

MNB Füzetek

1998/5

Barabás Gyula - Hamecz István - Neményi Judit:

A KÖLTSÉGVETÉS FINANSZÍROZÁSI RENDSZERÉNEK ÁTALAKÍTÁSA ÉS AZ ELADÓSODÁS MEGFÉKEZÉSE

(Magyarország tapasztalatai a piacgazdasági átmenet időszakában)

1998. március

ISSN 1219 9575

ISBN 963 9057 21 5

Barabás Gyula: a Közgazdasági és kutatási főosztály, Monetáris államháztartási kutatási osztályának munkatársa

E-mail: barabasgy@mnb.hu

Hamecz István: a Közgazdasági és kutatási főosztály, Monetáris államháztartási kutatási osztályának főosztályvezető-helyettese

E-mail: hameczi@mnb.hu

Neményi Judit: a Közgazdasági és kutatási főosztály ügyvezető

E-mail: nemenyij@mnb.hu

E kiadványsorozat a Magyar Nemzeti Bankban készült elemző és kutató munkák eredményeit tartalmazza, és célja, hogy az olvasókat olyan észrevételekre ösztönözze, melyeket a szerzők felhasználhatnak további kutatásaikban. Az elemzések a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe az MNB hivatalos véleményével.

Magyar Nemzeti Bank
1850 Budapest
Szabadság tér 8-9.
<http://www.mnb.hu>

TARTALOMJEGYZÉK

1. Az inflációt befolyásoló tényezők a piacgazdasági átmenet időszakában	4
2. A költségvetési hiány és az infláció	10
3. A költségvetési deficit mérése és finanszírozása az átalakuló gazdaságokban	14
<i>Pénzforgalmi versus eredmény-számvetés és az adósságállomány növekedése</i>	16
<i>Az operacionális deficit</i>	20
4. Eladósodás versus monetáris finanszírozás	27
<i>Az államháztartás finanszírozása</i>	28
5. Az eladósodást befolyásoló tényezők	31
<i>Az államadósság szerkezetének változásai</i>	33
<i>Forint versus deviza finanszírozás</i>	33
<i>Árbeáramlás - adósságkonverzió</i>	35
6. Következtetések	38
<i>A költségvetési finanszírozásának változása az elmúlt tíz évben</i>	39
- 1991 - korlátlan jegybanki finanszírozás	39
1992 - 1994 - a halasztgatott költségvetési kiigazítás évei	40
1995 - 1996 - a tartós növekedés feltételeit megteremtő államháztartási átalakítás	41
<i>A költségvetési reform folytatása</i>	42
Melléklet: Költségvetési deficit, eladósodás, monetizálás	48
1.1. Az elemzési keret	48
1.2. A költségvetés és a központi bank konszolidációja (mérlegének és eredményelszámolásának az összevonása)	49
Irodalomjegyzék	53

Összefoglalás

A tanulmány a magyarországi piacgazdasági átalakulás egyik meghatározó elemét, a piacépes állampapírokkal való költségvetési finanszírozás bevezetésének hatásait elemzi, amely a kedvezményes jegybanki hitelezést váltotta fel 1992-ben. A vizsgálat az 1986-1997-es időszak adatai alapján készült. Az államadósság, a külső és a belső egyensúly(talanság), valamint az infláció kölcsönös meghatározottságának a feltárására először az államháztartás finanszírozási szükségletének, majd pedig a finanszírozásnak a szerkezeti változásait elemeztük. Az eladósodásból származó korlátokat és azok makrogazdasági következményeit a költségvetési hiány különböző (pénzforgalmi és eredmény-) szemléletű mutatóinak összehasonlító elemzésével és az adósságráta (államadósság/GDP) alakulását meghatározó tényezők számszerűsítésével vizsgáltuk. A középpontban az ún. operacionális (az infláció hatásától megtisztított kamatokkal számított) deficit alakulása és annak finanszírozása áll. Az operacionális deficit elemzésével kimutatható, hogy az 1995. márciusi kiigazító program nem csupán az évtized első felében folytatott költségvetési politika következtében volt elkerülhetetlen, hanem legalább annyira a nyolcvanas évek átláthatatlan finanszírozási rendszerében mindvégig rejtve maradó, halmozódó feszültségek következménye volt.

Annak érdekében, hogy a finanszírozásban résztvevő két intézményileg elkülönült szereplő (a költségvetés és a Magyar Nemzeti Bank) a megfigyelési időszak során jelentősen átalakult finanszírozási szerepvállalására érzéketlen mutatót kapjunk, bevezettük a kibővített konszolidált államadósság kategóriáját. A számítások a konszolidált nettó adósság alapján készültek, amely a költségvetés és a központi bank együttes külvilággal szembeni tartozásait tartalmazza csökkentve a követelésekkel. A kibővített konszolidált államadósság alapján lehetővé vált az elmúlt tizenegy év egységes szemléletű elemzése, az eladósodást jellemző tendenciák és dinamikus összefüggések kimutatása. Az elemzésből kitűnik, hogy a költségvetés finanszírozási rendszerének piaci alapokra helyezése a költségvetési terheket (beleértve az eladósodás költségeit) nem növelte, csupán kimutathatóvá tette a monetáris és fiskális funkciók szétválasztásával, a transzparencia növelésével.

A konszolidált adósság alapján vált lehetővé annak kimutatása, hogy az elmúlt tíz évben az államadósság implicit reálkamatai (amelyek eltérnek a közvetlenül érzékelhető, aktuális mindenkori kamatoktól) mindvégig meghaladták a növekedést, ami az adósságráta folyamatos emelkedését idézte elő. Ezt a hatást csak 1995-től mérsékelte a költségvetési kiigazítás, az elsődleges egyenlegben elért többlet. Az adósságráta az utóbbi három évben elért jelentős (15 százalékpontot meghaladó) mérséklésének a legfontosabb eleme azonban a privatizációs bevételek adósságtörlesztésre való felhasználása volt.

A múlt elemzése alapján a szerzők arra következtetésre jutottak, hogy a közelmúltban bekövetkezett jelentős adósságráta csökkenés ellenére az eladósodottság még mindig komoly korlátot jelent a magyar gazdasági fejlődésben. A fenntartható növekedés feltételeinek megteremtése és a fejlett országokhoz való felzárkózás folyamatossága az adósság további mérséklését kívánja meg. Ehhez a költségvetés GDP-hez mért hiányának további csökkentésére van szükség, ami az elsődleges egyenleg GDP-hez mért legalább 1,5-2%-os strukturális többlete mellett látszik megvalósíthatónak közép távon, ha figyelembe vesszük a fenntarthatósági szempontokat, a dezinflációs törekvéseket és azt, hogy a finanszírozás olyan extra forrásai, mint a privatizációs bevételek a közeljövőben elapadnak.

Bevezetés¹

Jóllehet Magyarország már a nyolcvanas években élen járt a volt szocialista országok között a különböző reformok kialakítása és bevezetése terén, a kilencvenes évek első fele mégis a sikertelen stabilizáció jegyében telt el, s 1995 tavaszára elkerülhetetlenné vált egy átfogó, kiigazító intézkedéscsomag bevezetése². A stabilizációs kísérletek kudarcai kapcsán a költségvetési politika késlekedő alkalmazkodása és a költségvetési kiigazítás elégtelen mértéke többnyire az első helyen szerepel az okok felsorolásakor. Ebben a tanulmányban a fiskális kiigazítás egyik alapvető fontosságú tényezőjének szerepét vizsgáljuk meg közelebbről: *a költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítását, az 1992-től érvényes, piaci alapokon nyugvó finanszírozásnak az eladósodási és makrogazdasági folyamatokkal való kölcsönhatását* elemezzük. Az államháztartási reform egyéb vonatkozásait itt nem vizsgáljuk³. Célunk az, hogy empirikusan is bemutassuk a finanszírozási szükséglet és az új típusú, a piaci változásokra érzékeny finanszírozás közötti összefüggéseket. Ennek során áttekintést adunk mind a finanszírozási szükséglet (az államháztartási hiány), mind pedig a finanszírozás szerkezetének átalakulásáról.

Számításainkat az *un. konszolidált államháztartásra* végeztük, amely tartalmazza a központi költségvetésen kívül az elkülönített állami pénzalapokat, a társadalombiztosítási alapokat és az önkormányzatokat. A konszolidált államháztartás részének tekintettük a Magyar Nemzeti Bankot (MNB) is, hiszen a központi bank részben az eredmény - elszámolásán, részben pedig a finanszírozási kapcsolatain keresztül fontos hatást gyakorolt az államháztartás pénzügyi pozíciójára a vizsgált időszakban⁴. A tanulmányban bemutatjuk, hogy az új finanszírozási rendszer egyik alapeleme a központi bank - a fejlett piacgazdaságokra jellemző - függetlenségének megteremtése volt. A gazdaságpolitikai tisztánlátáshoz azonban (mind a múltra vonatkozóan, mind pedig a jövőben) elengedhetetlen a központi költségvetés és az MNB közötti pénzmozgásokat és adósság-típusú kapcsolatokat kiszűrni, mivel a magyar állam külföldi adósságainak döntő része az 1997 januári adósságcsereig az MNB adósságai között jelent meg. Éppen ezért csak a költségvetés és a központi bank együttes figyelembevételével kimutatható *un. konszolidált államadósság* az, amely tükrözi a tényleges adósságszerkezetet (belső és külső, deviza és forint stb.), s aminek alapján vizsgálhatók az eladósodást meghatározó tényezők. *A tanulmányban részletes empirikus*

¹ A tanulmány a Világbank kiadásában a magyar államháztartási reformról készülő könyv (szerk. Bokros, L. - Dethier, J. J.) egyik fejezetének kibővített változata. A számítások alapjául szolgáló adatbázis összeállításában Lovas Zsolt és Kiss Gábor végzett részletes, a kimutatások olykor kibogozhatatlannak tűnő kuszaságát elrendező munkát, amely lehetővé tette, hogy hosszú idősokra vonatkozó, összehasonlítható adatsorok alapján végezzük vizsgálatainkat. Köszönjük a segítséget. A tanulmány korábbi változataihoz fűzött, valamint a belső vitákon elhangzott észrevételekért, építő bírálatokért köszönetet mondunk: J. J. Dethier-nek, László Csabának, Kovács Álmosnak, Kerekes Ágnesnek, Kopits Györgynek, Náray Lászlónak, Pete Péternek, Sándor Györgynek, Simon Andrásnak, Surányi Györgynek, Szapáry Györgynek, Székely P. Istvánnak. A fennmaradó esetleges tévedésekért természetesen a szerzőké a felelősség.

² A "Bokros csomag" elemeiről és értékeléséről sok írást idézhetnénk. Többek között: Bokros (1997), Kornai (1997), Surányi (1995), MNB Éves Jelentések 1995, 1996.

³ Erről az MNB -ben külön tanulmány készült (Kiss (1998)), lásd továbbá László (1998).

⁴ Egy teljes konszolidáció esetén az összes jelentős kvázifiskális tevékenységet folytató szervezettel szükséges lenne konszolidálni (pl. ÁPV Rt, Eximbank, MFB, stb.) de megbízható információk hiányában erre most kísérletet sem teszünk.

elemzést mutatunk be a finanszírozási szerkezet (seigniorage - adósság) változásáról, továbbá az adósság-finanszírozás szerepéről, szerkezeti átalakulásáról.

A számításokat bruttó számbavétel alapján készítettük mind a tartozások, mind a követelések tekintetében, mivel olyan kategóriákat kerestünk, amelyek szintetikus mutatói lehetnek az elmúlt több, mint tíz év eladósodási folyamatát jellemző tendenciáknak, miközben nyilvánvaló, hogy a vizsgálati időszakban számos szabályozási, szervezeti változás következett be, ami jelentősen érintette a költségvetés finanszírozásában részt vevő két szereplő - maga a költségvetés és a Magyar Nemzeti Bank (MNB) - szerepét, következésképpen mérlegszerkezetét kimutatott eredményét is. Ezért definiáltuk a kibővített konszolidált (bruttó és nettó) államadósság mutatóját, amely a megszokott konszolidált államadósság mutatóktól eltérően tartalmazza a központi banknál lévő piaci kamatú, rövid lejáratú forrásokat és követeléseket is. Ezért adósságrátáink is eltérnek a hivatalosan ismertektől, viszont így olyan mutatókhoz jutottunk el, amelyek invariánsak az intézményi feladatmegosztásra, s amelyek alapján kimutathatók a jövőben várható tendenciák és meghatározhatók a jövőbeli fiskális politikával szembeni alapkövetelmények.

A piacgazdasági átmenet változó körülményei (szabályozási, intézményi feltételek, fejlődő pénz- és tőkepiacok) között a költségvetési politika értékelése csak több, különböző szemléletű mutató alapján végezhető el megbízhatóan. Ezért a finanszírozási szükségletet pénzforgalmi és eredmény-szemléletben egyaránt elemeztük, s az alkalmazkodási folyamat vizsgálatát az inflációs torzítások elkerülése érdekében az infláció-szűrt (un. reál, vagy operacionális) költségvetési mérlegre alapoztuk. A becslések az 1986-1997 időszakra⁵ vonatkoznak, jóllehet az összehasonlítható adatok előállítása nem kis gondot jelentett, hiszen sokáig a transzparencia hiánya jellemezte a költségvetési kimutatásokat és a finanszírozási rendszert egyaránt⁶.

Alapkérdésünk a fiskális politika és a relatíve magas (a többi átalakuló gazdasággal összehasonlítva makacsabb), 20% körüli infláció kapcsolata. A múlt finanszírozási folyamatainak elemzése fontos adalékul szolgálhat ahhoz, hogy meghatározhassuk a fiskális politikával szembeni elvárásokat, az előttünk álló dezinflációs periódusban⁷. Kézenfekvő lett volna, hogy vizsgálatainkat csupán az 1992-t követő időszakra végezzük, amikor már végig piaci kamatozású instrumentumokkal finanszírozták a költségvetési hiányt. Ekkor azonban nem tudtuk volna bemutatni a múltból származó adósság-örökség nagyságából és összetételéből adódó következményeket, melyek a kilencvenes évek első felében mindvégig behatárolták a költségvetési politika mozgásterét.

A tanulmány első és második részében a magyarországi inflációt meghatározó főbb tényezők áttekintésével kíséreljük meg körülhatárolni a fiskális politika "felelősségét" a kilencvenes évek közepes inflációjának fennmaradásában, s az államháztartás finanszírozási szükségletének makrogazdasági összefüggéseit vizsgáljuk. A harmadik részben bemutatjuk, hogy - tekintettel a magas eladósodottságra, a közepes inflációra és a fejlődésben lévő állampapírpiacra - a költségvetési kiigazítási folyamat jellemzői csak az államháztartási hiány különböző szemléletű mérőszámaival ragadhatók meg.

⁵ Ahol lehet az 1997-re vonatkozó előzetes adatokat is feltüntettük.

⁶ A költségvetési pozíció átláthatóságának fontosságáról és az ezzel kapcsolatos követelményekről lásd Kopits (1997).

⁷ A dezinfláció kérdéseiről lásd bővebben Surányi - Vincze (1998) és MNB, Monetáris politikai irányelvek 1998.

A negyedik és ötödik rész az adósságdinamika alakulásával foglalkozik, az adósságrátát meghatározó tényezőket vizsgálja az 1992-től érvényes új, piaci finanszírozási rendszer különböző alperiódusaiban. Az *utolsó* részben néhány olyan tanulságot, következtetést foglalunk össze, amelyet véleményünk szerint mindenképpen figyelembe kell venni, az *előtti* álló időszak költségvetés-finanszírozási programjának kialakításakor.

1. Az inflációt befolyásoló tényezők a piacgazdasági átmenet időszakában

A fejlett piacgazdaságokban az árstabilitás, mint monetáris politikai végső cél mögött az áll, hogy az inflációnak elsődlegesen monetáris okai vannak, s így az a monetáris politika eszközeivel fékentartható. Az átalakuló országokban azonban emellett számos olyan inflációs forrással kell számolni, amelyek a központi irányítású gazdaságban felhalmozott feszültségekkel állnak összefüggésben. A korábbi rendszerben kialakult relatívár-torzulások eleve elkerülhetetlenné teszik a magasabb árnövekedést, figyelembe véve az árak viszonylagos merevségét, azt, hogy az árány-korrekciókra csak ritkán kerülhet sor ársökkenéssel. Így az átalakulóban lévő gazdaságokban az inflációt meghatározó tényezők a következőképpen csoportosíthatók:

- monetáris és árfolyampolitikai tényezők;
- fiskális politika;
- relatív árváltozások: egyrészt az ártorzulások felszámolása, másrészt a gazdaság felzárkózásából adódó relatív árváltozások;
- várakozások és gazdaságpolitikai érdekek.

Ez a tanulmány a második ponthoz kapcsolódik, s arra próbálunk meg választ kapni, hogy a kilencvenes évek költségvetési politikája, a késlekedő alkalmazkodás és az azt követő kiigazítás milyen szerepet játszott a közepes infláció fennmaradásában. Már induláskor meg kell azonban jegyezni, hogy az öröklött adósságterhek és az átalakulás társadalmi megpróbáltatásai szabta korlátok (a szükséges és lehetséges államháztartási korrekció) között, a kialakulóban lévő állampapírpiacon sűrűlődséi közepette nehéz feladat volt meghatározni a még elviselhető fiskális kiigazítás mértékét és mikéntjét⁸. Ezen körülmények között különösen relevánsnak tűnik Tobin azon gondolata, hogy az infláció egy fátyol, mely mögött a jövedelmek újraelosztása lezajlik.

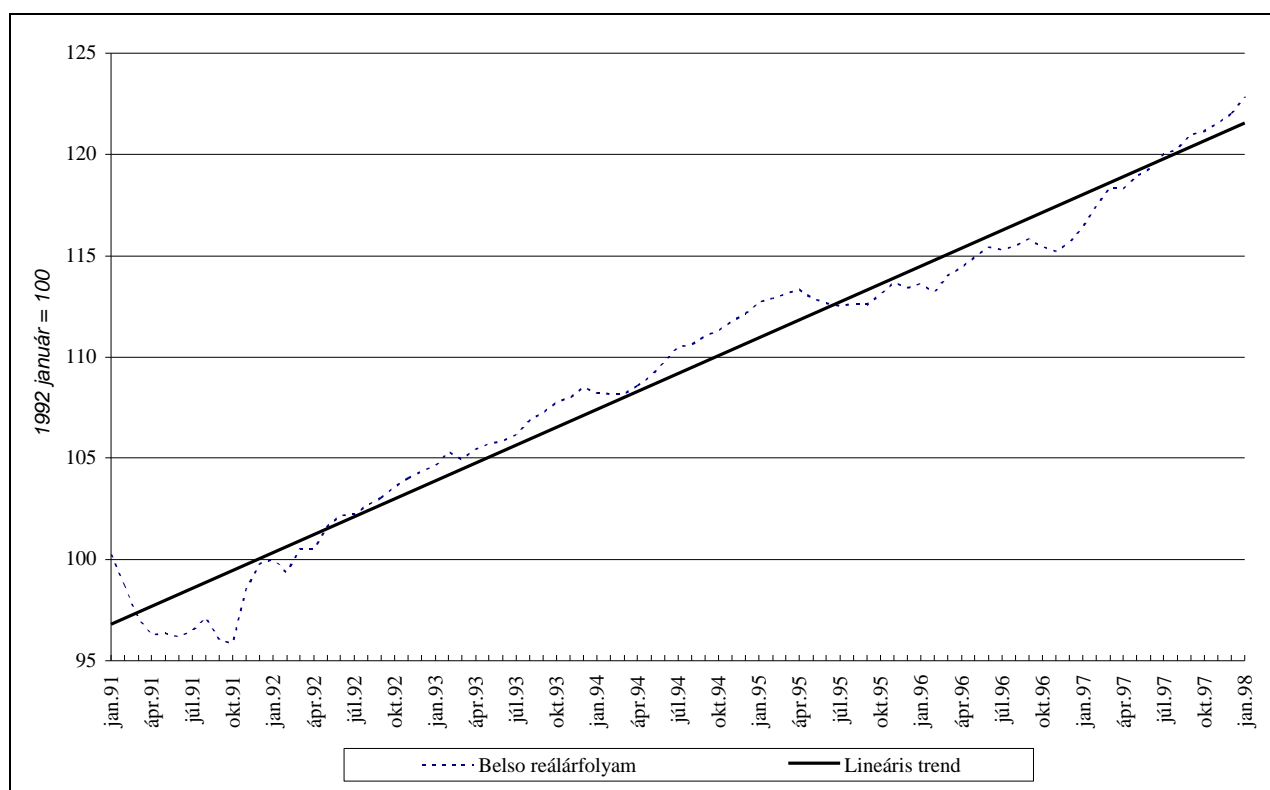
Az ár- és a külkereskedelem liberalizáció, valamint a különböző termelői és ártámogatások felszámolása a nyolcvanas évek végén - a kilencvenes évek legelején elkerülhetetlenül együttjárt a relatív árak egyszeri (esetleg több lépcsőben lezajló) korrekciójával. Ugyanakkor a gazdaság mikroszerkezetének átalakulásával, a piaci megfontolások alapján döntő üzleti szektor kialakulásával párhuzamosan megindult egy folyamatos relatív árány-átrendeződés az ún. tradable (külpiacon versengő) és non-tradable (külpiacon nem versengő) szektor között, amely egy folyamatos, endogén átrendeződési folyamat és a külfölddel versengő szektor növekvő termelékenységével áll összefüggésben⁹. (1. ábra)

⁸ Igaz a mai napig nem rendelkezünk a költségvetési kiadások és bevételek költség-haszon elemzésével, a költségvetési újraelosztás tényleges hatásainak elemzésével, így ilyen körülmények között a fiskális kiigazítás társadalmi költségei elméletileg sem minimalizálhatók.

⁹ A tradable és non-tradable szektor a külfölddel folytatott verseny szempontjából alkalmazott csoportosítás. A verseny egyrészt a külső piacokon zajlik (export), másrészt az import és a belföldi termelés közötti helyettesíthetőségen

1. ábra

A non-tradeable és a tradeable árak hányadosa



A dezaggregált árinдекek vizsgálata azt mutatta, hogy még a nagyobb keresleti sokkok idején is csupán néhány termékénél volt példa az árak csökkentésére is. (Vincze-Zsoldos (1996)), s így feltételezhető az árak nagyfokú merevsége lefelé. A relatív árak átrendeződése, s az abból fakadó inflációs nyomás az egész megfigyelési időszakot jellemezte, a részletesebb vizsgálat alapján azonban jól elkülönülnek az eltérő jellemzőkkel rendelkező szakaszok.

1986-1988 Az alacsonyabb infláció a hatóságilag meghatározott árakkal magyarázható.

1989-1991 A liberalizációs, magas inflációs időszak, amikor a forint leértékelések mértéke körülbelül kiegyenlítette a magyar infláció és a főbb kereskedelmi partnerek áremelkedése közötti különbséget.

1991 közepe - 1995 eleje Az infláció 1991 közepén érte el a csúcst, s ezt követően a gazdaságpolitika erőteljes dezinflációt hirdetett meg, amely később fenntarthatatlannak bizonyult. Az időszak tanulsága, hogy a mesterséges relatív ártorzulásokkal elért alacsonyabb infláció egy idő után olyan feszültségek felhalmozódásával jár, amelyek korrekciója elkerülhetetlenül a dezinflációs folyamat visszafordulását eredményező intézkedéseket igényel¹⁰. Az 1992-től célul kitűzött infláció-mérséklés két alapeleme a reál effektív árfolyamindex termelői áralapon

keresztül érvényesül. A felzárkózást jellemző reál felértékelődés az ún. Balassa-Samuelsón hatással áll összefüggésben (Halpern-Wyplosz (1997)).

¹⁰ Ezért fogalmazódott meg az MNB 1998. évi monetáris politikai irányelveiben a monetáris politika végső céljaként a "fenntartható infláció mérséklés", mint végső cél.

mért szinten tartása, valamint az energia és a közszolgáltatási árak “befagyasztása” volt. Az időszakot a fogyasztói és a termelői árindex közötti 10 százalékpontnyira növekvő rés jellemezte¹¹. Az időszak ár-, jövedelmezőség és versenyképesség elemzése túlhaladja e tanulmány kereteit¹², ám az lényeges, hogy a mesterségesen fenntartott árarány-torzulások korrekciója elengedhetetlen feltétele volt az export vezérelte, fenntartható növekedés megvalósításának. A világpiaci áraktól elszakadó energiaárak olyan feszültségforrást jelentettek, amit az elsők között kellett orvosolni a fenntartható növekedés megteremtéséhez.

Az 1995 óta eltelt időszak az energia árkorrekciók mellett a tradable és a non-tradable árak arányának az átrendeződésével jellemezhető. A tradable szektor árait egyre inkább a külpiaci árak és a leértékelődés üteme határozza meg, míg a non-tradable árnövekedés rendre meghaladta a tradable szektorbeli inflációt. Ezt egyrészt a hosszú idő óta húsz százalék körüli inflációból fakadó áremelési inerciával magyarázhatjuk, de egyre nagyobb szerepe van a munkaerőpiacon a súrlódásos munkanélküliségből adódó feszültségeknek. A tradable szektor termelékenységének magas növekedési üteme lehetővé teszi a bérek gyorsabb emelését ebben a szektorban, de ez a szakképzett munkaerőért folytatott harc következtében a non-tradable szektorban is jelentős béremelést indukál, ami hozzájárul a magasabb non-tradable inflációhoz. Bizonyos közfunkciók piacosítása ugyancsak a non-tradable inflációt erősítheti.

A monetáris politikát a piacgazdasági átmenet első időszakában (1991-1994) a túl sok végső cél, az átalakulóban lévő eszközrendszer, valamint a fiskális és a monetáris politika közötti koordináció elégtelensége jellemezte (Neményi (1996)). A monetáris politika célrendszerét a piacgazdasági átmenet változó feltételei között nehezen lehetett konzisztens módon kijelölni, s a permanens változás a monetáris transzmisszió hatékonyságát is rontotta. Még a monetáris politika végső céljának kijelölése sem volt problémamentes, hiszen a külső eladósodás magas szintje olyan korlátozó tényezőt jelentett, ami elengedhetetlenné tette, hogy a fizetési mérleg hiánya és ezzel összefüggésben a versenyképesség megőrzése a Jegybank célváltozói között szerepeljen. Az 1990-es fizetőképességi válsághoz közeli helyzet sikeres megoldását követően már előtérbe került az infláció mérséklése, mint végső cél, de a dezinfláció folyamatosságát biztosító fenntarthatósági szempontok nem kaptak kellő súlyt. Folytatódott a nyolcvanas évek “stop - go” politikája: az 1990-1995-ös időszakban az infláció mérséklése mindig csak addig kapott prioritást, ameddig a romló külső egyensúly nem tette szükségessé az árfolyam kiigazítását. A növekedés megindítását, támogatását célzó törekvések pedig (pl. 1994-ben) éppúgy figyelmen kívül hagyták a külső egyensúly és a dezinfláció szempontjait, mint az előző évtizedben.

Az infláció, a versenyképesség és a növekedés összehangolásának követelményét az 1995 elejére kibontakozó válság tette nyilvánvalóvá. A monetáris politikának egy bizonyos határon túl már nem volt hatékony eszköze az infláció fékmentartásában, s ezt fényesen bizonyították 1993-1994 eseményei, amikor a reálkamatok (vissza és előretekintő módon

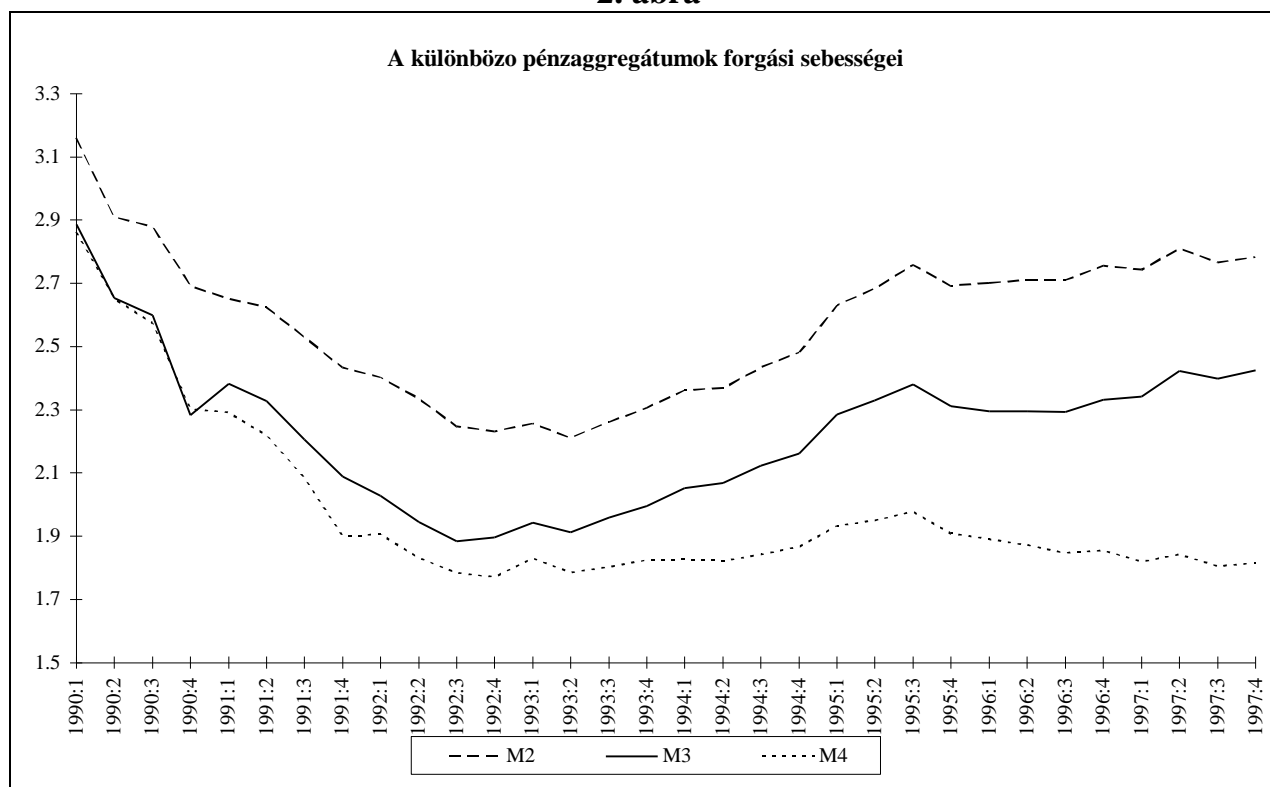
¹¹ A fogyasztói és a termelői árak közötti rés részben statisztikai problémákból is eredt (Darvas et al.(1994)). A termelői árstatisztikák bruttó alapon készülnek, s így halmozottan tartalmazzák az energetikai termékeket, amelyek súlya ezért jóval nagyobb a termelői árindexben, mint a fogyasztóiban.

¹² A versenyképességi mutatók összehasonlító elemzése megtalálható Halpern (1996) tanulmányában.

számítva egyaránt) egyre nőttek, de ez semmit nem oldott a piac bizalmatlanságán. A költségvetési hiány finanszírozása a jegybank nélkül megoldhatatlan volt, s Magyarország hitelképessége a nemzetközi piacokon is veszélybe került. A helyzet fenntarthatatlanságát a mexikói válság emelte ki 1995 elején (Kornai (1997)).

A változó gazdasági, pénz- és tőkepiaci környezetben *a monetáris politika nem támaszkodhatott a stabil pénzkeresletre*, s így nem alkalmazhatta a monetáris aggregátumokat közbülső célváltozóként (Riecke (1996), Neményi (1997)). Az átalakuló gazdaságokban általánosan jellemző a pénzkereslet és a megtakarítások szerkezeti változása, ami a pénzügyi rendszer fejlődésének természetes következménye¹³. Ezt tükrözi, hogy a szűk pénzmutatók forgási sebessége nagy változékonyságot mutatott a vizsgált időszakban, egyedül a legszélesebb monetáris aggregátum (M4¹⁴) forgási sebessége látszik stabilizálódni. A pénzkínálat oldaláról a pénzmultiplikátor változása, majd emellett - 1995-öt követően - az egyre intenzívebb tőkebeáramlás nehezítette a monetáris szabályozást.

2. ábra



A körülmények tehát azt sugallták, hogy érdemes *az árfolyamot közbülső célnak választani*. A fix, de kiigazítható árfolyamrendszer hitelessége azonban nagyon megtépázódott az 1990-94 időszakban, amikor a végső célok közötti prioritások változásának függvényében következtek be az árfolyamkorrekciók. A kereskedelmi partnereknél tartósan és jelentősen

¹³ Érdemes megjegyezni, hogy a pénzkereslet stabilitása önmagában nem elégséges egy pénzmennyiségre alapozott monetáris politikához. Ehhez a reálgazdaságra vonatkozó megbízható modell is szükséges, mely nem áll(t) rendelkezésre. Jól mutatja ezt, hogy az 1991-es visszaesés lényegesen nagyobb, az 1995-1996-os pedig lényegesen kisebb volt a vártnál.

¹⁴ M4: a készpénz és a banki betétek mellett tartalmazza a bankrendszeren kívüli állampapírállományt is.

magasabb infláció és a romló külkereskedelmi mérleg szükségessé tette a rendszeres árfolyamkiigazítást.

Az 1988 óta érvényesülő makacs inflációban, majd pedig az 1996 utáni relatíve lassú mérséklődésben fontos szerepe volt a *várákosításoknak*. A várákosítások többnyire felfelé tértek el a kormány programban célul megjelölt árnövekedéstől, s *visszatekintő módon formálódtak*¹⁵. Ezt a folyamatot erősítette, hogy valahányszor a felgyülemelő feszültségek elkerülhetetlenné tették a gazdaságpolitikai korrekciót, a választott intézkedések mindig inflációs hatásúak voltak. Legutóbb az 1995. márciusi intézkedések „lepték meg” a lakosságot¹⁶ a vártnál magasabb inflációval, aminek következtében 1995-ben 10%-ot meghaladó reálbércsökkenés következett be. A probléma *időbeli inkonzisztencia néven ismeretes*, ami arra utal, hogy a jegybankoknak-kormányoknak mindig módjukban állt azt követően dönteni a monetáris és árfolyampolitikában, amikor már a piaci szereplők kialakították várákosításaikat. A piac védekezéséppen magasabb inflációval számolt, s a magasabb várákosítás könnyen önbeteljesítővé válik, azaz akkor is magasabb infláció alakul ki, ha a gazdaságpolitika nem generált meglepetés inflációt. Tehát mindaddig, amíg az időbeli inkonzisztencia lehetősége súlyos probléma, azaz nagy a valószínűsége, hogy a kormányzat a jövőben is az inflációs meglepetés fegyverét kényszerül alkalmazni, a dezinflációt késleltető *inerciális elemek hatása erős marad*. Az 1995 évi 30%-ot közelítő „váratlan” infláció természetesen felfelé nyomta a bérköveteléseket a rákövetkező években, ami a bérmegállapodások terén megfigyelhető visszatekintő szemlélettel kiegészülve költségessé teheti a dezinflációt (Dornbush-Fisher (1992)). *Egy ilyen helyzetben az infláció mérséklése csak lassan következhet be hiteles, esetleg intézményi változtatásokat is magában foglaló gazdaságpolitikai változtatás nélkül*¹⁷.

A költségvetés 1993-1994-ben a kialakuló állampapírpiacról a gazdaságpolitika iránti bizalmatlanság miatt viszonylag rövid lejáratú, nagyobb arányban változó kamatozású állampapírokkal finanszírozódott, s ezért a költségvetést meglehetősen érzékenyen érintette a befektetők várákosításait tükröző hozamnövekedés. Tehát a finanszírozási szerkezet is a dezinflációt hátráltató tényezővé vált, hiszen a befektetők által elvárt magas (emelkedő) kamatprémiumok miatt az elsődleges egyenleg korrekciója hiányában megnövekvő finanszírozási igény általában csak monetizálással (a jegybank finanszírozásban való részvételével) volt fedezhető.

¹⁵ Ez kimutatható a kormányprogramban közölt célok és a különböző intézetek által publikált előrejelzések összehasonlításával. A magasabb inflációs várákosítás azután azt eredményezte, hogy a bérek növekedése is rendre meghaladta az Érdekegyeztető Tanácsban megállapodott mértéket (vagy annak felső határa közelében alakult) (Blanchard (1997)). A hitelesség és a transzparencia erősödésével várható, hogy a várákosítások is egyre jobban előretekintővé válnak.

¹⁶ Az 1995 márciusi intézkedések (9%-os leértékelés, vámpótlék, energiaár-korrekció stb.) az árak és a jövedelmek jelentős átrendeződését váltották ki, s ugyanakkor „meglepetés inflációt” (surprise inflation) okoztak (30%-hoz közelítő fogyasztói árindex, s a termelői és fogyasztói ár közötti rés eltűnt). A (nettó) reálberek 1996-ban további 5%-kal csökkentek. Az előre bejelentett csúszó leértékelési rendszer ($\pm 2.25\%$ sávval a 30% USD 70% DEM összetételű valutakosár alapján meghatározott középárfolyam körül) bevezetése elsősorban a hitelesség helyreállítását szolgálta, s mivel a csúszás havi ütemét elvileg a cél-infláció alapján határozták meg, az árfolyamnak az új rendszerben egyfajta nominális horgony szerepet szántak. Az új árfolyamrendszer fenntarthatóságát a költségvetés finanszírozási szükségletének mérséklése és szigorú jövedelempolitika támogatta.

¹⁷ Lásd például Új Zéland esetét.

Mielőtt a fiskális politika szerepét közelebbről is megvizsgálnánk az infláció magyarázatában az előzőekkel összefüggésben érdemes áttekinteni, hogy milyen motívumok tehetik érdekeltté a gazdaságpolitikuskokat a váratlan infláció fegyverének használatában, jóllehet az infláció összhatását tekintve hosszabb távon kedvezőtlen. Az infláció gazdaságpolitikai célú felhasználásának indítékai három csoportba sorolhatók (Cukierman (1992)). A gazdaságpolitika motiváltsága az infláció fennmaradásában, különösen pedig annak tudatossága a kilencvenes években hosszan vitatható. Itt csupán megjegyezzük, hogy az infláció, mint gazdaságpolitikai eszköz szerepe fellelhető, jóllehet a különböző lehetséges motívumok súlya változó volt az elmúlt évtizedben.

- A foglalkoztatási/növekedési motívum a választási ciklusossal áll összefüggésben és főleg a kezdeti sokkok (-1992) idején volt felfedezhető, de hatása kimutatható volt 1994-ben is.
- A fizetési mérleg (versenyképességi) motívum Magyarországon nagyon jelentős volt. A fizetési mérleg romlásához kapcsolódóan bekövetkező leértékelések magasabb áremelkedéshez vezettek, ugyanakkor a makacs infláció erősítette a leértékelési várakozásokat, s így állandósult a devizaspekuláció. Az előre bejelentett csúszó leértékelési rendszer 1995 márciusi bevezetését követően is csak bizonyos idő után beszélhettünk a gazdaságpolitika hitelességének erősödéséről.
- Végül a jövedelem motívum. Ami az inflációból származó állami bevételt (seigniorage) illeti, elmondható, hogy a seigniorage a vártnál kisebb szerepet töltött be a kormányzat finanszírozásában. Ugyanakkor a költségvetés elsődleges egyenlege nem semleges az inflációra nézve, különösen váratlan infláció esetén nem az: a magasabb infláció hatása viszonylag hamar megmutatkozik a bevételi oldalon, miközben a kiadások nehezebben módosulnak. Ezért Magyarországon az inflációs kormányzati indítékok körét tágabban, nemcsak a seigniorage-ra szűkítve érdemes definiálni.

A várakozásokban tükröződnek a fenti megfontolások és ebben a megközelítésben az infláció egy hosszú késleltetéssel működő folyamatnak tűnik, ami még akkor is magán viseli a hysteresis jeleit, ha a várakozások viszonylag előretekintően, racionálisan formálódnak. Mindez azért fontos a gazdaságpolitika számára, mert addig amíg nem kicsi a valószínűsége a váratlan inflációs sokkok alkalmazásának, nem igazán várható el az inflációs várakozások mérséklődése, ami pedig végül is hozzájárulhat az infláció fennmaradásához. Az 1995. évi gazdaságpolitikai korrekciót követően, a hitelesség visszaszerzésének - megteremtésének az időszakában az előre bejelentett csúszó leértékelési rendszer jól szolgálta az infláció mérséklését. Ennek azonban előfeltétele volt, hogy költségvetési és a jövedelempolitika a csúszó leértékeléssel összhangban alakuljon. A következőkben ennek a kérdésnek egy speciális vonatkozását, a költségvetés finanszírozási igénye és finanszírozása, valamint az infláció közötti kölcsönhatást vizsgáljuk.

2. A költségvetési hiány és az infláció

Magyarországon - lévén kis nyitott gazdaság, ahol az elmúlt hét évben különböző rezsimben, de mindig fix árfolyamrendszer működött¹⁸ - a költségvetés és az infláció kapcsolatának vizsgálatakor a fizetési mérleg alakulását is szem előtt kell tartani. Empirikusan is igazolhatónak látszik, hogy a növekvő költségvetési deficit és a belföldi felhasználás GDP-t meghaladó növekedése a kilencvenes évek első felében egyenesen vezetett a külső egyensúly, azaz a fizetési mérleg romlásához. Az 1995-ig tartó időszakban a magas költségvetési deficit finanszírozásához kapcsolódó monetáris expanzió közvetlenül is kiváltott inflációs nyomást, ezen túlmenően infláció gerjesztő hatása több indirekt csatornán keresztül is érvényesült. A folyó fizetési mérleg hiányának tartós romlása ugyanis elkerülhetetlenné tette az árfolyamkiigazítást, amit a monetáris politika akkomodált. Mindez hozzájárult az infláció fennmaradásához, olykor megugrásához. A költségvetési hiány voltaképp közvetett úton a folyó fizetési mérleg hiányán és a leértékelésen keresztül vezetett inflációhoz.

1. táblázat
Makrogazdasági mutatók
százalék

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
GDP volumen	-3,5	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,6	1,3	4,1
Belföldi felhasználás volumene	-3,1	-9,1	-3,6	9,9	2,2	-3,1	0,0	3,8
M3 (éves növekedés)	26,1	35,7	27,6	15,7	13,0	20,1	22,5	19,6
Belföldi hitel*	11,6	17,7	12,2	20,9	18,0	12,8	6,5	10,7
Vállalati hitelek	24,9	18,9	-9,7	6,4	15,4	18,5	29,4	38,5
Kormányzat nettó hitelei**	5,8	31,3	23,1	25,7	18,5	14,1	2,0	1,3
Fogyasztói árindex (átlagos)	28,9	35,0	23,0	22,5	18,8	28,2	23,6	18,3
(december/december)	33,4	32,2	21,6	21,1	21,2	28,3	19,8	18,4

* A hitel, bank és adóskonszolidáció hatását tartalmazza 1993-tól.

** Tartalmazza a kormányzat jegybanki nem kamatozó hiteleinek állománynövekedését is, amelyeket az MNB a saját nevében felvett devizahitelek (nettó) árfolyamvesztésének fedezetére nyújtott a költségvetésnek. (Az un. nullás állomány problematikájáról lásd bővebben Neményi (1996)).

A kilencvenes évek gazdaságpolitikája nem választhatott szabadon a finanszírozási források közül. Tekintettel arra, hogy külső eladósodás már a nyolcvanas évek végére kritikus szintet ért el, a finanszírozás külső forrásait erőteljesen korlátozni kellett. Ezt a felismerést tükrözte az 1992-től bevezetett új költségvetési finanszírozási rendszer, amely gyakorlatilag a Jegybanktörvény (1991. évi LX törvény) parlamenti elfogadását követően lépett életbe. Az új rendszerben:

¹⁸ 1995 előtt fix, rendszeresen kiigazított árfolyamrendszer (adjustable peg) működött, majd az 1995 márciusában bevezetett sávcsúszó leértékelési rendszerben (crawling band) az árfolyam szinte mindvégig a sáv erős szélén tartózkodott, a rendszer ílymódon a 4,5%-os sáv megléte ellenére gyakorlatilag fix - előre bejelentett csúszó rögzítéses - árfolyamrendszerként (crawling peg) működött.

- a költségvetési hiányt kizárólag piacképes értékpapírok (kincstárjegyek és államkötvények) kibocsátásával finanszírozzák;
- a központi banki finanszírozást korlátozták, az 1997 januárjától az EU normákkal összhangban a közvetlen (elsődleges kibocsátásokon vásárlással történő) jegybanki finanszírozás tilalmát is be lehetett vezetni, amit a piac fejlődése és a költségvetési finanszírozási igény jelentős mérséklése tett lehetővé;
- a költségvetési hiányt finanszírozó adósságinstrumentumokat a befektetők (háztartások, vállalatok és intézményi befektetők) szabad akaratukból, megtakarítási döntéseiknek megfelelően vásárolják.

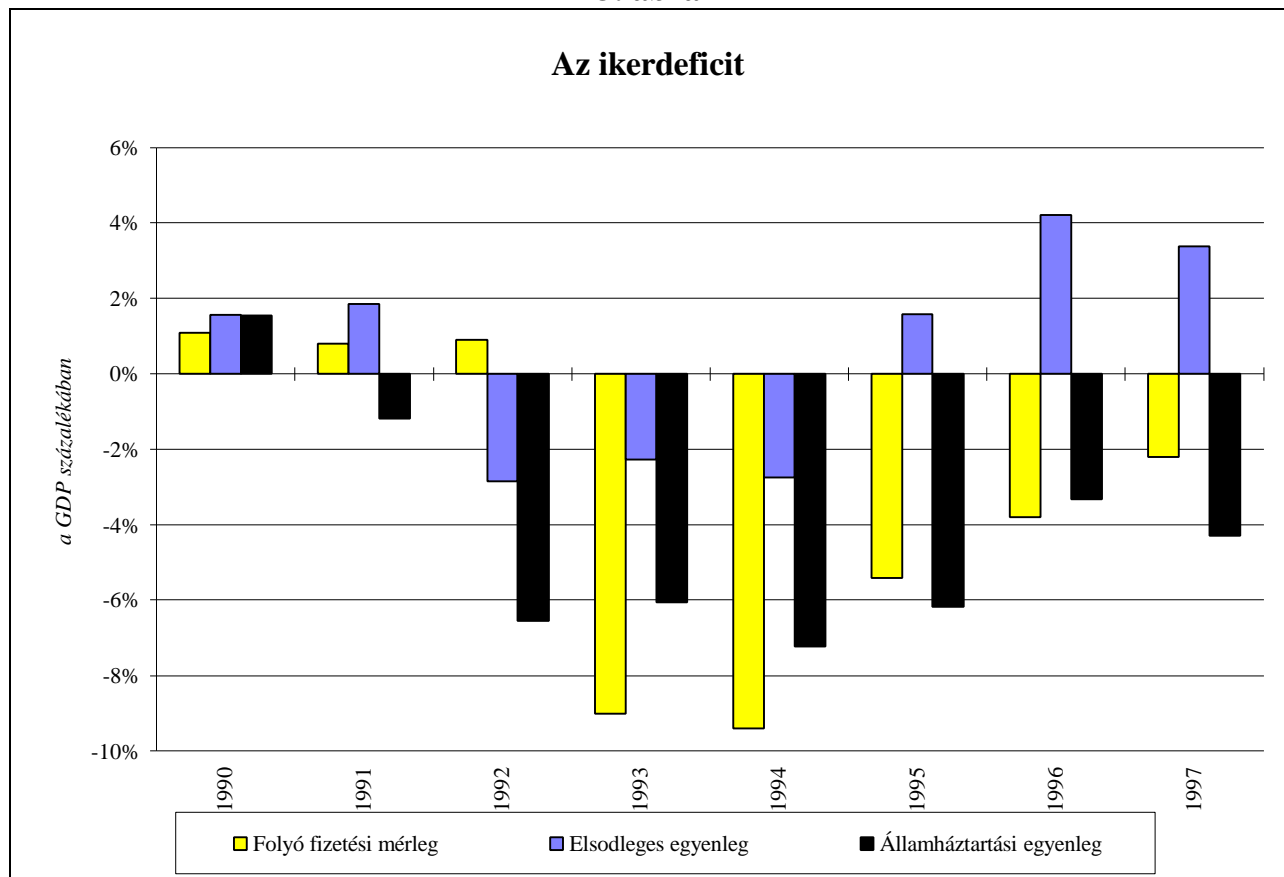
Az új finanszírozási rendszerrel kapcsolatban már előljáróban el kell osztatnunk azt a tévhitet, hogy ez a változás megnövelte - egyes vélemények szerint szükségtelenül - a költségvetés költségeit, s a kedvezményes kamatú, korlátlan jegybanki finanszírozás fenntartásával enyhíteni lehetett volna a piacgazdasági átmenet időszakának társadalomra háruló kétségtelen terheit. A finanszírozási rendszer megváltoztatásának legfontosabb következménye az volt, hogy a korábbi finanszírozási rendszer útvesszőiben elrejtett költségek¹⁹ explicitté váltak, s így a változtatás az átláthatóság megteremtésében tett komoly előrelépést. A költségvetés finanszírozásának tényleges költségei egyre nagyobb hányadban jelentek meg közvetlenül a költségvetésben, hiszen az adott év hiányának finanszírozásából és a lejáró állományok megújításából összetevődő bruttó állampapír-kibocsátás után már piaci kamatot fizetett a költségvetés (lásd bővebben Borbély - Neményi (1995)). A kilencvenes évek elején, amikor a külső adósságválság, a felhalmozott devizaadóssággal kapcsolatos adósságszolgálat teljesítése jelentette a fő problémát, ez közvetlenül a költségvetésben nem tükröződött: a devizaadósság az MNB könyveiben volt, miközben a költségvetés a központi banktól kapott, hosszú lejáratú hitelek után kedvezményes kamatot fizetett²⁰. Az új finanszírozási rendszer másik fontos következménye ugyancsak a tisztánlátást segítette, amennyiben 1993-tól - ahogy a piaci finanszírozási rendszer hatásai megjelentek - világosan kimutathatóvá vált a külső és a belső egyensúlytalanság kölcsönös összefüggése, az ún. ikerdeficit probléma kialakulása (3. ábra). A költségvetési hiány és a folyó fizetési mérleg hiány egymás tükörképeként növekedett, s az infláció a hiánynövekedést kissé késlekedve követte. A költségvetés hiányának növekedésében a kilencvenes évek elejének exogén és endogén sokkjai egyaránt szerepet játszottak, s valójában kettős probléma jelentkezett: (i) a problémát az jelentette, hogy a hiány olyan mértéket ért el, ami figyelembe véve a megtakarításokat (belföldi lakossági és elérhető külföldi befektetések) és a belföldi állampapírpiaç fejlettségét nem volt finanszírozható; (ii) a hiány szerkezetének változása - a finanszírozási gondok tükörképeként emelkedő piaci reálkamatok következtében - az explozív eladósodást előrevetítő, felpörgő kamatspirál veszélyét mutatta.

¹⁹ Korábban a költségek az MNB nettó reálvagyonának csökkenésében jelentek meg a sajátos elszámolási szabályok miatt. Ennek a folyamatnak a mechanizmusát és következményeit jól mutatja be Rocha - Saldanha (1992).

²⁰ Hogy világos legyen, a probléma nem az volt, hogy a nominális vagy inflációhoz kapcsolódó költségek nem jelentek meg - erofeszítéseink egy része pont arra irányul, hogy ezt kiszurjuk -, hanem ebben az átláthatatlan rendszerben a tényleges költségek azonosítása volt majdnem lehetetlen alapos vizsgálat nélkül, a könnyen elérhető számok téves következtetések levonására csábítottak.

Az előző két megfigyelés arra hívja fel a figyelmet, hogy az államháztartás - a múltból örökölt - pozíciója miatt nem rendelkezett azzal a kapacitással, hogy gazdaságstabilizáló funkcióját sikeresen elláthassa, a gazdaság stabilizálására irányuló törekvései csak elmélyítették a destabilizációs folyamatokat.

3. ábra



Az államháztartáson belül négy fő alrendszer és a központi bankot különböztethetünk meg, mégis azt mondhatjuk, hogy *a finanszírozásban két szereplőnek van kiemelt szerepe*: a központi költségvetés dönt a finanszírozásról és az adósságvállalásról (1992-től a kibocsátások kamat és lejáratiról), a Magyar Nemzeti Bank pedig a pénzkibocsátással való finanszírozás mértékéről²¹.

Tekintettel arra, hogy a finanszírozási rendszer megváltozása 1992-ben egybeesett a költségvetés hiányának növekedésével, továbbá a növekvő finanszírozási igényt egy kialakulóban lévő, még kevésbé likvid piacról kellett finanszírozni, a jegybank finanszírozásból való kivonulására a törvény fokozatosságot írt elő.

²¹ Az államháztartáson belül az önkormányzatoknak van még önálló eladósodási joga. A kilencvenes évek elején volt egy a finanszírozás decentralizálására irányuló törekvés, ami elsősorban a TB alapok felelősségének növelését célozta, de végülis a tervezett rendszeresen nagymértékben meghaladó TB hiányt nem lehetett a piacról ésszerű költséggel finanszírozni, ezért a TB jogot kapott a költségvetés jegybanki pénzalapjának igénybevételére.

A szabályozás kialakításakor makrogazdasági szempontok is szerepet kaptak, különösen pedig a költségvetési és a monetáris politika összehangolásának kívánalma. A fiskális oldalon a finanszírozhatóság követelményével való összhang megteremtéséhez szükséges kiigazításra azonban addig nem került sor, amíg a finanszírozási válság nem eszkalálódott 1994 végén. Eredetileg is nyilvánvaló volt, de amikor a monetáris szigor növelése már nem bizonyult hatékony eszköznek²² még inkább világossá vált, hogy amennyiben az MNB kivonul a finanszírozásból, akkor egy idő után még nagyobb mértékű monetáris finanszírozásra lesz szükség, azaz érvényesülhet egyfajta “kedvezőtlen monetáris aritmetika” (Sargent- Wallace (1983)). Ezért vezette be az 1991. évi törvény fokozatosan a jegybanki finanszírozásra, az MNB-ben lévő költségvetési tartozások állománynövekedésére vonatkozóan korlátozást. A piacgazdasági átmenet első időszakában (-1995) a költségvetési hiány finanszírozására vonatkozó törvényi korlátozások “szelleme” többször sérült, néhány alkalommal olyan helyzet alakult ki, hogy a költségvetés nem tudta a piacról finanszírozni a hiányt. Ez történt például 1993 szeptemberében, amikor végül is a “repocsap” kinyitása oldotta meg a problémát, majd 1994-ben amikor a Jegybanktörvényben rögzített, a költségvetési bevételek 4%-ában meghatározott központi banki finanszírozási korlátot (56 Md Ft) felemelték 80 Md Ft-ra.

2. táblázat
A központi költségvetés adósságának változása
(a GDP százalékában)

	1993	1994	1995	1996	1997
1. A költségvetés forintban denominált adóssága	21.80	12.70	16.08	3.35	-17.66
ebből: Kamatozó	13.54	7.15	5.59	10.07	0.96
- MNB kedvezményes kamatú hitelek	-1.01	-1.06	-0.33	-1.52	-1.29
- MNB-nél lévő állampapír-állomány	1.91	2.82	-0.80	-1.27	-0.77
- Piaci (MNB-n kívüli) államadósság	12.64	3.68	5.43	6.92	5.46
Nem kamatozó adósság (MNB-nél)	8.26	5.91	10.49	-6.72	-18.62
Állampapírra átváltott nem kamatozó adósság*	0.00	1.35	1.29	5.95	-2.44
2. A költségvetés deviza-adóssága	1.94	1.14	1.58	-0.42	22.79
3. Bruttó költségvetési adósság (1+2)	23.74	13.84	17.65	2.93	5.12
ebből: MNB-nél	9.16	9.02	10.65	-3.57	-0.56
ebből: az árfolyamváltozásokhoz kapcsolódó adósságon kívüli kamatozó adósság**	0.90	0.40	-2.43	-8.85	

* A 1993-tól minden évben az MNB előző évi mérlege alapján a nettó devizatartozások csökkenésének megfelelő mértékű nem kamatozó költségvetési adósságot hosszú lejáratú, piaci kamatú kötvényre cseréltek le.

**Az 1997 januári adósságcserevel megszűnt az árfolyamváltozásokhoz kapcsolódó un. nullás állomány, így ez a sor 1997-re nem értelmezhető: a közvetlen jegybanki finanszírozás mértékét 1997-ben az utolsó előtti sor mutatja.

A fenti táblázat utolsó sora jól tükrözi a közvetlen jegybanki finanszírozás mértékének változását²³. Látható, hogy az 1995-től jelentős tőkebeáramlás likviditási hatásának

²² Az 1993-as negatív reálhozamok korrekciójaként megindult korrekciós folyamat ex ante, s végül ex post is nagyon magas reálkamat mellett sem biztosította a finanszírozást.

²³ Ez persze csak a költségvetés jegybanki hitel és állampapírállomány változása alapján közvetlenül leolvasható hatás. A monetáris finanszírozás valójában a jegybankpénz-kibocsátással jellemezhető és az annak háttérében

semlegesítésére számottevő részben a jegybank állampapír állományának leépítésével került sor.

Az állampapírpiac jelentős fejlődése és az elsődleges forgalmazói kör kialakítása lehetővé tette, hogy az MNB 1997-re visszavonuljon az állampapírpiacra végzett piacgondozói és kereskedési szerepkörből, nyíltpiaci műveleteit azóta alapvetően monetáris megfontolások vezénylik. Ugyanakkor a központi költségvetéssel fennálló finanszírozási kapcsolata piaci alapokra helyeződött.

A költségvetés finanszírozási igénye, az eladósodás és az infláció összefüggéseinek egyszerű sémáját a melléklet első részében foglaltuk össze. A továbbiakban az elemzési keretnek megfelelő részletesebb tárgyalás következik. *A 3. és 4. részben a költségvetési korlát két oldalát - a finanszírozási igényt és a finanszírozás összetételét - elemezzük, majd pedig az adósságráta összetevőinek részletes vizsgálata következik.*

3. A költségvetési deficit mérése és finanszírozása az átalakuló gazdaságokban

A magyar piacgazdasági átmenet, Magyarország költségvetési, finanszírozási és eladósodási jellemzői számos olyan sajátossággal rendelkeztek, amelyeket az elemzéskor nem szabad szem elől téveszteni, hiszen e nélkül könnyen téves következtetésekre juthatunk. Hogy csak néhányat említsünk:

- A mai problémák a nyolcvanas évek gyorsuló külső eladósodása nélkül nem érthetők meg. A kilencvenes évek elejére felhalmozott *magas deviza adósság az utóbbi időkig ható legfontosabb korlátozó tényező*. Ezért elemzésünket az elmúlt bő évtizedre (1986-1997) végeztük.
- *A költségvetés hivatalos hiánya és az állam finanszírozási igénye* (ami végül is költségvetési finanszírozási igényként jelent meg mindig) az átalakulás első időszakában jelentősen eltért (erről lásd Tanzi (1992))²⁴.
- Ugyanakkor *a privatizációs bevételek* egyszeri, extra finanszírozási forrást jelentettek. Az, hogy a privatizációs bevételek nagy részét adósság-visszafizetésre fordította a magyar kormány 1995-től kezdődően nagyban elősegítette az eladósodás megfékezését.
- A központi irányítású gazdaságban *az MNB kiterjedt kvázi-fiskális tevékenységet* (refinanszírozási és eladósodási) folytatott, s így a pénzkibocsátás hasznát még a költségvetésbe való befizetés előtt felemésztették a központi bankon keresztül nyújtott támogatások (Neményi (1997)).
- A jelentős külső eladósodás a központi bankon keresztül történt, aminek következtében a finanszírozási szerkezet elemzéséhez, az adósságterhek tényleges mértékének a megállapításához elengedhetetlen *a költségvetés és az MNB mérlegeinek konszolidálása*. (A konszolidáció módszerét lásd az 1. melléklet második pontjában.) A konszolidáció

meghúzódo jegybanki nettó belföldi hitelnyújtás és külföldi eladósodás vizsgálatát igényli, amivel a konszolidált adósság kiszámításakor a következő részekben foglalkozunk.

²⁴ Ezt tükrözi például az un. nem hiányt finanszírozó költségvetési adósság növekedése (a hitel- bank és adóskonszolidáció, a lakásfinanszírozás átalakítása, adósságátvállalások a nagyvállalatoktól stb.), ami több, mint 10 százalékponttal emelte az adósságrátát az 1990-1994 években.

során a jegybank és a költségvetés közötti pénzáramlások és finanszírozási műveletek kiszűrődnek, miáltal lehetővé válik a végső, az államháztartáson kívüli gazdasági alanyokkal (belföld és külföld) való pénzügyi kapcsolatok feltárása. Az adósság terheit tehát a konszolidált nettó adósság alapján határoztuk meg. Mint az majd később látható lesz, a nettó konszolidált adósság önmagában nem alkalmas a fenntarthatósági vizsgálatokra, mivel a nettó adósságon számított kamatláb közgazdaságilag nem értelmezhető²⁵, így nem megkerülhető a nettó konszolidált adósság bruttó szárainak meghatározása.

- *A finanszírozás két alaptípusát különböztettük meg: a monetizálást (pénzkibocsátást) és az adóssággal való finanszírozást.* A két finanszírozási típus között a költség mértékét tekintettük vízválasztónak: a kamatmentes, vagy alacsony kamatú jegybanki forrást különböztettük meg a piaci kamatú finanszírozási instrumentumoktól. A monetáris bázist, amelynek változásával mértük a monetizálás mértékét a készpénz és a kötelező tartalékok összegeként definiáltuk. A konszolidált bruttó adósság számításakor pedig azt az alapelvet alkalmaztuk, hogy a Jegybank - mérleg forrás oldalának minden olyan tétele, amely nem része a monetáris bázisnak növeli az adósságot. A sterilizációs instrumentumok nyilvánvalóan nem részei a monetáris bázisnak, hiszen ezekkel a Jegybank éppen a pénzmennyiség multiplikálódását kívánja megakadályozni, s piaci kamatot fizet, tehát ezen instrumentumokat bele kell számítani a konszolidált államadósságba²⁶. Az a tény tehát, hogy számításainkban a korábbiakban publikálttól szűkebb, a passzív repót, a forint és devizabetétet, valamint az MNB sterilizációs kötvényeit *nem* tartalmazó, a tőkebeáramlás, sterilizált intervenció történetét egyedül valóban megragadó monetáris bázis kategóriát használtunk a hivatalosan publikálttól magasabb konszolidált adósság adatokhoz vezetett. Az általunk alkalmazott konszolidált bruttó adósság és monetáris bázis mellett nem érvényes a hivatalos adatsorok azon tulajdonsága, hogy a tőkebeáramlás és sterilizált intervenció csökkent a nettó konszolidált államadósságot. Valójában ekkor devizában, illetve forintban denominált adósságelemek cseréje zajlik, mint ahogy azt a jelen tanulmányban alkalmazott konszolidált adósság-kategória jól mutatja.
- Természetesen *az államháztartás egyéb alrendszereit is konszolidáltan kell figyelembe vennünk*, habár ennek akkor lenne igazán jelentősége, ha az államháztartáson belüli szerkezeti változásokat is vizsgálnánk ebben a tanulmányban. A konszolidáció ugyanis az állam újraelosztásban betöltött szerepéről kialakított képet változtatja meg. A hiány, illetve a finanszírozási igény nagyságát elvileg nem változtatja meg, ha kiszűrjük az államháztartási alrendszerek egymás közötti transzfereit (Kiss (1998)).
- Egy tartósan közepes inflációs környezetben, ahol a rendszer állandó változásai a finanszírozási szerkezet állandó átalakulását váltják ki, a finanszírozás költségeit és a megtakarítások alakulását több szempontból is szükséges megvizsgálni. A pénzforgalmi alapon készített költségvetés a tényleges pénzmozgásokat tükrözi, míg az eredmény-

²⁵ A nettó adósság kamatlába azért nem értelmezhető közgazdaságilag a fenntarthatósági vizsgálatokban, mivel szélsőséges esetben, azaz akkor, ha a nettó adósság nulla, de a bruttó adósság és a bruttó követelések nem nullák, valamint az adósság és a követelések kamatlábai eltérnek, a nettó adósságon értelmezett kamatláb végtelenné válik. Általánosan elmondható, hogy a nettó adósság csökkenése, ha ez a követeléseket nem érinti, a nettó adósság kamatlábának limit nélküli növekedését eredményezi, ami nyilvánvalóan nem értelmezhető.

²⁶ A monetáris bázis megválasztásának kérdéseiről lásd bővebben Barabás - Hamecz (1997).

szemlélet a makrogazdasági mutatók rendszerében végzett vizsgálatokhoz szükséges. A *pénzforgalmi és az eredmény-szemléletű mutatók eltéréséből* az aktuális helyzet és a hosszabb távú fenntarthatósági szempontok összhangjára - diszharmóniájára lehet következtetni. Az inflációs erózió torzító hatásának kiszűrésével előállított mutató (Tanzi et al (1993)), az *un. operacionális deficit* a pénzforgalmi szemléletű hiánnyal összevetve fontos információt szolgáltat a költségvetési alkalmazkodás tényleges mértékéről, a fiskális politika keresleti hatásáról.

- Amennyiben hosszabb időszakra végezzük az elemzést, akkor *az állományok változása oldaláról* célszerű elvégeznünk a számításokat, mivel (i) az elmúlt tíz évben a pénzáramok kimutatása nem mindig felelt meg a ténylegesnek, (ii) az adósságnövekedés nem mindig hiányfinanszírozással függött össze és (iii) a költségvetési metodológia a törvényi előírásoknak megfelelően, többször is változott.

Pénzforgalmi versus eredmény-szemlélet és az adósságállomány növekedése

Az államháztartás mérlegének különböző mutatóit az alábbi táblázatban foglaltuk össze. Jól látható, hogy a leggyakrabban használt, a Parlamentnek is bemutatott pénzforgalmi hiány jelentősen eltért a többi mutatótól az időszak egészében, s ez felveti a kérdést, hogy vajon mennyiben alapozható erre a megszokott mutatóra a költségvetési politika értékelése.

3. táblázat
Az államháztartás egyenlegének* mutatói
(%)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 ⁺
1. Pénzforgalmi egyenleg/GDP	-4.8	-0.3	-2.9	-6.9	-5.5	-8.4	-6.7	-3.1	-4.9
2. Eredmény-szemléletű kamatokkal számított egyenleg/GDP	-4.8	-0.3	-3.0	-7.0	-6.7	-9.6	-7.3	-4.6	-4.6
3. Elsődleges egyenleg/ GDP	-2.1	0.0	0.6	-2.4	-2.3	-2.7	1.6	4.2	3.2
4. Operacionális egyenleg/GDP	-4.8	-4.7	-3.7	-5.5	-5.1	-5.5	-2.1	0.6	-0.1
5. A bruttó államháztartási adósság/GDP ráta változása	9.0	-5.1	7.8	4.0	11.3	-2.1	-1.2	-13.7	-8.1

* A különböző hiánymutatókban a megjelölt szemlélet (pénzforgalmi, eredmény és operacionális) mindenütt csak a kamatelszámolásokra vonatkozik. A megfelelő információk és kimutatások hiányában az elsődleges egyenleget nem tudtuk előállítani sem eredmény, sem pedig inflációsűrt szemléletben. (Az elsődleges egyenleggel kapcsolatos eredmény-szemléletű számbavételről lásd Kiss (1998)). A táblázatban a negatív számok hiányt jelentenek.

⁺ Előzetes adatok, 1996-tal összehasonlítható szerkezetben.

A *pénzforgalmi hiány* nagyon érzékeny az államadósság kamatfizetési és lejáratí jellemzőire, amint azt a fenti adatok is tükrözik. 1993-ban például döntően adósságmenedzselési tényezőkől következett a pénzforgalmi hiány javulása, s a pénzforgalmi egyenleg 1996-os látványos javulásához is hozzájárult a kamatfizetések időbeni átrendeződése. Azokban az időszakokban, amikor a finanszírozás elsősorban rövid lejáratú, változó kamatú állampapírokkal történik és az infláció gyorsuló (pl. 1993-1995) a pénzforgalmi hiány átlatában kisebb, mint az eredmény-szemléletű. Viszonylagos ár-, illetve inflációstabilitás esetén, nagyjából változatlan finanszírozási szerkezet mellett az áthúzó hatás várhatóan kiegyenlíti egymást, s a két mutató nem tér el jelentősen. A

fenti táblából az látszik, hogy a kilencvenes években Magyarországon az eredmény-szemléletű hiány mindvégig magasabb volt, mint a pénzforgalmi szemléletű, akkor is, amikor az infláció mérséklődött (1992-1993, 1996).

A fiskális politika irányultságát a piacgazdasági átmenet időszakában ezek szerint jobban mutatja az eredmény-szemléletű hiánymutató, amely a makrogazdasági közép távú gondolkodásnak is jobban megfelel, hiszen az áll összhangban a nemzetgazdasági mérlegekkel. Ellentétben az aktuálisan felmerülő fizetési kötelezettségeket tükröző pénzforgalmi mutatóval (amely a finanszírozási tervek alapjául szolgálhat és a nettó finanszírozási igényt tükrözi), az eredmény-szemléletű hiány a kötelezettségeket az esedékesség szerint tartja nyilván és a finanszírozási problémákat így már akkor is jelezheti, ha azok még nem jelentenek ténylegesen kiadásnövekményt. A halmozódó feszültségeket a kilencvenes évek elején alulbecsülte a pénzforgalmi hiánymutató. Ha az eredmény-szemléletű mutatót szemléljük, akkor láthatjuk, hogy az 1995-1997-es évek hiányának alakulása sokkal egyenletesebb, amit elrejt a pénzforgalmi szemléletű hiánynak az államadósság kamatfizetési és lejáratí jellemzőinek változásával összefüggő ingadozása²⁷.

A nominális hiány azonban - akár pénzforgalmi, akár eredmény szemléletű kamatokkal számítjuk - még mindig nem alkalmas a teljes fiskális hatás mérésére, mivel az infláció és a finanszírozás devizaszerkezetének változásai miatt a hiány inflációs komponense jelentősen változhat évről-évre. Az eredmény szemléletű kamatokkal számított hiány azonban még így is hasznos lehet, mivel ha egy gyors, a hiány oldaláról számított operacionális deficitet számítunk, akkor a pénzforgalmi kamatkiadásokból kivonva az átlagos adósságállományon megjelenő inflációs kompenzációt az operacionális deficitnek egy torzított mutatóját kapjuk, hiszen az így számolt inflációs kompenzáció definíciószerűen eredmény szemléletű²⁸.

²⁷ A pénzforgalmi és eredmény-szemlélet eltérésében kétségtelenül a kamatkiadások játszik a legnagyobb szerepet, de a fiskális átláthatóságot jelentősen növeli az összes tétel eredmény-szemléletű elszámolása, melyre az MNB-ben megindultak az első számítások.

²⁸ Mint azt majd látni fogjuk, az operacionális deficit számítása során mi nem ezt a direkt, hanem az indirekt módszert, azaz a finanszírozás oldali megközelítést alkalmaztuk.

4. táblázat
Az államháztartás pénzforgalmi hiányának összetevői
(a GDP százalékában)

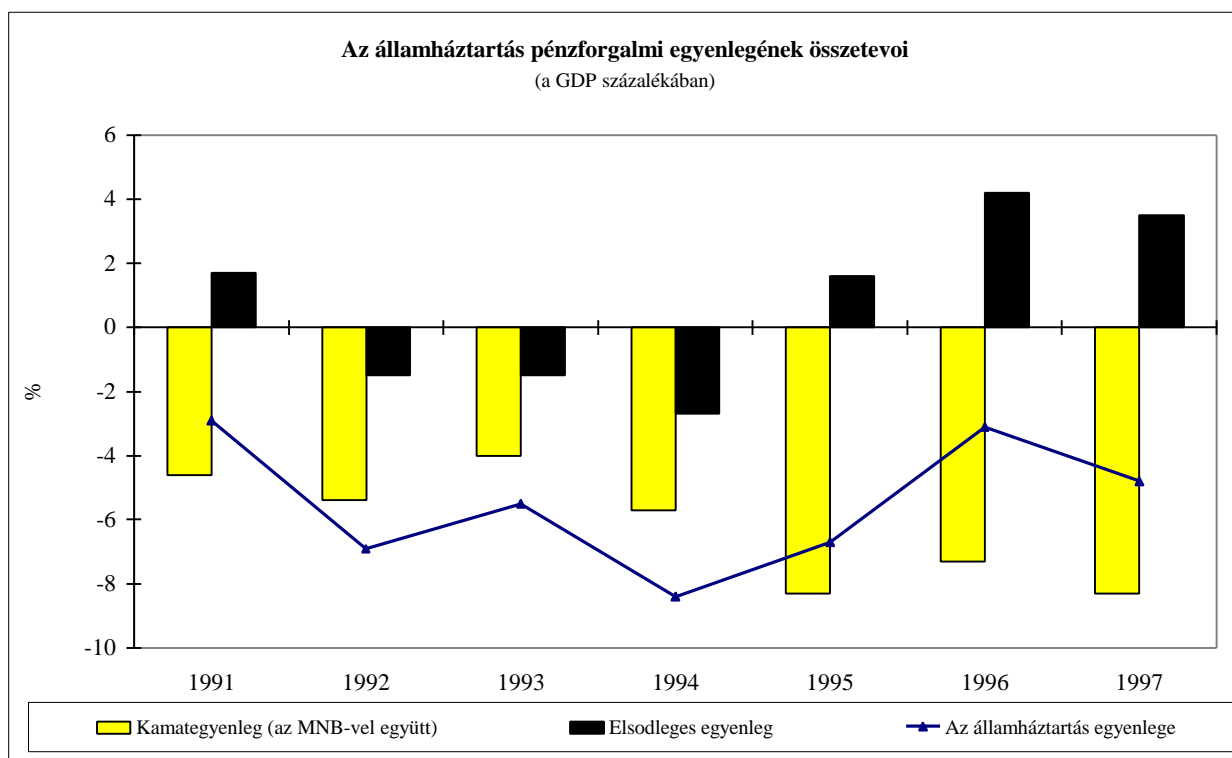
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997**
1. A központi költségvetés egyenlege	0.6	-3.6	-6.8	-5.1	-6.4	-5.5	-2.0	-4.3
amiből								
2. Elsődleges egyenleg	4.6	-0.4	-1.3	-1.2	-0.4	2.9	5.3	3.9
3. Kamategyenleg	-5.1	-3.5	-5.3	-4.3	-6.5	-8.4	-6.5	-7.9
4. MNB nyereségátutalás (+) / transzfer az MNB veszteségek fedezésére (-)	1.1	0.4	-0.2	0.3	0.5	0.0	-0.8	-0.3
5. Elkülönített alapok egyenlege	0.1	0.3	0.1	1.0	0.0	-0.2	-0.1	0.1
6. A Társadalombiztosítási Alapok egyenlege	0.0	-0.4	-0.6	-0.9	-0.8	-0.7	-1.0	-0.6
7. Helyi önkormányzatok egyenlege	-0.4	0.8	0.4	-0.5	-1.3	-0.3	0.0	-0.2
8. Az államháztartás egyenlege	0.3	-2.9	-6.9	-5.5	-8.4	-6.7	-3.1	-4.9
9. amiből: elsődleges egyenleg	4.3	1.7	-1.5	-1.5	-2.7	1.6	4.2	3.2
10. Az államháztartás bevételei*	..	52.3	51.2	53.2	50.3	46.4	45.7	43-44
11. Az államháztartás kiadásai*	..	55.4	58.5	59.2	59.1	52.6	48.7	48-49

*A privatizációs bevételek nélkül, a konszolidált bevételek és a kiadások az államháztartás alrendszereinek egymás közötti transfereinek kiszűrésével számított mutatók az MNB-ben készültek.

** Előzetes adatok.

A 3. és a 4. táblázatból táblázatból leolvasható, hogy miközben a kritikus - a finanszírozási válság kialakulásához vezető 1992-1994 eleje - időszakban a pénzforgalmi hiány alulbecsülte a kormányzat fiskális pozíciójának a romlását, az elsődleges egyenlegben nem következett be jelentős mértékű korrekció. A finanszírozási szükséglet összetevőinek vizsgálata során meg kell említeni (4. táblázat 4. sor), hogy az MNB profit befizetései jóval alatta maradtak a későbbiekben részletesen elemzendő seigniorage bevételeknek, ami részben a nem központi banki (kvázi-fiskális) funkciók (egyre szűkülő) ellátásával függött össze, másrészt a tőkeáramlásból eredő monetáris teendők (sterilizáció) költségei is a központi bank eredményét csökkentették (Neményi (1997)). Az eredmény-szemléletű mutató alapján korábban kimutatható lett volna a kilencvenes évek közepére az ún. "hólabda" hatás kibontakozásával fenyegető költségvetési hiányszerkezet, azaz a kamatok \Rightarrow hiány \Rightarrow eladósodás egymást erősítő kölcsönhatásának a felerősödése, ami nyilvánvalóvá tette, hogy az elsődleges egyenlegben való többlet elérése nélkül az eladósodás véget nem érő növekedésnek indulhat.

4. ábra



A *bruttó államháztartási adósság változása (a GDP százalékában)* (3. táblázat 5. sor) ugyancsak fontos mutatója a fiskális politika irányának akkor, ha a kormányzat a költségvetési hiány finanszírozásán kívül is növeli az eladósodását, mint azt a kilencvenes évek elején tette. Például a pénzforgalmi hiány és az adósságnövekedés körülbelül 20 százalékpontos eltérése 1993-ban a különböző konszolidációs programokhoz kötődő állami kötelezettségvállalásokat tükrözi, ami aztán a későbbi években jelentősen növelte a kamatkidadásokat, s így a folyó finanszírozási szükségletet.

A költségvetés bruttó adósságának változása a közvetlen, a hiány finanszírozásához kapcsolódó, valamint az extra adósságvállalásból keletkező kibocsátásokat mutatja. Ahhoz, hogy a finanszírozás végső forrásai kimutathatók legyenek az MNB-vel konszolidált adósság változását kell megvizsgálni. Az *államadósság*²⁹ szolgál alapul a következő részben végzett operacionális hiány számításokhoz, tekintettel arra, hogy a költségvetés hitelmérlegének és az MNB eszköz- forrás mérlegének összevonásakor különíthető el a monetáris finanszírozás. (lásd 5. táblázat)

A fiskális politika értékelése tehát meglehetősen összetett feladat az átalakuló gazdaságokban. Az államháztartás pénzügyi pozíciójának mérőszámai nem sokat mondanak arról, hogy a kormányzat kiadásai és bevételei milyen hatást gyakoroltak az áruk és szolgáltatások piacára. Ennek részletes vizsgálata meghaladja e tanulmány kereteit (lásd bővebben Kiss (1998)). Az elsődleges egyenleg viszonylag könnyen elérhető, de eltekint a kamatoktól, amelyeknek bizonyos körülmények között ugyancsak jelentős lehet a keresleti és jövedelmi hatásuk. A kamatokon az inflációs hatásokat elkülönítve számítható az un. operacionális deficit, amelyet a továbbiakban elemzünk.

²⁹ Az államadósságot mindig az MNB és a kormányzat konszolidált adósságának szinonímájaként használjuk.

5. táblázat
A konszolidált államadósság*
(a GDP százalékában)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Nettó konszolidált adósság	31.2	39.9	38.9	44.0	41.8	43.9	46.6	59.3	63.2	59.6	52.5	47.6
Ebból												
- Forint	-16.7	-14.9	-14.5	-12.0	-12.0	-10.5	1.2	11.3	13.0	18.3	23.8	29.1
- Deviza	47.9	54.8	53.4	56.0	53.8	54.5	45.4	48.0	50.2	41.3	28.7	18.5
- Belföldi	-16.7	-14.9	-14.5	-11.1	-5.6	-1.2	9.1	20.9	24.4	30.7	32.1	32.7
- Külföldi	47.9	54.8	53.4	55.0	47.5	45.1	37.5	38.4	38.8	28.9	20.3	14.9
Emlékeztető tételek												
<i>Az államháztartás bruttó adóssága</i>	60.4	67.2	63.3	72.3	67.2	75.0	79.0	90.3	88.2	87.0	73.3	65.2
<i>Monetáris bázis</i>	21.2	21.1	19.7	19.7	16.8	19.9	20.4	17.1	13.9	12.8	12.6	11.8
<i>Bruttó konszolidált tartozások</i>	76.1	78.9	70.8	73.6	70.4	81.0	76.3	95.8	96.9	100.9	84.6	75.8
<i>Bruttó konszolidált követelések</i>	44.9	39.0	31.8	29.6	28.6	37.1	29.7	36.5	33.7	41.3	32.1	28.2

* A költségvetés és az MNB közötti kapcsolatok kiszűrésével számított adósság. Tartalmazza az államháztartás hitelmérlegének és a Magyar Nemzeti Banknak a monetáris bázison kívüli összes - a gazdaság többi szereplőjével szemben fennálló - tartozását, azaz az MNB-nél elhelyezett devizabetéteket, a passzív repó és betétállományt, valamint az MNB kötvények állományát. A követelések között csak azokat vettük figyelembe, melyeknek értéke nagyjából meghatározható volt, így nem vettük figyelembe például a hitel és adóskonszolidáció keretében átvett követeléseket, mivel ezek jelentősen torzították volna eredményeinket³⁰.

Az operacionális deficit

A pénzforgalmi szemléletû hiány túlbecsüli a költségvetés keresleti hatását, tekintettel arra, hogy a kamatok az inflációval együtt nőnek és az inflációt kompenzáló részt a befektetők nem tekintik valódi jövedelmüknek, így nem is költik el teljes egészében, hanem részben - egészben újra befektetik annak érdekében, hogy befektetéseik reálértékét megőrizzék. Így származtatható az *un. operacionális (infláció szűrt, vagy reál-) deficit*, amely az elsődleges egyenlegen kívül a reálkamatozat tartalmazza³¹. A pénzforgalmi és az operacionális deficit bizonyos értelemben két szélsőségnek tekinthető, hiszen az első azt feltételezi, hogy a befektető minden bevételét jövedelemnek tekinti, a második abból indul ki, hogy a befektető racionálisan hozza döntéseit, s így csak a reálvagyonát növelő bevételeit tekinti jövedelemnek. A pénzforgalmi hiány ily módon felül-, az operacionális deficit pedig alul

³⁰ Az is igaz viszont, hogy nem került elszámolásra a még be nem váltott garanciák értéke sem, amirol szintén nem rendelkezünk megbízható információkkal. Ebben az értelemben a fenti számok olyan közgazdasági becsléseknek tekinthetők, melyek szükségszerűen eltérnének a formális kimutatásoktól, ha ilyenek léteznének.

³¹ Természetesen az infláció hatása az elsődleges egyenlegen is kimutatható, de ezzel ebben a tanulmányban nem foglalkozunk.

becsli az államháztartás keresleti hatását. Az operacionális hiány kiszámítása a következőképpen történt (a levezetést a Melléklet tartalmazza):

- A számítást az államháztartás és az MNB mérlegeinek előzőekben ismertetett konszolidációja alapján kialakított adatokkal végeztük.
- A számítást a finanszírozó (pénz- és adósság-) állományok változásának vizsgálatára alapoztuk (ez az ún. vonal alatti megközelítés - *below the line approach*), amelyet hivatalos hiánykimutatások megbízhatatlansága tett indokoltá. Bel- és külföldi árindexként egyaránt a fogyasztói árindexet használtuk, bár a gazdaság egészére értelmezett releváns árindex a GDP deflátor lenne. A GDP deflátor azonban a magyar esetben csak éves átlagos formában áll rendelkezésre, ami nem kompatibilis a finanszírozási oldalról való becsléssel, ezért választottuk a könnyen elérhető fogyasztói árindexet. Eredményeink így alulbecslik az operacionális deficitet, hiszen a vizsgált időszakban a GDP deflátor segítségével kalkulált áremelkedés végig alacsonyabb volt a fogyasztói ár növekedésénél. Mivel a fogyasztói árindex és a GDP deflátor közötti eltérés időben nem állandó, így az operacionális deficit alábecslésének mértéke sem az.
- A pénzforgalmi és az eredmény-szemléletű deficitekkel való összehasonlíthatóság kedvéért azt az eljárást alkalmaztuk, hogy a nem deficitfinanszírozáshoz kapcsolódó adósságnövekedést nem vettük számba a kibocsátás évében, a kamatkiadásokra gyakorolt hatását azonban a következő években - éppúgy, mint a hiányt finanszírozó állomány esetében - inflációtól “mentesen” elszámoltuk. Amennyiben az adósságnövekedést a kibocsátás évében elszámoltuk volna, akkor egy a hivatalosan ismertnél sokkal rosszabb fiskális pozíció adódott volna (lásd az előző részben az adósságnövekedésről elmondottakat)³².
- A központi kormányzat számára forintban keletkező privatizációs bevételek hatása az operacionális deficitre nézve semleges volt (hiszen azok a kormányzat MNB-vel szembeni számláján betétként, majd az MNB-vel szembeni adósság törlesztéseként jelentek meg, s így a konszolidációs eljárás során “megsemmisültek”). A privatizációs bevételek növelték az MNB devizatartalékait és belőlük a központi bank törlesztette (előtörlesztette) a külső adósságot. Az MNB nettó devizapozíciójának a változása megmutatkozott az államadósság csökkenésében.

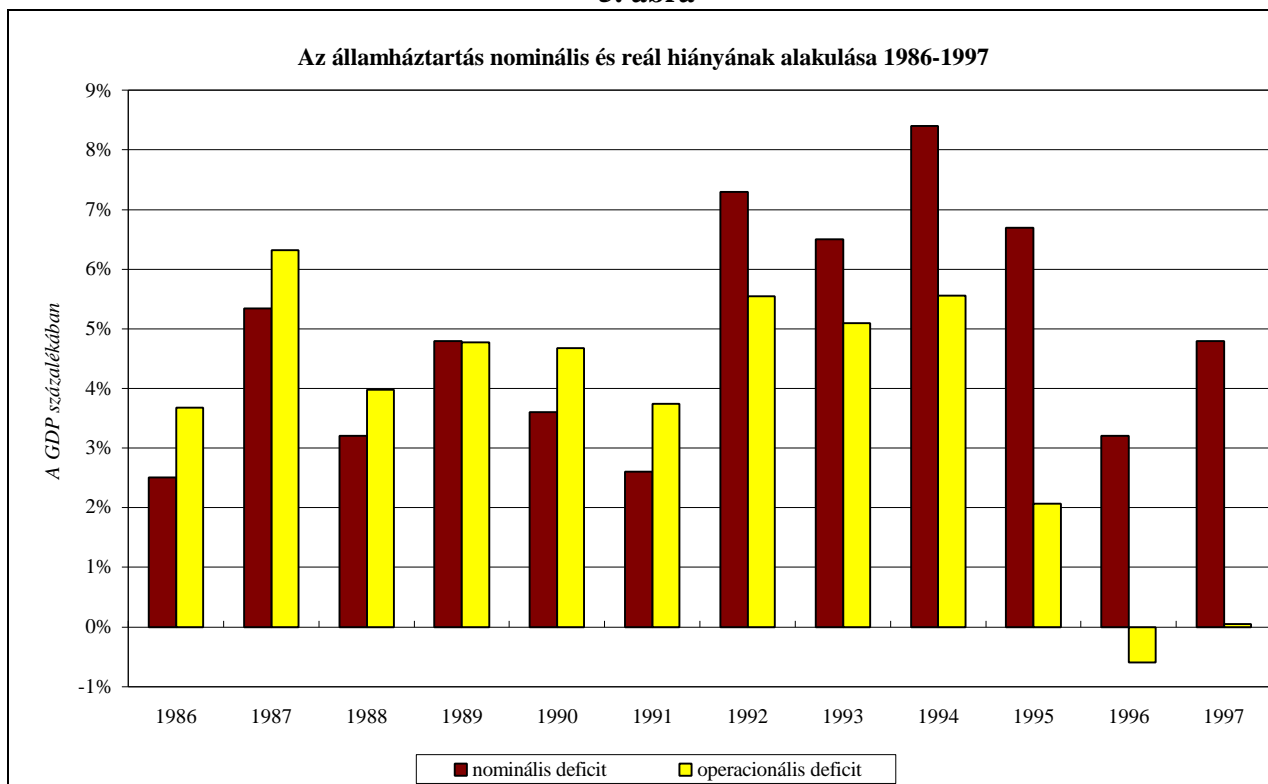
Az alábbi ábrából látható, hogy meglepő módon 1992 előtt az *ílymódon számított operacionális deficit* minden évben meghaladták a *pénzforgalmi hiányokat*, ami az operacionális deficit adott meghatározás alapján definíciószerűen nem következhetne be, hacsak a pénzforgalmi hiány kimutatása nem volt megbízható, vagy a finanszírozás nem piaci kamaton történt. A magyar esetben mindkét feltevésnek van alapja, - egyebek között ezért is választottuk a regisztrált adósság oldaláról való számítási módot -, ugyanakkor azonban további okok is kimutathatók.

Az egyik ok összefügg a választott módszerrel, illetve rámutat arra, hogy miért helyesebb a fiskális politika szerepét az adósságállományok változásának oldaláról vizsgálni a külföld

³² Természetesen ha egy “nem hiányt finanszírozó” adósság került refinanszírozásra “hiányt finanszírozó” adóssággal, ennek hatását is kiszúrtuk. Mivel ilyen típusú finanszírozási műveletre az elmúlt években többször is sor került, ez felhívja a figyelmet a fenti kategorizálás tartalmatlanságára.

felé, devizában is eladósodott átalakuló gazdaságokban. Tekintettel arra, hogy a külföldi infláció jóval kisebb volt az időszak egészében, mint a belföldi, az adósság deviza-forint összetételétől jelentős mértékben függ az operacionális és a nominális deficit közötti eltérés. A választott módszer az adósság állományváltozását csökkenti az inflációs kompenzáció mértékével. A költségvetés bruttó tartozásai között azonban alig szerepel a devizatartozás, hiszen a jegybank vette fel a külső adósságot. Ez a tétel és a kapcsolódó reálkamat-teher csak a konszolidált adósságban jelenik meg, illetve a konszolidált adósság alapján számított inflációtól megtisztított finanszírozási szükségletben.

5. ábra



A kormányzat nettó nominális és reál kamatfizetései meglehetősen eltérően alakultak az elmúlt tíz évben. Míg a nominális kamatkiadások az 1986-1991 periódusban tapasztalt, a GDP százalékában mérve átlagosan 1,7%-ról 6,3%-ra emelkedtek az 1991-1996 időszakban, addig a konszolidált államadósság alapján mért reálkamat kiadásokat tekintve nincs számottevő változás a központi irányítású gazdaság és a piacgazdasági átmenet időszaka között.

6. táblázat

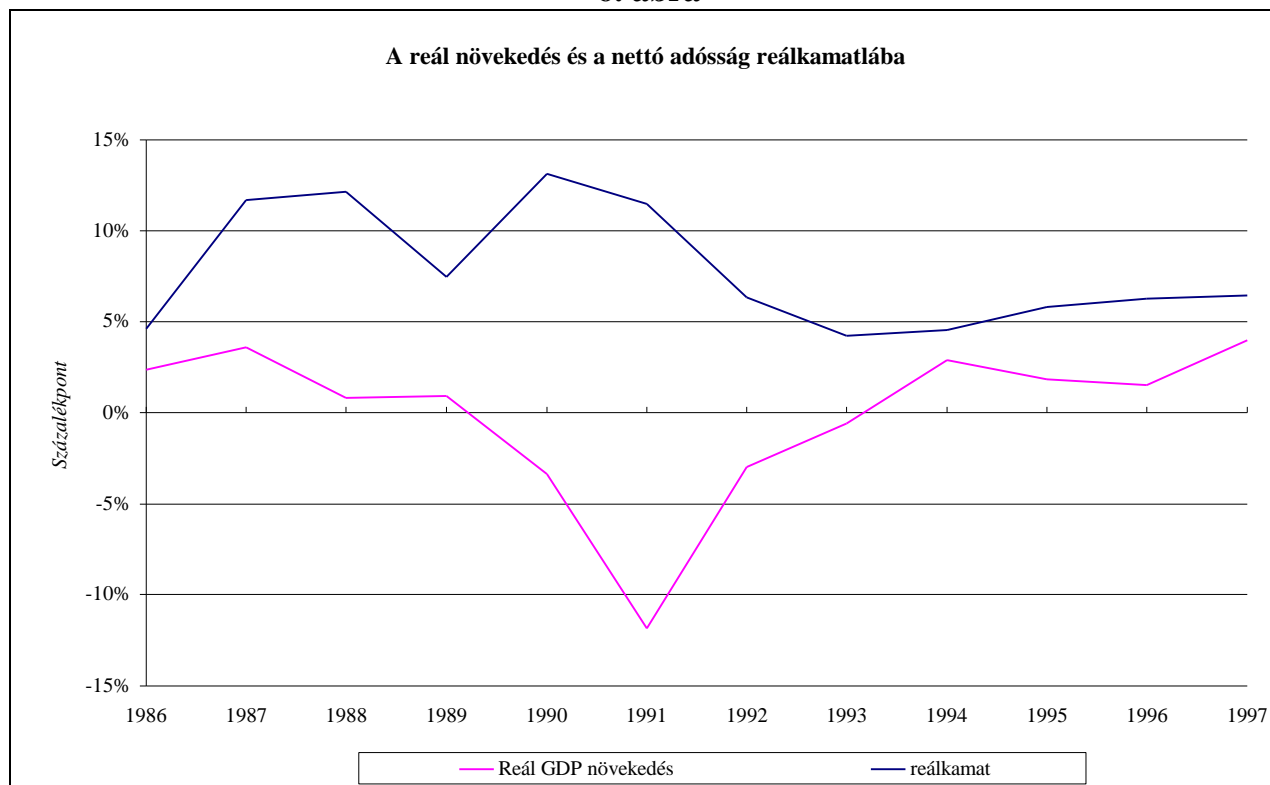
Az átlagos nominális és reálkamat kiadások (nettó)
(a GDP százalékában)

	1986-1997	1986-1991	1992-1997	1992-1994	1995-1997
1. Reálkamat kiadás (nettó)	2.8	2.5	3.1	2.6	3.4
2. Nominális kamatkiadás (nettó)	4.0	1.7	6.3	4.7	7.7

* Előzetes becslés.

Mindent összevetve az inflációs kompenzációtól megtisztított kamatkiadásokkal számított államháztartási hiányok arra utalnak, hogy 1986-1991-ig a kimutatott pénzforgalmi deficitek rendre kedvezőbb képet mutattak a költségvetés pénzügyi helyzetéről, mint a valóságos. Ez nem csupán azért volt lehetséges, mert a költségvetés nem piaci kamatot fizetett az MNB-nek, hanem azért is mert a külső, devizaadósság meglehetősen magas piaci kamatai a központi bankot terhelték. Ily módon a külföldi adósság tényleges költségei rejtve maradtak a költségvetés előtt, nem jelentettek tényleges korlátot a fiskális expanzió előtt a korlátlan jegybanki finanszírozás világában.

6. ábra



Az operacionális deficit alapján világosan látható, hogy a kilencvenes évek elején az állam eladósodásának pályája nem volt hosszabb távon fenntartható, a kiigazítás elkerülhetetlen volt. Ezt támasztja alá, hogy a reálkamatok és a reálnövekedés közötti eltérés kisebb ingadozásoktól eltekintve állandó volt, ami az elsődleges egyenlegben többlet elérését teszi szükségessé ahhoz, hogy az eladósodás ne pörögjön fel. A közel változatlan reálkamat³³ szint kimutatása csak a konszolidált adósság alapján lehetséges, amikor is a külső devizaadósság reálkamatai is megjelennek. (6. ábra) A viszonylag magas reálkamat tehát csak a konszolidációval mutatható ki, mert a belső piacok látszólag alacsony kamatai elfedték a devizaadósság tényleges költségeit³⁴. Az 1995-ös kiigazító intézkedéseket

³³ Az elemzésben szinte mindenkor az implicit kamatokról esik szó és ezek - ha jól belegondolunk nem meglepő módon - jelentősen eltérhetnek az adott időszakban érvényes marginális finanszírozási költségektől. A leglényegesebb eltérést okozó tényező, hogy az implicit reálkamatokat a nettó adósságra számítottuk ki, s így ezeket a reálkamatokat növeli a jegybanki és költségvetési követelések illetve az azok forrásául szolgáló tartozások közötti kamatkülönbség terhe. Szélsőséges esetben, nullához közeli nettó adósság mellett az így képzett implicit kamatláb a végtelenhez közelít.

³⁴ Nemzetközi viszonylatban azonban ezek a reálkamatok nem tekinthetők magasnak.

megelőzően a költségvetés elsődleges egyenlegében a kilencvenes években szinte mindig hiány volt (még ha nem is kiugróan magas, lásd 8. ábra) Jellemző, hogy mélyebb vizsgálatok azidőtájt nem álltak rendelkezésre, s így az elsődleges egyenleg korrekciójára mindaddig nem kerülhetett sor, ameddig be nem következett az, hogy még a finanszírozás marginális költségeinek nagymértékű emelkedése sem tette lehetővé a finanszírozást (1994-ben)³⁵.

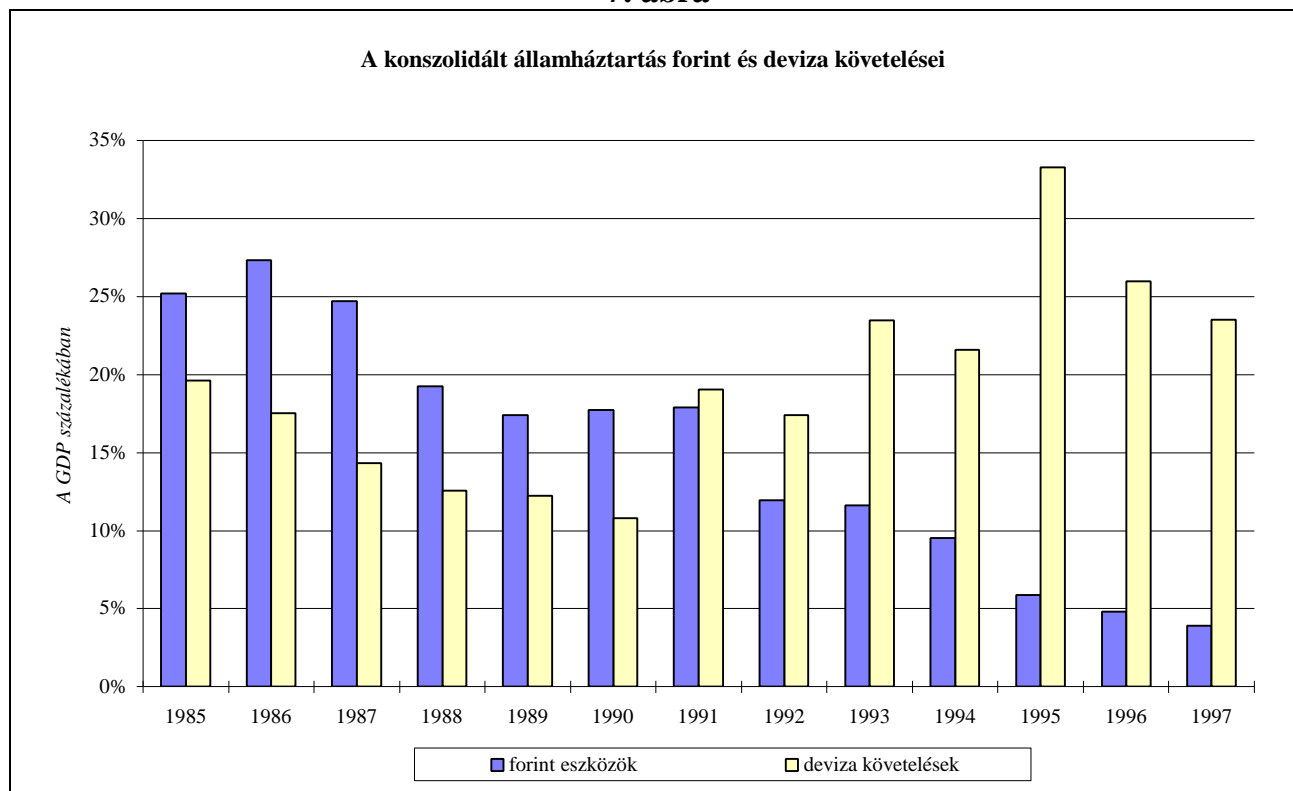
A (nettó) adósságra vetített - 1992 előtt 10% körüli, aztán átlagosan 6%-ot közelítő - reálkamat első megközelítésben túl magasnak tűnik³⁶. De a "hihetetlenül" magas kamatokat még két további - csak részletes háttérellemzéssel feltárható - tényező is indokolhatja.

- Előfordulhat, hogy az elsődleges egyenleget a nyolcvanas évek végén politikai indíttatásból túl jónak mutatták be, valójában kisebb többlet/nagyobb hiány volt a rendszerben. Így az infláció kiszûrésével számított deficit és az elsődleges egyenleg különbségeként számított reálkamatok felfelé torzítottak. Ennek lehetőségét erősíti, hogy a transzparencia (Craig - Kopits (1997)) követelményének távolról sem tettek eleget a vizsgált évek költségvetései.
- A másik egy nehezebben felfedezhető tényező: a piacgazdasági átmenetet megelőző időszakban a kormányzat az MNB közvetítésével jelentős mértékű hitelt nyújtott az akkori, állami tulajdonú vállalati szektornak (lásd 7. ábra) és 1992-öt megelőzően így a konszolidált állam forintban nettó hitelező volt, természetesen jóval piaci kamat alatti feltételekkel. A nettó adósságon mért kiemelkedően magas reálkamatok ezzel a rejtett transzferrel állhatnak összefüggésben.

³⁵ A nettó adósságon mért kamatláb esése 1993 és 1994-ben alapvetően a nettó adósság hirtelen megugrásának következménye, amit csak késve követ a reálkamat kiadások növekedése.

³⁶ Még akkor is túl magasnak látszanak, ha figyelembe vesszük, hogy a külföldi eladósodás nem volt éppen olcsó a nyolcvanas évek végén.

7. ábra

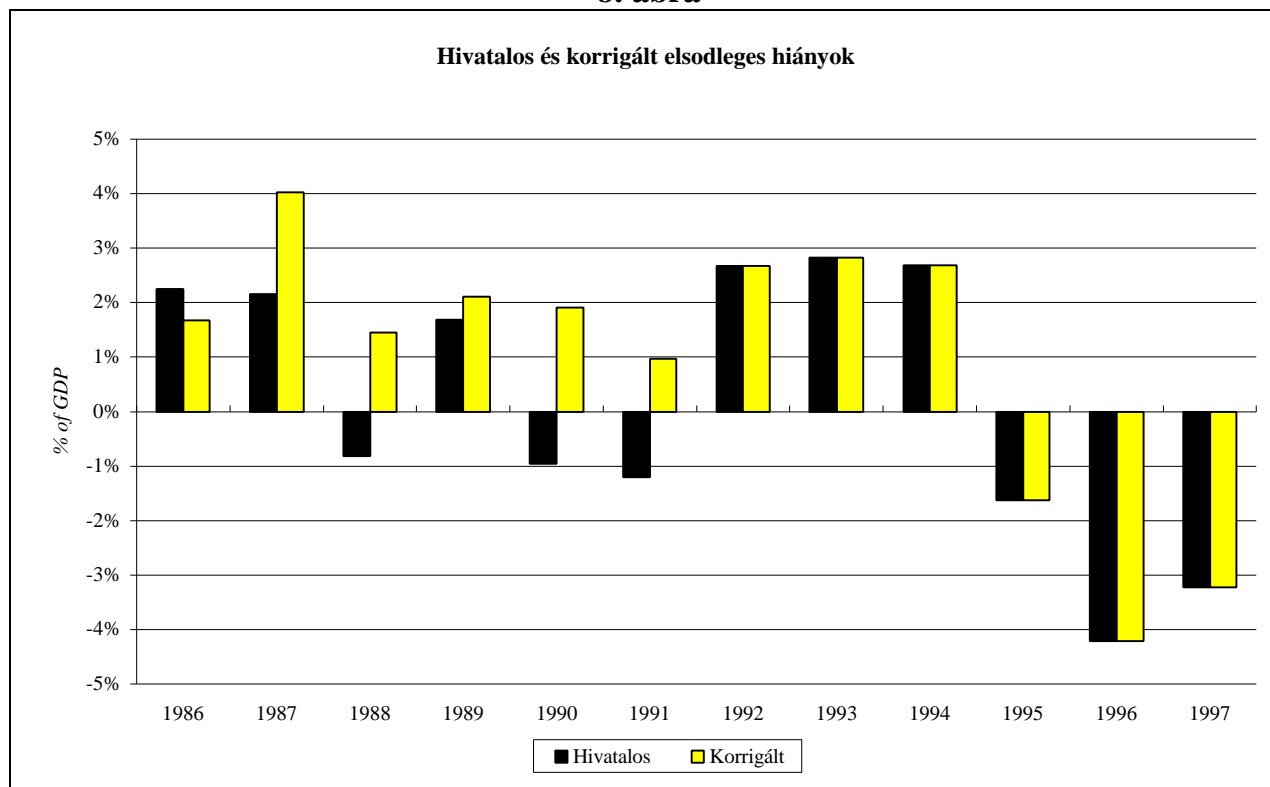


Amennyiben feltételezhető, hogy a reálkamat negatív a követelések egy részén (mint a fenti esetben 1985-1991-re), amit az is tükröz, hogy az állományok alapján számított reáldeficit magasabb, mint a pénzforgalmi hiány, akkor szokásos egy harmadik mutatót is kiszámítani. (lásd Tanzi et al. (1993)). Mivel a magas reálkamat-szint úgy adódik, hogy az elsődleges egyenleget adottnak vettük, végezhető egy olyan korrekció, amelynek révén a reálkamat transzfer kiszűrhető, és visszahelyezhető az elsődleges egyenlegbe³⁷. Az 1991-et megelőző évekre ennek a számításnak az alapján az adódik, hogy az *elsődleges egyenleg a piacgazdasági átmenetet megelőző reform-időszakban valójában nem többletet, hanem deficitet mutatott, azaz a viszonylag magas eladósodottság mellett a kilencvenes évek elején jelentkező külső és belső sokkok hatására mutatókozó egyenlegromlás már az előző években jelen volt, csupán a kimutatásokban nem volt felfedezhető*³⁸.

³⁷ Itt konkrétan azt a módszert alkalmaztuk, hogy valamilyen "ésszerű" reálkamatlábat választottunk, ez a mi esetünkben a 92-96 közötti átlagos reálkamat, a nettó adósság ismeretében ezzel a kamattal kiszámítottuk a "reális" reálkamat kiadásokat, így az operacionális deficit és a "reális" reálkamat kiadás különbségeként előáll a "reális" elsődleges egyenleg.

³⁸ Ezt alapvetően - de nem kizárólagosan - az MNB-re alkalmazott sajátos elszámolási szabályok tették lehetővé, melyek korrekcióját az 1997-es adósságcsere tette lehetővé (az adósságcsereről lásd Lovas (1997), Neményi (1997)).

8. ábra



Ahhoz, hogy belássuk az eladósodási folyamat feszültségpontjait és fenntarthatatlanságát teljesen mindegy, hogy melyik magyarázat az igaz. Nincs ugyanis olyan kombinációja az adatoknak, amely alapján az elsődleges egyenleg, a reálkamat és a reálnövekedés hármas fenntartható pályát határozná meg³⁹.

Az *elsődleges egyenleg és az operacionális egyenleg* számok egyaránt azt sugallják, hogy a kilencvenes évek elején a fiskális politikában lazítás következett be. A továbbiakban egy egyszerű számítást mutatunk be ennek az állításnak az ellenőrzésére. A költségvetés keresleti hatásának megragadására kiszámítottuk a nem kamatjellegű kiadások ciklushoz igazított mértékét. A számítások során feltételeztük, hogy a bevételeket a növekedés és a bevétel /GDP arány korábbi évekre jellemző szintje határozza meg, míg a kiadásoknak a potenciális GDP⁴⁰ hányadában mért értéke tekinthető ciklus-semlegesnek⁴¹. A számítási eredményeket az alábbi táblázatban foglaltuk össze⁴². Az elemzés szempontjából a ciklus által meghatározott pozíciótól való eltérés hordozza valójában az információt.

³⁹ A számok megbízhatóságának a dinamikus vizsgálat során van jelentősége. Tekintettel arra, hogy a költségvetési kimutatások átláthatósága az elmúlt időszakban jelentősen javult, a jövőre vonatkozó számítások ma sokkal nagyobb bizonyossággal végezhetők el.

⁴⁰ A potenciális GDP számítása az átalakuló gazdaság körülményei közepette nem könnyű feladat. Bár könnyen előfordulhat, hogy a 80-as évek végén a 90-es évek elején a potenciális GDP növekedése negatív volt, mi az egész időszakra 3%-os potenciális növekedéssel számoltunk. Az ezen feltételezés mögött álló indokokról bővebben később szólnunk.

⁴¹ Ez az ún. holland mutató, lásd Chand (1993).

⁴² A magyar esetben a fiskális információs rendszer részleges átláthatósága és a kvázi-fiskális tevékenységet végző szervezetek jelentős szerepe miatt a ciklikus igazítás valójában sokkal nehezebb feladat, mint ami fenti a fenti leírásból látszik (erről lásd Kiss (1998b)). Ennek megfelelően a fenti eredmények durva becsléseknek tekinthetők, melyek új információk esetén jelentősen változhatnak.

7. táblázat
Az államháztartás ciklikusan igazított keresleti hatása
(a GDP százalékában)

	1993	1994	1995	1996	1997 ⁺
1. elsodleges hiány változása *	-0.5	0.9	-4.3	-2.6	0.8
2. konszolidált** és korrigált*** változás	2.1	0.6	-5.8	-1.9	0.2
3. rendkívüli hatások és ciklus kiszurve	0.8	0.7	-7.5	-3.2	0.6
4. kvázifiskális kiadások hatása	0.8	-0.6	0.6	0.0	-0.1
5. fiskális keresleti hatás összesen	1.6	0.1	-6.9	-3.2	0.5

/* + elojel pozícióromlást, - elojel egyenleg javulást jelent

** a belso pénzmozgások kiszurése csak hibával végezhető el, ez évente eltérő mértéku és elojele

*** kiszurva a bevételek közül a törlesztést

⁺ 1997-re előzetes adatok alapján. A számításokat Kiss Gábor (MNB) végezte.

A számítások azt mutatják, hogy a fiskális szigor lazulása és a kiadások ciklushoz kapcsolható (ami exogénnek tekinthető) változása egyaránt szerepet játszott a fiskális politika növekvő keresleti hatásában 1995 előtt. Az 1995. évi kiigazítást követően 1996-ban a költségvetés - jórészt az áthúzódó hatások miatt - a ciklikusan semlegesnél szigorúbb pozíciót ért el. Ezzel szemben 1997-ben már újból erősödött a költségvetés keresleti hatása, s ez a folyamat 1998-ban várhatóan folytatódik. A teljes államháztartási hatáshoz hozzátartoznak az ÁPV Rt.-n keresztül, a privatizációs bevételekből teljesített kiadások. A privatizációs bevételek felhasználására a különböző években eltérő szabályozás volt érvényben. Voltak évek, amikor a transzparencia teljes hiánya volt a jellemző és a privatizációs bevételek közvetlenül bevonták a folyó költségvetésbe, vagy azt megkerülve plusz kiadásokat finanszíroztak belőlük. Az 1995. évi adósságtörlesztésre való felhasználás (3 Md USD-t meghaladó privatizációs bevétel esetében) precedens értékű volt. Amennyiben a különféle reorganizációs és egyéb (pl. önkormányzatoktól telekvásárlás) kiadásokat is figyelembe vesszük, akkor az államháztartás belföldi kereslet-visszafogó hatása az 1995. évi kiigazítást követően valamelyest mérsékeltebbnek mutatkozik.

4. Eladósodás versus monetáris finanszírozás

Az operacionális deficit kiszámítása alapjául szolgáló finanszírozás-felbontás alkalmas az adóssággal történő finanszírozás és a pénzkibocsátásból származó állami bevétel (seigniorage) elkülönítésére is.

Az államháztartás finanszírozása

Az operacionális deficitre felírt kormányzati mérlegből látható (lásd Melléklet, 2. pont 4-es egyenlet), hogy a következő finanszírozási források különböztethetők meg.

- a monetáris seigniorage (a monetáris bázis⁴³ (H) változása),
- a magánszektornak nyújtott MNB-s hitelek állományváltozása
- a privátszektor által tartott államadósság állományváltozása;
- a nettó devizaadósság (MNB+kormányzat, átértékelési különbözeteiktől megtisztított) állományának változása;
- és a privatizációs bevételek.

8. táblázat
Az operacionális deficit finanszírozása
(A GDP százalékában)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
1. Operacionális deficit	3.7	6.3	4.0	4.8	4.7	3.7	5.5	5.1	5.5	2.1	-0.6	0.1
(2+3+4)												
2. Nettó seigniorage (2a.-2b)	0.8	2.0	1.5	3.1	0.3	4.5	2.7	0.0	-0.5	1.3	1.4	1.0
2a. Bruttó seigniorage	1.1	2.3	1.7	3.3	0.6	5.8	3.5	0.2	0.0	2.0	2.1	1.6
2b. A kötelező tartalékra fizetett kamat	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.3	0.8	0.2	0.5	0.7	0.7	0.6
3. Forintban denominált finanszírozás (3a-3b+3c)	-0.7	1.4	0.1	0.6	1.3	1.8	7.3	1.1	3.0	2.0	4.4	5.1
3a. Piaci adósság*	0.1	0.0	0.3	0.9	-0.1	0.8	3.4	3.7	1.2	0.6	2.6	0.4
3b. MNB refinanszírozás	0.8	-1.4	0.3	0.3	-1.4	-2.0	-4.9	-0.3	-1.5	-2.3	-2.5	-3.7
3c. Privatizáció forintban**	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.9	-1.0	-3.0	0.3	-0.8	-0.7	1.0
4. Devizában denominált finanszírozás (4a+4b)	3.5	2.8	2.4	1.1	3.0	-2.6	-4.5	4.0	3.1	-1.2	-6.4	-6.1
4a. Nettó devizatartozások	3.5	2.8	2.4	1.1	3.0	-3.6	-5.9	0.6	2.6	-8.6	-7.8	-7.7
4b. Privatizációs deviza	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.4	3.4	0.5	7.4	1.4	1.6

* Piaci adósságon a finanszírozás (kibocsátott állampapírok) jegybankon kívüli részét értjük.

** A privatizációs bevételek a szűken vett államháztartáshoz mindig forintban érkeztek, de az MNB-vel konszolidált, tágan értelmezett államháztartás esetében a privatizációs devizabevételek mindig lecsapódtak az MNB-nél. Annak érdekében, hogy a tágan értelmezett államháztartás operacionális hiányának tényleges finanszírozási szerkezetét ne torzítsuk, a tényleges forintban denominált privatizációs finanszírozást a privatizációs befizetések és a privatizációs szervezetekhez devizában beérkező bevételek különbségeként értelmeztük. A fenti definíció miatt a forint privatizációs bevétel lehet negatív is, azaz a nem befizetett privatizációs deviza ellenében az MNB pénzt teremtett.

A kormányzat költségvetés finanszírozási egyenletének átrendezésével és a fenti finanszírozási tételek összevonásával relevánsabb kategóriákhoz juthatunk, a következők szerint.:

- a *nettó seigniorage* (monetáris seigniorage mínusz a kötelező tartalékra fizetett kamatok,
- forintban denominált finanszírozás (a piaci forintadósság csökkentve az MNB által a privát szektornak nyújtott hitelekkel plusz a forintban denominált privatizációs bevételek),

⁴³ A monetáris bázis (H: high powered money) a készpénzen kívül az MNB-nél elhelyezett kötelező tartalékokat tartalmazza. A definícióval kapcsolatos megfontolásokról lásd Barabás-Hamecz (1997).

- és a devizafinanszírozás (a nettó devizatartozások plusz a privatizációs devizabevételek).

A fenti átcsoportosításnál a monetáris seigniorage mértékét csökkentettük a kötelező tartalékra fizetett kamattal. A központi bank egyre kisebb mértékű, de a megfigyelési időszak elején még jelentős refinanszírozási tevékenységét mindenképpen számításba kell vennünk, amikor a privát szektor költségvetés finanszírozásában való szerepvállalásának tényleges mértékére vagyunk kíváncsiak. Tekintettel arra, hogy a privatizációs bevételt az adósság visszafizetésre fordították, a fent definiált összevont devizafinanszírozási kategóriával mint a külső finanszírozás endogén része ragadható meg.

A számítások azt mutatják, hogy az elmúlt évtizedben *az államháztartási hiány finanszírozásában alapvető változások következtek be*. A nyolcvanas évek második felében a devizafinanszírozás dominált és a forintban denominált tényleges piaci (jegybankon kívüli) adósság elhanyagolható mértékű volt. Bár a kilencvenes évek elején jelentkező külső fizetési válság 1992-re megoldódott, az államnak a külső adósság magas szintje miatt a továbbiakban is tartózkodnia kellett volna a külföldi eladósodástól. Az 1993-94-ben kibontakozó ikerdeficit probléma azonban a devizaadósság újbóli térnyerését eredményezte, míg végül is az 1995. évi kiigazító intézkedésekkel mérsékelt finanszírozási igény hatására és a privatizációs bevételek felhasználásával sor kerülhetett a deviza adósság jelentős mérséklésére, s a hiány forint forrásokból finanszírozható volt.

A *nettó seigniorage* meglehetősen ingadozó mértékű volt az elmúlt tíz évben, a maximumot 1991-ben érte el (a GDP 4,5%-a), míg érdekes módon 1994-ben volt minimális (-0,5%). *A seigniorage az 1992-től érvényes új finanszírozási rendszerben nem játszott sokkal komolyabb szerepet a költségvetés finanszírozásában, mint a fejlett piacgazdaságokban. Ami különösen meglepő: a finanszírozási krízis éveiben mind a bruttó, mind a nettó seigniorage egyre csökkent, jóllehet a jegybank különböző módon a közvetlen jegybanki finanszírozás növelésére kényszerült.* A fenti jelenség alapvetően a pénzügyi innováció hatásával magyarázható. A részletes elemzés (Barabás-Hamecz (1998)) kimutatta, hogy a készpénz iránti kereslet gyakorlatilag folyamatos csökkenése, valamint a nem banki instrumentumok (állampapírok, befektetési jegyek, részvények) iránti kereslet növekedése azt eredményezte, hogy az 1990-es évek 80-as éveket meghaladó inflációja nem járt a pénzteremtésből származó jövedelem bővülésével. A készpénz iránti kereslet alakulásában nemcsak a pénzügy innováció hatása mutatható ki, hanem az is, hogy a kereslet rendkívül érzékenyen reagált az infláció változásaira, azaz a pénzromlás ütemének növelésével a pénzteremtésből származó bevételeket nem lehetett csak kis mértékben növelni a vizsgált időszakban.

A pénzteremtésből származó bevételre vonatkozó számaink kisebb-nagyobb mértékben eltérnek a korábbiakban más szerzők által a kilencvenes évek elejére végzett számítások eredményeitől. Az Oblath-Valentiny szerzőpáros által készített számítások alapvetően az általunk alkalmazott megközelítésben készültek (1992-ig bezárólag), csak azóta az adatok tartalma jobban tisztázódott, s a számítások egy évtized alapján jobb alapot biztosíthatnak a következtetések levonására (Oblath -Valentiny (1993)). Az eltérés számításaink és mások eredményei között néha jelentős. Például míg Hochreiter és szerzőtársai 1993-ra a magyar seigniorage finanszírozást a GDP százalékában 4,2%-osnak számszerűsítették (Hochreiter et al. (1996)), a mi számításaink szerint 1993-ban a bruttó seigniorage csak a GDP 0,2%-ával

volt egyenlő, ami azt jelenti, hogy a kötelező tartalékokra fizetett kamatot is figyelembe véve a kormánynak a pénzteremtésből nem származott bevétele. A 9. táblázatból leolvasható, hogy eredményeink átlagosan alacsonyabbnak és változékonyabbnak mutatják a seigniorage bevételeket, mint Kun (1995) opportunity cost megközelítésben végzett számításai, melyek szerint az 1991-1995 időszakban a GDP 3,3-4%-át tette ki ez a finanszírozás. Az eltérések jól magyarázhatók.

A mi számításaink a monetáris seigniorage meghatározására irányultak, mert a költségvetési hiány finanszírozásához és az eladósodási folyamat vizsgálatához ez a seigniorage kategória kapcsolható. Ugyanakkor van létjogosultsága az opportunity cost megközelítésű számításoknak is, de ezek inkább a monetáris seigniorage változásának megértéséhez szolgáltathatnak fontos információt. Azt mutatják ugyanis, hogy a finanszírozás marginális költségeinek változása hogyan orientálhatja a portfólió döntéseknél a befektetőket, hogyan változtatja a pénztartási hajlandóságot.

A monetáris seigniorage megközelítést alkalmazóktól azért térnek el eredményeink, mert nem tartottuk a monetáris bázisba tartozónak az MNB-nél elhelyezett devizabetéteket, hiszen (i) azok után a jegybank piaci kamatot fizet, továbbá (ii) a deviza Magyarországon inkább megtakarítási instrumentumnak volt tekinthető a vizsgált időszakban és nem aktívan használt fizetőeszköznek. A devizabetétek számbavételével (különösen az árfolyamhatások kiszűrése nélkül végezve a számítást) teljesen téves következtetések adódnak, a monetáris finanszírozás magyar rendszerben betöltött jóval nagyobbnak mutatkozik a ténylegesnél, *ezért nem tartjuk elfogadhatónak a Hochreiter és szerzőtársai eredményét.* Hasonló megfontolásokból nem vontuk be a monetáris bázisba sem az MNB-nél lévő passzív repó és betétállományt, sem pedig az 1996 közepétől sterilizációs céllal kibocsátott jegybankkötvényeket (Barabás-Hamecz (1997)).

9. táblázat
A seigniorage felbontása*
(a GDP százalékában)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>1. Bruttó seigniorage</i> <i>(1.1.+1.2.)</i>	<i>1.1</i>	<i>2.3</i>	<i>1.7</i>	<i>3.3</i>	<i>0.6</i>	<i>5.8</i>	<i>3.5</i>	<i>0.2</i>	<i>0.0</i>	<i>2.0</i>	<i>2.1</i>	<i>1.6</i>
1.1.A monetáris bázis változása	0.0	0.2	-0.9	0.3	-4.2	1.1	-0.1	-3.0	-2.7	-0.9	0.0	-0.3
1.2. Inflációs adó	1.1	2.1	2.6	3.0	4.8	4.7	3.6	3.2	2.7	2.9	2.1	1.9
2. Tartalékra fizetett kamat	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.3	0.8	0.2	0.5	0.7	0.7	0.6
<i>3. Nettó seigniorage</i> <i>(1.-2.)</i>	<i>0.8</i>	<i>2.0</i>	<i>1.5</i>	<i>3.1</i>	<i>0.3</i>	<i>4.5</i>	<i>2.7</i>	<i>0.0</i>	<i>-0.5</i>	<i>1.3</i>	<i>1.4</i>	<i>1.0</i>

*A seigniorage alakulását meghatározó tényezőkről részletes elemzés található Barabás - Hamecz (1998).

A fenti két táblázatból jól látható, hogy 1993-1994-ben hiába finanszírozta meg az MNB a költségvetést, a magánszektor az ebből származó forintot nem volt hajlandó tartani, s deviza eszközeinek növelésével és/vagy a fizetési mérleg rontásával reagált a túlzott monetáris bővülésre. Az említett időszak jellemzői jól alátámasztják azt, hogy egy (részben)

nyitott tőke- és árupiacú gazdaságban a jegybanki finanszírozás erőltetése tényleges költségvetési kiigazítás nélkül nem képes orvosolni a felmerülő finanszírozási problémákat.

5. Az eladósodást befolyásoló tényezők

Az eladósodási folyamatot, az adósság/GDP arány alakulását befolyásoló legfontosabb tényezők a következők (lásd Melléklet és Neményi (1996)):

- a reál növekedés és a reálkamat,
- a seigniorage-dzsal korrigált elsődleges egyenleg,
- a reálárfolyam alakulása,
- az adósságot érintő egyedi akciók (nem hiányt finanszírozó adósságvállalás, privatizációs bevételből törlesztés, adósságelengedés stb.).

Előljáróban fontos hangsúlyozni, hogy a magyar eladósodási folyamat feszültségei nem vezethetők le, nem elemezhetők a költségvetés (államháztartás) adósságának a szokásos formulák szerinti felbontásával⁴⁴, hiszen a külső eladósodást ez a megközelítés negligálja. A 10. táblázatból leolvasható, hogy 1991-től az adósságráta gyors növekedésnek indult és 1994-re a nettó konszolidált adósság már meghaladta a GDP 60%-át. 1995-től kezdődően az eladósodási folyamat megfékezésében jelentős eredményeket értek el, amelyek összetevőit vesszük sorra az elkövetkezőkben.

Mint azt az operacionális deficit elemzésekor bemutattuk, a reálkamatok a vizsgált időszak egészében meghaladták a növekedést, ami állandó növelő hatást fejtett ki az adósságrátára. Ilyen körülmények között az adósságráta állandó növekedésének elkerülésére elengedhetetlen az elsődleges egyenlegben többletet elérni, hacsak nincs rendkívül nagy pénzteremtésből származó bevétel és/vagy nincs valamilyen extra hatás (törlesztésre fordítható bevétel, adósságleírás stb.), amellyel a felpörgő eladósodás átmentileg mérsékelhető. Amennyiben azonban csak valamilyen egyszeri bevétel akadályozza meg az adósságráta növekedését, akkor a szükséges kiigazításhoz csak időt nyert a kormányzat, de a költségvetés alkalmazkodása változatlanul elkerülhetetlen.

Magyarországon 1995-ig semmi nem ellensúlyozta a magas reálkamat - alacsony növekedésből származó adósságspirált, hiszen a nettó seigniorage-zsal korrigált elsődleges egyenleg a kilencvenes évek elején mindig negatív volt. A közepes infláció ugyan - mint azt az előzőekben láttuk - a GDP 1-3%-ának megfelelő többlet-finanszírozást biztosított (inflációs adó), de a reál pénzkereslet folyamatosan mérséklődött összefüggésben az egyre erősödő pénzügyi innovációs folyamattal, s a seigniorage bevételeket az is csökkentette, hogy a nemzetközi összehasonlításban magas kötelező tartalékrátára a jegybank kamatot fizetett. A magas finanszírozási szükséglethez egyre növekvő kamatok tartoztak, s az eladósodási spirál valós veszéllyé vált 1994-re. (Lásd Kopits (1994)) Az 1995-től következett be az a költségvetési korrekció, amely *az elsődleges egyenlegben elért többletre alapozva az eladósodási folyamat megfékezésének tartós eleme lehet.*

Az adósságráta alakulását befolyásolja *az adósság denominációs összetétele és az árfolyamalakulás.* Az 1993-94-es években a devizaadósság/GDP arány nem volt

⁴⁴ Lásd például Cottarelli at al. (1998) I. Fejezet: Public Debt Dynamics and Fiscal Stance.

csökkenthető, hiszen a folyó fizetési mérleg működőtőkebeáramlással korrigált deficitje növekvő volt, s a gazdaságpolitika alacsony hitelessége a tőkekivitelt erősítette. Az 1992-1993-ban bekövetkezett devizaadósság/GDP arány-csökkenés átmeneti volt, az ezekben az években bekövetkezett reál felértékelődés eredményének tekinthető.

A kilencvenes évek elején a *privatizációs bevételeket* a költségvetés folyó kiadásként elköltötte, a bevétel inkább többlet-kiadáshoz semmint adósság-mérsékléshez vezetett. 1995-ben fontos változást hozott a kormány azon döntése, miszerint a privatizációs bevételek döntő részét az eladósodás megfékezésére, és az eladósodás további mérséklésére kell fordítani. A tőkebeáramlásból származó devizát az MNB nem tartalékainak növelésére, hanem a devizaadósság visszafizetésére és előtörlesztésére fordította, ami tükröződik az 1996-1997. évi nagymértékű bruttó devizaadósság/GDP arány csökkenésben.

10. táblázat
A nettó konszolidált államadósság változásának tényezói

	1991	1992	1993	1994	1991- 1994	1995	1996	1997	1995- 1997
I. Nettó konszolidált államadósság	43,9	46,6	59,3	63,2		59,6	52,5	47,6	
II: A nettó konszolidált államadósság változása (1.-2.+3.-4.+5.+6.+7.)	2,1	2,7	12,7	3,9	21,4	-3,6	-7,1	-4,9	-15,6
1. Elsodleges hiány	-0,2	2,7	2,8	2,7	8,0	-1,6	-4,2	-3,2	-9,0
2. Nettó seigniorage	4,5	2,7	0,0	-0,5	6,7	1,3	1,4	1,0	3,7
3. Nem deficit finanszírozó adósság változása	0,0	2,9	7,8	1,0	11,7	-0,1	-0,1	-0,6	-0,8
4. Privatizációs bevételek	0,1	0,4	0,4	0,8	1,7	6,6	0,7	2,6	9,9
5. Együttes hatás (a,+b,)	8,8	5,7	2,5	1,1	18,1	2,3	2,6	1,0	5,9
a, reálnövekedés hatása	5,6	1,3	0,3	-1,7	5,6	-1,1	-0,9	-2,0	-4,0
b, reálkamat hatása	3,2	4,3	2,3	2,7	12,5	3,5	3,5	3,0	10,0
6. A reálárfolyam hatása	-2,3	-3,1	-4,9	-0,2	-9,5	5,0	-0,8	-1,0	3,2
7. Egyéb	0,3	-2,4	4,9	-0,3	2,5	-1,4	-2,5	2,5	-1,3
<i>Emlékeztető tételek:</i>									
Reálárfolyam változása*	96,4	94,4	88,5	99,5		110,6	98	96	
Implicit reálkamatláb	6,7	9,6	4,8	4,8		5,6	5,9	6,0	
GDP növekedés	-11,9	-3,0	-0,6	2,9		1,8	1,5	4,0	

*A reálárfolyam változását a GDP deflátor segítségével számítottuk, s a 100-nál kisebb értékek az előző évhez viszonyítva reálfelértékelődést jelentenek.

A fenti táblázatban a nettó adósság/GDP arány alakulását bontottuk tényezőkre. A 10. táblázatból jól látható, hogy a vizsgált időszak két markánsan különböző periódusra bontható: míg 1991 és 1994 között a nettó konszolidált államadósság a GDP 21,4 százalékával nőtt, addig 1995 és 1997 között a GDP 15,6%-ával csökkent. Az

adósságdinamika két időszak közötti látványos, a GDP százalékában mérve több mint 35 százalékos, különbséget alapvetően négy tényezővel magyarázhatjuk:

1. Az elsődleges egyenlegben bekövetkező javulás felelős az eltérés legnagyobb hányadáért (a GDP 17%-a).
2. A nem deficitfinanszírozó adósságból fakadó, a GDP 12 százalékát közelítő terhek kizárólag az első négy évet súlytották.
3. A privatizáció felgyorsulása a GDP mintegy 8 százalékával nagyobb mértékben járult hozzá az adósság csökkenéséhez 1995 és 1997 között.
4. A gazdaság kezdeti drasztikus visszaesése és az 1994-től megfigyelhető növekedés közel 10 százalékos eltérést okoz a két időszak között.⁴⁵

Ugyanakkor figyelemreméltó, hogy a reálárfolyam alakulása a fent említett négy tényezővel ellentétes irányban hatott. 1991 és 1994 között a forint reálfelértékelődése a devizaadósság nagy súlya miatt erőteljesen befolyásolta a nettó adósságot, a GDP 9,5 százalékával csökkentette azt. A devizában denominált adósság csökkenésével folyamatosan mérséklődött a reálárfolyam nettó adósságra gyakorolt hatása (abszolút értékben), a forint 1995-ös leértékelése miatt a reálárfolyam 1995 és 1997 között 3,2 százalékkal növelte az adósságot.

Ha megvizsgáljuk az 1995-97. periódus adósságcsökkenéséért „felelős” tényezőket, akkor azt tapasztaljuk, hogy az elsődleges egyenleg számottevő javulása ellenére az eladósodás mérséklésében a legjelentősebb szerepet a privatizáció játszotta (9,9%). Megállapíthatjuk, hogy *az adósság mérséklése egy „privatizáció-mentes” időszakban nehézkes és igencsak lassú folyamat*: a privatizáció nélküli csökkenés a három év átlagában csak éves 1,9%-ot tett ki, amiből több mint 1,2% a pénzteremtésből származó bevételnek köszönhető.

Az államadósság szerkezetének változásai

Az államadósság szerkezete mind a denomináció szerinti összetételt illetően, mind pedig a befektetői szerkezetet tekintve jelentősen átalakult az elmúlt tíz évben. A denominációs szerkezetben bekövetkezett változás különösen fontos, mivel jelentős hatással van a nominális és a reáldeficit közötti eltérésre.

Forint versus deviza finanszírozás

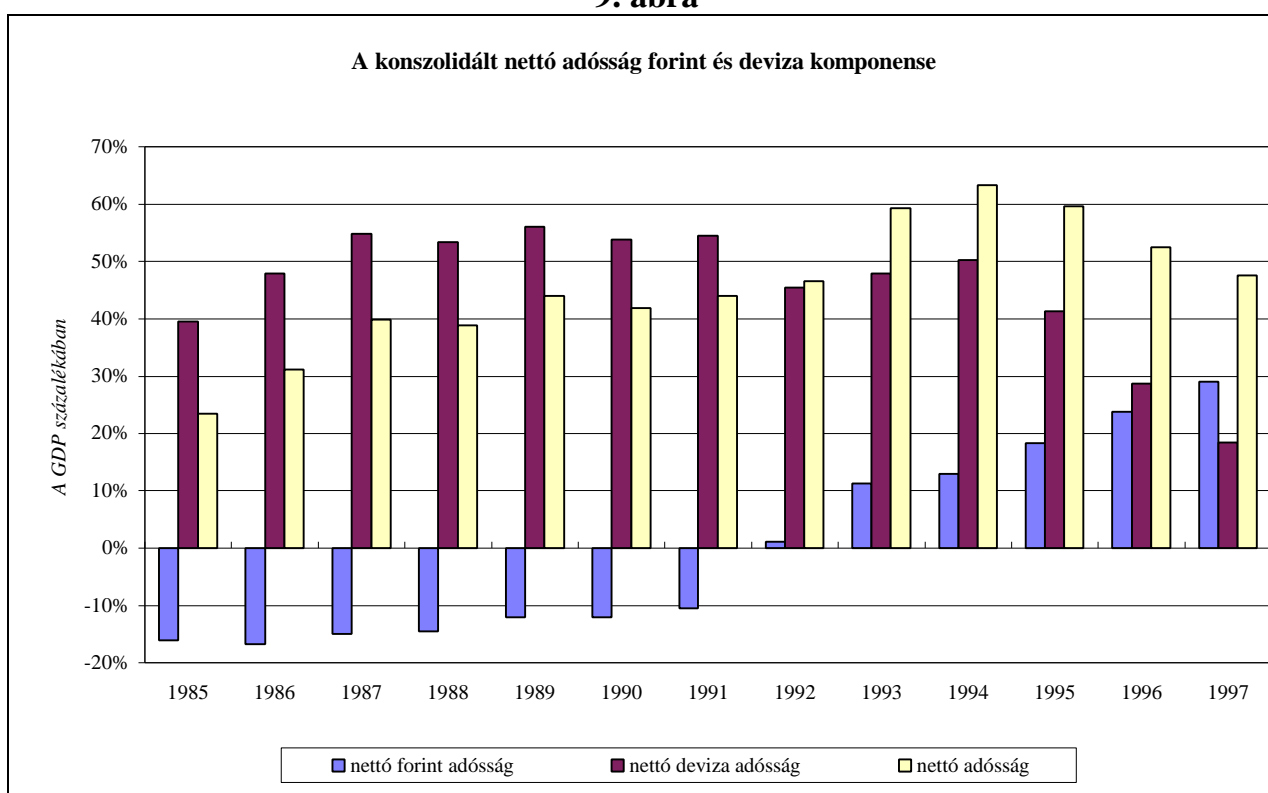
1991-ig a nettó devizaadósság magasabb volt, mint a nettó államadósság, mivel az állam nettó hitelező volt belföldön. A denominációs szerkezet tekintetében a vizsgált tíz éves periódus egészére az a meglepő eredmény adódik, hogy nem volt deviza finanszírozás, sőt a nettó devizaadósság 1985 végéhez viszonyítva a GDP több mint 20 százalékával csökkent.

A tizenegy éves periódus azonban korántsem volt homogén: a nettó devizaadósság még 1994 végén is több mint 10 százalékponttal meghaladta az induló értékét, az adósság ezen komponensének csökkenése az utolsó három évben következett be, s döntő részben a privatizációval és a számottevő tőkebeáramlással magyarázható. Ha a forintfinanszírozást

⁴⁵ Ebben a számításban a növekedés elsődleges egyenlegre gyakorolt hatását nem számszerűsítettük, így a növekedési hatásra vonatkozó becslések abszolút értékben kisebbek a ténylegesnél.

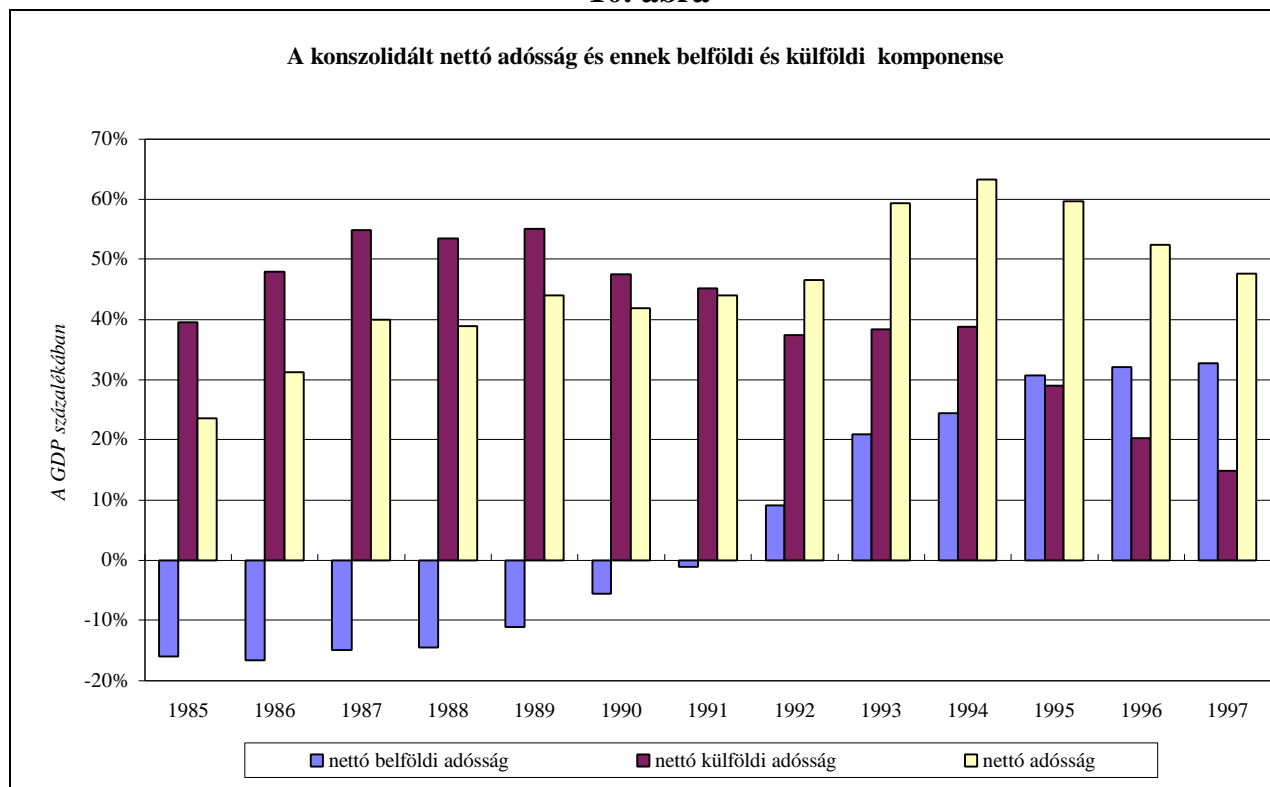
vizsgáljuk, akkor a vizsgált időszak két markánsan különböző alperiódusra bontható. *Míg az 1986-90-es években átlagosan a GDP 0,8%-ára tehető a forintfinanszírozás éves mértéke, addig az 1991-1997-es időszakban átlagosan a GDP 5,9%-ával nőtt a forintban denominált nettó adósság.* A forintban denominált finanszírozás így az időszak egészére átlagosan éves 3,8% volt a GDP -hez viszonyítva. Az alábbi ábrán bemutatjuk a különböző finanszírozási formák alakulását az időszak egészében. Az utolsó években a forintban denominált finanszírozás irányába való eltolódás különösen erős volt, annak a szándékosan folytatott politikának az eredményeképpen, amely a tőkebeáramlásból származó devizát a külföldi adósság törlesztésére fordította (Barabás-Jakab (1998)), miközben a kibocsátott forintot különböző forintban denominált eszközökkel semlegesítette. Ennek következtében a devizában denominált adósság csökkenése az utolsó három évben a GDP több mint 10%-át tette ki. (Erről a kérdésről bővebben szól a következő alpont.)

9. ábra



A vizsgált időszakban *a tulajdonosi szerkezet is jelentősen megváltozott.* Míg 1989 előtt a deficitet végső soron a külföld finanszírozta, addig a belföldi adósság részaránya 1991-től fokozatosan nőtt. A liberalizáció lehetővé tette a külföldiek befektetéseit a forintpiacon. A belföldiek részesedése a nettó államadósságban 1997-re megközelítette a 70%-ot.

10. ábra



A fejezet utolsó részben a tőkebeáramlást elemezzük, mivel ez az 1995 óta tartó folyamat az államadósság jelentős szerkezeti átalakulásával jár, ami a jövőbeli finanszírozási szükségletre is hatással lehet.

Tőkebeáramlás - adósságkonverzió

A kilencvenes években a Közép és Kelet Európába irányuló tőke jelentős részét Magyarország vonzotta, de az évi 1,2-1,5 Md USD működőtőke kevésnek bizonyult a folyamatosan romló fizetési mérleg hiány éveiben a deficit finanszírozására, különösen akkor, amikor a válsághelyzet mélyülésekor (1993-1994) a tőkekivitel rejtett formái (tőkemenekítés) is teret nyertek, így a külső eladósodás tovább nőtt. Az 1995. évi kiigazítás következtében egy idő után az új gazdaságpolitika hitelessége érezhetővé vált, ami kiváltotta a tőkeáramlás irányának a megfordulását. A tőkebeáramlásból származó deviza konverziójával keletkező többlet-likviditás kezelése, az inflációs és keresleti hatás semlegesítése központi szerepet kapott a gazdaságpolitikában.

Az MNB a sterilizált intervenció politikáját folytatta: az árfolyamsáv erős szélén a többletdevizát megvásárolta, majd a kibocsátott forintot különböző eszközökkel kivonta a rendszerből.

A tőkebeáramlás összetétele jelentősen átalakult az elmúlt években. A kamatkülönbség⁴⁶ által vonzott külföldi befektetések már 1994 közepén megindultak, de nettó alapon mérve a

⁴⁶ A belföldi kamatok és a külföldi kamatok plusz a forint leértékelődése különbségeként számítva.

folyamatok csak 1995 második felétől mutatnak behozatalt. (Barabás-Hamecz (1997)) Az előre bejelentett csúszó leértékelési rendszer bevezetése, főleg kiszámíthatóságával további lökést adott a tőkebehozatalnak. A nagy kamatkülönbözet a hitelképes vállalatokat és a kereskedelmi bankokat is külföldi hitelfelvételre ösztönözte 1995 második felében. Mikor a kamatkülönbözet jelentősen mérséklődött - 1996 elejétől - a forint iránti kereslet továbbra is erős maradt, de a sterilizálandó többletlikviditás egyre inkább a javuló fizetési mérleggel és az egyre intenzívebb működőtőke beáramlással állt összefüggésben. A külföldi tőke új indíttatásból, új csatornákon is megindult Magyarországra. Magyarországot a legnagyobb hitelminősítők felértékeltek, befektetési kategóriába sorolták, s így a nemzetközi befektetési alapok portfóliójában megnőtt a magyar értékpapírokra rezervált kvóta, ami ugyancsak hozzájárult a tőkebeáramlás élénküléséhez. A Budapesti Értéktőzsde fellendülésnek indult, s csak 1996-ban körülbelül 750 millió USD-re becsülhető a nem-rezidensek részvénybefektetése a BÉT-en.

11. táblázat
A Magyar Nemzeti Bank által végrehajtott intervenció
(millió USD)

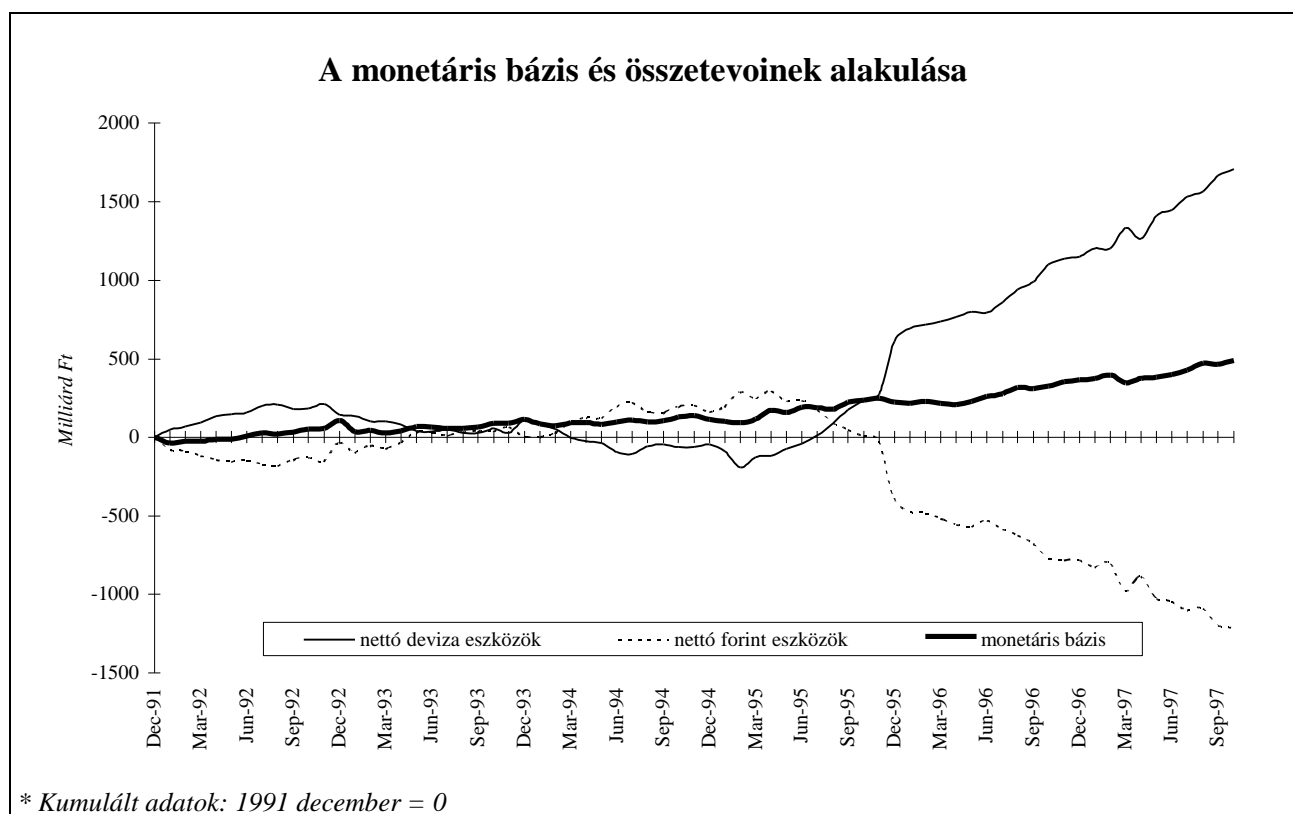
	I.negyedév	II.negyedév	III.negyedév	IV.negyedév	Összesen
1995	-500	1009	1789	1079	3377
1996	1271	547	1316	852	3986
1997	471	1236	1435	322	3455

A Magyar Nemzeti Bank devizatartalékai
(millió USD)

	I.negyedév	II.negyedév	III.negyedév	IV.negyedév
1995	6797	7582	8837	12010
1996	10832	9835	10363	9718
1997	8511	8289	8238	8429

A 11. ábra jól tükrözi, hogy a jegybank nettó devizaállományának növekedését miként ellensúlyozta a nettó forinteszközök mérséklése, s így a jegybanki pénzkínálat csak az inflációval gyakorlatilag azonos ütemben bővült. *A sterilizáció módszerei ugyancsak jelentősen változtak az elmúlt években.* Az 1995-ös évet előbb az aktív repoállomány leépítése, majd az állampapírok nyíltpiaci értékesítése jellemezte. Ez utóbbi hozzájárult az államadósság direkt konverziójához. Miután az MNB állampapír portfóliójából jórészt kifogytak a piacképes állampapírok, az 1996-os sterilizációt a passzív repóállomány növekedése jellemezte elsősorban. A változatlanul erős tőkebeáramlás és a lejáratú kockázat mérséklése tette indokolttá, hogy az MNB 1997 közepétől rendszeresen egy éves lejáratú jegybanki kötvényeket bocsát ki.

11. ábra



A tőkebeáramlás és az MNB sterilizált intervenciója adósságkonverzióval párosul (lásd Neményi (1997)): a növekvő jegybanki devizatartalékok lehetővé teszik a külső adósság visszafizetését, ugyanakkor a keletkező forintlikviditást belföldi adósságinstrumentumok kötik le. A tőkebeáramlás mögött, mint láttuk, egyrészt a privát szektor növekvő eladósodása áll. Tehát egyfelől az államadósságon belül nő a forintban denominált rész aránya, másfelől az ország külső adósságán belül nő a privát szektor részaránya⁴⁷.

⁴⁷ Fel kell hívni azonban a figyelmet arra, hogy ez a folyamat a gazdaságpolitika szempontjából exogén, a nettó konszolidált adósság devizaszerkezetét a döntéshozók nem képesek befolyásolni.

12. táblázat
A devizaadósság összetétele*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
I. Bruttó adósság								
1. MNB	83.5	79.2	75.2	75.9	72.1	68.8	62.2	54.3
2. Államháztartás	2.4	6.6	7.5	8.3	8.2	6.5	7.1	7.5
3. Pénzügyi intézmények	8.5	8.8	8.4	7.5	8.6	9.4	14.1	20.9
4. Vállalatok	5.7	5.3	8.9	8.3	11.1	15.3	16.6	17.2
I. Összesen (1+2+3+4)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
II. Nettó adósság								
1. MNB	101.9	82.1	86.0	79.5	71.2	59.1	50.8	35.8
2. Államháztartás	1.9	7.7	11.0	12.3	11.4	9.7	8.5	11.2
3. Pénzügyi intézmények	4.4	3.6	2.2	3.4	7.6	13.0	15.5	22.1
4. Vállalatok	-8.1	6.5	0.7	4.8	9.8	18.2	25.1	30.9
I. Összesen (1+2+3+4)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

*Tulajdonosi hitelek nélkül

6. Következtetések

A különböző szemléletű államháztartási hiánymutatók vizsgálata azt mutatja, hogy a piacgazdasági átmenet időszakában:

- a hagyományos pénzforgalmi hiány nem tükrözte kellőképpen a fiskális politika állapotát. Ebben szerepet játszott a piaci kamatú finanszírozásra való áttérés hatásának fokozatos érvényesülése, valamint az adósságszerkezet átstrukturálása.
- Az eredmény-szemléletű hiány már jobban mutatta a fiskális politika irányultságát, de a mutatót még mindig jelentősen torzította a kamatokban lévő inflációs komponens. Az árfolyamveszteségeket nem számolja el a statisztika a folyó hiányban, s ílymódon egy olyan időszakban, amikor jelentősen átalakul az adósság szerkezete, a külső és belső (forintban denominált) adósság aránya változik, a pénzforgalmi hiány és ennek változása is félrevezető lehet.
- Amíg az infláció viszonylag magas, addig a fiskális politika irányultságának a vizsgálatához elengedhetetlen az inflációs hatásokkal korrigált operacionális deficit kiszámítása.

A költségvetési kiigazítás szükségességének és mértékének kimutatása az 1992-től érvényes finanszírozási rendszerben is nehézséget jelentett, mivel a költségvetésben a transzparenciát gátolta, hogy az adósságterhek egy jelentős része csak az MNB mérlegén és eredményelszámolásán keresztül volt kimutatható. A különböző hiánymutatók összehasonlítása alapján a költségvetési politika fenntarthatatlanságát mind az eredmény szemléletű, mind pedig az operacionális deficitok már jóval 1995 előtt jelezték. Az operacionális deficit elemzésével kimutatható, hogy az 1995. márciusi kiigazító program nem csupán az évtized első felében folytatott költségvetési politika következtében volt elkerülhetetlen - amit a ciklikusan igazított elsődleges egyenleg is kimutatott - , hanem

legalább annyira a nyolcvanas évek átláthatatlan finanszírozási rendszerében mindvégig rejtve maradót, halmozódó feszültségek következménye volt.

A nyolcvanas évek második felében a belföldi finanszírozás többnyire közvetlen hitelnyújtással történt. Az önkéntes, befektetői megfontolásokon nyugvó finanszírozási formák alig léteztek, s a költségvetés finanszírozása az MNB hiteleivel történt, minden korlátozás nélkül. A kilencvenes évek második felére a költségvetés nettó finanszírozási igénye a belföldi állampapírpiacon fedezhetővé vált. Az elmúlt tíz év alatt a finanszírozás és az államadósság denomináció és befektetők szerinti szerkezete átalakult, 1995-től a forint-finanszírozás és a belföldi piaci befektetők térnyerése vált jellemzővé. Mindez a következő tényezőknek köszönhető.

- Jelentősen csökkent a finanszírozási igény.
- Az állampapírpiacon fejlődése mind intézményi, mind instrumentális szempontból felgyorsult, likviditása nőtt.
- A forint konvertibilitása és a liberalizáció.
- A hitelesség erősödése, erős tőkebeáramlás.

Mindezek hatására az adósságszerkezet átalakulását az alábbiak jellemzik:

- A forintban denominált adósság átlagos futamideje nőtt, a piacon kialakulóban van a benchmark hozamgörbe 5 évre.
- A forintbefektetések mind a belföldiek, mind a külföldiek számára vonzóvá váltak.
- Az államadósságon belül nő a forint denomináció és a belföldi befektetők aránya.

A költségvetési finanszírozásának változása az elmúlt tíz évben

A finanszírozási szükséglet és a finanszírozás elemzése a különböző mutatók alapján három alperiódus megkülönböztetését sugallja az elmúlt tíz év költségvetési politikájának elemzésekor.

- 1991 - korlátlan jegybanki finanszírozás

A jegybank és a költségvetés konszolidált nettó adósságából kiindulva készített számításaink azt valószínűsítik, hogy a régi finanszírozási rendszerben *a hivatalos költségvetési hiányt valószínűleg rendszeresen meghaladta az államháztartás valódi finanszírozási szükséglete*. Ezt nehezen felismerhetővé tette az átláthatóság hiánya, mind a költségvetés kimutatásaiban, mind a finanszírozás rendszerében: a költségvetést gyakorlatilag korlátlanul és kedvezményes kamaton hitelezte a központi bank, s a külső eladósodás valódi költségei így nem jelentek meg közvetlenül a költségvetésben, hanem a jegybanki vagyonszerzésből finanszírozódtak. Ez csupán abban mutatkozott meg, hogy az MNB nyeresége jóval a monetáris seigniorage alatt volt mindvégig. *A jegybanki nyereséget a deviza-adósságkezelésen kívüli az egyéb kvázi-fiskális jegybanki tevékenységek is (kedvezményes finanszírozás, később refinanszírozás) felemésztették.* A költségvetés és a központi bank együtteseként tekintett állam ebben az időszakban nettó hitelnyújtó volt Magyarországon,

azaz finanszírozást nyújtott a döntően állami tulajdonú vállalati szektornak. A növekvő finanszírozási igényt pedig külföldi hitelfelvétellel elégítette ki. Az 1994-re kialakult finanszírozási krízis gyökerei tehát kétségtelenül a nyolcvanas évek második felének átgondolatlan eladósodásában találhatók meg.

1992 - 1994 - a halasztgatott költségvetési kiigazítás évei

Az explozív eladósodási pályára sodródás éveinek is nevezhetnénk ezt az időszakot. Az elsődleges államháztartási hiány nem volt nagyon magas (mindössze a GDP 1-2%), s romlását jól magyarázták a reálfolyamatok. Az új, piaci kamatú állampapírok kibocsátásával történő finanszírozás hatására azonban a felhalmozott adósság költségei egyre nagyobb részben jelentek meg közvetlenül a költségvetésben. A növekvő hiány mögött a növekvő kamatterhek álltak, ami a döntéshozókat - korábbi tapasztalatok híján - meglepte. A kiigazítás késett: (i) a tisztánlátást segítő világos kimutatások, (ii) az eladósodási spirál felismerését hátráltató "kincstári optimizmus", s (iii), a makrogazdasági válságjeleket (mindenekelőtt a romló fizetési mérleget) időlegesen feltételező előrejelzések miatt. Az igazat megvallva azonban a válság mélypontján, 1993-ban a növekvő pénzügyi fegyelem és a sokkok által sújtott magán szektor (a vállalatok és a lakosság) nem valószínű, hogy további nagyobb mértékű fiskális megszorítást elviselt volna. Az elsődleges egyenleg részletesebb vizsgálata rámutatott, hogy *a ciklikus hatások elég erőteljesek voltak és 1992-1994-ben nem lazult sokat a fiskális politika a korábbi időszakhoz viszonyítva. A nyolcvanas években felhalmozott devizaadósság azonban komoly korlátozó tényezőt jelentett az átalakuló gazdaság költségvetés-politikája számára.*

Az elemzés meglepő eredménye, hogy jóllehet az MNB jelentős szerepet vállalt - mind az elsődleges kibocsátásokon állampapírvásárlással, mind pedig egyéb direkt csatornákon (például repo) a gazdaság pénzellátását növelve - a növekvő hiány finanszírozásában, az ezeknek az akcióknak az eredményeként kialakuló monetáris deficit-finanszírozás nem volt növekvő. *A seigniorage átlagosan nem haladta meg a GDP 1%-át.* A fejlődő pénz és tőkepiacon a szereplők reakciói meglepően gyorsnak bizonyultak: *a forint iránti pénzkereslet azonnal visszaesett, amint az inflációs és leértékelési várakozások erősödtek és ahogy az új befektetési instrumentumok hozamai vonzóvá váltak.*

A monetáris politika kamatemelése önmagában nem fékezhetette meg a növekvő reálkamat \leftrightarrow növekvő finanszírozási igény kölcsönös összefüggésből táplálkozó fenyegető eladósodást. Miközben a koordináció hiánya jellemezte a fiskális és a monetáris politika kapcsolatát, a monetáris politika lépései olykor önmagukban is hordoztak ellentmondást (például kamatemelés és tartalékráta csökkentés). A következmény a kettős deficit probléma kialakulása és az eladósodás veszélyes növekedése volt.

Az egész folyamat mögött egy komoly *hitelességi válság is kialakult.* Az időszak végére a kamatpolitika hatékonyságát veszítette. A legkritikusabb időkben, az 1994. évi választások környékén gyakorlatilag semmilyen kamaton nem lehetett forint-finanszírozáshoz jutni. A magas kamat nem volt antiinflációs hatású, hanem az inflációs és leértékelési várakozásokat táplálta, mivel világos volt, hogy a monetáris politika önmagában nem képes változtatni egy

fenntarthatatlannak ítélt állapoton. A bankszektor számára is az állampapír vált a legbiztonságosabb befektetéssé, a kialakult reálkamatok mellett csak a morális kockázat és a kontraszelekció fenyegetése mellett finanszírozhatta volna a vállalatokat.

A nagyobb hiány® nagyobb jegybanki finanszírozás® nagyobb monetizálás® nagyobb infláció tankönyvi összefüggése nem direkt formában működött. Az időszak egészére jellemző alacsony seigniorage 1992-1994-ben folyamatosan csökkent (a bruttó és nettó egyaránt). Jóllehet a repócsap megnyitásával (1993-ban) és törvénymódosításokkal (1994-ben) az MNB közvetlen részvétele a finanszírozásban túllépte a jegybanktörvényben eredetileg megszabott finanszírozási korlátot, a monetáris aggregátumok növekedése azonban nem mutatott expanziót, mivel a többletlikviditás egy része deviza megtakarítássá alakult, más része pedig közvetlenül a folyó fizetési mérleg romlását finanszírozta. Mindenesetre a jegybank mérlege alapján nem mutatható ki a nagyobb monetizálás, és a kamatemelkedés is folyamatosan jelentős volt az időszak egészében, tehát a jegybanki állampapírvásárlások nem jelentettek olyan könnyebbséget a költségvetési pénzigény szempontjából, amely lehetővé tette volna a piaci értéktétel megváltozását.

1995 - 1996 - a tartós növekedés feltételeit megteremto államháztartási átalakítás

Az 1995 márciusi kiigazítás alapját olyan intézkedések jelentették (leértékelés, vámpótlék), amelyek a nemzetközi tapasztalatok alapján nem a sikeres stabilizációt végrehajtó országokat jellemezték (Alesina - Perrotti (1997), magyarul Kiss (1998)). Így hát kulcsfontosságúvá vált, hogy az egyszeri árfolyamkiigazítás és a vámpótlék adta ideiglenes "védőernyő" alatt sikerül-e véghezvinni a fenntartható növekedési pálya alapfeltételét jelentő reformokat az államháztartás különböző alrendszerében. A téma meghaladja e tanulmány kereteit, összefoglalóan csak annyi állítható, hogy az átalakítás előrehaladt az elmúlt három évben és ez hozzájárult a finanszírozási szükséglet visszafogásához, valamint az eladósodási folyamat megfordításához. A finanszírozási igény két év alatt több, mint 4 százalékpontot csökkent, amihez hozzájárult az elsődleges egyenlegben elért többlet. A kamatfizetések a GDP százalékában 1996-tól már csökkenőek s ez az csökkenő kamatprémiumoknak is köszönhető. A kamatprémium csökkenését váltotta ki a privatizációs bevételekből és a tőkebeáramlásból való adósság visszafizetés hatására csökkenő külső eladósodás is. A folyó fizetési mérleg hiánya is jelentősen csökkent (a GDP 2,2%-a volt 1997-ban) és nem adósság-típusú tőkével (működő tőke és anyavállalati hosszú lejáratú hitelek) finanszírozható. A folyó fizetési mérleg hiányának 1997-es csökkenésében a Magyarországon tevékenykedő külföldi tulajdonú vállalatok exportjának erőteljes növekedése is szerepet játszott: azaz a külső egyensúly javulása részben a fiskális kiigazítás és a stabilizációs csomag, részben pedig a privatizáció és működőtőke beáramlás eredménye. A forintban denominált instrumentumok javára történő adósság-átstrukturálódás az utóbbi időben már nem járt jelentős többletköltséggel, hiszen a kamatkülönbség jelentősen mérséklődött.

A költségvetési reform folytatása

A stabilizáció közel három éve (1995 március-1997) alatt a nettó adósságráta több mint 15 százalékpontot csökkent, s 1997 végére körülberül 47%-ra mérséklődött. Az adósságrátára a reálkamaton és növekedésen kívül három tényező hatott: (i) a privatizációs bevételek, mint egyszeri finanszírozás, (ii) ezzel is összefüggésben az adósság denominációs szerkezetének változása, a forintban denominált államadósság részesedésének növekedése, s a forint - az 1995. évi mintegy 10 százalékos reál leértékelődést követő - enyhe reál felértékelődése, (iii) az elsődleges egyenlegbeli jelentős többlet elérése.

A jövőt tekintve a gazdaságpolitikai programok fő célja a fenntartható növekedés és az infláció további mérséklése, közép-hosszabb távon az árstabilitás elérése lesz. Miközben világos, hogy a stabil ütemű növekedés a felzárkózási folyamat elengedhetetlen feltétele, azonközben az is a közelmúlt egyik legalapvetőbb változása, hogy az áremelkedés ütemének (az inflációnak) a lelassulása mára - az átalakult gazdaság körülményei között - a növekedési potenciál fenntartásának feltételévé vált. *A fejlett országokhoz való felzárkózás jellemzője lesz a forint árfolyamának reál felértékelődése,* amellyel kapcsolatosan a gazdaságpolitikának kettős cél között célszerű manővereznie: egyrészt meg kell próbálni elkerülni a versenyképesség romlását és a fizetési mérleg újabb külső eladósodáshoz vezető torzulását kiváltó mértékű reál felértékelődést, másrészt viszont a monetáris és a fiskális politika koncentrált erőfeszítéseivel a reál felértékelődést a lehető legkisebb infláció mellett lenne jó elérni.

A szigorú monetáris politika fontos összetevője lehet az infláció megfékezésének, amely azonban nem tud hatékonyan eredményre jutni a fiskális politika együttműködő támogatása nélkül. Úgy is fogalmazhatunk, hogy mindkét gazdaságpolitikai szakág részére szabadságot kell biztosítani miközben elengedhetetlen az összehangolás, azaz a szabadság csorbítása. Ez a látszólag ellentmondó követelmény a monetáris politika esetén azt igényli, hogy a kamatpolitika hatásmechanizmusának kibontakozása érdekében több rugalmasságot kell adni az árfolyamnak. A fiskális politika mozgásterét pedig az eladósodottság további mérséklésével lehet megteremteni. A továbbiakban, a tanulmány befejezéseként, a monetáris és a fiskális politikai mozgásteret meghatározó tényezőket tárgyaljuk érintőlegesen.

A bemutatott elemzésekkel is alátámasztható, hogy *a monetáris politika hatékonyságát a jövőben néhány tényező jelentősen korlátozhatja.* A pénzügyi innovációk és a liberalizáció-globalizáció világában a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa állandó átalakulásban van, ami az intézkedések kialakítását, a várható hatások felmérését nehezíti. Másoldalról a pénzhelyettesítést segíti a pénzügyi innovációs folyamat. A monetáris politika mozgásterét korlátozhatja a szűk sávós, de a gyakorlatban fix árfolyamként működő előre bejelentett csúszó leértékeléses árfolyamrendszer. Ez a rendszer hatékonyan hozzájárult a gazdaságpolitika hitelességének a visszanyeréséhez az elmúlt három évben, de a kvázi-fix árfolyam a kamatpolitika lépéseit akadályozhatja és az inflációs inerciát növelheti a jövőben. A kvázi fix árfolyamrendszer emellett nem teszi lehetővé, hogy a monetáris politika a tradable és non-tradable szektorokban egyaránt megszorító legyen. Egy olyan reálfelértékelő árfolyampolitikához ugyanis, amely képes a tradable szektorban a bérek növekedési ütemére nyomást gyakorolni, az aktív dezinflációhoz szükségesnél alacsonyabb reálkamatok tartoznak, s fordítva: amennyiben a Jegybank magas reálkamatot kíván

fenntartani, a leértékelési ütemet kénytelen óvatosabban csökkenteni, s így engedékenyebbé teszi a tradable szektor vállalatait a bérkövetelésekkel szemben. Éppen ezért a monetáris politikai intézkedések hatásosságát növelheti a jövőben a szélesebb sávban menedzselten lebegő árfolyam. A jelenlegi kvázi-fix árfolyamrendszerben az előbbieket miatt a legalapvetőbb feltétel a dezinfláció sikere érdekében a fiskális kiigazítás továbbvitele, ami nélkül az ambíciózus antiinflációs célok nem teljesülhetnek.

Amint azt az elmúlt évtizedre készített empirikus vizsgálataink megmutatták *a piacgazdasági átmenet időszakában a fiskális politika különböző* - direkt és indirekt - csatornákon keresztül játszott szerepet a mérsékelt infláció fennmaradásában, majd a dezinflációban. Az államháztartási hiány mérséklése az árfolyamrendszer fenntarthatóságának a kulcseleme volt. A költségvetés keresleti és inflációs hatásának növekedését tükrözték a magas (a GDP közel 6%-ára emelkedő) operacionális deficitiek 1992-1994-ben, annak következtében, hogy a folyamatosan növekvő finanszírozási igény csak növekvő reálkamatok mellett volt finanszírozható. Indirekt inflációs hatásként értékelhető a költségvetésekből és az adósság-kimutatásokból hiányzó transzparencia. A központi bank közvetítésével történő külföldi eladósodás következtében ugyanis az államadóssághoz kapcsolódó költségek egy része nem jelent meg a költségvetés kimutatásaiban, ami a stabilizációhoz szükséges költségvetési kiigazítás mértékének meghatározását akadályozta. Az 1996-os év végén a költségvetés és *az MNB közötti adósságátalakítás* azzal járult hozzá a transzparencia növeléséhez, hogy a külső devizaadósság jelentős részének költségeit közvetlenül megjeleníti a költségvetésben. Végül - 1995 márciusa előtt - a költségvetési kiigazítás elmaradása a külkereskedelmi és a folyó fizetési mérleg hiányának a növekedésével párosult, ami elkerülhetetlenné tette az árfolyam-kiigazítást, s annak inflációs következményeit.

Az előttiünk álló Európai Unióhoz való csatlakozáshoz vezető időszakban a fenntartható növekedési pálya és az infláció mérséklésének követelményei a fiskális politika szigora nélkül nem teljesülhetnek. Az ezekkel a célokkal összhangban álló költségvetési (államháztartási) finanszírozási igény meghatározása a jövőre nézve az egyik legösszetettebb feladatnak látszik. A fiskális politika fő mutatóinak meghatározásakor figyelembe kell venni, hogy a privatizációs bevételekre rövid távon már csak legfeljebb 1998-ban lehet számítani⁴⁸. Ezek a célok a monetáris és a fiskális politika részéről koncentrált és koordinált erőfeszítéseket igényelnek. A forint és a devizaadósság közötti átstrukturálódás alapvetően a folyó fizetési mérleg és a tőkebeáramlás rövid és hosszabb távú komponenseinek az alakulásától függően megy majd végbe.

Az elmúlt tíz év költségvetési finanszírozásának elemzése szolgáltat néhány tanulságot a fiskális kiigazítás továbbviteléhez is. *Az eladósodás további mérsékléséhez*, amit a fenntarthatósági szempontok mellett az Európai Unióhoz való csatlakozás követelményei is indokolnak, a költségvetési alkalmazkodás további folytatására van szükség. A kiigazítás mértékének - szükséges elsődleges egyenlegbeli többlet - megállapításához az eredmény-

⁴⁸ Ez nem jelenti azt, hogy nem maradt privatizálható/privatizálandó állami vagyon, hiszen az állam jelenleg is rendelkezik számos olyan eszközzel, mely feladatai ellátásához nem szükséges és/vagy nem hatékony ha állami tulajdonban marad. Ezen eszközök esetében egy elhúzódó, kevésbé látványos privatizációra számíthatunk, melynek elvei még nem körvonalazódnak.

szemléletű és az operacionális hiány elengedhetetlenül fontos mutató még akkor is, ha a jövőben az infláció mérséklődésével és az adósságon belül a fix és az indexelt állampapírok térnyerésével a különböző szemléletű mutatók eltérése várhatóan csökken.

Az egész államháztartásra (beleértve az ÁPV Rt.-n keresztüli tevékenységet is) kiterjedő költségvetés szerkezeti vizsgálata alapozhatja meg a költségvetés és a dezinfláció tervezett mértéke közötti összhangot. Az alábbi táblázatban a bruttó konszolidált államadósság szinten tartásához szükséges elsődleges többleteket foglaltuk össze különböző seigniorage és növekedés hipotézisek mellett⁴⁹. A fenntarthatósági vizsgálatokat a konszolidált bruttó adósság alapján végeztük, mivel mint azt már említettük a nettó adósságon dinamikusán nem értelmezhető a szimulációkhoz szükséges kamatláb.

A tanulmányunkban számított kibővített konszolidált - bruttó és nettó - államadósság több tekintetben is eltér a hivatalosan publikált számoktól, mivel mind a tartozásokat, mind a követeléseket teljes körűen és bruttó módon számoltuk el. Ez azt jelenti, hogy a bruttó adósság az MNB-nél lévő kamatozó belföldi forint és deviza-forrásokkal nagyobb, mint a hivatalos publikációkból ismert adatok, de a követelések között sem csupán az MNB devizataralékait mutattuk ki, hanem a központi bank refinanszírozási hiteleit is elszámoltuk. Nem vettük figyelembe azonban a költségvetés olyan “kétes” követeléseit, amelyekből nem származik garantáltan bevétel. Ilyenek például a hitel-, adós és bankkonszolidáció során keltkezett követelések.

Ílymódon a számításainkban használt kibővített konszolidált bruttó államadósság tartalmazza:

- az MNB által felvett külföldi hiteleket,
- a költségvetés által közvetlenül felvett külföldi hiteleket,
- valamint a forintban denominált állampapír-kibocsátások MNB-n kívülre értékesített részét,
- és az államháztartás alrendszereinek (önkormányzatok) belföldi és külföldi hitelfelvételeit,
- A hivatalos számokban foglalt előző tételeken kívül a tanulmányunkban közölt bruttó államadósság tartalmazza az MNB mérlegének forrás oldalán szereplő kamatozó belföldi forrásokat: a passzív repot és a forint és devizabetétet, valamint az MNB sterilizációs kötvényeinek állományát. Az így definiált kibővített konszolidált (bruttó és nettó) államadósság mutató a megszokott konszolidált államadósság mutatóktól eltérően tartalmazza a központi banknál lévő piaci kamatú, rövid lejáratú forrásokat és követeléseket is. Ezért adósságrátáink eltérnek a hivatalosan ismertektől, viszont így olyan mutatókhoz jutottunk el, amelyek invariánsak az intézményi feladatmegosztásra, s amelyek alapján kimutathatók a jövőben várható tendenciák és meghatározhatók a jövőbeli fiskális politikával szembeni alapkövetelmények.

⁴⁹ Ebbe a vizsgálatba tehát nem vontuk be az implicit államadósságot, mivel ennek mértékére jelenleg nem rendelkezünk megbízható információval.

13. tábla

A költségvetési kiigazítás szükséges mértéke

(A bruttó adósság/GDP arány változatlanúságához tartozó elsődleges egyenleg-követelmény a GDP százalékában)

Kiinduló feltételek:

Nettó államadósság a GDP 47,6%-a

A bruttó tartozás a GDP 75,8%-a

A bruttó követelés a GDP 28,2%-a

Reálkamat = 6 %

		Hosszú távú növekedési ütem				
		2.0	2.5	3.0	3.5	4.0
Seigniorage	0.0	2.9	2.6	2.2	1.8	1.4
	0.5	2.4	2.1	1.7	1.3	0.9
	1.0	1.9	1.6	1.2	0.8	0.4
	1.5	1.4	1.1	0.7	0.3	-0.1

A konszolidált követelésekből természetesen az államháztartásnak bevétele származik, így a modellben ezeket is kezelni kell. Mi azt a megoldást választottuk, hogy feltételeztük, hogy a követelések kamata éppen elegendő ahhoz, hogy a követelések GDP arányos szinten tartásához ne kelljen plussz erőforrásokat felhasználni, azaz elegendő a konszolidált bruttó adósságot vizsgálni⁵⁰. A számításaink során alkalmazott reálkamatot 6%-osnak vettük, mivel bár számításaink alapján a bruttó tartozások reálkamata inkább 5%-os volt, de azt a fogyasztói árindex segítségével kalkuláltuk, s a fogyasztói árindex és a GDP deflátor közötti különbség egy 1 százalékpontos eltérést mindenképpen implicál.

Mint látható számításainkat különböző hosszú távú GDP növekedési és nettó seigniorage feltételek mellett végeztük el⁵¹, de természetesen ezeket nem tekintjük egyformán valószínűnek. A nettó seigniorage bevételek esetében hosszú távon inkább a kisebb számot tartjuk reálisnak, hiszen:

- az elmúlt hat évben az átlagos nettó seigniorage a GDP 1%-ára rúgott
- a fejlett országokban ez az érték a GDP 0,5-0,75%-a
- az elkövetkezendő időszakban a pénzügyi innováció folytatódására, s így a készpénz iránti kereslet további csökkenésére számíthatunk.
- a magyar bankrendszer versenyképességének növelése érdekében a kötelező tartalékráta csökkentése valószínűsíthető,
- az infláció várható csökkenése mérsékelni fogja az inflációs adót.

⁵⁰ Ez a feltételezés meglehetősen közel van a tényleges állapothoz.

⁵¹ A számítások során nem számoltunk a reálfelértékelődés adósságcsökkentő hatásával, mivel az adósság devizaszerkezeténél elmondottak szellemében ez a hatás nem tekinthető valódi hosszú távú hatásnak, azaz a folyamatok egyensúlyi alakulása mellett a konszolidált nettó devizaadósság eltűnésével számolhatunk akár rövid távon is.

Ami a hosszú távú GDP növekedési ütemet illeti, szerintünk a legvalószínűbb érték 2.5 - 3 % körül van. Először is ez az érték túlságosan alacsonynak tűnik, de fel kell hívnunk a következő tényezőkre a figyelmet:

- Ha valóban hosszú távú növekedésről beszélünk ez az érték közel sem alacsony, hiszen például Nyugat-Európában ez az érték 2-2.5 % körül volt az elmúlt évtizedekben. A mi becslésünk az empirikus növekedési modellek eredményeinek felhasználásával készült, azaz a magyar jellemzőket helyettesítettük a becsült modellekbe.
- Mivel hazánkban a népesség az előrejelzések szerint továbbra is csökken, így az egy főre jutó GDP növekedése - ami a konvergencia jobb mércéje - ennél gyorsabban nő, az EU-val szembeni ütemkülönbség még nagyobb, hiszen az EU átlagos népessége még mindig növekvő.
- A magas (egy főre jutó) GDP növekedés nem az egyetlen módja konvergenciának. A konvergencia megvalósulhat az egyensúlyi reálfelértékelődésen keresztül is, amelynek érvényesülésére vannak jelek a magyar gazdaságban és mértéke éves szinten 2-2,5% körülre becsülhető. Összefoglalva az előző három pontot, a vásárlóerő paritáson számított egy főre jutó GDP növekedés - ami a konvergencia tényleges mutatója - még ezen feltevések mellett is meglehetősen gyors, évi 5-6 százalék⁵².
- Fontos megjegyezni, hogy a hosszú távú növekedési potenciál nem jelenti azt, hogy a magyar gazdaság rövid távon, akár több évig is nem lehet ennél lényegesen gyorsabban. Azonban ha a gazdaság a fenti mértéknél lényegesebben gyorsabban nő az elkövetkező években, - azaz az adósság/GDP arány gyorsabban csökken -, ez akkor sem tekinthető érvnek a hosszú távú ciklikusan semleges egyensúlytól való eltérésre. Ebben a helyzetben a fiskális lazítás nem csupán szükségtelen, de ciklikus szempontból veszélyes is, a deflációt és a makrogazdasági egyensúlyt veszélyeztetheti.
- Továbbá a jövőbeli fenntartható növekedéshez és a konvergenciához szükséges elsődleges többlet meghatározásakor figyelembe kell venni, hogy jelenlegi eladósodottságunk fejlettségi szintünkhöz képest túl magas. Amikor a mostani fejlett ipari országok Magyarország jelenlegi fejlettségi szintjén voltak adósság/GDP rátájuk jóval kisebb volt Magyarország mostani eladósodottsági szintjénél⁵³. Vagyis Magyarország esetében az adósság szinttartásából fakadó, az elsődleges egyenlegre vonatkozó korlát sokkal keményebb, a hosszú távú ciklikusan semleges egyensúlytól való eltérésre kevésbé van lehetőségünk.

⁵² Figyelembe véve, hogy a vásárlóerő paritáson mért egy főre jutó GDP szintje nagy valószínűséggel jelentősen alulbecsült, a fenti számok alapján optimista esetben az EU utoléréséhez 20 év kell.

⁵³ Az 1960-as évek átlagos bruttó adósságrátája azon európai kis nyitott gazdaságokra, melyekre adatot tudtunk szerezni (Ausztria, Belgium, Finnország, Hollandia, Norvégia, Svájc, Svédország) átlagosan 20.5%-os, ha eltekintünk Belgiumtól, mely már ebben az időszakban is 52,9%-os bruttó adósságrátával rendelkezett, akkor 15,1%.

- Az elsodleges egyenleg jelentos többlete, a minél kisebb államháztartási deficit nemcsak azért fontos, hogy elkerüljük az adósság/GDP ráta növekedését és a magyar gazdaság fenntartható pálya mentén növekedjen. Az államháztartás hiányát a belföldi megtakarítások részének kell tekintenünk, s mivel növekvő belföldi megtakarítások mellett a gazdaság egy magasabb növekedési ütemű egyensúlyi pálya mentén növekedhet, az elsodleges többlet növelése - paradox módon - közép távon a gazdaság gyorsabb bővülését eredményezi.

Összegezve elmondható, hogy amennyiben a gazdaságpolitika komolyan gondolja deflációs szándékát és folytatódik a pénzügyi innováció, a nettó seigniorage várhatóan nem fogja meghaladni a GDP 1%-át. Ha ezt a várható pénzteremtésből származó bevételt a növekedési modell eredményeinek megfelelő 3 százalékos körüli hosszú távú növekedéssel összevetjük, akkor látható, hogy a bruttó adósság szinttartásához a ciklikusan semleges elsodleges egyenleg többletének el kell érnie a GDP 1,5-2%-át. Az adósság csökkentése és defláció azonban együttesen még ennél is nagyobb, az 1996-os, 1997-es évek szintjéhez közeli elsodleges többletet kíván meg.

Melléklet

Költségvetési deficit, eladósodás, monetizálás

1.1. Az elemzési keret

Az infláció és a fiskális politika összefüggése legközvetlenebbül a kormányzat költségvetési korlátjaként ismert összefüggésből kiindulva elemezhető, amely a legegyszerűbb formában az alábbiak szerint írható fel.

$$PB_t + D_{t-1} * i_t = DH_t + DFX_t + DHUF_t \quad (1) \quad \text{és}$$

$$D_t = FX_t + HUF_t,$$

ahol: • PB: elsődleges hiány,

- D: államadósság,
- i: kamatláb,
- H monetáris finanszírozás,
- FX: devizában denominált államadósság,
- HUF: forintban denominált államadósság,
- *D*: állományváltozás,
- t: a t. évre vonatkozó változót jelöli.

A magas kamatok növelik a költségvetés finanszírozási szükségletét, ami kamatemelést indukálhat. Mindez az eladósodás növekedését váltja ki. Ha a hiány finanszírozásából részt vállal a központi bank (monetizálás, ΔH), akkor az feltételezhetően inflációs nyomást, vagy romló fizetési mérleget eredményez, *jóllehet empirikusan nem mutatható ki egyértelmű kapcsolat a pénznövekedés és az infláció között az elmúlt időszakra.*

A fenti egyenletből leolvasható, hogy a költségvetési hiányt a kormányzat finanszírozhatja kamatozó adóssággal (D) és pénzkibocsátással (H). Az hiány és az eladósodás között dinamikus összefüggés áll fenn, ami az (1) egyenlet átrendezésével származtatható és a GDP arányában mért eladósodás, az adósságráta vizsgálataival elemezhető.

$$D(D_t / Y_t) = b_t - s_t + (D_{t-1} / Y_{t-1}) * (r_t - g_t) / (1 + g_t) \quad (2)$$

ahol:

- b: az elsődleges egyenleg a GDP arányában
- s: a seigniorage a GDP arányában
- r: a reálkamatláb

- g : pedig a reál GDP növekedési üteme

(Ugyanis (1)-et Y_t - vel leosztva:

$$b_t + (D_{t-1}/Y_t) \cdot i_t = s_t + (D_t - D_{t-1})/Y_t$$

D_{t-1}/Y_{t-1} kivonásával és átrendezéssel:

$$b_t - s_t + D_{t-1}/Y_{t-1} \cdot [(1+i_t) - (1+n_t)]/(1+n_t) = D(D_t/Y_t)$$

ahol n a nominális GDP növekedési üteme.

Felhasználva, hogy $(1+i_t) = (1+r_t) \cdot (1+p_t)$ és $(1+n_t) = (1+g_t) \cdot (1+p_t)$ adódik (2).)

A (2) egyenlet azt tükrözi, hogy az adósságráta explozív pályára kerülhet, ha a reálkamat (r) magasabb, mint a reálnövekedés (g) és ha ezt a hatást nem ellensúlyozza az elsődleges egyenlegbeli kiigazítás ($b = PB/Y$). A monetáris finanszírozás (seigniorage, $s = DH/Y$) mérsékli az eladósodást, de az inflációra és/vagy az egyensúlyra gyakorolt hatása miatt nem fenntartható nagyobb mértékben és hosszabb távon. Amennyiben jelentős a devizában denominált adósság, mint Magyarország esetében, akkor az árfolyamváltozások is jelentősen befolyásolják az adósságráta alakulását. A (2) egyenlet átrendezésével az eladósodásra vonatkozó célhoz meghatározható az elsődleges egyenlegre vonatkozó követelmény. A szükséges elsődleges egyenleg többletet mérsékli a seigniorage, a monetáris finanszírozásból származó bevétel. Az *adósságráta szinttartásához szükséges elsődleges egyenleget* a (2) egyenlet átrendezésével kapjuk az alábbiak szerint:

$$b = s - (D/Y)_{t-1} \cdot (r-g)/(1+g) \quad (\text{ha } b \text{ negatív, akkor többlet}) \quad (3)$$

Fontos hangsúlyozni, hogy a fenntarthatóság vizsgálatakor nem az időszak kezdő időpontjának adósság/GDP rátáját kell megszoroznunk a reálkamatláb és reálnövekedés különbségével, hanem a az adósságráta $1+g$ -vel diszkontált értékét.

1.2. A költségvetés és a központi bank konszolidációja (mérlegének és eredményelszámolásának az összevonása)

A költségvetési egyenleg és az MNB eredménykimutatásának a konszolidációja

A hagyományos pénzforgalmi költségvetés az elsődleges egyenlegben a bevételek között tartalmazza az MNB eredménybefizetését. A konszolidált költségvetési mérleg előállításakor figyelembe vesszük, hogy a költségvetési kamatkiadások tartalmazzák a jegybanknak fizetett kamatokat, ugyanakkor a jegybank eredményét növeli a költségvetéstől kapott kamat. Ugyanígy kell tekintenünk a költségvetés jegybanknál tartott egyszámlájára. Tehát a költségvetési pozíció szempontjából a központi bank és a költségvetés közötti pénzáramok semlegesek, egyenlegük nulla. Egyetlen tényező téríti el ettől a valós helyzetet,

nevesetesen, hogy a jegybank eredmény-szemplét kimutatás alapján fizet eredményt (eredményelőleget) a költségvetésnek.

A költségvetési deficitet a központi banktól kapott (nettó) hitelekkel, vagy eladósodással finanszírozzák. Az adósságot belföldről, vagy külföldről veszi fel a kormányzat.

$$(1) \quad D_{gb} = PB + i_b B + i_g C_g + i^* C^* E + \Delta E^* C - S_c = \Delta B_d + \Delta C_{gd} + \Delta C^* E$$

- D_{gb} : költségvetési deficit,
- PB : elsődleges hiány (privatizációs bevétel nélkül),
- B : nettó belföldi (a központi bankon kívüli) államadósság ($B = B_n + B_d$),
- $-B_d$: hiányt finanszírozó államadósság,
- $-B_n$: nem hiányt finanszírozó államadósság
- C_g : a központi bankkal szembeni nettó tartozások ($C = C_{gn} + C_{gd}$),
- $-C_{gd}$: hiányt finanszírozó központi banki nettó tartozás
- $-C_{gn}$: nem hiányt finanszírozó költségvetési adósság a központi banknál
- C^* : a kormányzat devizaadóssága külföldi valutában,
- S_c : a központi bank eredménybefizetése a költségvetésben (elméletileg a seigniorage-dzsallal egyezik meg),
- i : hazai nominális kamatlábak,
- i^* : külföldi nominális kamatlábak
- E : nominál effektív átfolyam.
- Δ állományváltozás.

Mivel a központi bank profitját befizeti a költségvetésbe, ezért minden tényező, ami hat az MNB profitjára hatással van a költségvetésre is. A központi bank mérlege a következőképpen írható fel:

$$NFA^* E + C_g + C_p = H + NW$$

- NFA^* : nettó devizaeszközök állománya devizában számítva. Egészen 1997 januárjáig ez a tétel negatív volt.
- C_g : nettó kormányzati hitelek (az állampapírok állományá is beleértve)
- C_p : nettó refinanszírozási hitelek. Ide tartoznak, negatív tételként a kereskedelmi bankokkal szemben alkalmazott sterilizációs eszközök.)
- NW : a központi bank nettó vagyonértéke
- H : monetáris bázis: készpénz plusz kötelező tartalék ($H = CU + R$)

Ebben a mérlegben az egyszerűség kedvéért nem tüntettük fel külön a központi bank nem pénzügyi követeléseit-tartozásait. A fenti mérleg alapján meghatározható a központi bank profitja. A profitot mérséklék a központi bank kvázifiskális tevékenységéhez kapcsolódó veszteségek, amelyek növekedése esetén a jegybank kvázifiskális veszteséget is elérhet, nettó vagyonértéke csökkenhet: a jegybank hiánya (D_{cb}) tehát a nettó vagyonvesztéssel egyezik meg.

$$(2) \quad D_{cb} = -\Delta NW = -i^*NFA^*E - \Delta NFA^*E - i_g C_g - i_p C_p + i_r R + S_c = \Delta H - \Delta C_g - \Delta C_p - \Delta(NFA^*E)$$

A konszolidált deficit összetevői a következők ((1) és (2) behelyettesítésével):

$$(3) \quad D_c = D_{gb} + D_{cb} = PB + i_b B - i^*NFA^*E - i_p C_p + i^*C^*E + i_r R = \Delta B_d - \Delta C_{gn} - \Delta C_p - \Delta(NFA^*E) + \Delta(C^*E) + \Delta H$$

Adósságkonszolidáció

A költségvetés bruttó adóssága három részre bontható: a központi banknál lévő adósságra valamint a hazai és a külföldi befektetőknél lévő adósságra:

$$NGD = B + C_g + C^*E$$

A nettó költségvetési adósság nem csak a költségvetési hiány finanszírozása miatt nőtt a múltban, hanem a költségvetés különböző adósságátvállalási műveletei és egyéb államkötvény-kibocsátásai miatt is. A költségvetés adósságát növelte a múltban a közvetlen költségvetési devizaadósságon és a jegybanknál lévő külföldi adósságon keletkezett árfolyamveszteség is. Ugyanakkor a privatizációs bevételek (PR) csökkentették az adósságot, ami a törlesztéseket fedezte, vagy előtörlesztést tett lehetővé.

$$\Delta NGD = D_{gb} + \Delta B_n + \Delta C_{gn} - PR$$

A külföldi deviza-adósság szinte teljes egészében az MNB könyveiben jelent meg, ezért a bruttó költségvetési tartozások nem jól mutatják az államadósság nagyságát, nem tükrözik annak valódi összetételét. A jegybank eszköz-forrás mérlegének és a költségvetés hitelmérlegének az összevonásakor - konszolidációjakor - az egymás közötti kapcsolatokat kiszűrtük, s a fennmaradó állományokból a monetáris bázist (készpénz plusz kötelező tartalék) tekintettük a seigniorage forrásaként, az azon kívüli elemek pedig a nettó államadósságot alkotják. A nettó államadósság a költségvetésnek és a jegybanknak a gazdaság és a külföld felé fennálló forintban és devizában denominált tartozásaiból és követeléseiből áll.

$$NPD = B_d + B_n + C^*E - NFA^*E - C_p = NGD - H - NW$$

NPD: nettó konszolidált adósság

A nettó államadósság változása tehát egyenlő: a nettó költségvetési adósság változása csökkentve a bruttó seigniorage-dzsal és a jegybank nettó vagyonértékének a változásával. A nettó államadósságot az államháztartási deficit, a hiány-finanszírozáson kívüli állami adósságátvállalások és a seigniorage határozza meg.

$$\Delta NPD = \Delta NGD - \Delta H - \Delta NW = D_c + \Delta B_n + \Delta C_{gn} - \Delta H - PR$$

Operacionális (reál vagy másként infláció szűrt) deficit és finanszírozása

A konszolidált kormányzatra számított deficit reál értéke az inflációs hatások kiszûrésével számítható. Az infláció hatását elvileg az elsődleges egyenlegben is ki lehetne mutatni, de ezzel ebben a tanulmányban nem foglalkozunk. A kamatokból az inflációs hatások a költségvetési finanszírozási korlát alapján két módon is kiszûrhetők. Az alábbi egyenlet baloldala tartalmazza az un. vonal feletti megközelítést, miszerint az operacionális hiány az elsődleges egyenlegből és a reálkamatokból áll. A hiány oldaláról számítva a kamatkiadásokat csökkenteni kell az előző év végén fennálló adósságra számítva az inflációnak megfelelő mértékû inflációs kompenzációval.

$$(4) d_o = p_b + r_b b - r_p c_p + (r^* + e') (c^* - nfa^*) e = (\Delta H - r_r R) / P - \Delta c_p + \Delta b + \Delta (c^* e - nfa^* e)$$

- d_o operacionális deficit,
- r_p és r_b : hazai reál kamatok,
- r^* : külföldi reálkamat,
- e : reál árfolyam,
- e' : reál leértékelődés,
- és a kisbetűk (b , d , etc.) mindenütt a reálváltozókat jelölik (a nominális változókat a hazai GDP deflatorral, a külföldi változókat a külföldi árakkal defláltuk P^*).

A hiányadatok megbízhatatlansága miatt a reáldeficitet az un. vonal alatti megközelítésben a (4) egyenlet jobb oldala alapján, az adósságállományok változásából számíthatjuk ki. A finanszírozási oldalról számítva a reáldeficit négy tételből áll: (i) a nettó seigniorage bevétel (monetáris seigniorage csökkentve a kötelező tartalékokra fizetett kamattal), azaz a kereskedelmi banki tartalékok után fizetett kamatot negatív finanszírozási tételnek, s nem a deficit részének tekintettük, (ii) a központi bank által a magánszektorban nyújtott hitel csökkenti a nettó eladósodást, (iii) a belföldi piaci adósság változása és (iv) a külső adósságban bekövetkező változás reál értelemben véve. (Ezt a megközelítést alkalmazták a Magyarországról készített Világbank tanulmányok és Rocha and Saldanha (1992)).

Irodalomjegyzék

- Alesina, A. - R. Perrotti (1997):** Fiscal Adjustments in OECD countries: Composition and Macroeconomic Effects. IMF Staff Papers VOL 44. No2. 210 -249.old
- Barabás Gy. - Hamecz I. (1997):** Tőkebeáramlás, sterilizáció és pénzmennyiség. Közgazdasági Szemle, 1997 július-augusztus 653.- 672. o., illetve 1997 szeptember 757.- 781.o.
- Barabás Gy. - Hamecz I. (1998):** Seignorage és pénzügyi innováció, MNB Kézirat
- Barabás Gy. - Jakab Z. (1998):** A devizaadósság visszafizetésének költség-haszon elemzése. MNB Kézirat.
- Blanchard, O J. (1997):** The Optimal Speed of Disinflation (The Case of Hungary). Paper presented at the Seminar on Disinflation in Eastern and Central Europe, organized by the National Bank of Hungary and IMF, Budapest, June 3. 1997
- Bokros L. (1997):** Pénzügyi stabilizáció recesszió nélkül, Európai Fórum VII. 2. 15-33 o.
- Borbély L. - Neményi J. (1995):** Eladósodás, a külső és belső államadósság alakulása az átmenet gazdaságában (1990-1993), Rendszerváltás és stabilizáció. A piacgazdasági átmenet első évei. Budapest, Magyar Trendkutató Központ, 123-166 old.
- Bruno, M. - S. Fischer (1990):** Seigniorage, Operating Rules and the High Inflation Trap, Quarterly Journal of Economics, 1990 Vol 105 No.2. pp 353-374
- Chand, S. K. (1993):** Fiscal Impulse Measures and Their Fiscal Impact, in Tanzi et al. (1993)
- Cottarelli, C. (1993):** Limiting Central Bank Credit to the Government (Theory and Practice), IMF Occasional Paper No. 110.
- Cottarelli, C. - Th. Krueger - R. Moghadam - P. Perone - E. Ruggiero and R. van Elkan (1998):** Hungary: Economic Policies for Sustainable Growth. IMF Occasional Paper
- Craig, J. - Kopits G. (1997):** Transparency in Government operations, IMF Fiscal Affairs Department.
- Cukierman, A. (1992):** Central Bank Strategy, Credibility and Independence, MIT Press, Cambridge, Massachusettes, London
- Darvas Zs. - Hamecz I. - Simon A. (1994):** Volumen, ár- és árfolyamindexek, MNB Kézirat
- Dornbush, R. - S. Fisher (1992):** Moderate Inflation, The World Bank Economic Review, Vol 7, No 1. 1-44 old.
- Efford, D. (1996):** The Case for Accrual Recording in the IMF's Government Finance Statistics System, IMF Working Paper 1996/73, July 1996
- Fry, M. J. (1997):** Emancipating the Banking System and Developing Markets for Government Debt, Routledge

- Hochreiter, E. - R. Rovelli - G. Winckler (1996):** Central Banks and Seigniorage: A Study of Three Economies in Transition. *European Economic Review*, Vol 40 629-643 old.
- Halpern L. (1996):** Az árfolyam, árfolyampolitika és a versenyképesség közötti kapcsolat. Versenyben a világgal kutatási program BKE Műhelytanulmányok 19.
- Halpern L. - Ch. Wyplosz (1997):** Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies. IMF Working Paper 96/125
- Kareeman, F. (1994):** Applying Market Principles to Government Borrowing. *European economy*, 1994 No. 1 pp 3-57
- Kiss G. (1998):** Az államháztartás szerepe Magyarországon a kilencvenes években. MNB Füzetek 1998/4
- Kiss G. (1998b):** A fiskális transzparencia kérdései, MNB Kézirat
- Kun János (1995):** A seigniorage és az államadósság terhei. MNB Füzetek 1995/3
- Klein, M. - J. M. Neumann (1990):** What is It and Who Gets It? *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1990 Vol 126 pp 205-221
- Kornai J. (1997):** Adjustment without recession: a case study of Hungarian stabilisation, in *Lessons from the Economic Transition, Central and Eastern Europe in 1990s.* ed. by S. Zecchini, OECD Paris
- Kopits G. (1994):** Midway in the Transition. *Acta Oeconomica*, Vol 46(3-4), 267-292 old.
- László Cs. (1998):** Az államháztartási reform jellemzői, 1988-1997 (Public Finance Reform During the Transition, 1988-1997). in: *Public Finance Reform in an Economy in Transition: The Hungarian Experience.* Ed.: Bokros L. -J.J. Dethier. Worldbank (előkészületben).
- Leone, A. M. (1993):** Institutional and Operational Aspects of Central Bank Losses. IMF PPAA/93/14, September.
- Lovas Zs. (1997):** Beszámoló a költségvetés és az MNB közötti adósságcsereéről, Bank és Tőzsde, július 17.
- Neményi J. (1996):** A Magyar Nemzeti Bank devizaadósságán felhalmozódó veszteség kérdései. *Pénzügyi Szemle* No. 1996/1
- Neményi J. (1996):** Tőkebeáramlás, makrogazdasági egyensúly, eladósodás és a Nemzeti Bank eredménye. *Külgazdaság*, November
- Neményi J. (1997):** Monetary Policy in Transition - the Case of Hungary. In: "Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms", Bécs, Osztrák Nemzeti Bank, 1996 november. Konferencia kötet
- Oblath G. - Valentiny Á. (1993):** Seigniorage és az inflációs adó. *Közgazdasági Szemle*, 1993 Október
- Robinson, D. J. - P. Stella (1993):** Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits, in: *How to Measure the Fiscal Deficit. Analytical and Methodological Issues.* ed. by M.I. Blejer and A. Cheasty, IMF 236-259 old.

- Rocha, R. R. - F. Saldanha (1992):** Fiscal and Quasi-Fiscal Deficit. Nominal and Real: Measurement and Policy Issues, Word Bank Working Papers Series 919, 1992 június
- Sargent ,T.J. - N. Wallace (1981):** Some Unpleasant Monetary Arithmetic, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, 1981 pp 1-17
- Simon A. (1996):** Sterilizáció, kamatpolitika, az államháztartás és a fizetési mérleg. MNB Füzetek 1996/3
- Surányi Gy. (1996):** Economic Stabilisation in Hungary, A “Monetary Policy in Central and Eastern Europe, Challenges of EU Integration” című konferencián elhangzott előadásokat publikáló kötetben, Osztrák Nemzeti Bank, Bécs, 49-62. old.
- Surányi Gy. - Vincze J. (1997):** Inflation in Hungary (1990-1997), A “Disinflation in Eastern and Central Europe “ konferencia (szervezte:a Magyar Nemzeti Bank és az IMF, Budapest, 1997 június 3.), tanulmánykötetében, ed.: Cottarelli C. - Szapáry Gy. (előkészületben)
- Tanzi, V. (1993):** Fiscal Policy and Economic Restructuring of Economies in Transition, IMF Working Paper WP/93/22
- Tanzi, V. - M. I. Blejer - M. O. Teixeira (1993):** Effects of Inflation on Measurement of Fiscal Deficits: Conventional Versus Operational Measures, in: How to Measure the Fiscal Deficit. Analytical and Methodological Issues. ed. by M.I. Blejer and A. Cheasty , IMF
- Vincze J. - Zsoldos I. (1996):** A fogyasztói árak struktúrája, szintje és alakulása Magyarországon 1991-1996-ban. MNB Füzetek 1996/5
- Zsoldos I. (1997):** A lakosság pénztartási viselkedése Magyarországon. MNB Füzetek 1997/6
- Hungary, Structural Reforms for Sustainable Growth,** The World Bank Report on Hungary, 1995
- Magyar Nemzeti Bank, Éves jelentés, 1995, 1996**
- Monetáris politikai irányelvek 1998, MNB**

Adatforrások

Állampapírpiaç, Államadósságkezelő Központ, különböző számok

Éves Jelentés, Havi Közlemények, MNB, különböző számok

Government Finance Statistics Yearbook, IMF, különböző számok

International Financial Statistics Yearbook, IMF, különböző számok

Statisztikai Évkönyv, KSH, különböző számok