtt 2001-2002-ben a kötelezettségeken belül, miközben abszolút mértékben súlyosbodott a külső eladósodás. Ez az összefüggés egy újabb bizonyítéka annak, hogy Albuquerque hipotézise az ezredforduló után is érvényesült.

5.9. A folyó fizetési mérleg, mint kapocs a külső adósság és a külföldi működőtőke között

A vállalati modell alapján a külső és belső tőkeforrások közötti határvonal a kölcsöntőke és részvénytőke között húzódik, a nemzetgazdasági szinten viszont a külső tőkeszerkezet mellett létezik egy belső forrásstruktúra is, melyben egyaránt találunk a belső forrásjuttatók által nyújtott kölcsöntőke- és részvénytőke-elemet, tehát ez esetben az elválasztás külső és belső forrás között nem a két tőkekomponens között vonható meg. A folyó fizetési mérleg végül is azt mutatja meg, hogy a külpiaci áru- és szolgáltatásforgalom, valamint a külső finanszírozási struktúra tőke költségei és jövedelmei eredőjeként mennyi forrás marad a nemzetgazdaság belső finanszírozási

⁵⁵ Blonigen és Wang [2004] rámutat, hogy a fejlett országokban az FDI-export és import kétirányú kapcsolata kiegyensúlyozottabb, ami miatt a fejlődő és fejlett országok adatainak együttes, összevont empirikus elemzése nem megfelelő.

⁵⁶ Szlovénia esetében azonban félrevezető, mert ez az ország évek óta, így 2004-ben is nettó hitelező pozícióban volt (IMF WEO 2005).

struktúráján belül. A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege a nemzetgazdaság mindenkorai finanszírozási képességét, negatív egyenlege viszont a finanszírozási igényét jelzi.

A külső adósság és a külföldi működőtőke közötti kölcsönhatás aspektusában a folyó fizetési mérleg egyenlegét egyrészt finanszírozási szükségletként, másrészt a külső finanszírozási szerkezet tőkeköltségeinek lecsapódási helyeként tekintem, tudván azt, hogy a kettő összefügg. A vizsgált periódusban a folyó fizetési mérleg⁵⁷ az évek többségében - leszámítva néhány restriktív évet és a transzformációs válság kezdeti időszakát - negatív volt. Ezt a forrásszükségletet a tervgazdasági időszak alatt dominánsan kölcsöntőke-import ellentételezte, a piacgazdasági időszaktól viszont a megjelent külföldi részvénytőke-import - tehát a külföldi működőtőke és a részvényportfolió-befektetések beáramlása - részben vagy egészben fedte le, mérsékelve a külső eladósodást (23. ábra). „A direkt tőkeimport szeszélyesebben hat a kölcsöntőke importjánál a folyó fizetési mérleg egyenlegére és a teljes egyenlegre”, hiszen a kamatkidás előre látható, míg a külföldi működőtőke beáramlás és a profitrepatriálás ugrásszerűen változhat (Erdős [2003] 190. o.).

A kilencvenes évek óta 2003 volt az első olyan év, amikor a folyó fizetési mérleghiány bizonyos fokú FDI-fedezettsége (FDI coverage) eltűnt⁵⁸, a külföldi tulajdonosok által újrabefektetett jövedelem nem volt képes kompenzálni a rezidensek tőkeexportja és a külföldiek tőkebefektetéseinek állományát módosító átértékelődések⁵⁹ és a fokozódó profitrepatriálás okozta együttes negatív hatást, és mindemellett a részvényportfolió-befektetések⁶⁰ egyenlege sem nyújtott fedezetet a deficit részvénytőke-alapú finanszírozására. Ha a fizetési mérleghiány elszakad a nem adóssággeneráló

⁵⁷ A folyó fizetési mérleg alakulását egy sor olyan külső tényező is meghatározta, mint a kedvezőtlen cserearányok hatása, a Kelet és Nyugat között fennálló technológiai szakadék, a kompetitív ipari szerkezet megteremtésének problémái, a termelékenység elhanyagolása, a nyugati világ protekcionizmusa és a nyolcvanas évek elején megugró piaci hitelkamatok. Az országba irányuló nyugati - kölcsöntőke és részvénytőke formában érkező - forrástranszfer e problémák menedzselését szolgálta.

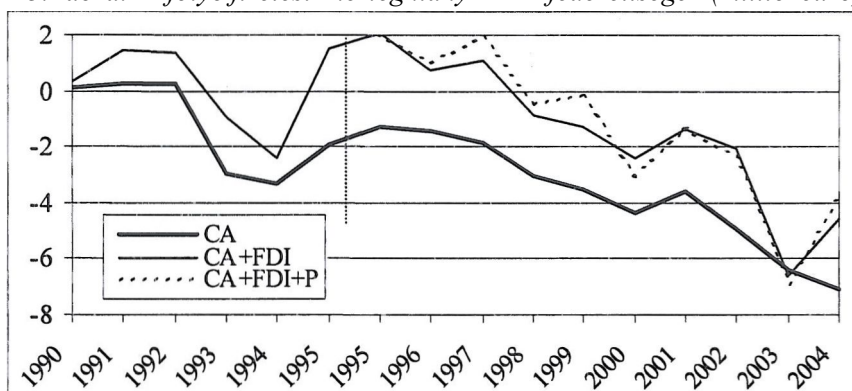
⁵⁸ A 2003-as külföldi működőtőké éves forgalmának csökkenése részben az átértékelődésre vezethető vissza, melynek legfontosabb oka árváltozás, és nem a forint árfolyamváltása, ami a nem rezidensek hazai befektetéseinél növelte az állományt, a rezidensek külföldi befektetéseinél viszont csökkentette azt (MNB [2004])

⁵⁹ Átértékelődés következhet be árfolyamváltás következtében abban a vállalati körben, amelyik devizában vezeti könyveit, illetve árváltozás következtében a tőzsdei cégeknél.

⁶⁰ A portfolió-befektetések után érdekes módon nem kell újrabefektetett jövedelmet számolni, ami így nem rontja a folyó fizetési mérleget.

finanszírozás egyenlegétől, akkor a kettő közötti rés fokozza az állam eladósodását. *A közvetlen külföldi tőkebefektetések éves forgalmának elszámolás-technikai fogásként való alkalmazása így az ezredforduló után megkérdőjeleződött.*

23. ábra. A folyó fizetési mérleghiány FDI-fedezettsége (millió euró)



Forrás: MNB. Megjegyzés: CA = folyó fizetési mérleg, FDI = nettó FDI-áram egyenlege egyéb tőke nélkül, P = tulajdonviszonyt megtestesítő portfólió-befektetések egyenlege. A függőleges szaggatott vonal a módszertanban bekövetkezett változásra, a pénzforgalmiról az eredményszemléletű elszámolásra való áttérésre utal, így a 1995-ös év kétszer szerepel.

A folyó fizetési mérlegdeficit finanszírozásában a külföldi részvénytőke- és a külső kölcsöntőke-import mellett az ország devizatartalékai is szerepet játszanak. Fontos megjegyezni azonban, hogy a szinte permanensnek tekinthető külkereskedelmi és folyó fizetési deficit miatt a devizatartalékok felhalmozása csak a külső eladósodás terhére történhetett.

A magas folyó fizetési mérleghiány hozzájárulhat a külföldi befektetők bizalomvesztéséhez (Berger et al. [2003.]). A makroökonómiai sebezhetőség vizsgálatokor Krkoska [2001] a közép-európai régióban a folyó fizetési mérleghiány és az FDI közötti rés GDP-hez viszonyított 5%-os arányát találta a leghasznosabb korai figyelmeztető jelnek, míg más indikátorok - véleménye szerint - nem nyújtottak ilyen küszöbértéket. 2003-ban ez az arány Magyarországon több volt, mint 5%, ami alátámasztani látszik Krkoska észrevételeit a lezajlott három hazai valutakrízis és a nemzetközi pénzügyi piacok bizalmának megingása ismeretében.

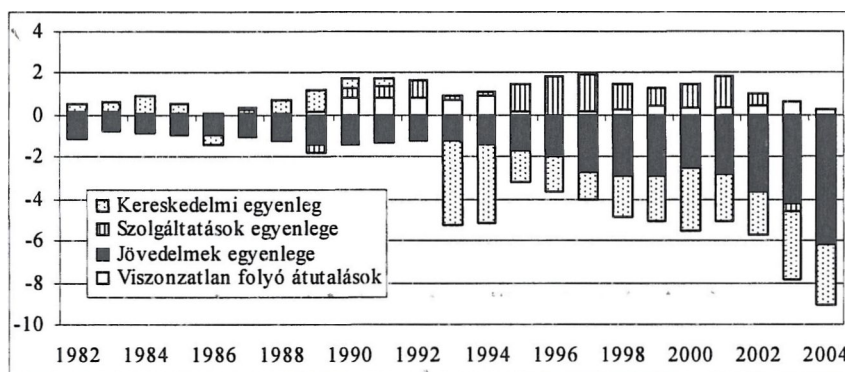
A vizsgált időszakban a permanens folyó fizetési mérlegdeficit alapján elmondható, hogy az ország tartósan nem tudott forrástöbbletet generálni. Ha a folyó

fizetési mérlegdeficitet az államháztartás túlköltekezése idézi elő, akkor a problémát nem oldhatja meg a fokozódó külföldi tőkebeáramlás, különösen nem, ha a külföldi direkt tőkeimport egy része maga is adóssággeneráló tulajdonosi hitel.

5.10. A külső finanszírozási struktúra tőkeköltsége

A folyó fizetési mérleg egyenlegét befolyásolják a külső forrásszerkezet tőkeköltségei is, hiszen a Jövedelmek egyenlegében" megjelenik a tulajdonosi hiteleket is magában foglaló külső adósságállomány után fizetett kamat és a külföldi direkt befektetések után fizetett osztalék az újrabefektetett profittal együtt.

24. ábra. A folyó fizetési mérleghiány elemei (milliárd dollár)



Forrás: IMF International Financial Statistics

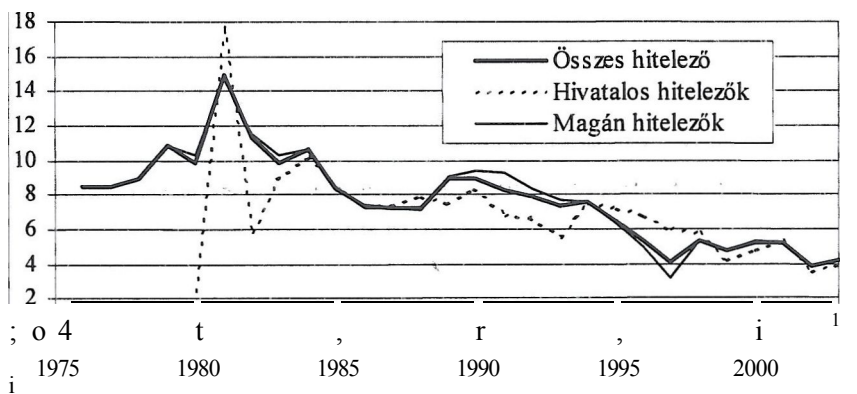
Amennyiben a külkereskedelmi többlet nem képes kompenzálni a külföldi hitelezőknek fizetendő kamat⁶¹ és a külföldi részvénytulajdonosok által repatriált profit összegét⁶², akkor a külső források tőkeköltsége önmagában is finanszírozási szükségletet teremthet, ha a viszonyzatlan folyó átutalások egyenlege vagy a külföldi működőtőke éves

⁶¹ 1970-1990 között a külső adósságra eső nettó kamatfizetéssel kapcsolatban Oblath [1992] kimutatta, hogy ez volt a magyar nettó adósságfelhalmozás legnagyobb komponense.

⁶² Kiegészítésként ide tartozik, hogy ugyan az újrabefektetett profit nem tekinthető tőkeáramlásnak, mégis az ország fizetési mérlegében a jövedelmek tétel kiadási oldalán jelenik meg, ami nagyobb folyó fizetési mérleghiány kimutatásához vezet, ez azonban nem kíván pótlólagos forrásokat, mert automatikusan finanszírozódik a tőkemérlegből. 1995-2004 között a kiadási oldal körülbelül 50%-át automatikusan fedezte a visszaforgatott profit. A korábbi nyilvántartási módszertanhoz képest a visszaforgatott profit számbavétele okozta technikai rés 1997-2003 között a GDP százalékában 2,5-3,3%-ig terjedő deficit-többletet jelentett (MNB [2004]).

beáramlása nem nyújt erre fedezetet. Az 1982-től rendelkezésre álló IMF adatsorok alapján egyértelmű, hogy az évek többségében jellemző importtöbblet eleve forrásbevonási igénnyel jelentkezett, de az 1983-1985 és 1988-1990 között realizált exporttöbblet sem termelte ki a tőketulajdonosoknak megfizetett jövedelemtranszferek egyenlegét; a tőkeköltség passzivizálta a folyó fizetési mérleget, s csupán 1984-ben és 1990-ben volt arra példa, hogy a viszonzatlan folyó átutalások egyenlege finanszírozni tudta ezt a hiányt, sőt pozitív irányba fordította a folyó fizetési mérleget (24. ábra). A külkereskedelmi mérleghiány okozta tartós forrásszükséglet mellett a forrásjuttatóknak kifizetett kamat és osztalék — mint tőkekiadás - permanens többletfinanszírozási igényt jelentett - és jelent ma is - a magyar gazdaság számára, azaz a nemzetgazdaság nem képes a külső tőkestruktúra forrásjuttatóinak fizetendő tőkehasználati díjat tartósan kitermelni.

25. ábra. A kamatlábak alakulása (százalék)



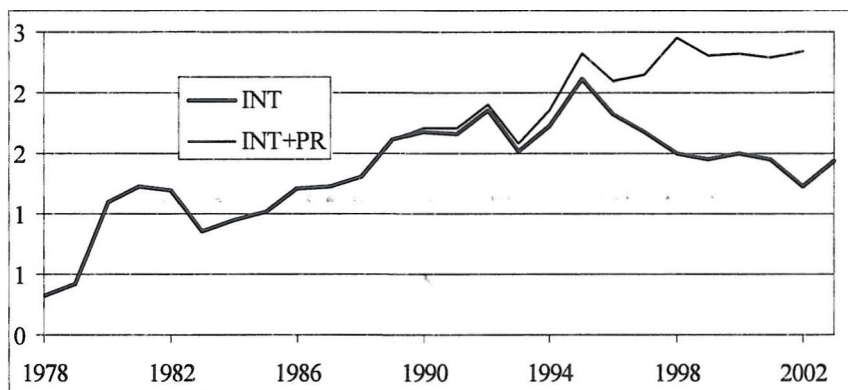
Forrás: World Bank - Global Development Financé.

A két makroszerkezeti tőkekomponens közötti további kapcsolatra világít rá, hogy az akkumulált közvetlen külföldi befektetések hatással voltak a külső adósságállomány tőkeköltségére is. A nyolcvanas évek elejének adósságválsága óta a nemzetközi kamatlábak csökkenése kedvező finanszírozási környezetet nyújtott Magyarország számára, így egyre alacsonyabb kamatlábak mellett juthatott külföldi kölcsöntőkéhez. Csakhogy a tervgazdasági rendszer utolsó éveiben és a transzformációs válság alatt

romlott az ország nemzetközi minősítése, vele együtt emelkedett a kockázati prémium a teljes kamatrátán belül, ami növelte a tőkehasználati díjat (25. ábra).

A kilencvenes évek második felére az addigra beáramlott külföldi direkt befektetések makroszintű külső tőkeszerkezeti előnyei és az általa generált exportpotenciál ismét javított az ország tőkepiaci megítélésén, ezáltal a korábbi évtizedekhez képest viszonylag alacsony tőkeköltség mellett folytatódhatott a külső eladósodás. Annak ellenére, hogy a magyar GDP-arányos export felfutásának üteme páratlan az EU-hoz csatlakozott átmeneti országok körében, a magyar külső forrás- struktúrávaljáró tőkeköltségek - kamat és osztalék - exportban kifejezett aránya továbbra is a legmagasabbak között van a régióval való összehasonlításban, ami érvényes a teljes adósságszolgálatot és a repatriált profitot magában foglaló összeg export-arányos értékére is (20., 21., 22. függelék).

26. ábra. A külső források használati díja (milliárd dollár)



Forrás: World Bank - Global Development Fináncé. Megjegyzés: INT = kamat, PR = repatriált profit. Saját számítás. A 2005-ös GDF kiadványban a repatriált profitban utólagos korrekció történt, ami az adatok homogenitásában törést okozott, ezért hiányzik a 2003-as adat.

A makroszintű külső tőkestruktúra részvénytőke komponense a kezdetekkor nem számított különösebben költséges forrásfajtának, viszont a közvetlen külföldi befektetések érettebb fázisában megindult osztalék-repatriálás révén azzá vált. A kilencvenes évek második felében a két forráskomponens tőkehasználati díjában ellentétes dinamika jelent meg: a külső eladósodás relatív „olcsósága” mellett vált a külföldi direkt befektetések után megfizetett osztalék számottevő tőkeköltség-tényezővé. 1996-2003 között az euróban kifejezett repatriált profit megötszöröződött, így

nemzetgazdasági szinten a külföldi forrásjuttatóknak fizetett teljes tőkeköltség összetétele is megváltozott: tőketelher szempontjából a külföldi részvénytulajdonosoknak fizetett osztalék nominálértéken felzárkózott a külső adósságszolgálathoz köthető kamatfizetések mellé (26. ábra). A bruttó külföldi direkt befektetések után kiáramlott osztalék forintban kifejezett abszolút nagysága a kötvények után fizetett bruttó kamatok mértékét 2001-től meghaladta, sőt 2004-ben már másfélszer akkora volt.

A közvetlen külföldi befektetések tőkeköltségei informatívabbak relatív mutatóként. A folyó fizetési mérlegben megjelenő osztalék⁶³ és felosztott jövedelem „kiadási oldala”, s a bruttó külföldi működőtőke állomány egyéb tőkén kívüli részének hányadosaként képezhető egy osztalékráta, amit nevezhetünk bruttó repatriált profitrátának is. Ez a ráta 1998 óta többször is felzárkózott a külföldi adósság után hivatalos és magánhitelezőknek fizetett bruttó kamatlábak szintjéhez, sőt olykor meg is haladta azokat (15. táblázat).

15. táblázat. A tőkeköltségek összehasonlítása (százalék)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<i>Külső adósság:</i>										
Hivatalos hitelezők kamatlába	7.3	6.8	6.0	5.8	4.2	4.8	5.3	3.5	4.0	N/A
Magánhitelezők kamatlába	6.3	5.0	3.2	5.3	4.8	5.3	5.2	3.9	4.2	N/A
<i>Külföldi működőtőke</i>										
Kamat / tulajdonosi hitel arány	2.9	1.1	0.8	1.4	0.7	1.4	1.0	2.0	1.1	3.0
Osztalékráta	3.5	3.3	3.3	5.6	4.9	4.8	4.2	4.4	3.9	4.7

Forrás: A külső adósságra vonatkozóan World Bank [2005] 267. o.; a külföldi működőtőkére vonatkozóan MNB. Megjegyzés: A külföldi működőtőkével kapcsolatos ráták saját számítások.

Mivel a külső finanszírozási szerkezet bruttó állományának tőkehasználati díját vizsgáljuk, ezért eltekintek attól, hogy a rezidensek külföldi tőkebefektetéseire eső részvénytőke-arányos repatriálási hányad meghatározásával tovább árnyaljam e rátát. Egyébként 2004-ig a bruttó külföldi működőtőke-állomány közel 8%-ának megfelelő külföldre irányuló hazai tőkebefektetés-állomány halmozódott fel, de az országba befolyó

⁶³ Az MNB „statisztika tárgyév végi állományként a működő tőke vállalkozások külföldi tulajdonosra jutó saját tőkéjének a megszavazott osztalékkal növelt értékét (korrigált saját tőke) mutatja ki.” (MNB [2004]). A megszavazott osztalék a tulajdonosi döntés évében kerül kimutatásra a folyó fizetési mérleg jövedelem tételei alatt, míg a befektetőre jutó az adózott eredmény a keletkezés évében. A nyilvántartás statisztikai módszereinek a tőkeköltség- és profitabilitási ráták értelmezése szempontjából van jelentősége.

osztalékjövödelmek nagyságrendileg messze elmaradnak a külföldi befektetők által az országból kivont nyereségnagyságoktól.

Az osztalék mellett a tulajdonosi hitelek után megfizetett kamat is kiáramlik az országból a külföldi tőkebefektetések után. A tulajdonosi hitelnyújtással összefüggő kamatkifizetés és a tulajdonosi hitelállomány hányadosából képzett arány alapján próbáltam egyfajta kamatlábat becsülni, amit a folyó fizetési mérlegben szereplő közvetlen tőkebefektetések egyéb jövedelmének kiadási oldala és az egyéb tőke tartozásállománya közötti hányadosként képeztem. Az eredmények alapján kitűnik, hogy a legkevésbé tőkeöltséges finanszírozási forrásnak a tulajdonosi hitelnyújtás bizonyult, melynek használati díja messze elmarad a külső adósságállomány más hitelezői által megkövetelt megtérülési szinttől. A kép azonban annyiban torzított, hogy az egyéb tőke⁶⁴ alatt nyilvántartott állományban szerepel az alaptőkétől független hitelkapcsolat is az anya- és leányvállalat között, valamint az adósságtípusú finanszírozási instrumentumokon belül tartalmaz vállalatcsoporton belüli napi pénzmozgásokat, sőt a megszavazott, de ki nem fizetett osztalék is itt jelenik meg.

16. táblázat. A közvetlen külföldi tőkebefektetések jövedelmezősége

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Részvénytőke-arányos megtérülés (ROE ₁)	1.4	7.6	11.7	12.6	10.8	10.5	10.6	11.3	10.0	10.0
Részvénytőke és tulajdonosi hitel arányos megtérülés (ROE ₂)	1.3	6.5	10.3	10.9	9.2	8.9	8.7	9.7	8.5	8.7
Súlyozott tőkeöltség	3.4	3.0	3.0	5.0	4.3	4.3	3.6	3.9	3.3	4.3

Forrás: MNB Saját számítás.

A vállalatfinanszírozási elemzés standard eszköze a rátaelemzés, benne a részvénytőke-arányos megtérülés (ROE - return on equity), ami a nemzetgazdasági külső tőkestruktúra részvénytőke-komponensére is kiszámolható. Ezt a rátát (*ROE*) a folyó fizetési mérlegben megjelenő repatriált profit és újrabefektetett jövedelem kiadási oldalainak összegéből és a bruttó külföldi működőtőke-állomány egyéb tőkén kívüli részének hányadosából képeztem (16. táblázat). Ez a részvénytőke-arányos megtérülési

⁶⁴ Ez alatt a tétel alatt számolják el magánszemélyek ingatlantulajdon-befektetéseit is, melyek 1995-től tartalmazzák a rezidensek által külföldi és nem rezidensek által belföldi, nem banki átutalással vásárolt ingatlanok becsült összegét.

ráta 1998-2004 között átlagosan 10,8% volt, azonban egyértelműen csökkenő tendenciát mutatott. Ugyanezen időszakban az egyéb tőkét nem tartalmazó átlagos osztalékráta 4,6% volt, tehát a profitszint az osztalékköltségnek több mint kétszerese volt.

A tisztán részvénytőkére vonatkoztatott ROE] a tulajdonosi hitelek után fizetett kamatot és a tulajdonosi hitelállományt szándékosan hagyja figyelmen kívül. A ROE₂ viszont már egy átfogó jövedelmezőségi arány, melyet a folyó fizetési mérlegben megjelenő repatriált profit, újrabefektetett jövedelem és egyéb jövedelem kiadási oldalának együttes összege és a bruttó külföldi működőtőke egyéb tőkével együtt képzett állományának hányadosaként határoztam meg. A ráta megmutatja, hogy a beáramlott részvénytőke- és egyéb tőkeállomány arányában a külföldi részesedésű vállalatok milyen mértékben voltak képesek olyan jövedelem-alapot generálni, mely fedezetet nyújtott a külföldi működőtőke-importállománnyal kapcsolatos tulajdonosi hitelkamatokra, az osztalékra és a visszatartott profitra egyaránt. Az ROE₂ 1998-2004 között átlagosan 9,2% volt, ami alacsonyabb, és trendje is volatilisabb, mint a tiszta részvénytőke jövedelmezőségé (ROE_i).

A ROE₂ akkor nyeri el végső értelmét, ha összehasonlíthatóvá válik a teljes közvetlen külföldi befektetés-állomány átlagos tőkeköltségével, amihez a tulajdonosi hitelállomány-arányos kamatot súlyoztam a tulajdonosi hitelek és a bruttó FDI-állomány arányával, az osztalékrátát pedig a tiszta részvénytőke és a bruttó FDI-állomány arányával. A súlyozott átlagos tőkeköltségben a megfizetett tulajdonosi kamat adórátával való korrigálásától eltekintettem, mivel a multinacionális vállalatok a kilencvenes években jelentős adókedvezményeket kaptak. 1998-2004 között a tőke súlyozott átlagköltsége 4,1% volt, amit az átlagos 9,2%-os ROE₂ képes volt kitermelni, ami egyben azt is jelzi, hogy a ROE₂ nyereségszint átlagosan 45%-át emésztette fel a tulajdonosi hitelek után fizetett kamat és a repatriált profit költsége, a fennmaradt jövedelemszint viszont újrabefektetésre került.

A vállalati modell cash flow kimutatása alapján a tőkeköltségek közül a kamat és az osztalék forráskiáramlásnak, a visszaforgatott nyereség viszont forrás-beáramlásnak minősül. Igaz ez a nemzetgazdaság külső finanszírozási struktúra tőkeköltségeire és újrabefektetett profitjára is, a különbség viszont az, hogy a visszaforgatott nyereség,

jóllehet az ország határain belül hasznosul, mégis a külföldi tulajdonosok részéről a nemzetgazdasággal szemben fennálló követelés marad.

A külső bruttó makro-tőkestruktúra által generált jövedelmekre és forráshasználati díjakra vonatkoztatva tehát a kiáramlási oldalt a nem rezidensek magyarországi befektetései után repatriált profit és a tulajdonosi hiteleket is magában foglaló bruttó külső adósságállomány után fizetett kamatok összege adja; a beáramlási oldalon pedig a nem rezidens külföldi tőkebefektetők által az országban újrabefektetett nyereség áll. (17. táblázat).

17. táblázat. A bruttó külső finanszírozási struktúra tőkeköltségei és jövedelmei vállalati cash flow szemléletben (milliárdforintban)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<i>Külföldi működőtőke*</i>										
1. Beáramlás	-25	78	247	251	268	297	373	463	477	459
2. Kiáramlás"	-48	-59	-101	-208	-250	-274	-296	-351	-342	-530
3. Nettó áram (1+2)	-73	19	145	43	18	23	76	112	135	-71
<i>A külső adósság**</i>										
4. Kiáramlás	-140	-178	-177	-177	-210	-259	-269	-248	-262	-303
5. Teljes nettó áram (3+4)	-213	-159	-32	-134	-192	-236	-193	-136	-126	-374

Forrás: MNB. Saját számítás.

* tulajdonosi hiteleket beleértve. ** tulajdonosi hitelek nélkül.

A makroszintű külső tőkestruktúra részvénytőke komponensénél a költségelemek kiáramlási oldalát - 1995 és 2004 kivételével - meghaladta a beáramlás, tehát több volt a visszatartott profit, mint a tulajdonosi hitelek kamata és a repatriált profit teljes összege. Ez a többletforrás azonban rendre nem bizonyult elegendőnek a külső tőkeszerkezet tulajdonosi hiteleket nem tartalmazó kölcsöntőke-komponensének költségére, azaz a külső adósság után fizetendő hitelkamatokra. *A külföldi működőtőkét és a külső adósságot magában foglaló, teljes forrásszerkezet profitgenerálási és tőkeköltség áramainak végső, negatív egyenlege arra mutat rá, hogy ebben az értelemben a külső tőkestruktúra tőkehasználati díjának levonása után nem marad jövedelemtöbblet a magyar gazdaságban, amin az FDI csökkenő jövedelmezőségi trendje tovább ront. Ezen a megállapításon a rezidensek külföldi direkt befektetései után beáramló osztalék, a külföldi működőtőke által külföldön realizált kamatbevételek és az ország külföldi követelései után kapott kamatok sem változtatnak lényegesen.*

A közvetlen külföldi befektetések csökkenő nyereségessége összefüggésbe hozható a fokozatosan megszűnő adókedvezményekkel és egyéb kedvezmények leépülésével. A kilencvenes évek során Magyarország tulajdonképpen adóparadicsommá vált, a multinacionális cégek a világ különböző részein realizált nyereségeiket ide transzferálták, hogy nyereségadókat takarítsanak meg (Szanyi [2004a]), majd ezt profitként és a folyó fizetési mérleg 'egyéb szolgáltatások' tételsorán repatriálták (Antalóczy-Sass [2000]). Ezek alapján a fentebb számolt részvénytőke-arányos megtérülési ráták nem feltétlen azt a profitabilitási szintet mutatják, amit a külföldi tőkebefektetők hazánkban realizáltak.

18. táblázat. A külföldi működőtőkéhez kapcsolódó bruttóforrás ki- és beáramlás

(Milliárd forintban)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
A) Külkereskedelmi egyenleg	-255.5	-253.7	-210.8	-184.3	-250.7	-700.1	-538.1	-276.4	-281.6	N/A
- részesedés a deficitből (%)	81	68	53	32	35	62	59	33	27	N/A
B) Repatriált profit	-44.1	-55.7	-98.1	-199.8	-244.1	-260.9	-281.5	-316.8	-316.6	-457.4
C) Tulajdonosi hitelkamat	-3.9	-3.3	-3.3	-8.2	-6.0	-13.4	-14.9	-33.8	-25.3	-72.3
D) Újrabefektetett profit	-25.4	77.9	246.5	251.1	268.4	297.3	372.7	462.9	477.0	458.8
<i>E) Összesen (A+B+C+D)</i>	<i>-328.9</i>	<i>-234.8</i>	<i>-65.7</i>	<i>-141.1</i>	<i>-232.5</i>	<i>-677.1</i>	<i>-461.7</i>	<i>-164.0</i>	<i>-146.4</i>	<i>N/A</i>
F) Részvénytőke-forgalom	619.1	334.8	426.5	328.9	362.4	392.9	288.1	282.1	-265.3	279.4
<i>G) Forrás egyenleg (F+E)</i>	<i>290.1</i>	<i>100.0</i>	<i>360.8</i>	<i>187.8</i>	<i>129.9</i>	<i>-284.1</i>	<i>-173.6</i>	<i>118.1</i>	<i>-411.7</i>	<i>N/A</i>
H) Szabadalmi és licenc díjak	-8.8	-20.3	-36.2	-46.0	-73.1	-74.1	-77.0	-106.9	-104.3	-173.1
I) Egyéb üzleti szolgáltatások	-177.1	-223.9	-220.7	-260.1	-263.3	-386.2	-408.3	-464.3	-587.4	-466.0
<i>J) Egyéb kiáramlás (H+I)</i>	<i>-185.9</i>	<i>-244.2</i>	<i>-256.9</i>	<i>-306.1</i>	<i>-336.4</i>	<i>-460.3</i>	<i>-485.3</i>	<i>-571.2</i>	<i>-691.7</i>	<i>-639.1</i>

Forrás: KSH, MNB. E, G, F és J sorok saját számítások.

Megjegyzés: A folyó fizetési mérleg kiadási oldala jelenik csak meg a számításban, a bevételi oldalt mind a tulajdonosi hiteleknel, mind az osztaléknál figyelmen kívül hagytam. Megjegyzés: az „A” sor a csak és kizárólag az FDI okozta külkereskedelmi termékforgalmat számszerűsíti, az „F” sor nem tartalmazza az adósságeneráló egyéb tőkét valamint az újrabefektetett profitot (az utóbbit a dupla számbavétel elkerülése végett), a „H, I, J” sorokban nem különíthető el pontosan az FDI-hoz köthető rész, ezért csak indikatív jelleggel szerepelnek a táblázatban.

A szorosan vett jövedelmezőség-tőke költség relációnál tágabb és informatívabb összefüggésrendszer ragadható meg, ha a folyó fizetési mérlegen belül a külföldi érdekeltségű vállalkozások okozta forrásáramok bruttó egyenlegét határozzuk meg, melynél eltekintünk a portfólió-befektetők okozta hatástól. A külföldi működőtőke külkereskedelmi importtöbblete és tőkehasználati díjai az ország számára olyan forráskiáramlást jelentenek, melyre az ezredforduló óta egyre gyakrabban az

újrabefektetett profit, valamint ezt és a tulajdonosi hiteleket nem tartalmazó éves bruttó friss részvénytőke-befektetés beáramlása nem nyújtott fedezetet, miközben a kilencvenes évek második felétől az ország külkereskedelmi termékforgalom-deficitjének egyre kisebb hányadát idézik elő a külföldi tulajdonban lévő vállalatok, mely megállapítás alól 2000-2001 kivételt jelent (18. táblázat).

A fenti forrásegyenleget súlyosbítja az a helyzet, hogy a külföldi működőtőke a fogadó ország számára olyan külső hatás, mely révén a technológia-transzferben, a vállalati menedzsment-kultúra emelésében, a marketing potenciálban, a külső piacokhoz való hozzáférésben, a humán tőke szakértelmének növelésében és sok más területen pozitív externáliák keletkeznek. Ennek tudatában a külső forrástulajdonosok a tovagyrúzó hatásból (spillover effect) származó előnyöket internálizálni próbálják a repatriált profit mellett tanácsadói díjak, licencdíjak és transzferárak formájában is. Nehéz megállapítani, hogy a folyó fizetési mérleg szabadalmi és licenc díjak, valamint egyéb üzleti szolgáltatások során pontosan mennyi az a forráskiáramlás, amely a külföldi működőtőkéhez kapcsolódik, de nyilvánvaló, hogy ezek a tételek tovább rontják a forrásegyenleget.

5.11. A tőkeköltség és a GDP növekedés diszkrecionális hányada

Ahogy vállalati szinten a forrásjuttatók által elvárt tőkehasználati díjat ki kell termelni a vállalkozás működési teljesítményéből, ugyanúgy a nemzetközi hitelezők és a külföldi részvénytőke-befektetőknek fizetendő tőkeköltség követelés az ország jövedelem-áramával szemben. A bruttó hazai termék éves növekménye tehát csak olyan mértékben számít diszkrecionális - a belföldi aktorok által szabadon felhasználható - jövedelemtöbbletnek, amilyen mértékben meghaladja a külföldi tőkejuttatóknak fizetendő jövedelmek mértékét. Az újrabefektetett jövedelem sajátos helyzetet foglal el ezek között, hiszen egyrészt ugyan követelés a fogadó ország jövedelmével szemben, másrészt viszont olyan forrás, ami nem hagyja el az ország határait, azaz itt hasznosul továbbra is, csakhogy a felette való allokálás a külföldi tulajdonos döntési körébe tartozik, így a belföldi aktorok számára ez sem számít szabad rendelkezésű többletnek.

A külföldi források GDP-arányos relatív tőkeköltsége már a nyolcvanas években meghaladta a bruttó nemzeti termék növekményét. A külső adóssággal kapcsolatban több magyar szerző⁶⁵ is utalt arra, hogy a nemzetgazdaság nem generált akkora forrástöbbletet, ami a kamatterhet ellentételezte volna. A gazdasági átmenet időszaka óta a külső adósságállomány miatt fizetett kamat mellett a külföldi működőtőkéhez kapcsolódó tőkeköltség és újrabefektetett jövedelem is szűkíti a GDP-növekmény belföldi aktorok által szabadon felhasználható részét (19. táblázat). A zsugorodó diszkracionális hányad értelemszerűen egyre szűkebb mozgásteret jelöl ki a gazdaság irányítói számára abból a GDP-növekedésből, aminek meghatározó magyarázó tényezője maga a közvetlen külföldi tőkebefektetés⁶⁶.

19. táblázat. A GDP-növekmény nem diszkracionális hányada

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
GDP éves növekmény (milliárd Ft) folyó áron	1280	1647	1546	1306	1758	1678	1890	1736	1762
1) A külföldi működőtőke miatt	-11%	-21%	-30%	-40%	-33%	-40%	-43%	-47%	-56%
2) Teljes tőkestruktúra miatt	-25%	-32%	-41%	-56%	-47%	-56%	-56%	-62%	-73%

Forrás: MNB, KSH. Saját számolás. Megjegyzés: 1) számú sor az osztalék, a tulajdonosi hitelkamat és az újrabefektetett profit együttes összegének és a GDP éves növekményének hányada, a negatív előjel arra utal, hogy nem szabadon elkölthető növekmény, a 2)-es számú sor a 1)-es számú sor és a külső adósságállomány után fizetett kamat per GDP növekmény hányados összege. Az utóbbinál a tulajdonosi hitelkamat és hitelállomány csak egyszer van számításba véve.

⁶⁵ Oblath [1992] kimutatta, hogy az 1980 és 1990 közötti 10,76 milliárd dollár bruttó külső adósságállomány-változás mögött 10,86 milliárd dollár nettó kamategyenleg húzódott meg, melyen enyhített a 4,27 milliárd dollárnyi áru- és szolgáltatásforgalmi többlet. Azaz az adósságszolgálat maga is már csak külső hitelfelvétellel volt fenntartható. „A szocialista tervgazdaságba befektetett többlet külső erőforrás a gazdasági rendszer szerkezeti gyengeségei, nemzetközi versenyképtelensége miatt nem tudta kitermelni saját költségét” (Bod [1995] 70. o.). Más megfogalmazásban az eladósodási folyamat során a külső források bevonása során a kamatterhet fedező többletjövedelem nem termelődött ki (Kovács [2002]). A Barabás-Hamecz-Neményi [1998] szerzőhármas az 1986 és 1997 közötti időszakot vizsgálva rávilágított, hogy a reálnövekedést mindvégig meghaladta a nettó adósság kamatlába.

⁶⁶ Campos és Kinoshita [2002] kimutatta a gazdasági átmenet országaira, hogy 1989-1998 között a külföldi működőtőke a gazdasági növekedés döntő fontosságú magyarázó tényezője.

Következtetések

A tanulmány több aspektusból vizsgálta a magyar nemzetgazdaság külső tőkestruktúráját, annak főbb jellemzőit, meghatározó szerkezeti elemeit, belső összefüggéseit, és gazdag nemzetközi szakirodalomból merítve igazolta *első hipotézisét*, hogy a külső eladósodás és a külföldi működőtőke közötti kapcsolatot leíró teóriák és empirikus megfigyelések közül több összhangban áll a magyar tapasztalatokkal.

A „debt overhang” jelenség markáns tüneteinek tekinthető, hogy a nyolcvanas években visszaesett a beruházási dinamika, lassult a GDP-növekedés, megugrott a hivatalos hitelezők finanszírozói aktivitása, részükről nőtt a kényszerhitelezés, valamint a magánhitelezők felől pedig megjelent a hitelporciózás. Az ország - a súlyos eladósodottsága ellenére - a krízisek idején az adósságintolerancia jelét nem mutatta, viszont hangsúlyozni kell, hogy a nemzetközi pénzügyi világ szerepe nem elhanyagolható abban, hogy válságok alatt a nyújtott hitelek segítették az országot a nemfizetés kockázatának elkerülésében. Az adósságintolerancia hiánya később előnnyé vált, amikor külföldi működőtőke beáramlása alatt erősítette a külföldi befektetők bizalmát az ország iránt. A két tőkekomponens további belső interakcióját jelzi, hogy Aizenman modelljével [2005] összhangban a közvetlen külföldi tőkebefektetések előtt hazánkban is a fokozódó adósság hatására nyíltak meg a kapuk, nem véletlen, hogy Magyarország a régióban az elsők között volt a nyugati tőke fogadását elősegítő lépések megtételében. Továbbá, az ország nyolcvanas évek végén, valamint a transzformációs válság alatt romló adósságminősítése és a közvetlen külföldi tőkebefektetések beáramlása közötti, Albuquerque [2003] hipotézise által leírt kapcsolat is egyértelmű, mely a kilencvenes évek közepének adósságválsága és a nagyprivatizációs szakasz alatt csúcsosodott ki a legtisztábban, melyre egyben illik Krugman „fire sale FDI” [1998] gondolata is. Így elmondható, hogy Hausmann és Fernandez-Arias [2000] állítása, miszerint a külföldi működőtőké jelenléte nem feltétlenül az adott gazdaság egészségének fokmérője, hazánkra is igaz. Bár a pénzügyi krízisek a külső adósság által felvetett lejáratil illeszkedési probléma létezésére utaltak, a csendes átütemezés stratégiája ennek

egyik kezelési módja volt, miközben a külföldi működőtőké permanent jellegénél fogva előnyösebb finanszírozási forrássá vált a lejáratú kötelezettségekkel terhelt külső adóssággal szemben, így csökkentette a likviditási válság kockázatát, de meg nem szüntette azt, hiszen alkotó elemei között egyre nagyobb teret kapnak a permanent tőkének nem tekinthető tulajdonosi hitelek. Emellett nem szabad megfeledkezni arról sem, hogy a külföldi működőtőke nem tekinthető „lecövekelt” tőkeforrásnak a magyar gazdaságban.

A nemzetközi teoretikus és empirikus megközelítések, valamint a hazai tapasztalatok összevetése után az érvelés következő területe a *második hipotézis* bizonyítása lett, mely szerint a külső eladósodás és a külföldi működőtőké között további közvetlen és közvetett összefüggések mutathatók ki, melynek feltárásához az elemzés fókusza Magyarországra szegeződött. Nyilvánvaló, hogy a súlyosbodó külső eladósodás a külföldi működőtőke-beáramlás katalizátora lett hazánkban. A nemzetközi pénzügyi szervezetek hitelezési aktivitása hatására a nyolcvanas években és a transzformációs válság alatt olyan intézményi reformok és projektek valósultak meg, melyek előkészítették a későbbi közvetlen külföldi tőkebefektetések fogadási környezetének kiépítését és befektetési célpontjainak megalapozását. Bizonyos szempontból a privatizáció több áttételen keresztül ható, részleges kölcsöntőke-részvénytőke konverzióknak fogható fel. A beáramlott, export-vezérelt külföldi működőtőké révén könnyebbé váltak az ország számára a külső adósság terhei; az exportpotenciál felfutása pedig nem csak az adósságszolgálat teljesítését segítette elő, hanem az FDI-hoz kapcsolódó tőkehasználati díj kitermelését is. A privatizációs bevételekből jutott forrás előtörlesztésre, így csökkent az adósságállomány, közben javult az ország adósságszolgálati képessége és hitelminősítési besorolása is, melyek révén a külföldi működőtőké utat nyitott a külső eladósodás újbóli megindulása előtt. Az éves külföldi működőtőke-beáramlás ugyanakkor sebezhetőségi pont is a nemzetgazdaság számára, mert ha nem fedezi a folyó fizetési mérleghiányt, akkor fokozódhat az ország külső eladósodása, miközben a közvetlen külföldi befektetések maguk is növelik a nemzetgazdaság külső eladósodottságát részben a tulajdonosi hitelek révén, részben pedig a magas külföldi tulajdoni hányaddal rendelkező pénzügyi szektor külföld és belföld között zajló forrásközvetítő szerepe révén. Ezen felül a külföldi működőtőke okozta területi és jövedelem-polarizáció olyan kihívásokat jelent a magyar állam számára, melyek

megoldási kísérletei további külső eladósodást indukálhat. Ráadásul, a külföldi működőtőke tovagyrúzó hatásának pozitív externáliáit a külföldi tulajdonosok internalizálni próbálják transzferárak, licencek és tanácsadói díjak formájában, melyek végső eredője tovább csökkenti az ország forrásait, így hat az eladósodásra.

A makroszintű kölcsöntőke és részvénytőke egymásba fonódása miatt fontossá válik, hogy a két tőkekomponens elemzése ne egymástól izoláltan történjék. A piacgazdasági átmenet óta volt példa külső eladósodás indukálta külföldi működőtőke-beáramlásra, a felhalmozott és hatékonyan működtetett külföldi működőtőke-állomány által lehetővé tett újbóli eladósodásra is, hosszabb távon viszont bármikor felvetődhet a külső eladósodás generálta FDI-kiáramlás veszélye is.

Az értekezés - *harmadik hipotézisként* - a nemzetgazdasági folyamatokat a vállalati modell keretében közelítette meg a nemzetgazdaságot, óriásvállalatként fogta fel, és néhány, a vállalatfinanszírozási irodalomból ismert elv - mint például a vállalati tőkestruktúra, a pénzügyi ellehetetlenülés, a hierarchia-elmélet, a tőke költségek, a lejáratillesszkesedés - tesztelésére és bizonyos korlátok közötti alkalmazására tett kísérletet. A vállalati kölcsöntőke-részvénytőke alapú tőkestruktúrát párhuzamba állította a nemzetgazdaság makroszintű tőkestruktúrájának külső adósság - külföldi működőtőkérelációjával.

A piacgazdasági átmenet óta az országba áramló tőkeforrások visszatükrözik a Razin és szerzőtársai [1998] által a nemzetközi tőkeáramokra átültetett, de a vállalatfinanszírozási szakirodalomból ismert hierarchia-elmélet főbb jellegzetességeit. A magyar tőkestruktúrán belül a hierarchia-elméletnek megfelelően a finanszírozási forma választásának rangsorában az első helyen a külföldi működőtőke áll (vállalati megfelelője a visszatartott profit), mely nem meglepő annak tudatában, hogy az 1995 és 2004 között Magyarországra beáramlott külföldi működőtőké több mint fele újrabefektetett nyereség és tulajdonosi hitel volt. A tulajdonosi hitel - kölcsöntőke-jellegénél fogva - átmenetet képez a hierarchia-elmélet rangsorának második eleme, a kötvényportfolió-befektetések (vállalati szinten a kölcsöntőke) felé. A harmadik helyen álló részvényportfolió-befektetések (vállalati szinten az új részvénytőke) jelentőségükben és mennyiségükben sosem érték el az előző két komponenset.

Vállalatfinanszírozási elv alapján a forrásjuttatók részére tőkehasználati díjat kell fizetni, mely nemzetgazdasági szinten is megjelenik kamat és repatriált profit formájában. A működési hatékonysági kritériumként használt makroszintű megtérülés (külkereskedelmi egyenleg) az elmúlt több mint harminc évben nem volt képes kitermelni a külső finanszírozási struktúra tőkekötségét, a kamatfedezeti ráta az évek többségében negatív volt, vagy ha mégis pozitív volt, akkor sem érte el a tőke használati díja által támasztott fedezeti pontot. A makroszintű külső forrásstruktúra hosszú távú fenntarthatósága megkövetelné, hogy a nemzetgazdaság egészével szemben is megfogalmazódjék tőkemegtérülési elvárás, s ne csak annak egyik, kemény költségvetési korlátok között működő, alrendszerében működő gazdasági aktorok aggregált teljesítményével szemben.

A *negyedik hipotézis* szerint a külső adósság és a külföldi működőtőke megtérülési sajátosságai eltérőek, az utóbbi megtérülési teljesítménye nem nyújt fedezetet az előző tőkekötségére. Ennek bizonyításaképpen a dolgozat végigvezette, hogy a tervgazdasági időszak alatt a külső adósság egy része tőkeként hasznosult, megtérülésében azonban főleg nem hatékony beruházási projekteket finanszírozott, másik részét viszont nem tőkeként fektették be, hanem fogyasztást finanszírozott. Az országba érkezett *közvetlen külföldi befektetések tőkeként hasznosultak*, produktív beruházásokat finanszíroztak, exportot generáltak, növelték a termelékenységet és többlet jövedelmezőséget értek el, csakhogy a gazdasági tevékenységek hozadéka fölötti allokálás tulajdonosi döntési hatókörbe tartozik. Ezzel szemben a kilencvenes évektől a vállalati szférán kívül álló aktorok - állam, lakosság, üzleti bankok - fokozódó forrásfelszívása révén az országba beérkező *külföldi adósság nagyrészt nem tőkeként hasznosult*, hanem fogyasztásra (jövedelemfinanszírozásra) fordítódott, illetve lassan megtérülő infrastrukturális beruházásokat finanszíroz, az adósság jövőbeli terheinek viseléséhez így a termelő alap hozamai elégtelenek lehetnek. Ennek következtében az adósságszolgálat viselésének terhe a mindenkori külföldi működőtőke által generált export-potenciálra hárul, melynek Achilles-sarka, hogy szerkezetében nagymértékben koncentrált és nyugati konjunktúra-függő.

A közvetlen külföldi tőkebefektetések profitabilitását növelték azok a proaktív finanszírozási stratégiák, melyeket a Oxelheim és szerzőtársai [2001] a finanszírozási

tényezőkkel bővített OLI-paradigma elemei közül a telephely köré csoportosítottak, nevezetesen a részükre nyújtott adókedvezmények, az alkalmazott transzferárak, a tőkeköltségek csökkentésére való törekvések - melynek egyik eleme, hogy a többi forráshoz képest az alacsonyabb megtérülési követelmények mellett nyújtott tulajdonosi hitelezés megnövekedett -, a hazai vállalatokkal szemben megmutatkozó globális forrásszerzési előnyök és a kedvezőbb hitelképesség.

Szűken értelmezett profitabilitási szempontból, az országba érkezett FDI-állományon elért tulajdonosi összjövedelemből, a tulajdonosi hitelek és a repatriált profit levonása után nem marad akkora rész, ami még a makroszintű külső tőkestruktúrában szereplő másik komponens, a kölcsöntőke használati díját, azaz kamatát fedezné. Tágabb forrásáramlási megközelítésben a külföldi működőtőke által okozott külkereskedelmi mérlegdeficit, a megfizetett tulajdonosi kamat plusz osztalék együttes forráskiáramlási összegét 2001-től már nem ellentételezi az éves bruttó működőtőke-import, amit még tovább súlyosbít a fent említett tanácsadói díjak és licencek nehezen számszerűsíthető kifelé irányuló transzfere.

A tanulmány a vizsgált időszakban a *ötödik hipotézis* keretében az ország eladósodási hajlamát több, finanszírozási jellegű tényezővel igazolta: a külkereskedelmi egyensúlyhiány - néhány év kivételével — szinte permanens finanszírozási igényt támasztott és támaszt napjainkban is, az államháztartási túlelosztás állandósult forrásbevonási szükségletet indukált, a külföldi forrásjuttatóknak fizetett átfogó tőkehasználati díj maga is fokozta az eladósodást, *az ország belső forrásteremtő képessége tehát nem elegendő a modernizációs deficit leküzdéséhez*. A hetvenes évektől kezdve nem a hazai magántulajdon szerves akkumulációján alapuló fejlődés lett a gazdaság motorja, hanem a külföldi forrástulajdonosok által nyújtott friss tőkére alapozott növekedés. *A külső - kölcsöntőke- és részvénytőke-alapú -forrásbevonás főbb mozgatórugói között tehát a növekedéspótlás és produktíviségbeli problémák leküzdése állt és áll ma is.*

A hatodik hipotézis a reálgazdaságon kívüli társadalomgazdasági alrendszerek hatékonyságzavarai köré szerveződött, mely hatással van az eladósodásra és a teljes külső tőkestruktúra átfogó megtérülésének nehézségeire. Ezt az állítást az értekezésben foglalt okfejtések ugyancsak igazolták. A külföldi finanszírozási struktúra a reál- és nem reál-

szféra folyamatainak együttes lenyomata. A kilencvenes évektől a reálgazdaságot jelentős mértékben a külföldi működőtőke látta el forrásokkal, míg az államháztartás külső finanszírozási igényét pedig számottevően a külföldi kölcsöntőke elégítette ki. A külföldi működőtőke hozadéka révén azonban nem képződik akkora diszkrecionális többlet, ami az állam túlköltekezését ellensúlyozná. A társadalomgazdaság reálgazdaságon kívüli alrendszeiben (oktatás, egészségügy, védelem, nyugdíjrendszer, állam- és közigazgatás, környezetgazdaság) véghez nem vitt strukturális modernizáció hiánya miatt egyre nagyobb forrástömeg kell az elmaradt szerkezet fenntartásához. A gyorsuló külső eladósodás a gazdaságon kívüli alrendszerek modernizációs deficitje miatt is történik. Bizonyos határon túl a költségvetésbe centralizált források aránya és tömege a gazdaság versenyképességének romlását idézheti elő. A globalizáció eredményeként kiszélesedett áru- és tőkeáramlás mellett elvesztette jogosultságát a magas adókon és növekvő állami újraelosztáson alapuló gazdaságpolitika.

A hazai gazdasági és társadalmi folyamatokat finanszírozó összítőke gyors növekedése ugyanakkor rámutat a társadalomgazdasági működés sajátos dualitására. A kilencvenes évek elején a reálgazdasági alrendszerben lényegében önfinanszírozó köráram működött, amely a kemény költségvetési korlát elvárásainak megfelelően kitermelte a külföldi működőtőke repatriált profitban és tulajdonosi hitelkamatban megtettesülő igénybevételi díját, s az éves külföldi működőtőke-import finanszírozta a tőkehasználati díjat és a külföldi tulajdonban lévő vállalatok okozta külkereskedelmi deficitet. Ez a tőkemegtérülési és finanszírozási köráram azonban az utóbbi években már nem tekinthető önfinanszírozónak, így maga is adósságeneráló lett. A reálgazdasági köráram nem képes a kormányzati-költségvetési szektor túlelosztási következményeinek kompenzálására, a gazdaságon kívüli alrendszerek modernizációs deficitjének csökkentésére. Az elmúlt másfél évtizedben végbement piac- és versenyképességi alapú hazai modernizáció ellentmondásos voltára mutat rá, hogy igazán piackonform reform és szerkezeti modernizáció csak a reálgazdaságban ment végbe a külföldi működőtőke döntő szerepének köszönhetően, a társadalomgazdaság többi alrendszerében azonban nem.

Felhasznált irodalom

- A magyar gazdaság vargabetűje [1994] szerk: Barát Márta, AULA Kiadó.
- Adam, Christopher S. - David L. Bevan [2005]: Fiscal Deficits and Growth in Developing Countries. *Journal of Public Economics*, No. 89. pp. 571-597.
- Adósság - Tanulmányok adósságunk múltjáról, jelenéről és jövőjéről [1990]. Szerk.: Vigvári András, SZGTI, Budapest.
- Aghion, Philippe - Philippe Bacchetta- Abhijit Banerjee [2004]: Financial Development and the Instability of Open Economies. NBER Working Paper No. 10246.
- Ahmed, Habib - Stephen M. Miller (2000): Crowding-Out and Crowding-In Effects of the Components of Government Expenditure. *Contemporary Economic Policy*, Vol. 18 Issue 1, pp.124-133.
- Aizenman, Joshua [2005]: Opposition to FDI and financial shocks. *Journal of Development Economics*, Volume 77, Issue 2, August, pp. 467-476
- Aizenman, Joshua - Mark M. Spiegel [2002]: Institutional Efficiency, Monitoring Costs, and the Investment Share of FDI. NBER Working Paper No. 9324.
- Albuquerque, Rui - Norman Loayza- Luis Servén [2005]: World market integration through the lens of foreign direct investors. *Journal of International Economics*, Volume 66, Issue 2, July, pp. 267-295
- Albuquerque, Rui [2003]: The composition of international capital flows: risk sharing through foreign direct investment. *Journal of International Economics*, Volume 61, Issue 2, December, pp. 353-383.
- Aliber, Robert Z. [1970]: The Theory of Foreign Direct Investment. In: C.P. Kindleberger (editor): *The International Corporation: A Symposium*. Chapter 1. MIT Press, Cambridge, MA.
- Altomonte, Carlo - Claudia Guagliano [2003]: Comparative study of FDI in Central and Eastern Europe and the Mediterranean. *Economic Systems*, Volume 27, Issue 2, June, pp. 223-246.
- Antal László [2004]: Fenntartható-e a fenntartható növekedés? *Közgazdasági Szemle Alapítvány*, Budapest
- Antalóczy Katalin - Éltes Andrea [2002]: Outward Foreign Direct Investment in Hungary - Motivations and Effects. *Institute for World Economics, Working Papers*, No. 125. April.
- Antalóczy Katalin - Sass Magdolna [2000]: Zöldmezős működőtőke-befektetések Magyarországon: statisztikai becslés, vállalati motivációk, gazdasági hatások. *Külgazdaság*, 44. évf. 10. sz. 4-19. o.
- Antalóczy Katalin - Sass Magdolna [2002]: Magyarország helye a közép-kelet-európai működőtőke-beáramlásban - statisztikai elemzés. *Külgazdaság*, 45. évf. 7-8. sz. 33-53. o.
- Antalóczy Katalin - Sass Magdolna [2003]: Működőtőke-befektetések és a külkereskedelem modernizációja: nemzetközi kitekintés és hazai tapasztalatok. *Külgazdaság*, 47. évf. 12.sz. 4-36. o.
- Antalóczy Katalin - Sass Magdolna [2005]: A külföldi működőtőke-befektetések regionális elhelyezkedése és gazdasági hatásai Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, LII. évf., 494-520. o.
- Árva László [1995]: Külföldi beruházások, fizetésimérleg-egyensúly, adósságtörlesztés. *Közgazdasági Szemle*, XLI. évf., 1147-1156. o.
- Árva László - Ivicz Mihály - Katona Klára - Schlett András [2003]: Globalizáció és külföldi működőtőke-beruházások. *Szent István Társulat*, Budapest.
- Árvai Zsófia - Menczel Péter [2001]: A magyar háztartások megtakarításai 1995 és 2000 között. *Közgazdasági Szemle*, XLVIII. évf., 93-113. o.
- Aubin, Marc [2004]: The Trade, Debt and Finance Nexus - at the Cross-roads of Micro- and Macroeconomics. *WTO Discussion Papers* No. 6.
- Baker, Malcolm - C. Fritz Foley - Jeffrey Wurgler [2004]: The Stock Market and Investment: Evidence from FDI Flows. NBER Working Paper No. 10559
- Bakó Ede [1989]: Konvertibilis viszonylatú hitelfelvételi politikánkról a felszabadulástól napjainkig. *Bankszemle*, XXXIII. évf., 1. szám, 1-13. o.
- Balla Andrea [2005]: Empirikus elemzés a magyar feldolgozóipari vállalatok tőkeszerkezet választásáról. Kézirat.
- Barabás Gyula - Hamecz István - Neményi Judit [1998]: A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése. *MNB Füzetek*. 5 szám.
- Basu, Amab K. - Nancy H, Chau [2005]: A risk-based rationale for two-way capital flows: Why do capital flights and inward foreign direct investments co-exist? *International Review of Economics & Finance*, In Press, Uncorrected Proof, Available online 23 February 2005.

- Bélyácz Iván [1988]: A hazai beruházási irányzatok a nemzetközi összehasonlítások tükrében. Statisztikai Szemle, 66. évf., 11. szám, 1016-1038. o.
- Bélyácz Iván [1999]: A beruházási fordulat. Janus Pannonius Egyetemi Kiadó, Pécs
- Bélyácz Iván [2005]: Characteristics of Corporate Capital Structure Decisions During the Transition Period in Hungary. In Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Discussion Paper Series, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, pp. 59-88.
- Berger, Helge -Paulo Drummond -Eva Jenker -Gerd Schwartz [2003]: Hungary - Selected Issues, IMF Country Report No. 03/125, May.
- Bevan, Alan A. - Saul Estrin [2004]: The determinants of foreign direct investment into European transition economies. Journal of Comparative Economics, Volume 32, Issue 4, December, pp. 775-787.
- Bevan, Alan - Saul Estrin - Klaus Meyer [2004]: Foreign investment location and institutional development in transition economies. International Business Review, Volume 13, Issue 1, February, pp. 43-64.
- Blonigen, Bruce A. -Miao Wang [2004]: Inappropriate Pooling of Wealthy and Poor Countries in Empirical FDI Studies. NBER Working Paper No. 10378.
- Bod Péter Ákos [1995]: A Magyar tőkehiányról és eladósodottságról. Megjelent: Budapest Business Klub Van Alternativa című gazdasági konferenciáján elhangzott előadások. Kód Marketing Kommunikációs Kft. Budapest. 67-98 o.
- Borensztein, Eduardo [1989]: Debt Overhang, Credit Rationing and Investment. IMF Working Paper, WP/89/74.
- Borensztein, Eduardo - Jose De Gregorio - Jong-Wha Lee [1995]: How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? NBER Working Paper No. 5057.
- Borio, Claudio - Frank Packer [2004]: Assessing new perspectives on country risk. BIS Quarterly Review, December, pp.47-65.
- Brenton, Paul - Francesca Di Mauro - Matthias Luecke [1999]: Economic Integration and FDI: An Empirical Analysis of Foreign Investment in the EU and in Central and Eastern Europe. Empirica, Volume 26. No. 2, pp. 92-121.
- Buch, Claudia M. - Robert M. Kokta - Daniel Piazolo [2003]: Foreign direct investment in Europe: Is there redirection from the South to the East? Journal of Comparative Economics, Volume 31, Issue 1, March, pp. 94-109.
- Bulow, Jeremy-Kenneth Rogoff [1989]: Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget. American Economic Review, Vol. 79, No. 1, pp 43-50.
- Bulow, Jeremy -Kenneth Rogoff [1990]: Cleaning up Third World Debt Without Getting Taken to the Cleaners. Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No. 1, Winter, pp 31-42.
- Campos, Nauro F. - Yuko Kinoshita [2002]: Foreign Direct Investment as Technology Transferred: Some Panel Evidence from the Transition Economies. The Manchester School, Vol. 70., No. 3., June, pp. 389-419.
- Carstensen, Kai - Farid Toubal [2004]: Foreign direct investment in Central and Eastern European countries: a dynamic panel analysis. Journal of Comparative Economics, Volume 32, Issue 1, March, pp. 3-22.
- Catao, Luis - Sandeep Kapur [2004]: Missing Link: Volatility and the Debt Intolerance Paradox. IMF Working Paper, WP/04/51.
- Cohen, Daniel [1995]: Large external debt and (slow) domestic growth a theoretical analysis. Journal of Economic Dynamics and Control, Volume 19, Issues 5-7, July-September, pp. 1141-1163.
- Cole, Harold L. - William B. English [1991]: Expropriation and Direct Investment. Journal of International Economics, Volume 30. pp. 201-227.
- Cole, Harold L. - Patrick J. Kehoe [1995]: The Role of Institutions in Repudiation Models of Sovereign Debt. Journal of Monetary Economics, Vol. 35, No. 1, pp. 45-64.
- Cottarelli, Carlo - Curzio Giannini [2002]: Bedfellows, Hostages, or Perfect Strangers? Global Markets and Catalytic Effect of IMF Crisis Lending. IMF Working Paper, WB/02/193.
- Csikós -Nagy Béla [1996]: A XX. század magyar gazdaságpolitikája - Tanulmányok az ezredforduló küszöbén. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Csillag István [2001]: Költségvetési összhangzattan - Diktatúrából a demokráciába? Közgazdasági Szemle, XLVIII. évf., 824-843. o.

- Czerkawski, Krzysztof [1982]: The Indebtedness of Socialist Countries to the West. *Eastern European Economics*, Fall 82, Vol. 21 Issue 1, pp. 77-90.
- Debelle, Guy [2004]: *Macroeconomic Implications of Rising Household Debt*. BIS Working Papers. No. 153. June.
- Dedák István [1998]: Államadósság és gazdasági növekedés. *Közgazdasági Szemle*, XLV évf., 989-1003. o.
- Deichmann, Joel I. - Abdolreza Eshghi - Dominique M. Haughton - Selin Sayek - Nicholas C. Teebagy [2003]: *Foreign Direct Investment in Eurasian Transition States*. *Eastern European Economics*. Vol. 41, No. 1., January-February, pp. 5-34.
- Deshpande, Ashwini [1997]: The debt overhang and the disincentive to invest. *Journal of Development Economics*, Volume 52, Issue 1, February, pp. 169-187
- Diczházi Bertalan [1998]: *A külföldi tőke szerepe a privatizációban*. ÁPV Rt., Budapest.
- Dunning, John [1993 a]: *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Addison-Wesley, Reading, U.K.
- Dunning, John [1993b]: *The Theory of Transnational Corporations*. Volume 1. The United Nations Library on Transnational Corporations. Routledge, U.K.
- Easterly, William R. [2001]: Growth Implosions and Debt Explosions: Do Growth Slowdowns Cause Public Debt Crises? *Contributions to Macroeconomics*, 2001, Vol. 1, Issue 1, pp. 1-27.
- Eaton, Jonathan - Mark Gersovitz [1981]: Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. *Review of Economic Studies*, Volume 48. pp. 289-309.
- Eaton, Jonathan - Mark Gersovitz [1982]: A Theory of Expropriation and Deviations From Perfect Capital Mobility. NBER Working Papers No. 0972.
- Eaton, Jonathan - Mark Gersovitz [1987]: Country Risk and the Organization of International Capital Transfer. NBER Working Paper No. 2204.
- Eaton, Jonathan [1990]: Debt Relief and International Enforcement of Debt Contracts. *Journal of Economic Perspect*. Volume 4. pp. 43-56.
- Eaton, Jonathan [1992]: *Sovereign Debt - A Primer*. World Bank Policy Research Working Paper No 855.
- EBRD [2004]: *Transition Report Update 2004*. London, UK
- EBRD [2000]: *Transition Report*. London, UK.
- Economic Commission for Europe [1991]: *Economic Survey of Europe in 1990-1991*, United Nations Publications, New York.
- ECOSTAT [2004]: *10x10 Gazdasági Trendek - 100 makrogazdasági mutató*. *Gazdaságelemző és Informatikai Intézet*. Időszaki közlemények, XXII. szám.
- Edwards, Sebastian [1990]: Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt-Equity Swaps in Developing Countries. NBER Working Paper No. 3497.
- Ehrlich Éva - Révész Gábor [2001]: A magyar gazdaság a 20. században: Integrációs és dezintegrációs tendenciák. *MTA Világgazdasági Kutatóintézet, Műhelytanulmányok*, 31. szám
- Ehrlich Éva - Szigetvári Tamás [2003]: Transformation and Hungarian Regional Development: Facts, Trends, Dilemmas, and Objectives. *Hungarian Academy of Sciences, Institute for World Economics*. Working Papers, No. 137.
- Eichengreen, Barry [1989]: *The Capital Levy in Theory and Practice*. NBER Working Paper No. 3096.
- Eichengreen, Barry - Albert Fishlow [1998]: *Contending with Capital Flows: What is Different about the 1990's?* Szerk: Miles Kahler, Cornell University Press.
- Eichengreen, Barry - Michael D. Bordo [2002]: *Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization*. NBER Working Paper No. 8716.
- Eichengreen, Barry - Ricardo Hausmann [1999]: *Exchange Rates and Financial Fragility*. NBER Working Papers No. 7418.
- Eichengreen, Barry - Ricardo Hausmann - Ugo Panizza [2003]: *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters*. NBER Working Papers No. 10036.
- Éltető Andrea [1998]: *The Economic Performance of Firms with Foreign Investment in Hungary*. Institute for World Economics Working Paper No. 94.
- Éltető Andrea [1999]: *Külföldi működőtőke hatása a külkereskedelemre négy kis közép-kelet-európai országban*. *Közgazdasági Szemle*, 1999/1 66-80. o.

- Éltető Andrea [2001]: The Competitiveness of Hungarian Industries: A Comparison of Domestically Owned Firms and Foreign-Investment Enterprises in Manufacturing. Institute for World Economics Working Paper No. 118.
- Éltető Andrea [2003a]: Integráció és nemzetközi versenyképesség - A magyar gazdaság esélyei. Institute for World Economics, Working Papers, No. 52. November.
- Éltető Andrea [2003b]: Versenyképesség a közép-kelet-európai külkereskedelemben. Közgazdasági Szemle, 2003/3. 269-281.0.
- Erdős Tibor [2003]: Fenntartható gazdasági növekedés. Akadémiai Kiadó, Budapest
- Evrensel, Ayşe Y. [2004], Lending to developing countries revisited: changing nature of lenders and payment problems. Economic Systems, Volume 28, Issue 3, September, pp. 235-256
- External Financing of the Transition Economies and their Integration into the Global Financial System. [1995] Economic Bulletin for Europe, Vol. 47, pp. 90-105.
- Ferge Zsuzsa - Tausz Katalin [2002]: Social Security in Hungary: A Balance Sheet after Twelve Years. Social Policy and Administration, Vol. 36., No. 2. pp 176-199.
- Fernández-Arias, Eduardo - Ricardo Hausmann [2001]: Is foreign direct investment a safer form of financing? Emerging Markets Review, Volume 2, Issue 1, 1 March, pp. 34-49
- Fernandez-Arias, Eduardo [1996]: The new wave of private capital inflows: Push or pull? Journal of Development Economics, Volume 48, Issue 2, March, pp. 389-418
- Figini, Paolo - Holger Gorg [1999]: Multinational Companies and Wage Inequality in the Host Country: The Case of Ireland. Weltwirtschaftliches Archiv, Volume 134, pp. 594-612.
- Fink, Phillip [2004]: A Hungarian Success Story? Rising Polarisation in Hungary. Translation of: Der Ungarische Musterknabe? Wachsende Polarisierungen in Ungarn. Comparativ: Leipziger Blätter zur Universalgeschichte und Vergleichende Geschichtsforschung 13, 2; 77-101.
- Foster, Michael F. - David Jesuit, Timothy Smeeding [2002]: Regional Poverty and Income Inequality in Central and Eastern Europe: Evidence from the Luxemburg Income Study. LIS Working Papers No. 324. <http://www.lisproject.org/publications/liswps/324.pdf>. Letöltve: 2005-08-19.
- Garibaldi, Pietro - Nada Mora - Ratna Sahay - Jeromin Zettelmeyer [2002]: What Moves Capital to Transition Economies? IMF Working Paper, WP/02/64.
- Gáspár Pál - Mizsei Kálmán [2004]: Hungary: Macroeconomic Gradualism and Structural Shock Therapy - A Country Case Study for the International Policy Conference on Transition Economics. Commissioned by the United Nations of Development Program, May 2004.
- GKM [2002]: Tájékoztató a vállalkozások 2001. évi gazdálkodásának néhány jellemző vonásáról. <http://www.gkm.gov.hu/data/2747/tao2001.pdf>. Letöltve: 2005-08-19.
- GKM [2004a]: A külföldi működőtőke-befektetések Magyarországon. http://www.gkm.gov.hu/data/38090/FDI_helyzetkep_NFT.pdf. Letöltve: 2005-08-14.
- GKM [2004b]: The Hungarian Economy - Current Situation & The Process of Changing Structure. http://www.gkm.gov.hu/data/18058/angol_anyag.doc. Letöltve: 2005-08-14.
- GKM [2004c]: Tájékoztató a vállalkozások 2003. évi gazdálkodásának néhány jellemző vonásáról. <http://www.gkm.gov.hu/data/38089/tao2003.pdf>. Letöltve: 2005-08-14.
- Globerman, Steven - Shapiro, Daniel [2002]: Global Foreign Direct Investment Flows: The Role of Governance Infrastructure. World Development, Volume 30, No. 11, pp. 1899-1919.
- Hamar Judit [2001]: A külföldi és a hazai tőkével működő vállalatok szerepe a magyar iparban. Külgazdaság, 45. évf., árpilis, 4-34. o.
- Harrison, Ann E. - Inessa Love - Margaret S. McMillan [2004]: Global capital flows and financing constraints. Journal of Development Economics, Volume 75, Issue 1, October, pp. 269-301.
- Hausmann, Ricardo - Eduardo Fernández-Arias [2000]: Foreign Direct Investment: Good Cholesterol? Inter-American Development Working Papers, WP-417, March.
- Hausmann, Ricardo - Ugo Panizza [2003]: On the determinants of Original Sin: an empirical investigation. Journal of International Money and Finance, Volume 22, Issue 7, December, pp. 957-990
- Havlik, Peter [2005]: Structural Change, Productivity and Employment in the New EU Member States. WIIW Research Reports, No. 313.
- Hennart, Jean-Francois [1991]: The Transaction Cost Theory of the Multinational Enterprise. In: The Nature of Transnational Firm. Edited by C. Pitelis and S. Sugden, Routledge, London.
- Hoekman, Bernard - Simeon Djankov [1996]: Intra-Industry Trade, FDI and the Re-orientation of East European Trade. CEPR Discussion Paper No. 1377

- Hunya Gábor [2000]: Home Country Patterns of Foreign Direct Investment in Central and East European Countries, Russian and East European Finance and Trade. Vol. 36, No. 2. March-April, pp. 87-104.
- Hunya Gábor - Ingo Geishecker [2005]: Employment Effects of Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe. WIIW Research Reports, No. 321.
- Hymer, S. H. [1960]: International Operations of National Firms. Study of Direct Investment. Ph.D. Thesis. MIT Press.
- Inotai András-Patai Mihály [1991]: Hungarian Debt Management for the Nineties. Institute for World Economy of the Hungarian Academy of Sciences. Budapest.
- International Monetary Fund [2004]: World Economic Outlook: Advancing Structural Reforms. April. Washington, DC
- International Monetary Fund [2005]: World Economic Outlook - Globalization and External Imbalances. April. Washington, DC.
- International Monetary Fund: International Financial Statistics, <http://ifs.apdi.net/imf>
- Itay, Goldstein - Assaf Razin [2005]: Foreign Direct Investment vs. Foreign Portfolio Investment. NBER Working Paper No. 11047.
- Iwasaki, Ichiro [2005]: Foreign Direct Investment and Corporate Restructuring in Hungary. In: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Discussion Paper Series, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, pp. 21-58
- Kalotay Kálmán [2003]: Működőtöké - válságban? Közgazdasági Szemle, L. évf., 35-55. o.
- Kenen, Peter B. [1990]: Organizing Debt Relief: The Need for a New Institution. Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No. 1, Winter, pp 7-18.
- Király Júlia - László Géza [1998]: Megrendszabályozni, szabályozni, vagy liberalizálni: a szabályozás szerepe a pénzügyi rendszerben. Megjelent: A „túlzott központosítástól” az átmenet stratégiájáig - Tanulmányok Kornai Jánosnak. Szerkesztette: Gács János - Köllő János. Közgazdasági és Jogi Kiadó, Budapest. 261-276. o.
- Klein, Thomas M. [1994]: External Debt Management. World Bank Technical Paper No. 245.
- Konrád, Kai A. - Kjell Erik Lommerud [2001]: Foreign direct investment, intra-firm trade and ownership structure. European Economic Review, Volume 45, Issue 3, March, pp. 475-494.
- Kornai János [1996]: Vergődés és remény : Gondolatok a gazdasági stabilizációról és ajóléti állam reformjáról. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó. Budapest
- Kornai János [1997]: Pénzügyi fegyelem és puha költségvetési korlát. Közgazdasági Szemle, november, 940-953 o.
- Kovács Álmos [2002]: A külső források bevonásáról. Megjelent: Modernizáció és jólét a magyar gazdaságban és társadalomban. Magyar Közgazdaságtudományi Társaság 40. Közgazdász vándorgyűlése. Világgazdaság. 60-63 .o.
- Központi Statisztikai Hivatal [2003]: A külföldi működő tőke Magyarországon, 2000-2001. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest
- Központi Statisztikai Hivatal [2005a]: A gazdasági fejlődés regionális különbségei Magyarországon 2004-ben. Debrecen.
- Központi Statisztikai Hivatal [2005b]: Magyarország 2004. Regiszter Kiadó és Nyomda, Budapest.
- Kraay, Aart - Vikram Nehru [2004], When is External Debt Sustainable? The World Bank. Policy Research Working Paper Series: 3200.
- Krkoska, Libor [2001]: Assessing Macroeconomic Vulnerability in Central Europe. Post-Communist Economies, 2001 Vol. 13, Issue 1, pp. 41-55.
- Krugman, Paul [1988]: Financing vs. Forgiving a Debt Overhang, Journal of Development Economics, Volume. 29, Issue 3, November, pp. 253-68
- Krugman, Paul [1991]: Increasing Returns and Economic Geography, Journal of Political Economy, Volume. 99, Issue 3, pp. 483-499.
- Krugman, Paul [1998]: Fire Sale FDI. <http://web.mit.edu/krugman/www/FIRESALE.htm>. Letöltve: 2005-07-24.
- Kruger, Mark - Miguel Messmacher [2004]: Sovereign Debt Defaults and Financing Needs. IMF Working Paper. WP/04/53.
- Külső eladósodás és adósságkezelés Magyarországon [1992], szerk: Dr. Nyers Rezső, MNB Műhelytanulmányok 2.

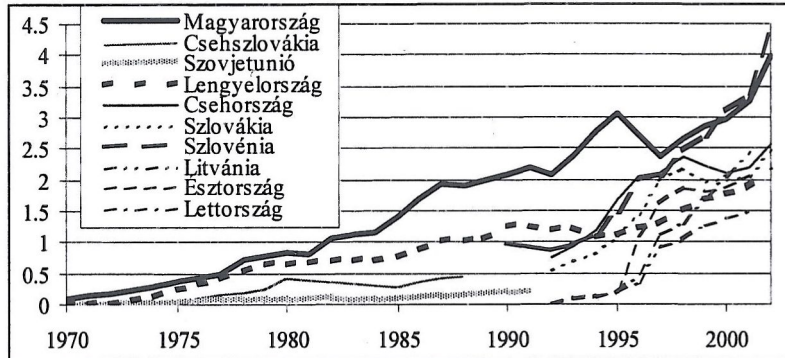
- Lane, Philip R. [2000]: International investment positions: a cross-sectional analysis. *Journal of International Money and Finance*, Volume 19, Issue 4, August, pp. 513-534.
- Lane, Philip R. - Gian Maria Milesi-Ferretti [2000]: External Capital Structure: Theory and Evidence. IMF Working Paper, WP/00/152.
- Lane, Philip R. - Gian Maria Milesi-Ferretti [2001]: The External Wealth of Nations: Measure of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries. *Journal of International Economics*, Volume 55, Issue 2, December, pp. 263-294
- Lavigne, Marie [1987]: External Finance as a Factor of Internal Regulation in Eastern European Economies. *Soviet & Eastern European Foreign Trade*, Summer 87, Vol. 23 Issue 2, pp. 24-36.
- Levy, Amnon - Khorshed Chowdhury [1993]: An Integrative Analysis of External Debt, Capital Accumulation and Production in Latin America, Asia-Pacific and Sub-Saharan Africa. *Journal of Economics & Finance*, Fall 93, Vol. 17 Issue 3, pp. 105-120
- Lipsey, Robert E. [1999]: The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows. NBER Working Paper No. 7094.
- Lipsey, Robert E. [2001]: Foreign Direct Investors in Three Financial Crises. NBER Working Paper No. 8084.
- Loungani, Prakash - Assaf Razin [2001]: How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries? *Finance and Development*, June, Volume 38, No. 2, pp. 6-10.
- Lőrincné Istvánffy Hajna [1992]: Foreign Debt, Debt Management Policy and Implications for Hungary's Development. *Europe-Asia Studies*, Volume 44, No. 6, pp. 997-1013.
- Mahdavi, Saeid [2004]: Shifts in the Composition of Government Spending in Response to External Debt Burden. *World Development*, Volume 32, Issue 7, July, pp. 1139-1157.
- Manzocchi, Stefano [1997]: External Finance and Foreign Debt in Central and Eastern European Countries. IMF Working Paper, WP/97/134.
- Matolcsy György [1998]: *Sokk vagy kevés? Kairosz Kiadó, Budapest.*
- Mészáros Ádám [2004]: A magyarországi közvetlen külföldi működőtőke-beruházások exportenklávé jellege. *Külgazdaság*, 48. évf. 4. sz. 48-58. o.
- Mihályi Péter [1998]: *A magyar privatizáció krónikája, 1989-1997. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.*
- Mihályi Péter [2000]: FDI in Hungary: The Post-Communist Privatization Story Reconsidered. CEU-Economics Working Paper No. 2/2000
- Misun, Jan - Vladimír Tomsik [2002]: Does Foreign Investment Crowd in or Crowds out Domestic Investment? *Eastern European Economics*, Vol. 40., No. 2., March-April pp. 38-56.
- MNB [1992]: *Külső eladósodás és adósságkezelés Magyarországon, szerk: Dr. Nyers Rezső, MNB Műhelytanulmányok 2.*
- MNB [1994]: *Az adósság szolgálat - fizessünk vagy ne fizessünk? MNB Tájékoztatási Főosztály, Budapest*
- MNB [2004]: *Az újrabefektetett jövedelmek elszámolása a fizetési mérleg statisztikákban.*
http://www.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=fm_hatteranyag_2004.
Letöltve: 2005-08-15.
- MNB [2005]: *A közvetlen tőkebefektetés statisztika - Magyarország 1995-2003.*
http://www.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=mukt_hu.
Letöltve: 2005-08-15.
- Modigliani, Franco - Merton H. Miller [1958]: The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. *American Economic Review*.
- Mody, Ashoka - Antu Panini Murshid [2005]: Growing up with capital flows. *Journal of International Economics*, Volume 65, Issue 1, January, pp. 249-266.
- Mody, Ashoka - Assaf Razin - Efraim Sadka [2003]: The Role of Information in Driving FDI Flows: Host-Country Transparency and Source Country Specialization. NBER Working Paper No. 9662.
- Muraközy László [2004]: *Már megint egy rendszerváltás - Történelmi tanulságok és tanulatlanságok, Debreceni Egyetem - Közgazdaságtudományi Kar*
- Nachum, Lilach [1997]: Motivation for Foreign Direct Investment: Implications for FDI in Eastern Europe. *Megjelent: Motivations of Foreign Direct Investment and their Propensity to Exports in the Context of European Integration Process. University of Łódź.*
- Ndikumana, Léonce - James K. Boyce [2003]: Public Debts and Private Assets: Explaining Capital Flight from Sub-Saharan African Countries. *World Development*. Vol. 31. No. 1. pp. 107-130,

- Nyíri Károly [1990]: The Indebtedness Problems of the East European Countries and the Prospects of the East-West Trade. Megjelent: European Integration and East-West Relations. Papers Presented to the Sixth Swiss-Hungarian Roundtable. Edited by Clare Keller, Harriet Matejka, Károly Nyíri. Graduate Institute of International Studies, Geneva, pp. 77-88.
- Oblath Gábor [1992]: Accumulation of Foreign Debt and Macroeconomic Problems of Debt Management: Hungary's Case. COPINT-DATORG. Discussion Papers. February, Budapest.
- Oblath Gábor [1995]: A költségvetési deficit makrogazdasági hatásai Magyarországon. *Külgazdaság*, 7-8. szám, 22-33. o.
- Oblath Gábor [1996]: Külföldi államadósság, magánadósság és tőkebeáramlás - 1. rész. *Külgazdaság*, 12. szám, 4-17. o.
- OECD [1996]: OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Third Edition, Paris, OECD.
- Oszlay András [1999]: Elméletek és tények a külföldi működőtőke-befektetésről. MNB Füzetek 1999/11.
- Oxelheim, Lars - Trond Randey - Arthur Stonehill [2001]: On the treatment of finance-specific factors within the OLI paradigm. *International Business Review*, Volume 10, Issue 4, August, pp. 381-398.
- Palmer, Michael; Kenneth R. Gordon [1985]: External Indebtedness and Debt Servicing Problems of Developing Countries: A Financial Profile of Debt Rescheduling and Non-Rescheduling Countries Prior to Debt Relief. *Columbia Journal of World Business*, Vol. 20 Issue 1, pp. 37-45.
- Pattillo, Catherine - Héléne Poirson - Luca Ricci [2002]: External Debt and Growth. IMF Working Paper, WP/02/69.
- Pattillo, Catherine - Héléne Poirson - Luca Ricci [2004]: What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth? IMF Working Paper, WP/04/15.
- Pescatori, Andrea - Amadou N.R. Sy [2004]: Debt Crisis and the Development of International Capital Markets. IMF Working Paper, WP/04/44.
- Razin, Assaf [2002]: FDI Contribution to Capital Flows and Investment in Capacity. NBER Working Paper No. 9204.
- Razin, Assaf - Efraim Sadka - Chi-Wa Yuen [1997]: Channeling Domestic Savings into Productive Investment Under Asymmetric Information: The Essential Role of Foreign Direct Investment. NBER Working Paper No. 6338.
- Razin, Assaf - Efraim Sadka - Chi-Wa Yuen [1998]: A pecking order of capital inflows and international tax principles. *Journal of International Economics*, Volume 44, Issue 1, 1 February, pp. 45-68
- Razin, Assaf - Efraim Sadka - Chi-Wa Yuen [1999]: Excessive FDI Flows Under Asymmetric Information. NBER Working Paper No. 7400.
- Redmond, Gerry - Paul Kattuman [2001]: Employment Polarization and Inequality in the UK and Hungary. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 25. pp. 467-480.
- Reinhart, Carmen M. - Kenneth S. Rogoff - Miguel A. Savastano [2003]: Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, Issue 1, pp. 1-74.
- Reis, Ana Balcao [2001]: On the welfare effects of foreign investment. *Journal of International Economics*, Volume 54, Issue 2, August, pp. 411-427.
- Rutkowski, Jan J. [2001]: Earnings Mobility During the Transition: The Case of Hungary. *Economic Policy in Transitional Economies*, Vol. 11. No. 1. pp. 69-89.
- Rugman, Alan M. [1980]: A New Theory of the Multinational Enterprise: Internationalization versus internalization. *The Colombia Journal of World Business*. Volume 15. Issue 1.
- Sachs, Jeffrey D. [1982]: LDC Debt in the 1980s. NBER Working Paper No. 861.
- Sachs, Jeffrey D. [1984]: Theoretical Issues in International Borrowing. *Princeton Studies in International Finance* No. 54.
- Sachs, Jeffrey D. [1990]: A Strategy for Efficient Debt Reduction. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 1, Winter, pp 19-29.
- Sachs, Jeffrey D. - Daniel Cohen [1982]: LDC Borrowing with Default Risk. NBER Working Paper No. 925.
- Sass Magdolna [2003]: Versenyképesség és a közvetlen külföldi működőtőke-befektetésekkel kapcsolatos gazdaságpolitikák. *PM Kutatási Füzetek* 3.
- Senhadji, Abdelhak S. [2003]: External shocks and debt accumulation in a small open economy. *Review of Economic Dynamics*, Volume 6, Issue 1, January, pp. 207-239.
- Serres, Alain de - Flórian Pelgrim [2003]: The Decline in Private Saving Rates in the 1990s in OECD countries. *OECD Economic Studies*, No 36, 2003/1.

- Servén, Luis [1997]: Uncertainty, Instability, and Irreversible Investment: Theory and Evidence, Lessons for Africa. World Bank Policy Research Working Paper No. 1722.
- Szanyi Miklós [1997]: Elmélet és gyakorlat a nemzetközi működőtőke-áramlás vizsgálatában. Közgazdasági Szemle, XLIV. évf., 488-508. o.
- Szanyi Miklós [2003]: An FDI-based Development Modell for Hungary-New Challenges? Hungarian Academy of Sciences, Institute of World Economics, Working Papers No. 141.
- Szanyi Miklós [2004a]: State-aid to the Hungarian Manufacturing Sector 1990-2000. Hungarian Academy of Sciences, Institute of World Economics, Working Papers No. 146.
- Szanyi Miklós [2004b]: Külföldi tőke és ágazati versenyképesség. MTA Világgazdasági Kutatóintézet Műhelytanulmányok. 63. szám.
- Szepesi György [2003]: A lakossági vagyon és a pénzügyi közvetítő rendszer. Fejlesztés és finanszírozás, 2003/4. 30-39. o.
- Taylor, Karl - Nigel Driffield [2005]: Wage inequality and the role of multinationals: evidence from UK panel data. Labour Economics, Volume 12, Issue 2, April, pp. 223-249.
- Tóth I. János - Árvai Zsófia [2001]: Likviditási korlát és fogyasztói türelmetlenség. Közgazdasági Szemle, XLVIII. évf., 1009-1038. o.
- Transition Report [2000], EBRD, London, UK
- Tyson, Laura DAndrea [1986]: The Debt Crisis and Adjustment Responses in Eastern Europe: a Comparative Perspective. International Organization, Spring 86, Vol. 40 Issue 2, pp. 239-285.
- UNCTC [1990]: Foreign Direct Investment, Debt and Home Country Policies. UN Center on Transnational Corporations. UNCTC Current Studies. Series A. No. 20. New York.
- UNCTAD [2001]: World Investment Report 2001: Promoting Linkages. United Nations, New York & Geneva
- UNCTAD [2004]: World Investment Report 2004: The Shift Towards Services. United Nations, New York & Geneva
- UNCTAD [2005]: World Investment Report 2005: Transnational Corporations and the Internationalization of R&D. United Nations, New York and Geneva.
- Underwood, John [1992]: Debt Management in a Macroeconomic Context. Megjelent: Managing External Debt in Developing Countries: Proceedings of a Joint Seminar, Jeddah. Edited by Thomas M. Klein, World Bank Discussion Paper No. 155. pp. 177-182.
- Várhegyi Éva [2001]: Külföldi tulajdon a magyar bankrendszerben. Közgazdasági Szemle, XLVIII. évf., 581-598.0.
- Várhegyi Éva [2004]: A magyar bankrendszer átalakulása, működése és jellegzetes vonásai. Akadémiai doktori értekezés.
- Vernon, Raymond [1966]: International Investment and International Trade in the Product Cycle. Quarterly Journal of Economics, Volume 90.
- Viszt Erzsébet - Borsi Balázs [2001]: Structural Changes in the Hungarian Economy and Foreign Trade in 1993-1998. Acta Oeconomica, Vol. 53. No. 3. pp. 385-414.
- Vígvári András [1990]: Adalékok Magyarország 1970-es és 1980-as évekbeli eladósodása történetéhez. Tanszéki kutatócsoport vitaanyag. Budapest. Marx Károly Közgazdaságtudományi Egyetem.
- Webb, Steven B. - Qureshi Zia [1989]: Borrowing, Resource Transfers, and External Shocks to Developing Countries - Historical and Counterfactual. World Bank Policy, Planning and Research Working Papers. No. 235.
- World Bank [2003]: Global Development Finance - Striving for Stability in Development Finance, Washington, DC
- World Bank [2004]: Global Development Finance. Washington, DC.
- World Bank [2005]: Global Development Finance. Washington, DC.
- World Bank [2005]: World Development Indicators. Washington, DC.
- Zloch-Christy, Iliana [1987]: Debt Problems of Eastern Europe. Cambridge University Press. Cambridge.
- Zloch-Christy, Iliana [1991]: East-West Financial Relations - Current Problems and Future Prospects. Cambridge University Press. Cambridge.
- Zoli, Edda [2004]: Credit Rationing in Emerging Economies' Assess to Global Capital Markets. IMF Working Paper. WP/04/70.

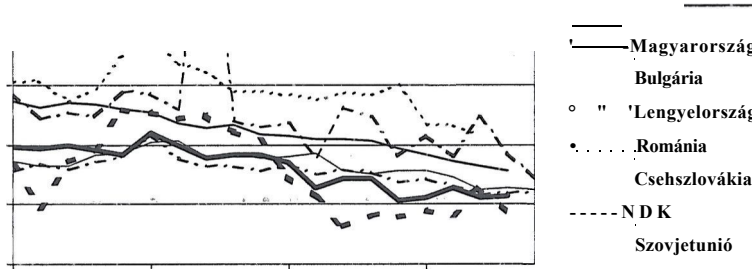
FÜGGELÉK

1. függelék. Egy főre eső bruttó külső adósságállomány Kelet-Európában (ezer dollár)⁶⁷



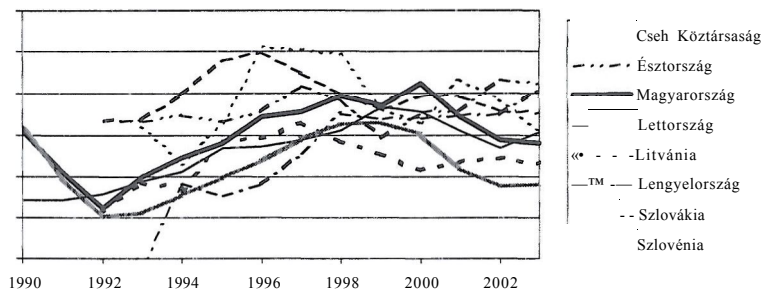
Forrás: Datastream - Vienna Institute for International Economic Studies; Economic Commission for Europe: Economic Survey of Europe in 1990-1991, 250.O.; World Bank: Global Development Fináncé és World Development Indicators; Több forrás alapján saját számítás.

2. függelék. A bruttó állótőkeképzés éves százalékos változása (1970-1989)



Forrás: Economic Commission for Europe: Economic Survey of Europe in 1990-1991, 228. o.

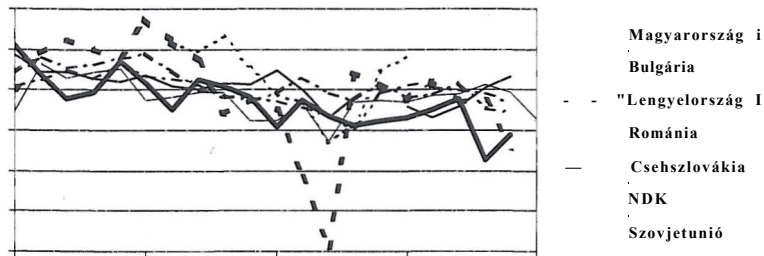
3. függelék. A bruttó felhalmozás a GDP arányában (1990-2003)



Forrás: World Bank - World Development Indicators.

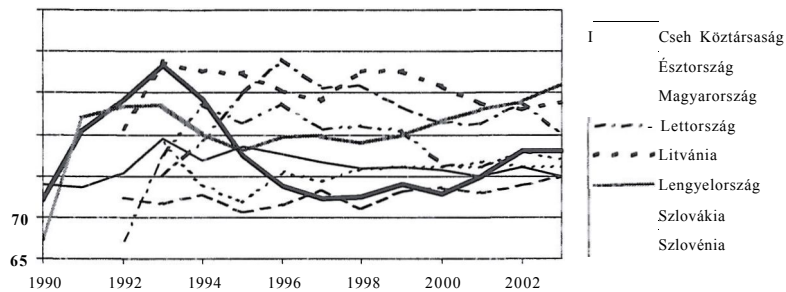
⁶⁷ Néhány országot az ábra az áttekinthetőség érdekében nem tartalmaz.

4. függelék. A fogyasztás éves százalékos változása (1970-1990)



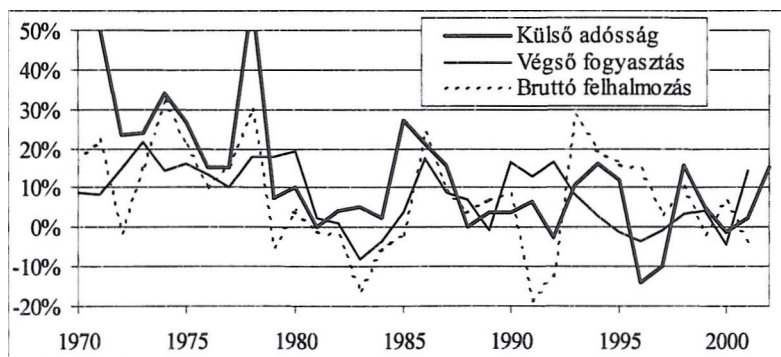
Forrás: Economic Commission for Europe: Economic Survey of Europe in 1990-1991, 222. o.

5. függelék. A végső fogyasztás a GDP arányában (1990-2003)



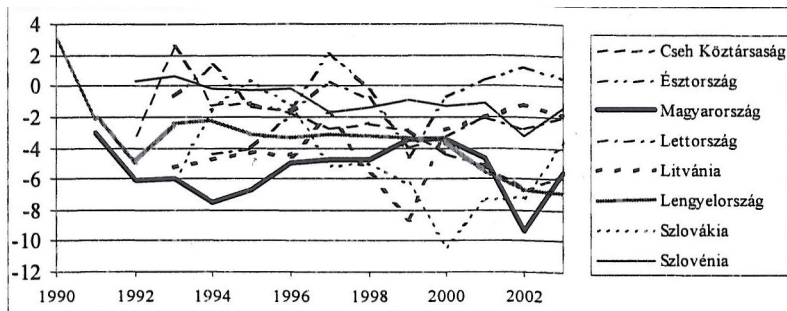
Forrás: World Bank - World Development Indicators.

6. függelék. A külső adósságállomány, a végső fogyasztás és a bruttó felhalmozás százalékos változása Magyarországon (1970-2002)



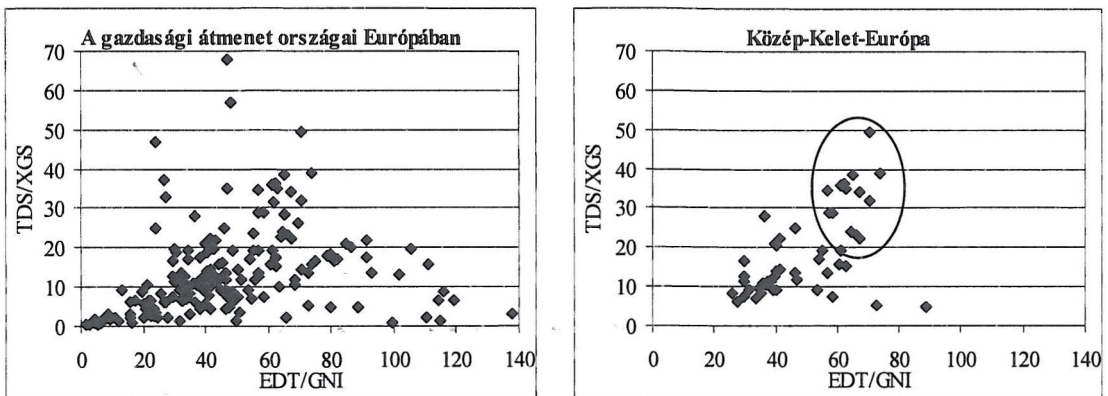
Forrás: Economic Commission for Europe: Economic Survey of Europe in 1990-1991, 250.O.; World Bank: Global Development Financé és World Development Indicators; Több forrás alapján saját számítás.

7. függelék Az államháztartási egyenleg a GDP százalékában (1990-2003)



Forrás: EBRD - Transition Report 2000, 68. o., Transition Report Update 2004, 18. o. A 2003-as államháztartási egyenleg adatok az EBRD becslései.

8. függelék. A külső eladósodottság és az adósságszolgálat viszonya (1990-2003)⁶⁸



Forrás: World Bank - World Development Indicators, Global Development Finance.

Megjegyzés: TDS = teljes adósságszolgálat, XGS = áruk, szolgáltatások exportja és jövedelmek egyenlege. Az ellipszisen belül Magyarország adathalmaza helyezkedik el.

A gazdasági átmenet európai régiójában a magyar szélsőséges értékeket (72-74%-ot) meghaladó adósságszintekhez tartozó alacsonyabb adósságszolgálati mutatók Lengyelország (1990), Bulgária (1991-1994, 1996-2000), Albánia (1992), Oroszország (1999), Szerbia-Montenegró (1999-2001) adathalmazait takarják és az adósság-átütemezés utáni könnyített adósságterhek csökkent exportrészesedését jelzik. Közép-Kelet Európában ennél alacsonyabb eladósodottsági szinthez tartozó alacsony export-arányos adósságteher Lengyelország 1990-1991-es adósság-átütemezésére utal.

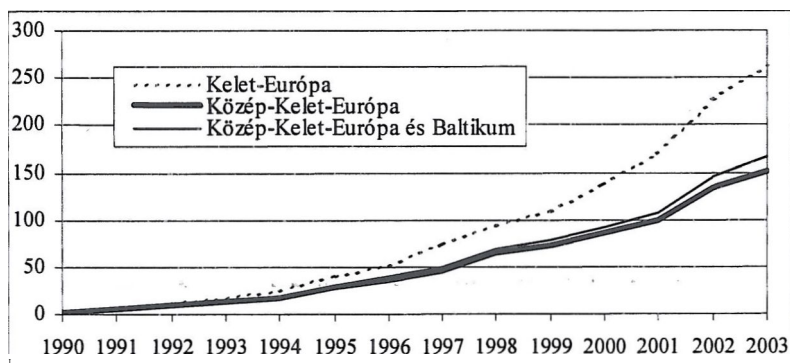
⁶⁸ A világbanki Global Development Finance statisztikák nem tartalmazzák Szlovénia adatait.

9. függelék. Adósság-átütemezések Kelet-Európában

	Adósság-átütemezési megállapodások hivatalos hitelezőkkel (1980-2002)	Kereskedelmi (banki) adósság átütemezése (1980-2002)
Albánia	1993. december	1995. július
Bosznia-Hercegovina	1998. október, 2000. július	1997. december
Bulgária	1991. április, 1992. december, 1994. április	1994. július
Horvátország	1995. március	
Lengyelország	1981. április, 1985. július, 1985. november, 1987. december, 1990. február, 1991. április,	1982. április, 1982. november, 1983. november, 1984. július, 1986. szeptember, 1988. július, 1989. június, 1994. október
Románia	1982. július, 1983. május	1982. december, 1983. június, 1986. szeptember, 1987. szeptember
Oroszország	1993. április, 1994. június, 1995. június, 1996. április, 1999. augusztus	1991. december, 1993. július, 1995. november, 1998. november, 2000. február
Ukrajna	2001. július	1999. július, 2000. február, 2001. március
Jugoszlávia (Szerbia-Montenegró)	1984. május, 1985. május, 1986. május, 1988. július, 2001. november	1983. október, 1984. május, 1985. december, 1988. szeptember

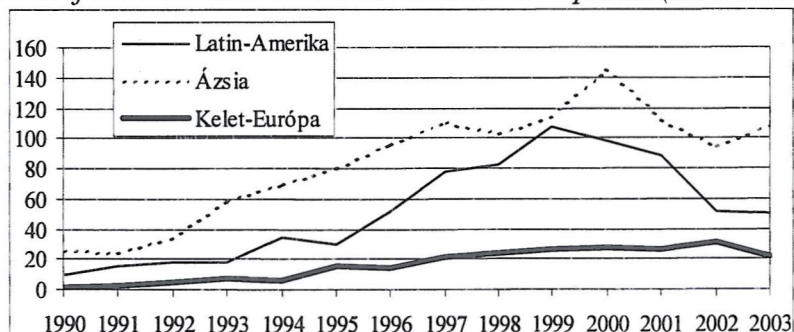
Forrás: Global Development Fináncé 2003, World Bank, 145-153 o., 70-79 o.

10. függelék. A bruttó külföldi működőtőke-állomány Kelet-Európában (milliárd dollár)



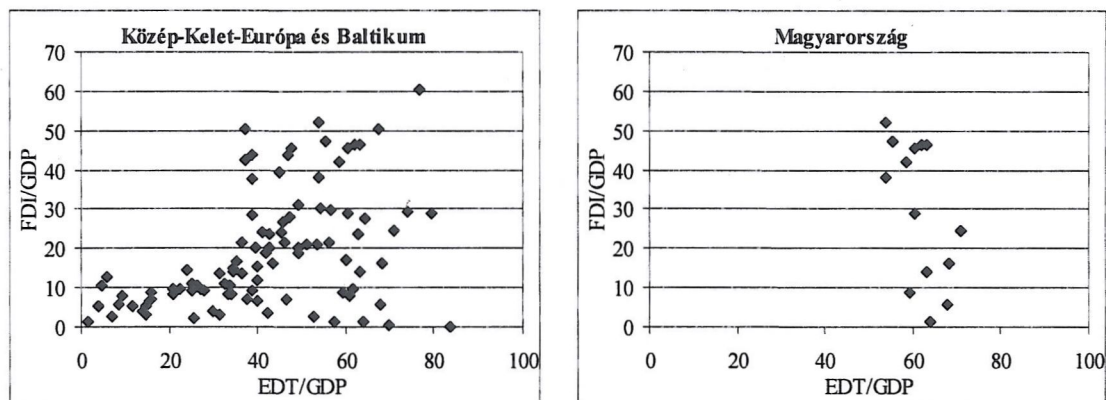
Forrás: UNCTAD

11. függelék. A külföldi működőtőke beáramlás Kelet-Európában (milliárd dollár)



Forrás: UNCTAD

12. függelék. A külső adósságállomány és a kumulált külföldi működőtőke viszonya



Forrás: World Bank - World Development Indicators; UNCTAD - FDI adatbázis. Szlovénia külső adósságállományára: EBRD - Transition Report (több kiadvány). Saját számítás.

Megjegyzés: EDT= külső adósságállomány, FDI= nettó külföldi működőtőke-állomány

Az ábrák az alábbi időszakokat tartalmazzák: Cseh Köztársaság (1992-2003), Szlovák Köztársaság (1993-2003), Lengyelország (1990-2003), Szlovénia (1992-2003), Észtország (1992-2003), Lettország (1993-2003), Litvánia (1992-2003) és Magyarország (1990-2003).

13. függelék. Világbanki kölcsönök projektek finanszírozásában (1983-2000)

Év	VB kölcsön	Teljes költség	Szektor	Projekt
1983	130.4	313.6	Agrár	Gabonatóroló kapacitás, betakarítás utáni veszteség csökkentése
	109.0	309.6	Ipar	Műtrágya és egyéb kemikáliák, energiaracionalizálás
1984	30.0	*30.0	Agrár	Ipari szerkezetátalakítás, exportexpánzió, az MNB fejlesztésfinanszírozási szerepének növelése
	110.0	257.8	Fejlesztés-finanszírozás	
	8.8	*8.8	Ipar	Hazai olaj és gáziparban feltárás, olaj és gázmezők fejlesztése, rehabilitáció
	90.0	519.7	Energia	
1985	80.0	325.2	Agrár	Előállat tenyésztés hatékonysága, exportjövendelmek elősegítése
	47.2	*47.2	Energia	
	73.0	311.5	Ipar	Műtrágya és egyéb kemikáliák, marketing tevékenység, gyógyszeripari termelés
	49.5	*49.5	Ipar	
	75.0	215.5	Közlekedés	Autópálya és vasúti infrastruktúra, energiatakarékosság, konvertibilis export elősegítése
1986	64.0	620.0	Energia	Erőművek (szén), technológiatranszfer
	100.0	317.1	Ipar	Nemzetközi versenyképesség, intézményi reformok, műanyagipar
	25.0	74.0	Ipar	Energiaracionalizálás
1987	100.0	304.8	Agrár	Gépesítés, termőföldjavítás, folyékony műtrágya, export, import-helyettesítés
	150.0	406.8	Ipar	
	70.0	833.1	Távközlés	Magyar Posta fejlesztése, hálózatépítés,
1988	70.0	160.0	Agrár	Mezőgazdasági feldolgozás, piacképesség, termékminőség
	200.0	*200.0	Ipar	Szerkezetátalakítás, hatékonyságnövelés, versenyképesség
	50.0	118.1	Ipar	Technológia-fejlesztés, komputer szektor

Év	VB kölcsön	Teljes költség	Szektor	Projekt
1989	110.0	680.0	Energia	Energiatakarékosság
	140.0	342.8	Ipar	Harmadik ipari szerkezet-átalakítási program, exportorientáció, kisvállalkozás-fejlesztés, munkahelyteremtés
	95.0	250.0	Közlekedés	Vasúti, kamion-, közúti és utas-szállítás, hatékonyságnövelés
1990	100.0	274.0	Agrár	Kis és nagy agrárvállalkozások fejlesztése a magán és állami szférában
	66.0	143.4	Ipar	Vállalati pénzügyi rendszerek fejlesztése: bankrendszer, értékpapír piacok, számviteli és könyvvizsgálói reform
	200.0	*200.0	Nem projekt	Szerkezetátalakítás, fenntartható növekedési ráta, külső hitelképesség javítása, infláció-csökkentés
1991	150.0	339.8	Oktatás	Gazdasági és technológiai versenyképesség
	250.0	*250.0	Nem projekt	A kormány középtávú programjának támogatása, reformok
	150.0	1354.7	Távközlés	MATÁV fejlesztése, hálózatmodernizálás
1992	200.0	*200.0	Közszféra	A kormány vállalat-reformja, privatizáció és reorganizáció, állami vállalatok kormányzásának javítása
1993	100.0	254.5	Agrár	Piaci alkalmazkodás, működési és árazási hatékonyság
	91.0	132.6	Egészségügy	Költséghatékony intervenciók a közegészségügyben, menedzsment-információs rendszerek a kórházakban, menedzsmentképzés
	132.0	201.3	Közszféra	Társadalombiztosítási rendszerek reformja, költségkontrol, új struktúrák
	90.0	161.1	Közlekedés	Autópálya-rehabilitációs munkálatok, közúti biztonság, közúti adminisztráció
1994	100.0	242.5	Energia	Gáztüzelésű egység építése a legalacsonyabb költségű erőmű program keretében
	29.0	55.6	Közszféra	Új információs-technológiai rendszerek, képzések a rendszerek használatához, adó-adminisztráció erősítése, adóbevételek maximalizálása
1995	38.0	67.1	Közlekedés	Városi közlekedési reformok Budapesten

Összesen: 3672.9 10571.7

Év	VB kölcsön	Teljes költség	Szektor	Projekt
1996	0.0			
1997	60.0			Gyorstüzelésű gázturbina projekt
	225.0			Vállalati és pénzügyi szektor átalakítása
	7.8			Közszféra finanszírozási menedzselése
1998	150.0			Felsőoktatási reform
	150.0			Közszféra átalakítás
	36.4			Ifjúság képzése
1999	0.0			
2000	31.6			Önkormányzati szennyvíz projekt

Összesen: 660.8

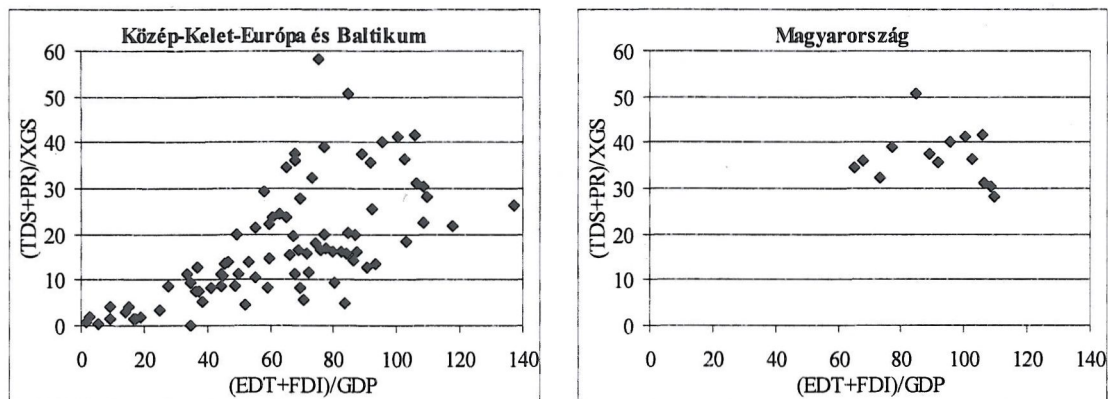
Vég-
összesen: 4333.7

Forrás: World Bank Annual Report 1982-2000 közötti kiadványai. Az összegek saját számítások.

Megjegyzés: 1995 után megváltozott a nyilvántartás, ezért üres két oszlop.

* A csillaggal jelölt számoknál a társfinanszírozási többlet mértéke nem volt megadva, ezért csak a világbanki hitelek állományát vettem bele a teljes költségbe.

14. függelék. Az adósságszolgálat és repatriált profit a tőkeellátottság tükrében



Forrás: World Bank – World Development Indicators, Global Development Finance; UNCTAD. Saját számítás. Megjegyzés: TDS = teljes adósságszolgálat, PR = profit-repatriálás, XGS= áru- és szolgáltatás export plusz viszonzatlan átutalások

15. függelék. A GDP-arányos külső tőkeellátottság Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban

	Cseh-ország	Észt-ország	Magyar-ország	Lett-ország	Litvánia	Lengyel-ország	Szlovákia	Szlovénia
1990	11.4		65.3			83.7	13.0	
1991	37.9		73.3	-2.0		70.3	25.0	17.8
1992	34.6	2.6	67.7	-2.0		59.0	24.7	17.9
1993	36.5	9.1	77.1	1.8	5.5	55.4	27.9	20.1
1994	36.7	15.2	84.6	9.4	14.1	45.4	34.5	22.5
1995	44.8	18.8	95.5	17.3	16.9	46.6	33.8	22.6
1996	48.6	51.9	89.1	38.4	24.8	41.5	44.5	29.2
1997	59.9	69.3	91.6	67.7	44.4	37.4	53.4	32.2
1998	66.3	80.5	106.1	72.1	49.1	49.9	68.7	36.1
1999	67.2	84.2	108.7	77.7	60.6	55.3	71.4	30.8
2000	76.2	90.7	109.5	86.6	62.9	59.5	76.9	43.7
2001	80.0	93.3	100.5	92.1	67.8	57.8	74.4	42.4
2002	87.5	117.8	105.9	103.1	75.4	65.3	84.5	51.6
2003	82.4	137.2	102.5	108.5	72.4	69.4	86.3	47.8

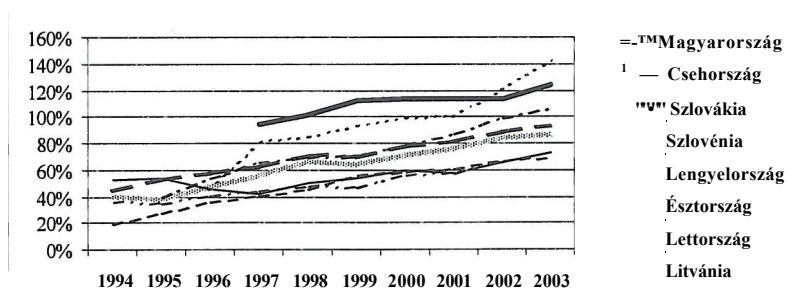
Forrás: World Bank - World Development Indicators; UNCTAD - FDI adatbázis. Szlovénia külső adósságállományára: EBRD - Transition Report (több kiadvány). Saját számítás.

16 függelék. Magyarország nemzetközi pénzügyi pozíciói

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<i>Eszközök</i>	14952	16989	19845	19629	22743	24288	32157	42289
FDI külföldön	647	784	924	1280	1556	2166	3504	4484
Portfolió-befektetések	171	293	367	667	814	931	1115	1569
Részvénybefektetések	32	87	73	221	271	355	425	908
Kötvénybefektetések	139	206	294	447	543	576	690	661
Pénzügyi derivatívok	0	9	880	859	1165	909	1604	2481
Egyéb befektetések	5698	6556	6690	5606	8452	9898	13153	17804
Monetáris hatóságok	32	23	20	75	63	30	1107	23
Kormányzat	657	570	530	469	478	531	418	469
Bankok	2323	3083	3387	2559	4040	3862	5313	6421
Egyéb szektorok	2686	2879	2753	2503	3871	5475	6314	10890
Tartalékok	8437	9348	10983	11217	10755	10383	12780	15951
<i>Kötelezettségek</i>	42987	47827	53873	53010	58653	73854	102930	136764
FDI Magyarországon	17968	20733	23260	22870	27407	36224	48305	60328
Portfolió-befektetések	12408	14558	16955	14812	15691	20910	27793	44013
Részvénybefektetések	2494	2342	4356	2986	2906	3784	5604	12079
Kötvénybefektetések	9914	12217	12599	11825	12786	17126	22189	31935
Pénzügyi derivatívok	450	11	164	276	483	624	2000	2605
Egyéb befektetések	12161	12524	13494	15053	15072	16096	24831	29817
Monetáris hatóságok	1216	1094	1322	1863	1165	574	1240	357
Kormányzat	1635	1380	1532	1246	1167	2118	2806	3216
Bankok	4290	5185	5297	5476	5581	6784	11993	15652
Egyéb szektorok	5019	4866	5343	6468	7159	6620	8792	10592

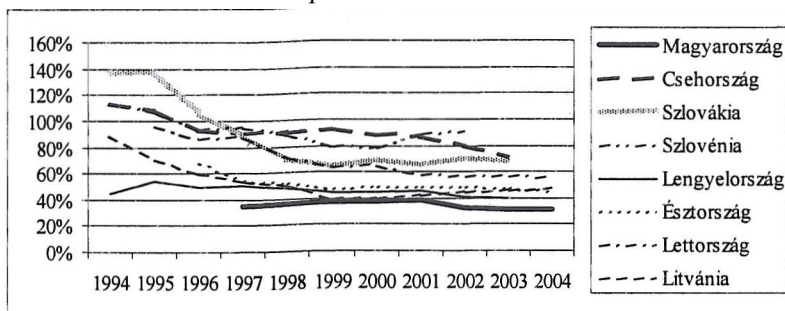
Forrás: IMF International Financial Statistics.

17. függelék, Nemzetközi pénzügyi pozíciók: a GDP-arányos kötelezettségek Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban



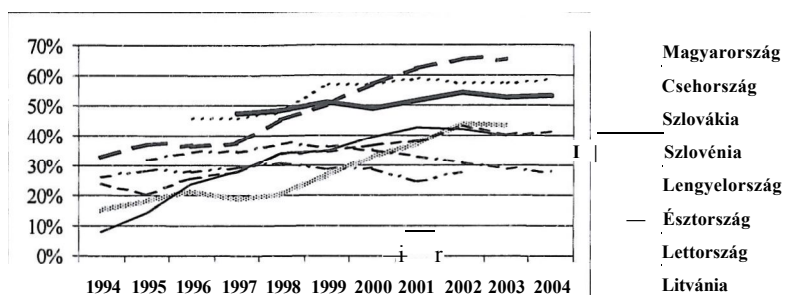
Forrás: IMF International Financial Statistics. World Bank World Development Indicators. Saját számítás.

18. függelék. Nemzetközi pénzügyi pozíciók: eszközök/kötelezettségek arány Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban



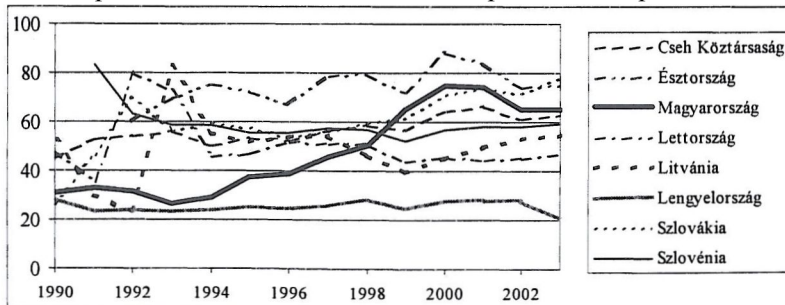
Forrás: IMF International Financial Statistics. Saját számítás.

19. függelék. Részvénytőke-finanszírozás aránya a külső kötelezettségekben Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban



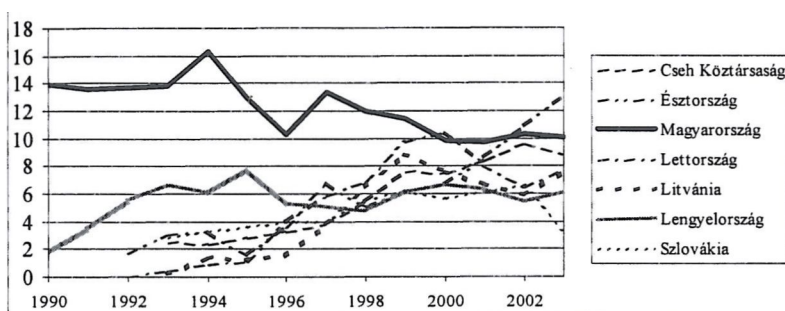
Forrás: IMF International Financial Statistics. Saját számítás. Megjegyzés: a részvénytőke-finanszírozás magában foglalja a külföldi működőtőkét és a portfólió-befektetéseket együttes állományát.

20. függelék. Az export a GDP százalékában Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban



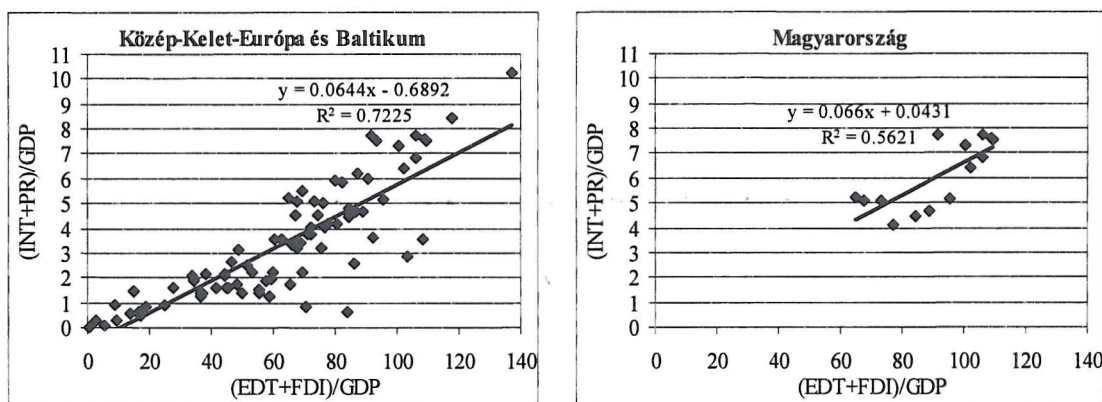
Forrás: World Bank – World Development Indicators. Saját számítás.

21. függelék. A fizetett kamat és osztalék összege az export százalékában Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban



Forrás: World Bank Global Development Finance. Saját számítás.

22. függelék. A GDP-arányos tőkeellátottság és tőkeköltség Közép-Kelet-Európában és a Baltikumban



Forrás: World Bank - World Development Indicators⁶⁹, Global Development Finance; UNCTAD. Saját számítás. Megjegyzés: INT= kamat, PR = repatriált profit.



⁶⁹ Szlovéniáról a Világbank *Global Development Finance* kiadványa nem közöl statisztikákat, így a tőkeköltséggel kapcsolatos ábrák a szlovén adatokat nem tartalmazzák

