

## A fenntartható gazdasági növekedés néhány elméleti és gyakorlati problémája

ERDŐS TIBOR

*A fenntartható növekedés nem jelent egyenletes és recessziók nélküli fejlődést. Ezt kizárja többek között az, hogy a belső és külső egyensúlyi követelményeket nem lehet ex ante biztosítani. A növekedés akkor fenntartható, ha az nem ütközik a növekedési potenciál és a növekedés finanszírozásának korlátaiba. A fenntartható növekedés tehát nem túlfűtött, nem kell kényszerű restrikiót alkalmazni, például azért, mert az állam előzőleg a beruházások vagy az aggregált kereslet erőteljes ösztönzésére törekedett. A fenntartható növekedés kategóriája a kormányzatok körültekintő gazdaságpolitikájának fontosságára hívja fel a figyelmet. A szerző szerint a fenntartható növekedés üteme nálunk 4 és 5 százalék között lehet a következő évek átlagában, elsősorban a finanszírozási korlát miatt.\**

### A fenntartható gazdasági növekedés lényege

Amilyen gyakran kerül szóba a fenntartható növekedés fogalma a gazdaságpolitikai elemzések és viták során, annyi a vele kapcsolatban felmerülő tisztázatlan probléma. Ebben az előadásban néhány olyan elméleti kérdést vizsgálunk meg, amelyeknek jelentősége van a gazdaságpolitikai gyakorlatban is.

A legjobb azzal kezdeni, hogy mit nem helyes a fenntartható gazdasági növekedés fogalmához kapcsolni. Mindenekelőtt két dologra kell felhívni a figyelmet. Először: aligha valószínű, hogy a gazdaságpolitika olyan sikeres lehet, hogy elejét tudja venni a jelentősebb megtorpanások, más szóval recessziók bekövetkezésének. Ebből máris következik, hogy a fenntartható növekedés nem feltételez egyenletes ütemű gazdasági növekedést.<sup>1</sup>

\* Elhangzott a Magyar Tudományos Akadémia IX. osztályának 2000. május 12-én rendezett ülésén.

<sup>1</sup> Ez emlékeztet a szakirodalomban fellelhető kategóriára, az *aranykori növekedési útra*. A gazdaság úgynevezett „aranykori” növekedési pályán van, ha a növekedés egyenletes, a tőke-termelés hányados, a felhalmozási ráta és a profitráta változatlan, és a felhalmozás a növekedési pálya egész hosszában a fogyasztás maximumát teszi lehetővé. Az aranykori növekedési úthoz mint optimális növekedési pályához a „felhalmozás aranszabálya” is hozzátartozik. Az elérhető legnagyobb fogyasztás akkor biztosítható, ha a felhalmozási ráta megegyezik a tőke termelési elaszticitásával. Ekkor ugyanis a felhalmozási ráta további növekedésével az output már nem bővül nagyobb összeggel, mint amekkora a felhalmozás növekménye. A valóságban egyenletes növekedés soha sehol nem valósul meg. A tőke termelési elaszticitásával és a vele egyenlő felhalmozási rátával is elméleti, valamint gyakorlati gondok merülnek fel. Az aranykori növekedési útra, valamint a felhalmozás aranszabályára való hivatkozással a fenntartható gazdasági növekedés egyetlen problémája sem oldható meg. (Az aranykori növekedési útról és a felhalmozás aranszabályáról: *Phelps*, 1966; *Robinson*, 1962; *Mátyás*, 1999; *Erdős T.*, 1986.)

A recessziók nélküli gazdasági növekedés egyebek közt azt feltételezné, hogy a háztartások megtakarításai soha nem haladják meg a vállalatok és az államháztartás együttes hiteligényét. Vagy ha mégis, az exportnak az importot meghaladó része mindig kiegyenlíti azt az értéket a belső árukínálatban, ami megfelel a háztartások megtakarítási többletének. Más szóval, recesszió nélkül valósulna meg a gazdasági növekedés, ha adott árszint mellett soha nem jönne létre kínálati többlet az aggregált kereslettel szemben. Az ilyen gazdasági növekedésre azonban soha nem lehet garancia, ezt a fenntartható gazdasági növekedéstől sem lehet elvárni!

De nem várható el az egyenletes ütemű gazdasági növekedés sem. Nem egyenletes maga a gazdasági növekedés ütemét nagyrészt meghatározó műszaki fejlődés üteme, változó a munkaerő-kínálat növekedési üteme is. A beruházások, melyek a műszaki és a tudományos fejlődést beleplántálják a termelési folyamatba, sok tényező miatt időben változó arányúak; a növekedés üteme ettől függően is hullámzó, akár a kínálat, akár a kereslet oldalát nézzük. A külföldi konjunktúra alakulásától függően folytonosan változik az export növekedési üteme, ami a külkereskedelemmel szemben érzékeny országokban jelentősen változtatja az aggregált kereslet és vele a gazdasági növekedés ütemét. Felmerül a kérdés, van-e értelme ezek után fenntartható gazdasági növekedésről beszélni, hiszen sem a recesszióval szemben, sem egy adott ütem folyamatos fenntarthatóságára nincsen garancia?

Nálunk a fenntartható növekedés fogalmához kimondva vagy kimondatlanul részben a gazdasági növekedés elérhető sebessége társul. E kategória az elérhető átlagos sebességre, növekedési ütemre utal, amelyhez képest a növekedés évi üteme magasabb és alacsonyabb is lehet, közöttük jelentős eltérések lehetségesek. Vagyis nem lehet szó állandósult növekedési ütemről. Az elérhető átlagos növekedési ütemet pedig két tényező határozza be. Az egyik a gazdaság növekedési potenciálja, amely alapján véve a műszaki fejlődés által meghatározott termelékenység növekedési ütemétől és a munkaerő létszámnövekedésének az esetlegességétől függ.<sup>2</sup> Ha a növekedési potenciál mondjuk 5 százalék, a fenntartható növekedés üteme ennél csak átmenetileg lehet nagyobb. Ez bekövetkezhet például akkor, ha vannak kihasználatlan kapacitástartalékok, vagy akkor, ha a beruházások aránya országos szinten jelentősen növekedni kezd. A gyorsabb növekedés hatására azonban a kapacitástartalékok elfogynak, a nagyobb arányú beruházás is csak átmenetileg képes megemelni a termelékenység növekedési ütemét, a tényleges növekedési ütem hamarosan közelít a növekedési potenciálhoz. Nem lehet tehát a növekedési potenciálnál nagyobb ütemet sokáig fenntartani.<sup>3</sup>

Az elérhető átlagos évi növekedési ütemet behatároló másik tényező a gazdasági növekedés *finanszírozhatósága*. A gazdasági növekedés nem valósulhat meg beruházá-

<sup>2</sup> A modern növekedéstudomány sokféle növekedési tényezőt vesz figyelembe. A műszaki fejlődésen kívül például a szakképzettség alakulását, vele a szakmastruktúra változását, a tudományos kutatás hatását, az oktatást, az integráció fejlődését, a skáláhozadékat alakulását, a tőkebefektetések növekedését stb. Ezek növekedési hozzájárulása meggyőzően aligha bontható szét, bizonyos tényezők külön hozzájárulása pedig vitatható. Ezt a problémát itt nem lehet kielégítően tárgyalni, ezért egyszerűsítéshez folyamodunk. Feltételezzük, hogy a szakmai ismeretek fejlődése, a tudományos kutatás, az oktatás végül is jelentkezik a műszaki fejlődésben, illetve ezek idomulnak egymáshoz. Minden tényező hatása jelentkezik a termelékenység emelkedésében – ez egységnyi munkára jutó output növekedésében –, vagyis a termelékenység *átlagos* évi növekedése a létszámnövekedéssel együtt kifejezi a növekedési potenciált.

A növekedés hatásának szétbontására tett kísérletet lásd: *Denison, E.* [1967], [1974], [1980].

<sup>3</sup> Ha a beruházások aránya hirtelen megnő, a korszerűbb technikát megtestesítő berendezések aránya az összes gépi berendezésen belül megemelkedik. Ez valóban gyorsabb termelékenység-növekedéssel jár. De a korszerűbb berendezések aránya nem nőhet állandóan. Másrészt ezt az arány-növekedést a tőkehatékonyság romlása kíséri, ha a beruházások nagyobb arányát nem a technikai fejlődés gyorsulása, vele a növekedési potenciál megemelkedése váltja ki. Ha más nem, a tőkehatékonyságnak ez a romlása akasztja meg a beruházási ráta (a beruházások arányának) további növekedését. (A kérdéstről bővebben lásd: *Erdős T.*, 1986.)

sok nélkül, és ezeket valamilyen forrásból fedezni kell. Zárt gazdaságban a beruházásokat a GDP fogyasztásra fel nem használt részéből kell fedezni, közvetlenül a lakosság, a vállalatok és esetleg az államháztartás megtakarításainak összességéből. Ha e három főszereplő szándékolt megtakarításainak összege kisebb a beruházások nagyságánál, kényszermegtakarítás lép fel, ami áremelkedésben, a lakosság fogyasztásának és reáljövedelmének kényszerű aránycsökkenésében és ezzel együtt a vállalati szektor profitjának és megtakarításának növekedésében jelentkezik. A finanszírozási korlát tehát itt az infláción keresztül fejt ki hatását. Az infláció kedvezőtlen a beruházások számára, s minél gyorsabb az infláció, annál inkább.<sup>4</sup> Arról nem is szólva, hogy az infláció élezi a társadalmi feszültségeket, ami ugyancsak kedvezőtlen a gazdasági növekedés számára. A gazdasági növekedés finanszírozási korlátja még nyilvánvalóbb akkor, ha a kormányzat az infláció megfékezése érdekében restriktív gazdaságpolitikát kezd alkalmazni.

Nyílt gazdaságban a belső, szándékolt megtakarításnál nagyobb beruházás nem vezet szükségképpen inflációra és így kényszermegtakarításra, mert a beruházási igény fedezhető exportot meghaladó importból és ezzel együtt külső megtakarításokból. A gazdasági növekedés finanszírozási korlátja így lehet tágabb, hiszen nem kell a folyó mérlegnek évről évre egyensúlyban lennie. Sőt, ha a tőkemérleget is bekapcsoljuk a vizsgálatba, akár azt is mondhatjuk: huzamosabb ideig lehet a gazdasági növekedés gyorsabb, és ezzel együtt a hazai beruházás nagyobb, mint amennyit a belső megtakarítás megenged. Ekkor nemcsak külső hitelfelvétellel lehet a hazai beruházást finanszírozni, hanem a direkt tőkeimporttal, sőt a külföldi aktorok által végrehajtott portfólióbefektetéseken keresztül is. Úgy tűnik tehát, hogy nyitott gazdaságban a növekedés finanszírozási korlátja sokkal tágabb, mint zárt gazdaságban. Az a következtetés is kézenfekvőnek látszik, hogy ha a növekedési potenciál számértéke magas – melynek nyitott gazdaságban ugyancsak nagyobb a valószínűsége –, akkor itt a fenntartható gazdasági növekedés üteme lényegesen meghaladhatja a zárt gazdaságban elérhető értéket.

A túlzásoktól azonban tartózkodni kell. Valóban biztosít növekedési előnyt a nyitott gazdaság mind a növekedési potenciál nagyságát, mind a növekedés finanszírozhatóságát tekintve. Nyitott gazdaságban élesebb a verseny, ami a technikai fejlődést sokkal inkább segíti, mint gátolja. A direkt tőkeimport a gazdasági növekedést mind kínálati oldalról, mind a finanszírozás oldaláról gyorsítja. De mert a külső eladósodásnak is korlátja van, továbbá mert a direkt tőkeimport idővel a külföldi befektetésekkel termelt profit növekvő arányú repatriálásával jár és a portfólióbefektetések érzékenyen reagálnak a konjunktúra változásaira, valamint a kockázati tényezőkre, kiderül: a gazdasági növekedés finanszírozási korlátja a nyitott gazdaságban is erőteljes. Ha már a direkt tőkeimport kumulált értéke nagy és az ország eladósodott, a finanszírozási korlát a tartósan elérhető növekedést igen mérsékelt üteműre szoríthatja le.

A fentiek alapján a fenntartható gazdasági növekedés tartalmát így lehet megfogalmazni: a növekedés fenntartható, ha sebessége nem haladja meg a növekedési potenciál nagyságát és ha az adott sebességű növekedés finanszírozható. Vagyis a fenntartható növekedés belátható időn belül nem fog belső és külső finanszírozási korlátba ütközni. A fenntartható növekedés nem túlfűtött gazdasági növekedés!

<sup>4</sup> A beruházásokat az egyes vállalatok részben hitelfelvétellel finanszírozzák. De minél gyorsabb az infláció, annál nagyobb a nominális kamatláb, és minél nagyobb az utóbbi, annál nagyobb a felvett beruházási hitel implicit törlesztése. (A nominális kamatlábnak az inflációt kompenzáló része nem más, mint a hitelben felvett tőke visszafizetése az adós részéről.) Ha az implicit törlesztés aránya nő, csökken az érdekelttség a beruházási hitel felvételére, hiszen csökken az adós által ténylegesen hasznosítható tőke aránya a hitelfelvételhez képest. Ez a beruházások korlátozására vezet. (Az implicit tőketörlesztés szerepéről lásd: *Erdős, T.*, 1998.)

Ezzel kapcsolatosan nem kerülhető meg az állam szerepe. A kormányzatok örömmel fogadják, ha a gazdasági növekedés gyorsul. Ezt sok tényező, egyebek közt a foglalkoztatottság javulása, a kedvezőbb politikai légkör, a kormányzó párt(ok) újráválasztási esélyeinek javulása, a növekedés gyorsulásának az államháztartási bevételeket növelő hatása stb. indokolja. De ha a növekedés a gazdaságpolitika miatt túlfűtötté válik, csak ideiglenes gyorsulással, majd azt követően visszaeséssel kell számolni. Ekkor a visszaesés a túl ambiciózus állami gazdaságpolitika következménye. Tipikus esete ennek a költségvetési deficittel végrehajtott keresletösztönzés, ami csak addig lehet eredményes, ameddig vannak tartalékkapacitások. Ennek számos eszköze van, például az állami pénzből fedezett beruházási programok túldimenzionálása, a realitásokat figyelembe nem vevő adócsökkentés, miközben az államháztartás kiadásai fennmaradnak vagy nem igazodnak jól az adócsökkentéshez. Az ilyen döntések a külső finanszírozási forrásokat túlzottan igénybe veszik, mert ekkor a belső megtakarítások elégtelennek bizonyulnak: egyszerre figyelhető meg az államháztartás és a folyó mérleg deficitjének növekedése. A fenntartható növekedés összeegyeztethetetlen az úgynevezett „kettős deficit” kialakulásával, e deficitek nagyságának a GDP-hez viszonyított növekedésével. A fenntartható növekedés fogalma tehát mindenekelőtt a *kormányzat felelősségére* hívja fel a figyelmet: felelős kormányzatnak nem szabad a rövid időszakos előnyök realizálása érdekében a gazdaságot túlfűtötté tenni, vagyis olyan ütemű növekedés megvalósítására törekedni, ami sem a tényleges növekedési tényezőknek, sem a finanszírozási forrásoknak nem felel meg. Ebben és csakis ebben rejlik a fenntartható gazdasági növekedés kategóriájának értelme.

A fenntartható gazdasági növekedésnek tehát kettős korlátja van. Mindig a szűkebb korlát az effektív korlát. Hiába lenne lehetővé nagy növekedési ütemet a növekedési potenciál, ha a finanszírozási források szűkösek. A kormányzat kénytelen lesz restriktiót alkalmazni, a növekedés üteme alacsony lesz.<sup>5</sup> A fordított eset is előfordulhat. A források – legalábbis kezdetben – bőségesek, de a növekedési potenciál a műszaki fejlődés lassúsága miatt alacsony szintű. Ekkor a beruházások növelése a tőke- és beruházáshatékonyság romlására vezet, ami megnyilvánul abban, hogy a csak mérsékelten gyorsuló növekedés meredeken emelkedő beruházási ráta, és növekvő tőke-termelés hányados árán valósítható meg. Ez előbb-utóbb a finanszírozási források kimerülésére vezet, vagyis most is megjelenik a finanszírozási korlát. De most a finanszírozás zavarainak kiváltó oka a növekedési potenciál alacsony színvonala, pontosabban az,

<sup>5</sup> Adott tőkehatékonyság esetén a gyorsabb növekedési ütem nagyobb beruházási rátát követel meg, mint a lassúbb ütem. Másképp nem lehetne a foglalkoztatottság elért arányát fenntartani. Ha a foglalkoztatottság csökkenne, akkor csak a termelékenység növekedési üteme igazodna a műszaki fejlődés üteméhez, a termelés nem. A felszabaduló munkaerőnek ugyanis új munkahelyet kell biztosítani, ami beruházások nélkül nem valósítható meg. Ha a finanszírozási források szűkösek, mert a háztartások megtakarítási rátája túl alacsony és a külső hitelfelvétel növelésére, valamint a külső adósságot nem generáló tőkebeáramlás arányának növelésére nincs lehetőség, a beruházások viszonylag alacsonyak maradnak, és a növekedés üteme elmarad a növekedési potenciáltól.

A különbség a növekedési potenciál és a tényleges növekedési ütem közt nem maradhat fenn sokáig. Ha a gyorsabb növekedésre nincs lehetőség finansziális okok miatt, a műszaki fejlődés üteme lassul. Ekkor már mind a finansziális tényezők, mind a növekedési potenciál a fenntartható növekedés alacsonyabb ütemét írják elő. A kiinduló pont ebben az esetben azonban a beruházások finanszírozási forrásainak szűkössége.

hogy a beruházások tényleges nagysága és aránya nem igazodik a növekedési potenciál és az adott tőke- és beruházáshatékonyság által előírt szinthez.<sup>6</sup>

A fenntartható növekedés tehát a *növekedési potenciálhoz igazodó finanszírozható növekedés*. Ha a növekedés fenntartható, nem kényszerül a gazdaságpolitika restriktív alkalmazni azért, mert a növekedés erőltetése miatt a finanszírozás forrásai szűkösek. Ilyenkor nem jellemzi a gazdaságot a „stop-go” ciklus, a gazdaságpolitika váltakozva nem stimulál és később nem „fog vissza”. De hullámzások megfigyelhetők a fenntartható növekedés folyamatában is, ezek elkerülhetetlenek a számos spontán tényező hatása miatt.

## A fenntartható gazdasági növekedés néhány hazai elméleti problémája

### *A fenntartható növekedés tényleges üteme*

Eltérőek a vélemények arról, mekkora lehet Magyarországon a fenntartható gazdasági növekedés üteme. A becslések 4 és 7 százalék között mozognak. Jelen tanulmány szerzője az ütemet 4 és 5 százalék közé teszi, de valószínűsíti, hogy az inkább a 4 százalék felé közelít. Ez a becslés közel van *Antal Lászlóéhoz*, aki 4–4,5 százalékos ütemet valószínűsít (*Antal L.*, 2000). A saját becslés tehát óvatos.

Az előző pontban olvasható fejtegetések szerint a becsléshez ismerni kellene a növekedési potenciál nagyságát, hiszen ez a fenntartható növekedés ütemének egyik behatároló tényezője. Ennek nagysága közvetlenül nem határozható meg, csak következtetni lehet rá. Itt nem hagyható figyelmen kívül, hogy a GDP növekedési üteme – amióta a hosszan tartó transzformációs válságot követően a növekedés megindult – csak egyetlen évben, 1998-ban volt nagyobb 5 százaléknál. Az ütemek 1996-ban 1,3; 1997-ben 4,6; 1998-ban 5,1 és 1999-ben 4,2 százalékot tettek ki (Budapest Bank, 2000, Kopint-Datorg, 1999/4). Az évenkénti ütemek annak ellenére alacsonyok voltak az optimisták által óhajtott 7 százalékos fenntartható növekedéshez képest, hogy 1996-tól kezdve a hosszan tartó válságot követő gazdasági kibontakozással van dolgunk. De ez a válság sajátos volt, ezt követően nem várható olyan intenzív élénkülés, mint amit megfigyelhetünk egy periodikus válság után. A termelési adatok azt sugallják, hogy a növekedési potenciál nem lehet 4-5 százaléknál gyorsabb. Lehet, persze ennél mégis nagyobb számértékű, ha a másik behatároló tényező, a gazdasági növekedés finanszírozhatósága bizonyul a szűkebb korlátnak. És valóban, a finanszírozási gondok végigkísérik a transzformációs válságot követő gazdasági fejlődésünket.

Finanszírozási gondok felmerülhetnek belföldi és külföldi viszonylatban is. Belföldi vonatkozásban külön figyelmet érdemel az állam eladósodottsága a GDP-hez képest. Az államadósság reálkamattehrei beruházási forrásokat vonnak el. Ha e kamatterher túl nagy, az komoly forráshiányra vezethet. Ha már az államadósság aránya magas szintű,

<sup>6</sup> Itt a következő mélyebb összefüggés kerül előtérbe: a növekedés üteme és a beruházási ráta között a meghatározó tényező az ütem, e mögött a növekedési potenciál áll és nem a beruházás. Ahhoz azonban, hogy az adott nagyságú növekedési potenciál a gazdasági növekedés tényleges ütemében realizálódjék, megfelelő, az ütemhez és az adott tőkehatékonysághoz igazodó beruházási ráta szükséges. Mindez a gyakorlatban azt jelenti, hogy a beruházások arányának növelése egymagában nem vezet a gazdasági növekedés hasonló mértékű felgyorsulásához. Ha ebben tapasztalható gyorsulás, az csupán az adott ütemben fejlődő új technika *terjedési sebességének* növekedésére és a foglalkoztatottság esetleges növekedésére vezethető vissza. A növekedés gyorsulása ilyenkor jóval kisebb mértékű, mint amilyen mértékben a beruházások aránya nő. Ha viszont a növekedési potenciál emelkedik meg, akkor a beruházási rátának arányosan meg kell nőnie, hogy a termelés tényleges üteme a nagyobb növekedési potenciálhoz igazodhasson. Ez a magyarázata annak, hogy azokban az országokban, ahol a növekedés gyors akár jelenleg, akár a múltban, a beruházási ráta is magas vagy az volt. De fordítva, a növekedés üteme nem mindenütt gyors ott, ahol a beruházási ráta magas.

Magyarországon ez mintegy 60 százalékos, fontos feladat, hogy az adósság aránya a GDP-hez képest ne nőjön tovább. Ez annál nagyobb gond, minél nagyobb az adósságot terhelő reálkamatláb. Ha a gazdasági növekedés üteme ennél kisebb, az adósság arányának növekedése csak úgy kerülhető el, hogy az államháztartás elsődleges egyenlegében többletet alakítanak ki. Annál nagyobb arányú többletet, minél jobban lemarad a növekedés üteme a reálkamatláb mögött. Ez a többlet kialakulása idején nehézségeket okoz, hiszen ilyenkor vagy az adóbevételeket kell arányosan növelni, vagy a kiadások reálértékét kell csökkenteni, vagy esetleg mindkét eszközt alkalmazni kell. A többlet kialakulása a maga részéről a növekedés ütemét korlátozza. Még jelentősebbé válhat a korlátozó hatás, ha az államnak az adósság arányának csökkentésére kell törekednie. A hazai 60 százalékos államadósság-arány éppen megfelel ugyan az EU-ba való belépés követelményének, de külön gondot csak akkor nem jelent, ha az államadósságot terhelő reálkamatláb nem lesz tartósabban magasabb a gazdasági növekedés üteménél.<sup>7</sup> Az elsődleges egyenleg arányának növelésére ettől függetlenül is szükség lehet, ami akkor válik világossá, ha a gazdasági növekedést behatároló külső finanszírozási gondokat is figyelembe vesszük.

Nyitott gazdaságban a hazai megtakarításoknak a hazai beruházásokkal nem kell egyenlőnek lenniük. De ha a beruházások országos szinten meghaladják a hazai megtakarítások összegét, a folyó mérleg a beruházásoknak a megtakarításokat meghaladó többletével egyenlő nagyságú passzív egyenleget mutat fel, ami – ha eltekintünk az adósságot nem generáló nettó tőkebeáramlásoktól – a külső adósság növekedésére vezet. Ez nálunk közismerten kényes probléma, mert 1994-re a külső adósságállomány és vele együtt a folyó mérleg passzívuma az ország közeli fizetéseképtelenségével fenyegetett. Ez magyarázza azt a kormányzati célkitűzést, hogy a folyó mérleg passzívuma semmiképpen se haladja meg a nem adóssággeneráló nettó tőkebeáramlás nagyságát, sőt az utóbbihoz képest a folyó mérleg passzívumának inkább kisebbnek kell lennie. Ez azonban a fenntartható gazdasági növekedés számára jelentős finanszírozási korlátot jelent.

Magyarországon 1990 óta a beruházások összege – melyek a háztartások, a vállalati szektor és az állami szektor beruházásait foglalja magában – mindvégig magasabb volt a hazai megtakarítások értékénél. Csak a legutóbbi két évet szemügyre véve azt látjuk az inflációsúrt adatok alapján, hogy a beruházások a GDP 4,2 és 4,3 százalékaival haladták meg a megtakarítások nagyságát, így ilyen arányú külső finanszírozási igény lépett fel.

A megtakarítások összege, illetve aránya nálunk nem tekinthető alacsonynak, hiszen arányuk 25–26 százalék között van a GDP-hez viszonyítva. A megtakarítások aránya a beruházási igényhez képest alacsony! És külön gond, hogy az összes megtakarításokon belül a háztartások megtakarítása mérsékelte, az összes megtakarításoknak kevesebb mint harmada 1998-ban és 1999-ben, míg a vállalati szektor megtakarításai az összesnek közel 60 százalékát tették ki.<sup>8</sup>

A külső finanszírozási igényt egyelőre fedezi az adósságot nem növelő tőkebeáramlás. De számolni kell azzal, hogy a profitrepatriálás ma már az évi direkt tőkebeáramlás számottevő hányadát éri el, a portfólióberuházások pedig, amelyek a külső adósságot nem növelő tőkebeáramlás másik nagy részét teszik ki, szeszélyesen alakulnak. A várakozásokra, a belső és külső kamatláb változásaira, a konjunktúraingadozásokra, a politikai változásokra rendkívül érzékenyen reagálnak, e befektetések jelentős részét hirtelen kivonhatják az országból. Ez a veszéllyel fenyeget, hogy a folyó mérleg deficitje – ami a repatriálás ingadozása miatt hirtelen megnőhet – csak a külső adósság növelésével

<sup>7</sup> Az összefüggés részletesebb kifejtése megtalálható: *Antal, L.* [1999] és *Erdős, T.* [2000] írásaiban.

<sup>8</sup> A bruttó megtakarításról van szó, amelybe beletartozik az értékcsökkenési leírás is, ami nem jövedelem. *Forrás:* NBH [2000].

fedezhető, amit pedig mindenféleképpen tanácsos volna megakadályozni. Ez arra hívja fel a figyelmet: ma a finanszírozási korlát a fenntartható növekedés effektív korlátja Magyarországon!

A finanszírozási korlát jelentőségét többféleképpen is ki lehet emelni. A vállalati hiteligeny rendszerint megnő akkor, ha a növekedés üteme gyorsul, mert ilyenkor a vállalati beruházások növekedési dinamikája erősödik. 1999-ben kisebb volt a vállalati hiteligeny a GDP százalékában kifejezve, mint 1998-ban, mert 1999-ben a növekedés lassúbb, a vállalati beruházások aránya mérsékeltebb volt. Nincsen garancia arra, hogy a vállalati hiteligeny növekedését a bruttó megtakarítási ráta növekedése kísérrje, vagyis a növekedés gyorsulása valószínűleg megemeli a külső finanszírozási igényt. Ez nem egyszerűen megoldható gond, ha a külső adósságot nem növelő tőkebeáramlás imént vázolt problémáit figyelembe vesszük.

A bruttó megtakarítások szerkezetét tekintve megállapítottuk, hogy a háztartások megtakarítási rátája az összes belül feltűnően alacsony. Előfordulhat, hogy ez a megtakarítási ráta nem növekszik a következő években, hanem inkább csökken. Ez részben az előző hosszan tartó pangás és fogyasztáscsökkenés reakciója. A háztartások a pár éve tartó gazdasági növekedést tapasztalva a jövedelmek emelkedésében bíznak, emiatt fogyasztásukat gyorsabban növelik a rendelkezésükre álló jövedelmük emelkedésénél (korábbi felhalmozott megtakarításaik egy részét költik el). Nem véletlen ezért, hogy újabban a háztartási megtakarítási ráta nem növekvő, hanem csökkenő. Nem kedvez a háztartási megtakarításoknak a reálkamatlábak csökkenő trendje sem, ami annak a következménye, hogy az inflációs ráta csökkenése 1998-hoz képest lelassult, sőt megállt, míg a nominális kamatlábak a monetáris szabályozás adottságai következtében számottevő mértékben csökkentek. Igaz ugyan, hogy bizonyos határok között nincs egyenes és határozott összefüggés a reálkamatláb alakulása és a háztartási megtakarítások változása között. De az vitán felül áll, hogy a háztartási megtakarítások növekedésére nem lehet számítani akkor, amikor a reálkamatláb erőteljesen csökkenő irányzatú.<sup>9</sup>

A fenntartható gazdasági növekedés finanszírozási korlátja még világosabbá tehető, ha nemcsak arra gondolunk, hogy ha a tényleges növekedési ütem nagyobb, mint a fenntartható és emiatt az összes beruházások aránya nagyobb, mint az összes megtakarításoké, akkor hiány lép fel a folyó mérlegben. Ilyenkor ugyanis túl nagy a vállalati és állami hiteligeny összege a háztartási megtakarításokkal szemben; a különbséget vagy annak egy részét – elegendő adósságot nem generáló tőkebeáramlás híján – külső hitelfelvétellel kell fedezni. A probléma így is megragadható: a fenntarthatónál nagyobb, feszített növekedési ütemnek megvan a *visszahatása* a belföldi hiteligeny, közvetlenül a vállalati hiteligeny nagyságára. Ismert összefüggés, hogy a növekedési ütem túl gyors emelkedé-

<sup>9</sup> A probléma összefüggésben van a külső és belső nominális kamatlábak kapcsolatával a szabad tőkeáramlás körülményei között. A nominális kamatlábnak igazodnia kell a külföldi nominális kamatlábhoz, figyelembe véve az árfolyam változását és azt, hogy a külföldi pénzbefektető elvár-e kockázatot kompenzáló kamatprémiumot és mekkorát. De a kamatlábnak igazodnia kell a belföldi inflációhoz is. Azaz *kettős kötés* van dolgunk a külső és belső kamatláb kapcsolatában. Bármely kötés sérül, gazdasági zavarok lépnek fel. Nálunk 1999 vége óta a kockázati prémium mértéke erőteljesen esett, emiatt a spekulatív tőkeáramlás felerősödött: túl nagyra bizonyul a magyarországi nominális kamatláb többtele a külföldi kamatlábak felett. Ezt a hazai nominális kamatszint csökkenésével lehet orvosolni, ezért határozta el magát a jegybank a saját kamatlábainak csökkentésére; ezek ugyanis elősegítik a piaci kamatszint csökkenését is. A monetáris politika ezzel a lépéssel figyelembe veszi a belső kamatszint *külső* kötését. Akkor nem volna semmiféle zavar, ha ezzel egy időben az inflációs ráta is esne, a kamatlábesséssel arányos mértékben. De mert az infláció mérséklődése lelassult, a csökkenő nominális kamatlábak túl alacsony reálkamatlábát jelentenek; sérül a hazai kamatszint *belső* kötése. Ez nem tesz jót a háztartások megtakarításainak, melyek amúgy is alacsonyak. A probléma megoldható volna a forint arányos leértékelésével is. De ez a csúszo leértékelés keretében nem járható út, emellett ennek a lépésnek káros következményei is lennének, például az infláció gyorsulása.

se a kereskedelmi mérleg romlásával jár, a feszített, túlhajtott ütem a kereskedelmi mérleg passzívumát vonja maga után. A kereskedelmi mérleg alakulása pedig döntő mértékben befolyásolja a folyó mérleg változását. Ha az ütem túlfeszített, a kereskedelmi és a folyó mérleg is passzív. Az utóbbi egyúttal azt is jelenti: vásárlóerő-elvonás valósul meg a hazai piacról, ami belföld helyett külföldön növeli az aggregált keresletet. Amennyi a folyó mérleg passzívuma, annnyival vagy megközelítőleg annnyival lesz kevesebb a belföldön működő vállalatok egészének árbevétele, vagyis az összes árbevétel ennyivel közelít a költségeik felé. Az összes árbevétel és az összes költség közötti különbség nem más, mint a vállalati szektor profitja. A folyó mérleg passzívuma tehát a saját összegével csökkenti a vállalati szektor profitját. Éppen ezért a vállalati szektor hiteligénye ilyen összeggel nagyobb, mint amekkora a folyó mérleg passzívuma nélkül lenne.<sup>10</sup>

Ebben a megközelítésben lényegében véve közvetlenül jelentkezik a növekedés finanszírozási korlátja. Ha a növekedés túlfeszített, olyan összegű finanszírozási igény jelentkezik, amit nem lehet fedezni a háztartások megtakarításaiból és amelyet esetleg az adósságot nem generáló tőkebeáramlás sem egyenlíthet ki. A folyó mérleg hiányának tényleges alakulása – amely szoros összefüggésben van az összes megtakarítások és beruházások egymáshoz viszonyított arányával és változásával –, valamint az adósságot nem generáló tőkebeáramlásnak a folyó mérleg hiányához mért nagysága azt mutatja: a tényleges növekedési ütem, ami az utóbbi két-három évben 4–5 százalék között van, *nem térhet el lényegesen* a fenntartható növekedés ütemétől, az utóbbi az előbbinél nem lehet számottevően nagyobb. Nagysága ezért tehető 4–5 százalék közé, és a bizonytalanságokat is figyelembe véve – lásd a portfólióbefektetések érzékenységet a gazdasági és politikai változásokkal szemben – inkább a 4, mint az 5 százalékhoz van közel.

Természetesen ha a folyó mérleg adott növekedési ütem mellett romlani kezd, amit a vállalati hiteligény GDP-hez viszonyított arányának növekedése kísér, adott háztartási megtakarításokat feltételezve, a finanszírozási helyzet javítható az államháztartás megtakarításainak növelésével. És az államháztartás jelenleg és az utóbbi 2-3 évben valóban nettó megtakarító, annak ellenére, hogy az utóbbi években is deficitese a teljes államháztartás. Az államháztartás deficitjét ugyanis az utóbbi években az inflációs kamatfizetés okozza. Ez a deficit nem szív el megtakarítást, mert – mivel az inflációs kamatfizetés döntő részét a megtakarítók nem költik el, hiszen ez nem jövedelem – megteremti a saját forrását. Ez a kamat fejében kifizetett pénz a bankoknál, biztosítóintézeteknél stb. leülepszik, és újra felvehető hitelként. Az államháztartás ma már ténylegesen megtakarító, mert beruházást is végrehajt, ami nem fogyasztás és ezért a bruttó megtakarítás része. Emellett az inflációs kamatbevételeket meghaladó bevételei is gyakran nagyobbak, mint a kiadásai a reálkamatterhekkel együtt, de persze az inflációs kamatkiadások nélkül.<sup>11</sup> Az így kiszámítható egyenleg az államháztartás beruházásaival együtt az államháztartás megtakarítása. Ennek aránya 1998-ban 3,5 százalék, 1999-ben 2,6 százalék (NBH, 2000). Nem nagy arány az összes bruttó megtakarításhoz és különösen beruházáshoz viszonyítva, de változásának jelentős szerepe lehet.

<sup>10</sup> Nem pont *akkora* lesz a vállalatok hiteligénye! A vállalati szektor egészének profitját ugyanis más tényezők is befolyásolják *ugyanabban az időben*. Nőhet például az államháztartás költsége és ezzel együtt az államháztartás deficitje. Megváltozhat a lakosság fogyasztási határhajlandósága és ezzel megtakarítása. Ezek is befolyásolják a vállalati szektor árbevételét és annak arányát az összes költségeihez képest. Lehet, hogy emiatt a vállalati szektor profitja és hiteligénye az *előző időszakhoz* képest a folyó mérleg deficitjétől jelentősen eltérő összeggel változik. Ez azonban mit sem változtat azon a tételről, hogy a folyó mérleg egyenlege *mindig a saját összegével járul hozzá* a vállalati szektor profitjának és ezzel hiteligényének változásaihoz. Másképpen, ha a folyó mérleg passzív, az a *maga részéről* növeli a vállalati szektor hiteligényét. Ennyivel nagyobb igény jelentkezik a háztartások megtakarításaival szemben, mint egyébként jelentkezne a folyó mérleg adott összegű passzívuma nélkül.

<sup>11</sup> Vagyis az államháztartás operacionális egyenlege lehet pozitív egyenlegű.

Ha a beruházási hajlandóság magas fokú, akkor a nagyarányú államháztartási megtakarítás kedvező a gazdasági növekedés számára. Ha azonban az adott beruházási ráta mellett növekszik az állami megtakarítás és javul az államháztartás elsődleges és operacionális egyenlege, az az állam részéről megszorító politikával egyértelmű, és növekedést fékező hatása van. Nem mindegy tehát, hogy *nagy vagy éppen növekvő-e* az államháztartás megtakarításainak színvonala, az sem mindegy, hogy *kíséri-e* a növekedését a beruházások arányának emelkedése. Külön gond, hogy az állami megtakarítási ráta emelése nem könnyen végrehajtható feladatot jelent a gazdaságpolitika számára.

### Csatlakozás az EU-hoz és a fenntartható növekedés

Magyarország Európai Unióhoz való csatlakozásának időpontja bizonytalan, könnyen lehet, hogy ez az eredetileg tervezetthez képest évekkel ki fog tolnódni. A csatlakozás költségeinek tekintélyes része már előbb jelentkezik, ezek részben folyó, de jelentős részben fejlesztési-beruházási kiadások. De akár folyó, akár fejlesztési kiadásról lesz szó, ezek mindenképpen feszültséget teremtenek a beruházási igények és a finanszírozási források között. (Minél nagyobbak a pótlólagos folyó költségek, annál nehezebb a beruházási kiadások növelése, hiszen az utóbbiak a folyó költségekkel együtt lejjebb szorítják a fogyasztás hányadát a GDP-n belül. Ez pedig ellenállásba ütközik.)

A csatlakozás költségei tetemesek és elsősorban a környezetvédelmet, a szállítási hálózatot, a határellenőrzési rendszert, a közigazgatás fejlesztését érintik, és további költségei vannak az agrárgazdaság felzárkóztatásának, a jogharmonizációnak és más feladatok teljesítésének. A költségek egy része szigorúan határidőhöz kötött, mint például a környezetvédelem, a határellenőrzés költségei. Csupán a környezetvédelemmel és a szállítási hálózat fejlesztésével kapcsolatos kiadások legalább 6000 milliárd forintot érnek majd el az előzetes becslések szerint, ami az 1999. évi GDP mintegy 50 százalékát teszi ki. A csatlakozás előkészítése és végrehajtása a felhalmozási igényeket a következő években évi 3-5 százalékkal növeli és ehhez jön a folyó költségeknek a felhalmozás növelését megnehezítő hatása. Igaz, hogy a költségek viseléséhez uniós források is felhasználhatók, de naivitás arra számítani, hogy azokat e forrásokból teljesen vagy nagy részben fedezni lehet majd. Mindez azt jelenti, hogy a megtakarítások és beruházások közötti feszültség jelentősen növekedni fog az uniós csatlakozásra való felkészülés során. Külön gond, hogy növekednie kell az államilag finanszírozott beruházásoknak az infrastruktúra fejlesztésének elkerülhetetlen volta miatt. Ezért növekedni fog az állami hiteligeny – főként akkor, ha a költségvetés folyó kiadásainak reálértékét nem sikerül a GDP-nek mintegy 2-3 százalékaival csökkenteni –, ezért a vállalati hiteligenyvel együtt növekszik a felhasználási igény a háztartási megtakarításokkal szemben. Fennáll tehát a veszélye annak, hogy a külső forrásigény jelentősen megnő, és kérdéses, hogy ez rendszeresen fedezhető lesz-e az adósságot nem generáló tőkebeáramlással. Ha nem, akkor aligha tartható fenn a már elért 4-5 százalékos GDP növekedési üteme a külső tartozások reálértékének növekedése nélkül! Arra a következtetésre jutunk, hogy bár az EU-tagság távlatokban a növekedés dinamikájának erősödésére vezet, a most következő időszakban nem várható a GDP növekedési ütemének látványos megnövekedése a növekedés túlfűtöttségének, és ebből következően egy hamarosan kényszerűen alkalmazott restrikciónak a veszélye nélkül.<sup>12</sup>

A bruttó megtakarítások és a beruházások közötti amúgy is meglévő aránytalanság a csatlakozás miatt tehát nő. A megoldás helyes útja a növekedés ütemének visszatartása

<sup>12</sup> Az uniós csatlakozás költségeiről lásd: *Dezséri, K.* [1999] írását.

nélkül a bruttó megtakarítások növekedésének elősegítése. Ezen belül is külön jelentősége van a háztartási megtakarítások alakulásának, hiszen azok aránya alacsony az összes megtakarításon belül, és mert a vállalati szektor meghatározó szerepe az összes megtakarításokon belül feltehetően csökkenni fog. Ott, ahol a feszültség a beruházások és megtakarítások között úgy jelentkezik, hogy emiatt a külső felhalmozási forrásokat növekvő mértékben kell igénybe venni, a megtakarítások növekedésének ösztönzése a megoldás, éppen ez teszi lehetővé a növekedési ütem fenntartását, esetleg növelését.<sup>13</sup>

A megtakarítási hányad növelése, ezen belül a háztartások megtakarításának megemelése távolról sem egyszerű feladat. Mindenekelőtt elméletileg sem teljesen tisztázott, hogy a háztartások megtakarítási rátája hogyan növelhető. E megtakarítások kamatérzékenysége bizonytalan, illetőleg nem különösebben erőteljes, a jövedelmek növekedése és/vagy e növekedéssel kapcsolatos várakozások bizonyos esetekben a háztartások megtakarítási hajlandóságának csökkenésére is vezethetnek. (Ha például a korábbi pangási időszak miatt tetemes arányú az elhalasztott fogyasztás.) A jelenlegi gazdasági körülmények között ráadásul nem is kedvezőek a háztartási megtakarítások növekedésének feltételei.

Ez részben az infláció bentragadásának, illetőleg annak a következménye, hogy a jegybank a monetáris szabályozás jelenlegi adottságai között a nominális kamatszint csökkentésére törekszik (lásd fentebb). Emiatt esik a lakossági megtakarítások után elérhető hozam, és ez biztosan nem tesz jót a lakossági megtakarítások alakulásának. (Ilyen körülmények között a háztartási megtakarítások arányának jelentős növekedése semmiképpen nem várható.) A finanszírozási korláttal tehát komolyan számolni kell. Az EU-csatlakozás – átmenetileg – más módon is korlátozza az elérhető növekedési ütemet.

A csatlakozásnak vannak pénzügyi, monetáris feltételei. A legismertebb nálunk az a követelmény, hogy az infláció üteme ne haladja meg az évi 3 százalékot. Ettől az ütemtől ma még messze vagyunk, az inflációs ráta esése megállt. Ma kétjegyű az infláció. Az euróövezet átlagához képest az inflációs ráta többlete 8 százalékos, három hónapos mozgó átlag alapján számolva. Az inflációt tehát jelentősen és viszonylag gyorsan mérsékelni kell. Az elfogadott és axiómaként kezelt tantételek egyike, hogy az inflációs ráta leszorítása gátolja a növekedés ütemét. Ennek ellenkezőjét tapasztalhattuk 1998-ban, amikor az inflációs ráta nálunk radikálisan esett, míg a növekedés üteme évi átlagban 1997-hez képest emelkedett. (Növekedési ütem: 1977: 4,6 százalék; 1988: 5,1 százalék; fogyasztói árindex: 1977: 18,3 százalék; 1988: 14,3 százalék.) Ennek azonban aligha megismételhető speciális okai voltak: az olajárak zuhanása a világpiacon, mezőgazdasági túltermelés és nyomott agrárárak, a regionális válságjelenségek a világ gazdaságban. Ezeket a tényezőket ismerve újból felmerül a kérdés: sikerül-e majd az inflációt leszorítanunk a gazdasági növekedés fékezése nélkül?

További gond, hogy az államháztartás deficitje nem haladhatja meg a GDP 3 százalékát *ciklusátlagban*. Növekvő gazdaságban ezért a hiánynak 3 százalék *alatt* kell lennie. 1999-ben a hiány 4,4 százalékos volt a teljes államháztartásban. Számolnunk kell a csatlakozásnak az államháztartást terhelő költségeivel is, így a hiány csökkentése 3 százalék alá nehéz feladat. Igaz, az államháztartást alapjában véve az infláció teszi deficitessé – eltekintve esetenként a várható inflációs ráta alulbecsülésétől és ettől függően a tervezett és tényleges államháztartási bevételektől és kiadásoktól –, ezért csökkenése mérsékli a deficit nagyságát. (Az államháztartás inflációs kamatterhei emiatt nagyobb

<sup>13</sup> A beruházások arányának növelése az uniós csatlakozás előkészítése közben nem biztos, hogy a növekedési ütem emelkedésére vezet. Legfeljebb az ütem kismértékű emelkedése következhet be. Ezek a beruházások az infrastruktúrába irányulnak, ahol a növekedési hatás közvetet. Ha ezeket a vállalati beruházások rovására hajtánák végre, mert sem az összes megtakarítás, sem a külső forrásbevonás nem nőne, még a növekedés ütemének csökkenése is előfordulhat.

összeggel csökkennek, mint az egyenleget javító inflációs adó.) De ismét utalni kell a csatlakozással kapcsolatos új kiadásokra (beruházásokra), amelyek az államháztartást terhelik, és arra: vajon tényleg elérhető-e az inflációs ráta jelentős csökkentése a gazdasági növekedés ütemének visszavetése nélkül?

A fenntartható gazdasági növekedéssel kapcsolatos elvárásokat gyakran az óhajok vagy politikai megfontolások vezérlik. A magyar gazdaságot jelenleg nem a piacképes és ki nem használt kapacitások nagy aránya jellemzi. Ezért nem érhető el lényegesen és tartósabban nagyobb ütem a kereslet élénkítésével, jelentkezzen az akár a fogyasztás, akár a beruházások ösztönzésében. A 4 és 5 százalék közé eső növekedési ütem nem kevés, jóval gyorsabb, mint a fejlett országokban elért átlag. Meg kell barátkoznunk az ambiciózus programokhoz képest kisebb ütemmel, ami józan megfontolás alapján nem is kevés.

#### Hivatkozások

- Antal L.* [1999]: Újra fordulóponton a magyar gazdaság? Magyar Külkereskedelmi Bank, Budapest.
- Antal L.* [2000]: Globalizálódó világ – integrálódó Magyarország. Kézirat.
- Budapest Bank [2000]: Makrogazdasági elemzések. Budapest.
- Denison, E.* [1967]: Why Growth Rates Differ. The Brookings Institution. Washington.
- Denison, E.* [1974]: Accounting for the United States Economic Growth. 1929–1969. The Brookings Institution, Washington.
- Denison, E.* [1980]: Accounting for Slower Economic Growth. The United States in the 1970s. The Brookings Institution, Washington.
- Dezséri K.* [1999]: Az uniós csatlakozás költségeiről. *Külgazdaság*, január.
- Erdős T.* [1986]: Növekedési ütem, növekedési pálya. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Erdős T.* [1998]: Infláció. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Erdős T.* [2000]: A fenntartható növekedés egyensúlyi feltételei. I–II. rész. *Közgazdasági Szemle*, február, 101–116. o.; március, 215–230. o.
- KOPINT–DATORG [1999/4]: Konjunktúrajelentés. Budapest.
- Mátyás A.* [1999]: A modern közgazdaságtan története. Aula Kiadó, Budapest.
- NBH [2000]: Quarterly Report on Inflation. National Bank of Hungary, Budapest, március.
- Phelps, E. S.* [1966]: Golden Rules of Economic Growth. W. W. Norton, New York.
- Robinson, J.* [1962]: Essays in the Theory of Economic Growth. MacMillan, London.