

Cansin Kemal Can – Ismail Canöz

Minsky pénzügyi törékenységre vonatkozó hipotézisének alkalmazása Törökország állambáztartására

ÖSSZEFOGLALÓ: E tanulmány Minsky hipotézise alapján vizsgálja Törökország fiskális sebezhetőségének mértékét. Minsky pénzügyi törékenységre vonatkozó hipotézise röviden azt állítja, hogy a stabilitás helyreállítása érdekében a kormány legalább időszakszerűen alkalmazzon fedezeti finanszírozást és anticiklikus politikát. Minsky hipotézise alapján két fiskális törékenységi mutatót számítottunk ki a törökországi állambáztartást jellemző közelmúltbeli trendek vizsgálatához. Megállapításaink szerint a török költségvetési egyensúly romlik, (ultra) Ponzi-finanszírozás irányába halad, amit a fiskális törékenységi index értékeinek jelentős csökkenése támaszt alá. Az eredmények arra utalnak, hogy jelenleg Törökország fiskális teljesítménye fokozatosan romlik, és a jelenlegi fiskális pozíció nem éri el a korábbi években mért szintet. A rosszabbodó költségvetési egyensúly potenciális fiskális válság jele és nyilvánvaló, hogy ezt a trendet haladéktalanul meg kell fordítani megfelelő eszközök segítségével. A kormány rendelkezésére álló lehetséges politikai eszközök: a prociklikus fiskális politika alkalmazásának megszüntetése, a közbizalom erősítése az elsődleges egyenleg növelése révén, átfogó adóreform megvalósítása, a függő kötelezettségek átcsoportosítása, kiadások megfelelő vizsgálata, a pazarlás csökkentése. A nagy számú alternatív fiskális politika ellenére a jelenlegi COVID-19-világjárvány nem kis mértékben akadályozza a költségvetési stabilitással kapcsolatos célzott eredmények elérését.

KULCSSZAVAK: fiskális törékenység, anticiklikus politika, Minsky pénzügyi törékenységre vonatkozó hipotézise, Ponzi, fedezeti finanszírozás

JEL-KÓDOK: E62, G01, H12, H3, H6

DOI: https://doi.org/10.35551/PSZ_2020_4_4

A modern kapitalizmus dinamikáját elsősorban a pénzügyi rendszer mechanizmusai határozzák meg, ezért az ezen a területen tapasztalt minden kedvezőtlen trend gyors ütemben begyűrűzik a gazdaság összes ágazatába. A finanszírozás beruházást eredményez, ugyanakkor a

hitelcsatornán keresztül adósságspirál kialakulását is okozhatja. Azonban szinte elkerülhetetlen, hogy a gazdaságban meglévő szűk keresztmetszetek felszámolása, illetve új beruházások megvalósítása érdekében a gazdaság összes egysege – mint például a vállalkozások és az állam – hitelt vegyen fel a pénzügyi piacon. *Minsky* taxonómiája alapján a gazdasági ingadozások a pénzügyi piacok és az egységek gazdasá-

Levelezési e-cím: kemal.can@medeniyet.edu.tr
smail.canoz@medeniyet.edu.tr

gi tevékenysége összefonódásának az eredménye. A pénzügyi források rendelkezésre állását a gazdaság egészének ciklusai határozzák meg, ugyanakkor a rendelkezésre álló finanszírozást a gazdasági növekedés, illetve recesszió határozza meg. Ezért a pénzügyi mechanizmus rossz működése az egyes gazdasági szereplők törekenységét eredményezi.

Bár Minsky ezt a keretet általánosan, az összes gazdasági egység pénzügyi instabilitásának meghatározására dolgozta ki, azt a későbbiekben kiszélesítették az állami szintre, az államháztartás fiskális sebezhetőségének vizsgálata céljából. Ugyanakkor Minsky maga is állítja, hogy a törekenység csökkentése céljából az állami fiskális politikának anticiklikusnak kell lennie azért, hogy a meglévő finanszírozás egy részének félretételével elkerülhetők a jövőbeli kihívások. Az anticiklikus fiskális politika gyakorlása azonban sok esetben jelentős pénzügyi források felhasználását eredményezi, ami a fejlődő országokban általában nehézséggel jár. A rendkívüli időszakokban – mint például a COVID-19-világjárvány idején – még a fejlett gazdaságoknak is nehéz anticiklikus módon finanszírozni a gazdaságot. A különböző országokban fennáll a pénznyomtatás és a monetáris bázis bővítésének lehetősége, azonban a kormányoknak ezt a politikát csak időszakosan kellene alkalmazniuk, mert ennek is súlyos mellékhatásai vannak. E politika tekintetében azon fejlett gazdaságok, amelyek valutája a nemzetközi forgalomban tartalék- vagyont képvisel, relatív előnyt élveznek, mivel valutájuk nemzetközi likviditással rendelkezik. Ily módon ezt az előnyt kihasználhatják és növelhetik a kibocsátási mennyiséget olyan súlyos mellékhatások nélkül, mint például az infláció.

Minsky szerint az állami költségvetési egyensúlynak időről időre többletet kell mutatnia, továbbá a spekulatív finanszírozás hosszú és egymást követő időszakai a kormányval szembeni gazdasági bizalomvesztéssel járnak,

ami a fejlődő gazdaságokban meghatározó jelentőségű. Ha a gazdasági szereplők bizalma a költségvetési egyensúly jövőbeli irányával és a kormányok fedezeti és spekulatív pozíciók közötti mozgásterének szűkülésével kapcsolatban csökken, az államkötvények iránti kereslet csökken, ami kamatláb-emelkedést és ezáltal fiskális törekenységet, csökkent hitelességet eredményez.

Az utóbbi években Törökországban a fiskális pozíciót ezek a kedvezőtlen feltételek jellemzik. Fokozatosan romlik, csökken a bizalom a fokozódó hitelfelvételi szükséglet, emelkedő kamatlábak és növekvő fiskális sebezhetőség spiráljában. Ezért e tanulmány kifejezett célja Törökország fiskális sebezhetősége mértékének vizsgálata a Minsky pénzügyi törekenységre vonatkozó hipotézis alkalmazásával török adatok felhasználásával. Megállapításainak alapján a török államháztartás jelenleg Ponzi-sémát követ és az ultra-Ponzi-séma felé halad, ami rendkívüli pénzügyi sérülékenységgel jár, és a potenciális nemteljesítés jeleként értelmezhető. Ezenfelül a S&P Törökországot a 'törekeny öt gazdaság' kategóriába sorolta. Ezért a török államháztartás jelenlegi kedvezőtlen feltételei és az eredendő szerkezeti fiskális problémák alapján az ország vizsgálata rendkívül érdekes. E tanulmány úgy járul hozzá a szakirodalomhoz, hogy első alkalommal méri fel Törökország fiskális sebezhetőségét a Minsky pénzügyi törekenységre vonatkozó hipotézise felhasználásával.

E célból a tanulmány a bevezetőt követően négy részre van felosztva.

Az első rész a Minsky hipotézisével kapcsolatos elméleti kérdésekre és az államháztartásra vonatkozó adaptációjára tér ki. A második rész a fiskális sebezhetőségre vonatkozó szakirodalom átfogó áttekintését tartalmazza. A harmadik rész empirikus kérdéseket tárgyal és az államháztartás törekenységi indexének kidolgozásán keresztül bemutatja a módszertant és

a megállapításokat. A záró rész következtetéseket és megjegyzéseket tartalmaz a török fiskális törekenységgel összefüggő kockázatokkal kapcsolatban.

HÁTTÉR

Elméleti háttér

A klasszikus közgazdaságtan azt feltételezi, hogy a gazdaság egy fenntartható rendszer, amely folyamatosan törekszik az egyensúlyra. Bizonyos történelmi események azonban azt igazolták, hogy *Adam Smith* és *Léon Walras* klasszikus alapelvei nem minden esetben érvényesek. Az olyan anomáliák, mint például a pénzügyi válságok és a termelésben, foglalkoztatásban előforduló jelentős ingadozások nem magyarázhatók megfelelően klasszikus elméletekkel (Minsky, 1977; 21). Ebből a szempontból Minsky pénzügyi törekenységre vonatkozó hipotézise *Keynes* A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete című munkája lényegének értelmezése, amely a klasszikus elméletekkel ellentétben az egyensúlyhiányt beépíti az elemzésbe. A Minsky-hipotézis másik forrása *Joseph Schumpeter* *Key*-nek a pénz és a pénzügy hitelalapú magyarázata. E hipotézis elsődleges elméleti érvelése szerint a gazdaság egy kapitalista gazdaság, amely drága tőkeeszközökből és bonyolult pénzügyi rendszerből áll (Minsky, 1992; 1–2). Minsky szerint a pénzügyi törekenységet létrehozó folyamatok természetesen, vagy a Schumpeter szellemében meghatározott gazdasági rendszer szerves részét képezik.

Egyszerűen fogalmazva, Minsky elmélete a beruházás finanszírozási dinamikáján alapul. A beruházások csak akkor bővíthetnek, ha a keresleti ár meghaladja a tőkeeszközök kínálati árát. Ebben az esetben a beruházási döntéshozatal a tőke- és a pénzügyieszköz-portfóliók összetétele határozza meg. Amikor egy gazda-

sági egység pénzügyieszköz-portfóliót hoz létre, egyben adósságszerkezetet is létrehoz. Így egy gazdasági egység pénzbeli nyereséget vár eszközportfóliójának összetétele révén, amint finanszírozásra kerül a beruházása. Másként fogalmazva a beruházástól várt jövedelemnek ellensúlyoznia kell a szervezet fennálló kiadásait, valamint a kamatokat és az értékcsökkenési leírást. A stabilitás szempontjából, ha ezt az érvelést a teljes pénzügyi rendszerre kivetítjük, megállapítható, hogy a befektetők és hitelezők várakozásai közötti egyezőség mértéke határozza meg a pénzügyi rendszerben a pénzügyi törekenységet. A gazdasági egységek várható bevétele és pénzügyi kifizetései közötti különbséget a biztonsági tartalék fejezi ki, és az adott egység gazdasági helyzete az értéktől függően eltér (Ferrari-Filho et al., 2010). Így a finanszírozás összekapcsolja a várható bevételt a kötelező adósságtörlesztéssel. Ahhoz, hogy a gazdasági egység fizetőképes és pénzügyileg biztonságban legyen, az előbbi értékének az utóbbinál magasabbnak kell lennie. Így a bevételekkel kapcsolatos várakozások megnyilvánulását akadályozó minden intézményi vagy ciklikus tényező a pénzügyi sérülékenységgé forrása. Az előzőekben meghatározott biztonsági tartalék mértéke határozza meg a gazdasági szereplő pénzügyi pozíciójának típusait. Minsky taxonómiájában a fiskális törekenységre vonatkozóan három pozíció van: fedezeti, spekulatív és Ponzi, amelyet a következő részben tárgyalunk.

Fogalmi háttér

A 'törekenység' kifejezést elsősorban a közgazdasági szakirodalomban használják a pénzügyi piacok meghatározására. Ez a fogalom a gazdaság állapotához fűződik a ciklikus ingadozásokból, rendkívüli eseményekből és sokkokból eredő gazdasági bizonytalanságok mellett. A szakirodalomban más terminológiát is hasz-

nálnak ugyanazon vagy hasonló negatív gazdasági helyzet meghatározására, de tudományos körökben egyiket sem fogadták el egyhangúan. Például az államháztartásról szóló szakirodalomban gyakran, váltogatva használják ugyanazon fogalom meghatározására a 'fiskális törekenység', 'fiskális sebezhetőség', 'fiskális stressz', illetve 'államháztartási pénzügyi törekenység' kifejezéseket.

A *Hemming és Petrie* (2000) által a fiskális törekenységre javasolt korai meghatározás alapján ez olyan helyzet, amelyben a kormány már nem megfelelő fiskális politikát folytat, illetve nem képes azonnal javítani a politika minőségét. *Brixí et al.* (2000) a fiskális sebezhetőséget a kormány jövőbeli fiskális kockázatok létrehozásával szembeni ellenállóképességeként határozza meg. A szerzők hangsúlyozzák továbbá, hogy a fizetési kötelezettségek növekedésével járó minden államháztartási kiadás hosszú távon túlzott mértékű költségvetési hiányt és államadósságot eredményezhet.

Bár a hipotézis eredeti verziójában (Minsky, 1982) Minsky a 'pénzügyi instabilitás' kifejezést preferálta a 'pénzügyi törekenység' helyett, *Ferrari-Filho et al.* (2010) – az egyik referencia cikkünk – a 'törekenység' kifejezést használták a hipotézis államháztartásra való adaptálása során, így mi is ezt a hagyományt követjük.

A hipotézis technikai és elméleti tárgyalásának megkezdése előtt érdemes a pénzügyi stabilitás szemszögéből meghatározni a gazdasági egységek azon három pénzügyi pozícióját, amelyek a hipotézis eredeti verziójában is szerepeltek. E három fogalom a következő: (1) fedezeti, (2) spekulatív és (3) Ponzi.

Egyrészt 'fedezeti finanszírozást' végez az a gazdasági egység, amely arra számít, hogy a készpénz beáramlásai meghaladják a készpénz kifizetéseit. A fedezeti pozícióban lévő gazdasági egységek könnyen tudják ellensúlyozni a kamatfizetéseket, adósságtörlesztést és folyó

kiadásokat. Ezért ezek az egységek jó biztonsági tartalékkal rendelkeznek. Az adósság összege fokozatosan csökken, és az egységek védve vannak a likviditászáramlásukban előforduló ingadozásokkal szemben. Ily módon hitelfelvételi szükséglet nélkül képesek teljesíteni az említett kötelező kiadásaikat. Másrészt egy spekulatív pozícióban a gazdasági egység készpénzbeáramlása kevesebb, mint bizonyos időszakokban a kötelezettség állománya. Bevételük csak az adósságukat terhelő kamatok fizetésére elegendők. Ugyanakkor nem képesek visszafizetni az adósság tőkeösszegét. Ezért a spekulatív egységek kicsi biztonsági tartalékkal rendelkeznek. Elvileg a gazdasági egységek ezt a pozíciót rövid időszakra veszik fel új beruházási tervek megvalósítására. Ezért az adósságállomány esetleg megnőhet rövid távon, azonban az egységek stabilitásra számítanak hosszú távon. A fedezeti pozícióval ellentétben azonban a fellendülés a gazdasági feltételektől függ. Harmadrészt a Ponzi-pozíciót felvevő gazdasági egységek rendkívül spekulatívak. Ezek a gazdasági egységek nem képesek fedezni a tőketörlesztést, kamatfizetést és folyó kiadásokat, ezért folyamatos hitelfelvételre kényszerülnek (Minsky, 1986; Ferrari-Filho et al., 2010;). Ezenfelül a bevételükkel nem képesek biztonsági tartalékot létrehozni. Biztonsági tartalékot csak meglévő eszközeik forgalmazásával képesek létrehozni. Adósságuk általában tovább duzzad a folyamatosan emelkedő kamatfizetések miatt, ami tovább nehezíti amúgy is sérülékeny helyzetüket.

Minsky szerint az e pozíciók közötti mozgás a gazdaságban előforduló ciklikus ingadozások eredménye. Ha gazdasági fellendülésre kerül sor és további növekedés várható, a vállalkozásokat új beruházásokra ösztönzik, mivel feltételezik, hogy megmarad a jó gazdasági klíma. Mivel a bankok szintén növelni szeretnék bevételüket, széles körben finanszíroznak új beruházásokat, ami a gazdaságot a fedeze-

ti pozícióból a spekulatív pozícióba mozdítja. Amikor azonban a meglévő források kimerülnek, a finanszírozási költségek emelkednek és a hitelkínálat szűkül. A beruházások és bevételek mértéke csökken és a gazdaság a spekulatív pozícióból a Ponzi-finanszírozás felé mozdul. Minsky szerint azonban a fiskális pozíciók közötti ilyen átmenet anticiklikus fiskális politikával megfordítható.

Az államháztartás szempontjából Minsky elmélete a keynesi paradigmán alapul. Az alapján annak a gazdasági ingadozásokat viszonznia kell anticiklikus szakpolitikán keresztül. Minsky szerint az anticiklikus politika alkalmazásának mellőzése fokozott pénzügyi sérülékenységhöz vezethet, amiből gazdasági visszaesés következhet. Úgy véli, hogy a gazdaságnak fedezeti pozícióban kell lennie, amikor a befektetők beindítják a gazdaságot és növekedést hoznak létre. És fordítva, amikor a lehetséges kockázatok jelentős mértékben megnőnek a gazdaságban, a gazdaság spekulatív pozíciók felé halad. A fellendülés idején, a biztonsági tartalék növelése érdekében a kormány tartalékforrásokat halmozhat fel a jövőbeli szűkös pénzügyi források elkerülése céljából. A fedezeti finanszírozás növeli a kormány fiskális pozíciójába vetett bizalmat, ami a kormány hitelessége szempontjából alapvető fontosságú. A nagyobb mértékű hitelesség feltételezi a hitelfelvétel lehetőségét, ha a kormány finanszírozásra szorulna. Ezenfelül a spekulatív és Ponzi-finanszírozással ellentétben, a fedezeti pozícióval nem jár túlzott mértékű hitelfelvétel, ami csökkenti az inflációs nyomást és a kamatlábakat, és ezáltal csökkenti a pénzügyi sérülékenységet jelentős növekedésének valószínűségét.

E három fogalmon túl érdemes még megemlíteni olyan releváns fogalmakat, mint például az 'ultra-Ponzi' és a 'Minsky-pillanat'. Első alkalommal *Argitis* és *Nikolaidi* (2014) használta az ultra-Ponzi kifejezést. A fogalom a kormány azon képességének a hiányát fejezi

ki, hogy fedezetet biztosítson az elsődleges kiadásokra új hitelfelvétel nélkül, és még kevésbé a meglévő adósságra és az azt terhelő kamatra. Az ultra-Ponzi-pozíciót felvevő gazdasági egyesség biztonsági tartaléka a legalacsonyabb szinten van.

A Minsky-pillanat fogalma a 2008-as világválság idején született. A fogalom a spekulatív pozícióból a Ponzi-pozícióba való átmenetet jelenti. Úgy is meghatározható mint a törékenység és stabilitás közötti borotvapenge éles helyzet.

SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS

A kiinduló megközelítés alapján *Baldacci et al.* (2011A) a kilencvenes évek közepével kezdődő időszakra kiterjedően a fiskális fenntarthatóság felmérését szolgáló fiskális stresszindexet dolgoztak ki fejlett és fejlődő gazdaságokra vonatkozóan. Megjegyzik, hogy a fiskális stressz időszakára akkor kerül sor, amikor kifizetetlen államadósság áll fenn, vagy az országra a nemteljesítés kockázata jellemző. A megállapításaik alapján a globális válságot követően a fejlett országokban a pénzügyi stressz a fizetőképességi és finanszírozási szükségletek miatt soha nem látott szintre emelkedett, míg a fejlődő országokban a pénzügyi stressz szintje a fejlett országokéhoz képest alacsonyabb. Ez a szint azonban az összes országban még mindig magasabb, mint a válság előtt volt. *Baldacci et al.* (2011A) kiinduló megközelítésére való hivatkozással *Berti et al.* (2012) úgy vélik, hogy a pénzügyi verseny változói hatékonyabb eszközei a fiskális stressz időben történő megállapításának. Ennek megfelelően olyan összetett mutatót javasolnak, amely mind fiskális, mind pedig pénzügyi versenyváltozókat tartalmaznak. *Durović-Todorović et al.* (2017) a kiinduló megközelítés alapján Szerbia esetében vizsgálják a fiskális stresszt a 2007-től

2014-ig terjedő időszakokra. Az eredmények alapján az államadósság túlzott mértékben haladja meg a küszöbértéket, ami a szerb állami szektor pénzügyi válságára utal.

Baldacci et al. (2011B) két mutatót dolgoztak ki a fiskális törekenység vizsgálatára. Az első a kiinduló megközelítésen alapuló fiskális sebezhetőségi index, a második a szabványosításon alapuló fiskális stresszindex. Az eredmények azt mutatják, hogy a fejlett gazdaságokban mindkét mutató értéke növekedett, míg a válságot követően a feltörekvő gazdaságokban a költségvetési helyzet romlott. A Törökországra, az 1989–2017-es időszakokra vonatkozóan végzett tanulmányban *Canoz, Marufoglu* (2018) fiskális törekenységi indexet használ a Baldacci et al. (2011B) szabványosítási módszerére való hivatkozással. A megállapítások alapján az index helyesen jósolta meg a múltbeli válságokat, és 2015 és 2017 között figyelemre méltó jelleggel mozdult a válság küszöbértéke felé.

Stoian (2011) a fiskális politika sebezhető időszakait említi a 27 uniós tagállamra vonatkozóan az 1970–2012-es időszakban. E célból a szerző a fiskális sebezhetőség értékelésére irányuló új módszertant mutat be a *Fama et al.* (1969) által javasolt eseménytanulmányokon alapuló megközelítésre való hivatkozással. Az eredmények alapján az uniós országok sebezhető fiskális politikát folytattak az adott időszakban. Egy másik tanulmányban *Stoian* (2012) 10 közép- és kelet-európai ország fiskális politikájának sebezhetőségét vizsgálja ugyanezzel a módszerrel az 1996–2010-es időszakokra vonatkozóan. Azt a következtetést vonják le, hogy Bulgária és Észtország kivételével az összes ország fiskális politikája a fiskális stressz által sebezhető.

Stoian et al. (2015) új V-L-D-módszertant dolgoztak ki az uniós országok fiskális politikájának rövid távú sebezhetőségének meghatározására. A módszertan négy kategóriába sorolja a sebezhetőséget, a legalacsonyabb

(1) szinttől a legmagasabb (4) szintig. Az eredmények alapján összesen 310 pénzügyileg sebezhető időszakot állapítottak meg. Ezek közül 128 alacsony sebezhetőségű, 94 közepes sebezhetőségű, 62 magas sebezhetőségű és 26 rendkívül magas sebezhetőségű. *Stoian et al.* (2018) ugyanezzel a módszerrel végeztek vizsgálatot az uniós tagországokra vonatkozóan, a 2004–2013 közötti időszakokra. Megállapították, hogy Görögország, Portugália, Románia, az Egyesült Királyság, Írország, Spanyolország és Szlovénia a pénzügyileg leginkább sebezhető országok. A *Stoian et al.* (2018) V-L-D-módszereire való hivatkozással *Guler* (2018) Törökország fiskális sebezhetőségét vizsgálja az 1990–2013 időszakban. E tanulmányban összehasonlításra kerül a Törökországra kiszámított fiskális sebezhetőségi index az uniós országokéval. Az eredmények alapján Törökország fiskális sebezhetőségi mutatói 2000 után javultak, azonban az egész időszakot tekintve Törökország fiskális sebezhetősége még mindig nagyon magas szinten van.

A Minsky-hipotézis államháztartásra való adaptálásával *Ferrari-Filho et al.* (2010) pénzügyi törekenységi indexet vezet be Brazília állami szektorára vonatkozóan a 2000–2008 időszakban. Megállapítják, hogy Brazíliának spekulatív költségvetési szerkezete volt 2000-tól 2008-ig. Eredményeik arra utalnak, hogy ebben az időszakban nőtt az államadósság és a brazil kormány számára nehézségekkel párosult a fiskális politika. Ehhez hasonlóan *Terra, Ferrari-Filho* (2020) is Minsky hipotézisét alkalmazza a Brazíliára vonatkozó közelmúltbeli tanulmányban. E kutatás egy hosszabb időszakot (2000–2016) ölel fel és az index három verzióját használja Brazília államháztartásának értékelésére. Az eredmények alapján, 2000-tól 2013-ig a brazil kormány spekulatív a finanszírozási igényeit illetően, azonban 2014-től 2016-ig Ponzi-sémát követ. *Nikolaidi* (2014) Minsky hipotézisére való hivatkozással a 2001–2009 időszakra vonatkozóan be-

csüli meg a görög állami szektor pénzügyi törekenységi indexét. Az eredmények alapján a görög állami szektor Ponzi-pozícióban volt 2001 és 2002 között, de az azt követő években már az ultra-Ponzi-pozícióban. Ezenfelül e hipotézis alapján Argitis és Nikolaidi (2014) pénzügyi törekenységi indexet dolgozott ki a görög állami szektorra vonatkozóan az 1998–2012 időszakra. Az index levezetéséhez az állami szektor készpénz-beáramlásai és -kiáramlásai közötti kapcsolatra összpontosítanak. A szerzők kritikával illetik a görög kormányt a kölcsöntörlesztési kötelezettségvállalások teljesítésére és pénzügyi fenntarthatóságának biztosítására irányuló programjainak eredménytelenségét. Az eredmények alapján a görög állami szektor 2003 óta ultra-Ponzi-pozícióban van. Egy másik, szintén Görögországra vonatkozó, ugyanazon hipotézisen alapuló tanulmányban *Beshenov és Rozmainsky* (2015) azt vizsgálja, hogy az állami és magánszféra viselkedése hogyan vezetett az adósságválsághoz. A kutatás állami szektor oldalának vizsgálata során megállapítható, hogy a 2009 után értéküket veszített görög kötvények következtében a hitelfelvételi költségek emelkedésével az ország adósságspirálba került. Ezenfelül a görög kormány által végrehajtott, az adósságspirálból való kilépésre irányuló politika elégtelen volt.

Jędrzejowicz és Kozłowski (2012) Lengyelország fiskális sebezhetőségét értékelik. E célból az államháztartás öt kulcsfontosságú kérdésére összpontosítanak: (1) az államadósság mértéke, (2) az államadósság középtávú dinamikája, (3) az államadósság hosszú távú fenntarthatósága, (4) államadósság-kezelés és állami likviditás és (5) fiskális szabályok és intézmények. E keretek között azt állítják, hogy Lengyelország pénzügyi kockázatokkal szembeni sebezhetősége nagyon korlátozott mértékű volt a 2008–2009 világválság után, és korrigálni kell a halmozódó államadósság mellett a költségvetési egyensúly hiányát.

A TÖRÖK ÁLLAMHÁZTARTÁS POZÍCIÓJÁNAK VIZSGÁLATA MINSKY HIPOTÉZISE ALAPJÁN

Az előző részben foglalt elméleti szempontok figyelembevétele mellett ebben a részben Törökország fiskális szilárdságának közelmúltbeli változásait értékeljük Minsky pénzügyi törekenységre vonatkozó hipotézise szerinti alapvetések alapján. E célból érdemes röviden kitérni a hipotézis alapvető tételeinek meghatározására ahhoz, hogy módszertani alapot adjunk az előző részben körvonalazott elméleti keretnek. Ezenfelül a pénzügyi adatokon alapuló fiskális törekenység méréséhez nélkülözhetetlen olyan alapvető eszköz kidolgozása, amely révén döntési szabály szabványosítható annak analitikai vizsgálatához, hogy egy ország fedezeti, spekulatív vagy Ponzi-finanszírozást folytat-e. Ebben az értelemben Filho et al. (2010) jelentős mértékben járultak hozzá a szakirodalomhoz, mivel a szerzők Minsky pénzügyi törekenységre vonatkozó hipotézisét az államháztartásra adaptálják. Ezért ezt a részt adaptációs módszertan alapján a fiskális törekenységi index formális levezetésével kezdjük.

A fiskális törekenység fogalmának tartalma, a fiskális törekenységi index

Ahhoz, hogy a törekenység szempontjából értékeljük Törökország utóbbi évtizedekbeli fiskális teljesítményét, a fiskális törekenységi index meghatározását alkalmazzuk (Filho et al., 2010), amely Minsky pénzügyi törekenységre vonatkozó taxonómiáján alapul. A megközelítésük jelentős mértékben az államháztartás összes bevételből és kiadásból álló pénzforgalmán alapszik, amit folyó és pénzügyi kiadásokra lehet felosztani. A pénzügyi kiadások kamatfizetésből és adósságtörlesztésből állnak. E fogalmak alkalmazásával Minsky – az előző részben meghatározott – hipotézisének há-

rom pozíciója (fedezeti, spekulatív és Ponzi) a következők szerint adaptálható az államháztartás keretei között.

A fedezeti pozíció, amely garantálja a költségvetési stabilitást készpénzfedezet biztosításával ahhoz, hogy elhárítsa a kiadások váratlan, jelentős emelkedésének és a bevételek hasonló mértékű csökkenésének negatív hatásait, akkor fordul elő, amikor az állami szektor összes bevétele meghaladja a folyó és pénzügyi kiadások összértékét. Filho et al. (2010) tanulmányában formálisan ezzel a képlettel fejezik ki:

$$(T + Rk + Rof) - G > Ga + Gi \quad (1)$$

ahol:

T : adók

Rk : tőkebevétel

Rof : bevétel (egyéb források)

G : folyó kiadások

Ga : pénzügyi értékcsökkenési kiadások

Gi : kamatfizetések

Ugyanezzel a jelöléssel a spekulatív fiskális pozíciót a következők szerint határozzák meg:

$$(T + Rk + Rof) - G < Ga + Gi \quad (2)$$

Ebben az esetben az összes bevétel csak a folyó kiadásokat haladja meg és összege kevés ahhoz, hogy fedezze az állam pénzügyi kiadásait. A fedezeti pozícióval ellentétben a spekulatív pozíció a váratlan pénzügyi nehézségekkel szemben a kormány számára nem biztosítja a biztonsági tartalékot, mivel a bevételek nem képesek maradéktalanul fedezni a kiadásokat. Ezért a spekulatív pozíció arra kényszeríti a kormányt, hogy legalább részben alkalmazzon hitelfelvételi eszközöket, hogy rövid távon elhárítsa a nemteljesítést. Ezenfelül középtávon az adóemelés és kiadáscsökkentés formájában végrehajtott szakpolitikai változtatások elkerülhetlenné válnak a költségvetési szervek részéről, hogy a meglévő spekulatív pozíció egy

megbízhatóbb fedezeti pozíció felé mozduljon, és így elkerülhető legyen az ország költségvetési egyensúlyának esetleges romlása.

A harmadik és legkevésbé kívánatos fiskális pozíció az úgynevezett Ponzi-séma. Ebben a forgatókönyvben a kormány a folyó kiadásokra sem tud fedezetet biztosítani, még kevésbé a pénzügyi kiadásokra. Ennek eredményeképpen a kamatfizetések és adósságtörlesztési kiadások teljesítése leáll, és ezáltal az államadósság felduzzad. Egy ilyen költségvetési helyzetre nyilvánvalóan a fizetéseképtelenség jellemző, ami az állampapír csökkenő hitelessége és a növekedő hitelfelvételi igény miatt folyamatos adósságtörlesztésigényel. A Ponzi fiskális pozíció azáltal veszélyezteti az általános gazdasági stabilitást, hogy kiszorítja a magánberuházásokat és 'ördögi kört' hoz létre magasabb hitelfelvételi igénnyel, magasabb kamatlábakkal, az adósságfinanszírozás magasabb költségével és magasabb adókkal. Ezt a folyamatot végül túlzott eladósodás követi, ami fékezi az új befektetői és fogyasztói aktivitást, mivel egyértelmű, hogy a jövőbeli elsődleges egyenleg egyedüli haszonélvezői a meglévő hitelezők lesznek. Ezenfelül az adósság szint szakadatlanul növekszik, az államháztartás fiskális mozgásteret szűkül és következképpen a kormány egy előre nem látható gazdasági visszaesés esetén nem rendelkezik megfelelő volumenű finanszírozással. Filho et al. (2010) formálisan a következők szerint határozzák meg ezt a pozíciót:

$$(T + Rk + Rof) - (p)G > (1-p)G + Ga + Gi \quad (3)$$

ahol p a folyó kiadások állami bevételekkel fedezett részét jelöli. E képlet szerint a Ponzi-pozíció rendkívüli módon korlátozza a fiskális mozgásteret és a kormány a folyó kiadások csak kötelező részét tudja finanszírozni, de nem képes fedezni a pénzügyi kötelezettségeket, mint például a kamatfizetést és adósságtörlesztést, ami a gazdaság potenciális fizetéseképtelenségét jelzi.

A gazdaság körülményeitől függően az ország fiskális pozíciója e három pozíció valamelyikében nyilvánul meg. Az államháztartási gazdálkodásban előforduló hiányosságok, nemzetközi válságok, világiárványok, a gazdasági környezet stb. mind meghatározzák a fiskális törekenység mértékét, ami az előzők alapján a fedezeti pozíciótól a Ponzi-pozícióig terjed. Azonban ahhoz, hogy az ország pozícióját megjelölhessük a fiskális törekenység skáláján (a fedezeti pozíciótól a Ponzi-pozícióig), egy mutató kiszámításával számszerűsíteniünk kell egy döntési szabályt a költségvetési egyensúlyra vonatkozó adatok felhasználásával. Az előző meghatározások alkalmazásával Filho et al. (2010) 'államháztartási törekenységi indexet' dolgoztak ki a következők szerint.

Formailag az egyensúly akkor jön létre, amikor a következő feltételek állnak fenn:

$$(T + Rk + Rof) - G = Ga + Gi \quad (4)$$

Ha mindkét oldalt $(Ga + Gi)$ -vel osztjuk el, a következő eredményt kapjuk:

$$\frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} = 1 \quad (5)$$

Ez az egyenlet fejezi ki a fiskális törekenységi indexet. E mutató felhasználásával a leírt három pozíció a következők szerint határozható meg:

A fedezeti pozíció a következő esetben fordul elő:

$$\frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} > 1 \quad (6)$$

A spekulatív pozíció a következő esetben fordul elő:

$$\frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} < 1 \quad (7)$$

A Ponzi-pozíció – a spekulatív pozíció egy speciális esete – a következő esetben fordul elő:

$$\frac{(Tr + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} < 0 \quad (8)$$

A török fiskális törekenység értékeléséhez a Minsky pénzügyi törekenységre vonatkozó hipotézise által ihletett meghatározáson alapuló két különböző adatállomány felhasználásával két fiskális törekenységi indexet számítottunk ki. Az első mutató a hivatkozott állami bevételeket és kiadásokat tartalmazó költségvetés-végrehajtási adatok felhasználásával kerül kiszámításra. A második mutató esetében ugyanaz az érvelés szolgál alapul, azonban ebben az esetben a finanszírozási igényre vonatkozó adatok kerülnek felhasználásra. A második mutatót Terra et al. (2020) vezették be ahhoz, hogy átfogóbb módon határozzák meg a fiskális törekenységet. A mutató e verziója esetében a mutatót az elsődleges egyenleg kamatkiadáshoz viszonyított aránya alapján számítják ki.

Az elemzésünkben a mutató e két különböző megközelítésen alapuló számítása két mögöttes okra vezethető vissza: Egyrészt a második mutatóhoz felhasznált, a török Kincstár által szolgáltatott elsődleges egyenlegre és kamatkiadásra vonatkozó adatok sokkal hosszabb időszakot fednek le (1990–2020), lehetővé téve a költségvetési stabilitás értelmezését a kilencvenes és korai kétezres években, míg az első mutatóhoz használt költségvetés-végrehajtási adatok csak a 2006-tal kezdődő időszakra vonatkoznak. Ezért az elemzés terjedelmének bővítéséhez a fiskális törekenységi indexet elsődleges egyenleg adatok, valamint költségvetés-végrehajtási adatok alapján számítottuk ki. Másrészt a Terra et al. (2020) által bevezetett logika alapján a hipotézis két adatállománnyal való vizsgálata lehetővé teszi az átfogóbb elemzést, valamint azok egymásra gyakorolt hatásának kölcsönös ellenőrzését, mivel ugyanazt a

változót vizsgálják az államháztartás különböző elemeinek felhasználásával. Így a két adatállomány 2006–2020 részei lehetővé teszik a törökországi fiskális törekenység összehasonlítható elemzését két mutató különböző megközelítésen alapuló számításával.

Az adatok főbb tulajdonságai

Ahogy arra az előző részben utaltunk, a fiskális törekenységi index két különböző verzióját számítottuk ki két különböző adatállomány felhasználásával. Az első mutatóhoz használt adatok a török Pénzügyi és Kincstári Minisztérium által kiadott „Az államháztartás egyenlegére és finanszírozására vonatkozó adatállományból” származnak. Ezen adatállomány tartalmazza a költségvetés végrehajtására vonatkozó részleteket; a fiskális törekenységi index kiszámításához kivontuk a folyó kiadásokat az összes bevételből és az eredményt elosztottuk az adósságtörlesztés és kamatfizetési kiadások összegével.

A második mutató a szintén a török Pénzügyi és Kincstári Minisztérium által kiadott 'Konzolidált költségvetés-végrehajtás' című kiadvány adatainak felhasználásával került kiszámításra. A Terra et al. (2020) megközelítés alapján ezt az adatállományt használtuk az elsődleges egyenleg kamatfizetéshez viszonyított arányát kifejező fiskális törekenységi index kiszámításához. A fiskális törekenységi index finanszírozási igényen alapuló megközelítése az egyenletből kihagyja az adósságtörlesztést és a pénzügyi bevételeket, illetve a kormány a kamatfizetések elsődleges egyenlegen keresztüli fedezetének képességét vizsgálja. Ily módon a fiskális törekenységi index ezen típusa az első fiskális törekenységi index hatékony helyettesítő mutatója és egyben hasznos eredményeket nyújt az alacsonyabb adatkövetelmények ellenére.

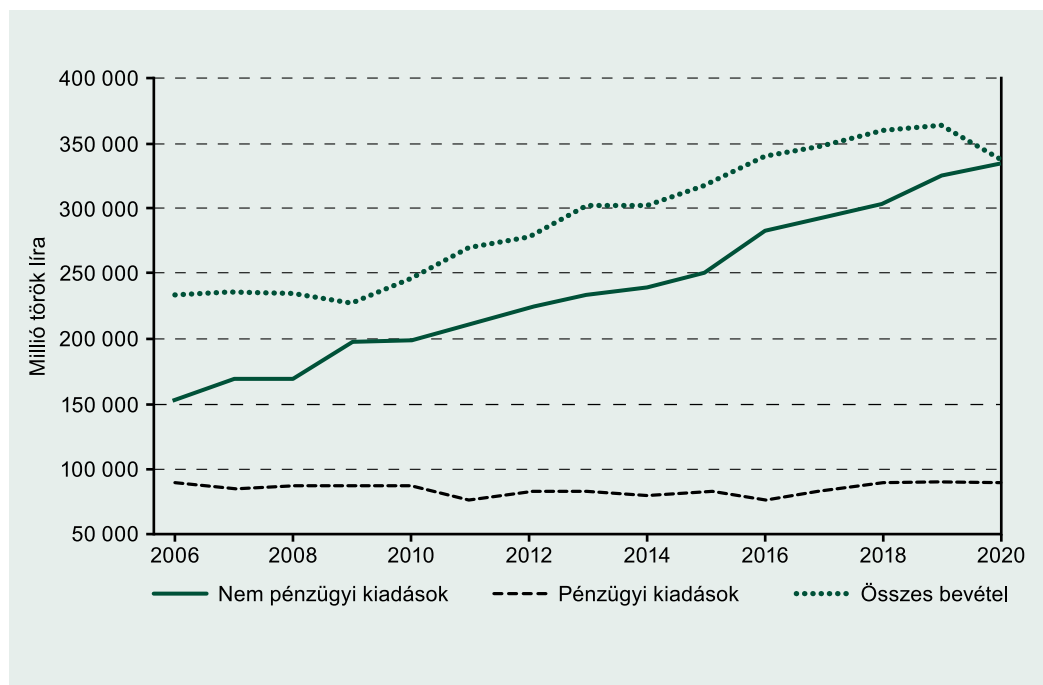
Az említett költségvetési adatokon túlme-

nően az IMF adatbázisából adatokat használtunk fel két további mutatóhoz: az éves fogyasztói árindex (CPI) és az éves GDP-növekedési ráta. A CPI-értékeket az összes költségvetési sor deflációjához használtuk, hogy semlegesítsük az infláció névleges értékre való hatását. Mivel a fogyasztás csak töredéke a GDP-nek, a CPI-értékekből hiányozhatnak a teljes GDP bizonyos aspektusai, azonban a részleges lefedettsége ellenére is használható mint GDP-deflátor az infláció hatásának semlegesítésére. Végül a GDP-növekedési ráta adatsort a török kormány által az egyes években folytatott fiskális politika meghatározására használtuk. Terra et al. (2020) szerint, ha az ország fiskális pozíciója egyidejűleg mutatja a fedezeti pozíció és pozitív GDP-növekedés jellemzőit, akkor a gyakorolt fiskális politika anticiklikusnak tekintendő, míg ha a GDP-növekedési időszak alatt spekulatív vagy Ponzi fiskális pozíció figyelhető meg, a fiskális politika az adott időszakban prociklikusnak tekintendő. Ily módon a GDP-növekedési adatsort a vállalt fiskális politika ciklikussága típusának megállapításához használjuk.

Miután felsoroltuk az elemzéshez használt változókat, érdemes az adatokban mutatkozó főbb trendeket értékelni, hogy a következő részben elősegítsük a fiskális törekenységi index értelmezését.

Az 1. ábra a költségvetési bevételeket és kiadásokat mutatja Törökországban 2006 és 2020 között. A 2020-ra vonatkozó adatok a januártól augusztusig terjedő időszakot fedik le. Az ábrán egyértelműen látszik, hogy a pénzügyi kiadások stabil mintát követnek a mintán belül, míg a folyó kiadások és összes bevétel pozitív trendet mutat. A 2008–2009-es gazdasági válság hatása jól látható az ábrán gyors ütemű bevételecsökkenéssel és kiadásnövekedéssel. Az ábra további lényeges pontja az az, hogy bár a 2020-ra vonatkozó adatok csak nyolc hónapot fednek le, a folyó és pénzügyi kiadások már meghaladják a teljes 2019.

KÖLTSÉGVETÉS-VÉGREHAJTÁSI ADATOK



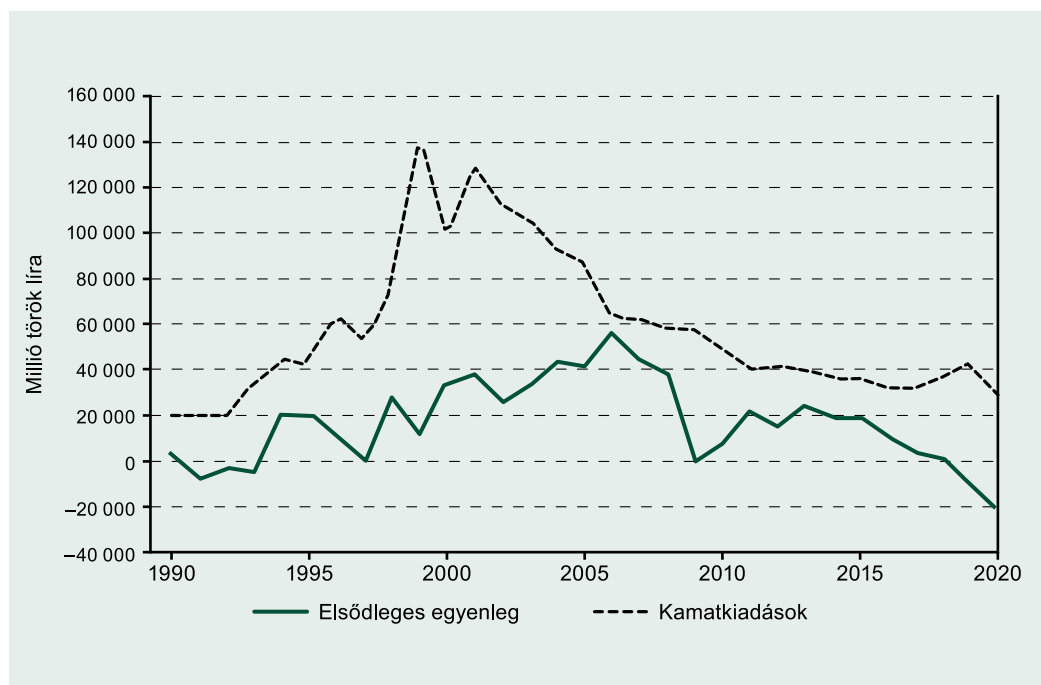
Forrás: Török Pénzügyi és Kincstári Minisztérium

évre vonatkozó szintet. Ez egyértelműen alátámasztja azt, hogy a COVID-19-világjárvány Törökországban már az államháztartás súlyos romlását eredményezte. Ezenfelül az utóbbi években a összes bevétel csökkenő trendje és a folyó kiadások emelkedése együttesen azt jelzik, hogy az egekbe szökő egészségügyi kiadások és szociális transferek miatt az ország államháztartása a Ponzi-pozíció felé halad.

A 2. ábra azokat az elsődleges egyenlegre és kamatfizetésekre vonatkozó adatokat mutatja, amelyeket elemzésünkben a második fiskális törékenységi index számításához használunk. A kilencvenes évek végén Törökország több tényező együttes hatására súlyos gazdasági válságot tapasztalt, ideértve a belföldi politika elhúzódozó konfliktusait, a rövid életű kormányokat, az ázsiai válságot, pusztító földrengéseket stb. E tényezők eredményeképpen az évtized vé-

gén az infláció rekord magas szinteket ért el, aminek következtében ezen időszak alatt a kamatfizetések csúcsertékre jutottak, ami hosszú távon negatívan hatott a török költségvetési egyensúlyra. A rendkívül magas kamatkiadások az adósságot portfólió rövid lejáratú szerkezetével párosulva rendkívüli módon leszűkítették az ország fiskális mozgásterét, és ennek következtében a költségvetés teljes mértékben elveszítette szociálpolitikai eszköz jellegét, mivel már nem volt kontrollálható. Ebben az időszakban az elsődleges egyenleg rendkívül alacsony volt, ami drasztikus finanszírozási igényt eredményezett, mivel a növekedő államadósság mellett az elsődleges egyenleg által generált fiskális reakció meglehetősen korlátozott volt, ezért az adósságszolgálat és megújítás nem volt megvalósítható saját forrásokkal, ami egyre növekvő finanszírozási igénnyel járt.

AZ ELSŐDLEGES EGYENLEG ÉS KAMATKIADÁSOK



Forrás: Török Pénzügyi és Kincstári Minisztérium

Az új évtized elején azonban az egypárti kormány kifejezetten jól teljesített az elsődleges egyenleg növelése tekintetében az IMF felügyelete alatt, ami a 2. ábrán látható a korai kétezres évekre vonatkozóan. Az IMF programjának szigorú végrehajtása a gazdaság és az államháztartás általános javulását is eredményezte, amelynek bizonyítéka a gyors ütemben csökkenő inflációs ráta és kamatkiadások. Nem meglepő módon a 2. ábrán szereplő két adatsor közelít legjobban egymáshoz ebben az évtizedben, utalva időben az erős fiskális pozícióra. Annak ellenére, hogy ebben az időszakban Törökországban a költségvetési egyensúlyt nem jellemzi a fedezeti pozíció, mivel az elsődleges egyenleg vonala továbbra is a kamatkiadások vonala alatt halad, a vonalak fokozottan közelítenek egymáshoz, aminek köszönhetően a mutató értéke majdnem egyező.

A kormány által az évtized első kétharmada során nyújtott figyelemreméltó teljesítmény ellenére az évtized hátralevő harmadában a kormány már nem tudta a fiskális sikert ugyanazon a szinten teljesíteni, így az elsődleges egyenleg letért az emelkedő pályáról és csökkenő tendenciát mutatott, végül nulla szintet ért el az évtized végén. Az ország fiskális teljesítményének rendkívüli gyengülése az elsődleges egyenleg növelése tekintetében legalább részben a globális pénzügyi válságnak tudható be, azonban egyértelmű, hogy az elsődleges egyenleg már a globális gazdasági válság kialakulása előtt csökkent. Ezenfelül a válságot követő időszakokban az elsődleges egyenleg növekedésének üteme nem éri el a korai kétezres években mért szintet, ami egyértelműen jelzi a fiskális fegyelem lazulását az évtized első éveitől kezdve.

Az utóbbi években a fiskális politikai tervezés e kedvezőtlen trendje még látványosabb a 2. ábrán. Annak ellenére, hogy a kamatkidások folyamatosan csökkennek, 25 év pozitív egyenleget követően az elsődleges egyenleg negatív szintre süllyed, ami komoly jele a török gazdaság romló fiskális helyzetének. A gyengülő fiskális teljesítmény okai között említhetjük meg a sikertelen puccskísérletet 2016-ban, a szomszédos országokban zajló háborút, nemzetközi konfliktusokat, a török líra leértékelődését a többi valutához képest és a fiskális pazarlást az országban. Ha nem sikerül megfordítani az elsődleges egyenleg e pályáját, annak hatása gyorsan begyűrűzik a gazdaság összes ágazatába a duzzadó államadóság csatornáin keresztül, mivel az elsődleges egyenleg távolról sem csökkenti az államadós-

ság trendjének negatív mozgásait. A COVID-19-világjárvány negatív hatásaival párosulva az ország fiskális kilátását a közeljövőben vélhetően még kedvezőtlenebb gazdasági feltételek jellemezhetik.

Törökország fiskális törékenységének értékelése az államháztartás törékenységi indexén keresztül

Az utolsó részben Törökország fiskális törékenységének alakulását értékeljük az előző részekben leírt index segítségével, ami a fiskális törékenység fogalmát testesíti meg. A 3. ábra a költségvetés-végrehajtási adatok felhasználásával számított fiskális törékenységi index értékét mutatja. A mutató értékei a kormány azon

3. ábra

AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS TÖRÉKENYSÉGI INDEXE (KÖLTSÉGVETÉS-VÉGREHAJTÁSI ADATOK)



Forrás: saját számítások

képességét mérik, amely révén fedezi a pénzügyi kiadásokat az összes bevétel és folyó kiadás különbözetén keresztül. Az ábrán egyértelműen látható, hogy a legmagasabb érték 2006-ban fordult elő. Ahogy arra az előző részben utaltunk, a közelmúltbeli gazdasági történelemben a fiskális teljesítményt illetően a kétezres évek közepe volt a legsikeresebb időszak. Azonban ebben az évben is alacsonyabb a mutató értéke, mint a spekulatív fiskális pozícióhoz köthető érték, így az középtávon nem garantálja a fiskális fizetőképességet. A globális válsággal tartó későbbi években a mutató értéke csökkenő pályát követ, utalva a gyengülő fiskális minőségre és növekvő fiskális törékenységre.

A globális válság során a mutató hirtelen zuhant, mivel a fiskális egyensúlyt elsősorban külföldi források finanszírozták, ami a gazdaság sebezhetőségének komoly forrása. A mutató értékének 50 százalékos csökkenése 2009-ben azt bizonyítja, hogy a török költségvetési egyensúly valóban törékeny és emiatt a külső sokkok jelentős kockázatot jelentenek a költségvetési stabilitásra nézve, mivel a török líra nem számít nemzetközi tartalékvalutának. Mivel a nemzeti valutának nincs szuverenitása a nemzetközi piacokon, a kormány külföldi valutában kénytelen hitelt felvenni, ami a gazdaságot hátrányosan érinti, különösen ha a finanszírozási igények magasak, ami a legtöbb fejlődő gazdaságra jellemző. Ezért a Törökországhoz hasonló országokban a költségvetés saját eszközökkel való finanszírozása képességének fenntartása és az elsődleges többlet folyamatos generálása elengedhetetlen a külföldi tőke zökkenőmentes, elfogadható feltételek mellett történő biztosításához. Ugyanakkor, ahogy az a 3. ábrán látható, az utóbbi években Törökországban fokozatosan szűnik meg ez a képesség a globális válságot követő jelentős fellendülés ellenére. A 3. ábrán látható a törékenységi indexérték folyamatos csökkenése.

Az előző megállapítások alapján az utóbbi években a fiskális szilárdság egyértelműen gyengül. Másként fogalmazva, a 3. ábra szemlélteti az ország fiskális teljesítményét a múltbeli teljesítményhez képest, és egyértelmű, hogy az utóbbi időszakban az fenntarthatatlan fiskális pozíció felé halad. A költségvetési stabilitás véget nem érő gyengülésének oka a politikai bizonytalanság, növekvő katonai kiadások, függő kötelezettségekre vonatkozó konstrukciók, csökkenő adóalap és a rosszul működő fiskális politika, ideértve a növekvő költségvetési pazarlást. A fiskális törékenységi index kedvezőtlen trendje a 4. ábrán is megfigyelhető, ami a finanszírozási igényre vonatkozó adatokkal számított törékenységi index értékeit mutatja.

A mutató e verziójához használt adatok nem tartalmazzák az adósságtörlesztést és a pénzügyi bevételeket, ezért ezek az értékek eltérnek az előző verzió értékeitől, illetve a mutató így még kedvezőtlenebb képet fest az ország fiskális minőségéről. A 4. ábra alapján Törökország már Ponzi-pozícióban van, ami arra utal, hogy meglévő adósságát csak új, rövid lejáratú hitelekkel képes finanszírozni, ami nyilvánvalóan fenntarthatatlan. Ugyanakkor az egyes mutatók konkrét értékeitől függetlenül, a közelmúltbeli csökkenő trend mindkét ábrán megfigyelhető. A kilencvenes években tapasztalt gazdasági ingadozások és sebezhetőség bizonyos mértékben kiigazításra kerültek a korai kétezres évek során, azonban az optimista gazdasági fellendülés kezdetben megakadt a 2009-es globális válság előtt, és azóta sem állt helyre. A kilencvenes években megfigyelt változékony és pesszimista feltételekkel összehasonlítva, a költségvetési egyensúlyra vonatkozó közelmúltbeli kilátások a stabilitás szempontjából nem állnak távol azoktól. A gazdaság már túl van a 'Minsky-pillanaton', és szisztematikusan halad az ultra-Ponzi-finanszírozás felé, ami a költségvetési egyensúly szempontjából rendkívül kockázatos. A megfelelő mértékű

AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS TÖRÉKENYSÉGI INDEXE (FINANSZÍROZÁSI IGÉNYRE VONATKOZÓ ADATOK)



Forrás: saját számítások

biztonsági tartalék hiánya középtávon a potenciális nemteljesítést jelzi, ha időben nem kerül sor megfelelő intézkedések végrehajtására.

Ahogy arra korábban utaltunk, Terra et al. (2020) szerint az államháztartás törékenységi indexe az alkalmazott fiskális politika típusának meghatározására is alkalmas. Másként fogalmazva, megállapítható a fiskális politika ciklikussága (pro- vagy anticiklikus) a gazdasági növekedés és indexértékek egymás melletti elemzésével. Mivel a mintában Törökország nem fedezeti fiskális pozícióban volt, hanem spekulatív és Ponzi-pozícióban, ami a legtöbb vizsgált évben a gazdasági növekedéssel párosult, megállapítható, hogy ebben az időszakban a török fiskális politika elsősorban prociklikus. Az IMF adatai alapján Törökországban a GDP-növekedési ráta csak az 1994.,

1999., 2001. és 2009. években volt negatív, továbbá a mintában szereplő többi évben a pozitív növekedési ráta spekulatív finanszírozással párosult, ami a fiskális politika tervezése szempontjából prociklikus. A prociklikusság arra utal, hogy a gazdasági növekedés szakaszaiban a kormány a politikai-gazdasági preferenciák miatt több forrást biztosít a transzfer jellegű kifizetésekhez a jövőbeli kihívásokkal szembeni tartalékolás növelése helyett. Alesina et al. (2008) szerint a fejlődő országokban gyakori a prociklikus fiskális politika. A gazdasági fellendülések során a szavazók további adócsökkentést és magasabb transzferjellegű kifizetést követelnek, mivel nem nagyon bíznak a kormány fiskális politikájának jövőbeli irányában. Elsősorban abban nem bíznak, hogy a jövedelem jövőbeli kihívásokra fenntartott részét nem

erre a célra költik, hanem a kormány azt elparazolja. Ezért a gazdasági növekedés időszakában több transzferjellegű kifizetést és alacsonyabb adót követelnek, ami az államadósság kontroll alatt tartásához alacsonyabb elsődleges egyenleget eredményez. Az utóbbi évtized során ez a forgatókönyv jellemezte elsősorban a fiskális politika tervezését. Ahogy arra az elméleti részben utaltunk, Minsky szerint a fiskális politikának anticiklikusnak kell lennie, hogy a spekulatív fiskális pozícióból a fedezeti pozícióba való átmenettel stabilizálható legyen a gazdaság. Törökországban azonban az utóbbi két évtized során a fiskális politika prociklikus volt. Az utóbbi években a prociklikus fiskális politika eredményeképpen az elégtelen adóbevételek a növekedő transzferjellegű kifizetésekkel és függő kötelezettségekkel együtt a kilencvenes évekre emlékeztető törekeny és érzékeny államháztartási pozíciót eredményeztek.

KÖVETKEZTETÉSEK

A pénzügyi törekenységi index két különböző verziójának elemzése alapján nyilvánvaló, hogy az utóbbi években a török fiskális pozíció fokozatosan elmozdult a spekulatív pozícióból és jelenleg Ponzi fiskális pozícióban van, ami kimeríti a költségvetési rendszer összes biztonsági tartalékát. Az ilyen típusú fiskális pozíció következménye a rövid lejáratú és magas pénzügyi költséggel járó finanszírozás, gyengülő hitelenség, magasabb és azonnali finanszírozási igények, szűkülő fiskális mozgástér és a transzferjellegű kifizetések és egyéb folyó kiadások esetében a költségvetés csökkent mozgásteret. Mivel a költségvetési stabilitás eredendően előrettekintő fogalom, a már elért pozíció aktuális státuszának fenntartása legalább annyira fontos, mint a stabilitás kezdeti megvalósítása. Az utóbbi években azonban Törökország ebben a tekintetben nem teljesített jól és úgy tűnik, hogy a költségvetési stabilitás fokozatosan

gyengül. Az elsődleges egyenleg több mint 20 éven át pozitív volt, azonban az utóbbi években egymást követő negatív elsődleges egyenlegek mérhetőek, ami az adósságkezelés szempontjából egyértelműen az ország gyengült költségvetési erejére utal. Ezenfelül a tanulmányunkban számított államháztartási törekenységi indexértékek negatív irányba mozdultak el, ami a szélsőséges törekenység irányába való átmenetre utal. A fiskális törekenységi index negatív értékei Ponzi-jellegű pozícióra utalnak, ami nem fenntartható, mivel az eleve minden fordulóban új hitelfelvételen alapszik a bevételek realizálása helyett, ami a halmozódó és sohasem csökkenő kamatfizetések és az adósság miatt pénzügyi nemteljesítéshez vezet. Továbbá a mutató negatív értékei a gazdasági növekedés időszakában mérhetőek, ami arra utal, hogy a kormány nem hasznosítja a növekvő bevételeket és nem halmoz fel tartalékot a jövőbeli pénzügyi kihívásokra. Az ilyen típusú fiskális politikát prociklikus politikának nevezzük, amelyet gyakran alkalmaznak fejlődő országokban, mivel azok a politikai-gazdasági preferenciák miatt nem végeznek hosszú távú költségvetési gazdálkodást. Minsky azonban azt állítja, hogy a pénzügyi válság elkerülése érdekében a kormánynak legalább időszakosan a többletre kell törekednie és anticiklikus politikát kell folytatnia. A megállapításaink alapján azonban Törökország nem ilyen politikát folytat, ami tovább növeli a fiskális sebezhetőség szintjét.

A fiskális törekenységi index aktuális csökkenő tendenciájának megfordítása számos intézkedést és szakpolitikai változtatást feltételez, ami fájdalmas társadalmi költséggel és gazdasági áldozattal jár. Ugyanakkor a költségvetési kiigazítás későbbre való ütemezése csökkentheti a kapcsolódó társadalmi költségek mértékét, mivel időben elosztja a fiskális költségeket, a kiigazítás az időszak elejére való ütemezésével ellentétben, ami a kívánatos eredmények azonnali elérését célozza maga-

sabb társadalmi költség árán. A későbbre ütemezett kiigazítási csomagnak az adóemelés helyett nagy mértékben a kiadáscsökkentésre kell hagyatkoznia, ami kevésbé jár negatív társadalmi hatással. A szisztematikus kiadáscsökkentés azonban a meglévő kiadások megfelelő és átlátható vizsgálatával jár a pazarlás csökkentése érdekében, ami elengedhetetlen a stabilitás helyreállításához. Ezenfelül az infrastruktúrális beruházásokat érintő függő kötelezettségek aránytalan költségvetési terhet jelentenek, ezért a folyó függő kötelezettségek konstrukcióinak átstrukturálása számottevően csökkentheti az államháztartási kiadásokat. Ezen túlmenően a folyamatosan elhalasztott adóreformot haladéktalanul végre kell hajtani; az adóalap kiszélesítése és a közvetett adók arányának csökkentése a kilátásba helyezett adóreform alapját kell képeznie.

Ugyanakkor, mivel a COVID-19-világjárvány jelentős mértékben világszerte akadályozza a gazdasági tevékenységet, e stratégiák megfelelő megvalósítása sem feltétlenül eredményezi a költségvetési egyensúly kívánatos korrekcióját. A világjárvány váratlanul érte a fejlődő országokat, beleértve Törökországot, ezért a gyors ütemben növekvő egészségügyi kiadások és jelentősen visszaeső államháztartási bevételek akadályozzák a költségvetés helyreállítását. A már amúgy is szűk fiskális mozgáster nem elegendő a COVID-19-világjárvány azonnali finanszírozási szükségleteinek fedezésére, ami tovább fokozza a fiskális stressz mértékét. Ezért a rosszul működő költségvetési rendszer és a jelenlegi világjárvány által létrehozott nehéz körülmények miatt a költségvetési stabilitás gyors helyreállítása nem várható a közeljövőben.

IRODALOM

- ALESINA, A., CAMPANTE, F. R., TABELLINI, G. (2008). Why is fiscal policy often procyclical? *Journal of the European Economic Association*, 6(5), pp. 1006–1036, <https://doi.org/10.1162/JEEA.2008.6.5.1006>
- ARGITIS, G., NIKOLAIDI, M. (2014). The financial fragility and the crisis of the Greek government sector. *International Review of Applied Economics*, 28(3), pp. 274–292, <https://doi.org/10.1080/02692171.2013.858667>
- BALDACCI, E., PETROVA, I. K., BELHOCINE, N., DOBRESCU, G., MAZRAANI, S. (2011a). Assessing fiscal stress. *IMF Working Papers*, pp. 1–41
- BALDACCI, E., MCHUGH, J., PETROVA, I. K. (2011b). Measuring Fiscal Vulnerability and Fiscal Stress: A Proposed Set of Indicators. *IMF Working Papers*, pp. 1–20
- BERTI, K., SALTO, M., LEQUIEN, M. (2012). An early-detection index of fiscal stress for EU countries (No. 475). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission
- BESHENOV, S., ROZMAINSKY, I. (2015). Hyman Minsky's financial instability hypothesis and the Greek debt crisis. *Russian Journal of Economics*, 1(4), pp. 419–438, <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2016.02.005>
- BRIXI, P. H., SHATALOV, S., ZLAOUI, L. (2000). Managing fiscal risk in Bulgaria. (No. 2282), The World Bank
- CANOZ, İ., MARUFOGLU, A. (2018). A Proposal to Detect the Fiscal Fragility of the Public Sector in Turkey. In B. Tuncsiper (Eds.), *Critical Debates in Social Sciences*, pp. 717–728, FrontPage Publications Limited

- ĐUROVIĆ-TODOROVIĆ, J., ĐORĐEVIĆ, M., VUKOVIĆ, M. (2017). Fiscal stress analysis in the Republic of Serbia. *Economic Themes*, 55(1), pp. 55–69, <https://doi.org/10.1515/ethemes-2017-0004>
- FAMA, E. F., FISHER, L., JENSEN, M. C., ROLL, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), pp. 1–21, <https://doi.org/10.2307/2525569>
- FERRARI-FILHO, F., TERRA, F. H. B., CONCEIÇÃO, O. A. (2010). The financial fragility hypothesis applied to the public sector: An analysis for Brazil's economy from 2000 to 2008. *Journal of Post Keynesian Economics*, 33(1), pp. 151–168, <https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477330108>
- GULER, H. (2018). Measuring the Fiscal Vulnerabilities in Turkey and Comparing Turkey's Results with European Union Countries. *5th International Congress on Political, Economic and Social Studies (ICPESS)*, Nigde, 2, pp. 201–210
- HEMMING, R., PETRIE, M. (2002). A framework for assessing fiscal vulnerability. *Government at Risk: Contingent Liabilities and Fiscal Risk*, pp. 159–178
- JEDRZEJOWICZ, T., KOZINSKI, W. (2012). A framework for fiscal vulnerability assessment and its application to Poland. *BIS Papers chapters*, 67, pp. 285–294
- MINSKY, H. P. (1977). The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to “standard” theory. *Challenge*, 20(1), pp. 20–27, letöltve: 2020. szeptember 18., <http://www.jstor.org/stable/40719505>
- MINSKY, H. P. (1982). The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy. *Hyman P. Minsky Archive, Paper 282*, letöltve: 2020. szeptember 18., https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/282
- MINSKY, H. P. (1992). The financial instability hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, (74), letöltve: 2020. szeptember 18., <http://hdl.handle.net/10419/186760>
- MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press
- NIKOLAIDI, M. (2014). Essays on Financial Fragility, Instability and Macroeconomy. (Doctoral dissertation), Athens: National and Kapodistrian University of Athens
- STOIAN, A. (2011). A Simple Public Debt Dynamic Model for Assessing Fiscal Vulnerability: Empirical Evidence for EU Countries. *Research in Applied Economics*, 3(2), E3, <https://doi.org/10.5296/rae.v3i2.1137>
- STOIAN, A. (2012). How vulnerable is fiscal policy in Central and Eastern European countries? *Romanian Journal of Fiscal Policy (RJFP)*, 3(2), pp. 68–81
- STOIAN, A., OBREJA BRAȘOVEANU, L., BRAȘOVEANU, I. V., DUMITRESCU, B. (2018). A Framework to Assess Fiscal Vulnerability: Empirical Evidence for European Union Countries. *Sustainability*, 10(7), 2482, <http://dx.doi.org/10.3390/su10072482>
- STOIAN, A., OBREJA BRAȘOVEANU, L., DUMITRESCU, B., BRAȘOVEANU, I. (2015). A new framework for detecting the short term fiscal vulnerability for the European Union countries. (No. 63537), University Library of Munich, Germany
- TERRA, F. H. B., FERRARI-FILHO, F. (2020). Public Sector Financial Fragility Index: an analysis of the Brazilian federal government from 2000 to 2016. *Journal of Post Keynesian Economics*, pp. 1–25, <https://doi.org/10.1080/01603477.2020.1713006>