

BARABÁS GYULA–HAMECZ ISTVÁN–NEMÉNYI JUDIT

A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése – I. rész

Magyarország tapasztalatai a piacgazdasági átmenet időszakában

A kétrészes cikk a magyarországi piacgazdasági átalakulás egyik meghatározó elemét, a piacképes állampapírokkal való költségvetési finanszírozás bevezetésének hatásait vizsgálja az 1986–1997-es időszak adatai alapján. 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 elemzi. Az eladósodásból származó korlátokat a költségvetési hiány különböző (pénzforgalmi és eredményszemléletű) mutatóinak összehasonlító elemzésével, valamint az úgynevezett operacionális (az infláció hatásától megtisztított kamatokkal számított) deficit és annak finanszírozása alapján vizsgálja. Bemutatja a finanszírozási szerkezet (seigniorage–adósság, forint–deviza) átalakulását.

A szerzők bevezetik a kibővített konszolidált (bruttó és nettó) államadósság kategóriáját, amely a költségvetés és a Magyar Nemzeti Bank összes külvilággal szembeni, piaci kamatú tartozásait és követeléseit számba veszi. Ez a mutató invariáns a vizsgált időszakban a finanszírozásban bekövetkezett intézményi változásokra, segítségével lehetővé vált az elmúlt tizenegy év egységes szemléletű elemzése, az eladósodást jellemző tendenciák és dinamikus összefüggések kimutatása. 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.*

Jóllehet Magyarország már a nyolcvanas években élenjárt 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 elkerülhetlenné vált egy átfogó, kiigazító intézkedéscsomag bevezetése.¹ A stabilizációs kísérletek kudarcai kapcsán a költségvetési politika késlekedő alkalmazkodása és a költségvetési kiigazítás

* A cikkben foglaltak a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe a Magyar Nemzeti Bank hivatalos véleményével. A cikk az MNB Füzetek sorozatban (1998. 5. sz.) megjelent azonos című tanulmány rövidített változata. A szerzők köszönetet mondanak Lovas Zsoltnak és Kiss Gábornak a számítások alapjául szolgáló adatbázis összeállításában végzett munkájukért. A tanulmány korábbi változataihoz fűzött észrevételekért, építő bírálatokért köszönetet mondunk: J. J. Dethiernek, László Csabának, Kovács Almosnak, 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.

¹ A „Bokros csomag” elemeiről és értékeléséről sok írást idézhetnénk. Többek között: Bokros [1997], Kornai [1997], Surányi [1995], MNB [1995], [1996].

Barabás Gyula az MNB Közgazdasági és Kutatási Főosztályának munkatársa.

Hamecz István az MNB Közgazdasági és Kutatási Főosztályának címzetes főosztályvezető-helyettese.

Neményi Judit az MNB Közgazdasági és Kutatási Főosztályának vezetője, ügyvezető igazgató.

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 más területeit itt nem vizsgáljuk.² 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) változásáról és részletes empirikus elemzést mutatunk be a finanszírozási szerkezet (seigniorage–adósság) változásáról, továbbá az adósságfinanszírozás szerepéről, szerkezeti átalakulásáról.

A becslések az 1986–1997 közötti időszakra³ vonatkoznak, jóllehet az összehasonlítható adatok előállítása nem kis gondot jelentett, hiszen sokáig a transzparencia hiánya jellemezte mind a költségvetési kimutatásokat, mind a finanszírozási rendszert.⁴ A múlt finanszírozási folyamatainak elemzése fontos adalékul szolgálhat ahhoz, hogy meghatározhassuk a fiskális politikával szembeni követelményeket, az előttünk álló dezinflációs periódusban.⁵ 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 adósságörökség nagyságából és összetételéből adódó következményeket, amelyek a kilencvenes évek első felében mindvégig határokat szabtak a költségvetési politika mozgásterének.

A kétrészes tanulmány első fejezetében megkíséreljük körülhatárolni a fiskális politika „felelősségét” a kilencvenes évek közepes (20 százalék körüli) inflációjának fennmaradásában, s az államháztartás finanszírozási szükségletének makrogazdasági összefüggéseit vizsgáljuk. A második fejezetben bemutatjuk, hogy – tekintettel a magas eladósodottságra, a közepes inflációra és a fejlődésben lévő állampapírpiacon – a költségvetési kiigazítási folyamat jellemzői csak az államháztartási hiány különböző szemléletű mérőszámaival ragadhatók meg. A harmadik és negyedik fejezet a monetáris és az adóssággal való finanszírozást elemzi, majd az adósságdinamika alakulásával foglalkozik, az adósságrátát meghatározó tényezőket vizsgálja. Az utolsó fejezetben néhány olyan tanulságot foglalunk össze, amelyet véleményünk szerint mindenképpen figyelembe kell venni, az előttünk álló időszak költségvetés–finanszírozási programjának kialakításakor.⁶

A költségvetési hiány és az infláció

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 féken tartható. Az átalakuló országokban azonban emellett számos, a központi irányítású gazdaságban felhalmozott feszültségekkel összefüggő inflációs forrással kell számolni. A korábbi rendszerben kialakult relatívár-torzulások eleve elkerülhetlenné teszik a magasabb árnövekedést, figyelembe véve az árak viszonylagos merevségét, azt, hogy az árarány-korrekciókra csak ritkán kerülhet sor árcsökkenéssel. Így az

² Erről az MNB-ben külön tanulmány készült (Kiss [1998a]), lásd továbbá László [1998].

³ Ahol lehet, az 1997-re vonatkozó előzetes adatokat is feltüntettük.

⁴ A költségvetési pozíció átláthatóságának fontosságáról és az ezzel kapcsolatos követelményekről lásd Kopits–Craig [1998].

⁵ A dezinfláció kérdéseiről lásd bővebben Surányi–Vincze [1998] és MNB [1998].

⁶ Az utolsó három fejezetet a tanulmány második része tartalmazza.

átalakulóban lévő gazdaságokban az inflációt meghatározó tényezők a következőképpen csoportosíthatók:

1. monetáris és árfolyam-politikai tényezők;
2. fiskális politika;
3. relatív árváltozások: egyrészt az ártorzulások felszámolása, másrészt a gazdaság felzárkózásából adódó relatív árváltozások;
4. várankozások és gazdaságpolitikai érdekek.

Tanulmányunk a második ponthoz⁷ kapcsolódik, s arra kérdésre keressük a választ, 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), valamint a kialakulóban lévő állampapírpiac súrlódásai közepette nehéz feladat volt meghatározni a még elviselhető fiskális kiigazítás mértékét és mikéntjét.⁸ Ezen körülmények között különösen fontosnak tűnik Tobin azon gondolata, hogy az infláció egy fátyol, amely mögött a jövedelmek újraelosztása lezajlik.

Magyarországon – lévén kis nyitott gazdaság, ahol az elmúlt hét évben különböző rezsimben, de mindig (kvázi) fix árfolyamrendszer működött⁹ – 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 inflációt gerjesztő hatása több indirekt csatornán keresztül is érvényesült. A folyó fizetési mérleg hiányának tartós romlása ugyanis elkerülhetetlenné tette az árfolyam-kiigazítást, amihez a monetáris politika alkalmazkodott. Mindez hozzájárult az infláció fennmaradásához, olykor megugrásához. A költségvetési hiány voltaképp közvetett úton a folyó fizetési mérleg hiányán és a leértékelésen keresztül vezetett inflációhoz.

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:

- a költségvetési hiányt kizárólag piacképes értékpapírok (kincstárjegyek és államkötvények) kibocsátásával finanszírozzák;
- a jegybanki finanszírozást korlátozták, az 1997 januárjától az EU-normákkal összhangban a közvetlen (elsődleges kibocsátásokon vásárlással történő) központi banki finanszírozás tilalmát is be lehetett vezetni, amit a piac fejlődése és a költségvetési finanszírozási igény jelentős mérséklése tett lehetővé;

⁷ A piaccgazdasági átmenet időszakának inflatorikus tényezőiről bővebben szól *Barabás-Hamecz-Neményi*[1998].

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 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 ily módon a 4,5 százalékos sáv megléte ellenére gyakorlatilag fix – előre bejelentett csúszó rögzítéses – árfolyamrendszerként (*crawling peg*) működött.

1. táblázat
Makrogazdasági mutatók (százalék)

Megnevezés	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
A GDP volumene	-3,5	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,6	1,3	4,1
A 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
Fogyasztói árindex (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 úgynevezett nullás állomány problémáival kapcsolatban lásd bővebben *Neményi* [1996a]).

– a költségvetési hiányt finanszírozó adósságinstrumentumokat a befektetők (háztartások, vállalatok és intézményi befektetők) szabad akaratukból, megtakarítási döntéseiknek megfelelően vásárolják.

Az új finanszírozási rendszerrel kapcsolatban már előjáróban el kell oszlatnunk 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.

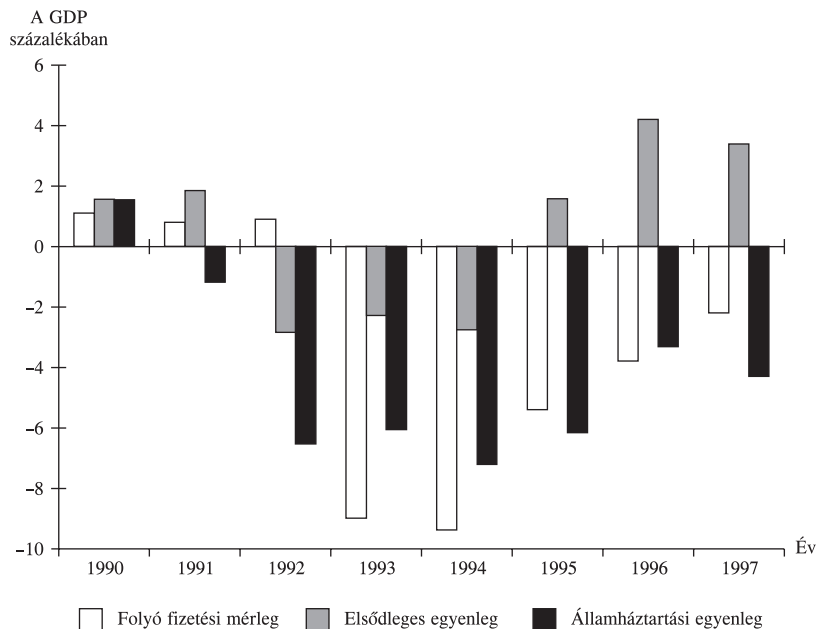
A finanszírozási rendszer megváltoztatásának legfontosabb következménye az volt, hogy a korábbi finanszírozási rendszer útvesztőiben elrejtett költségek¹⁰ explicitté váltak, így ez a változtatás komoly előrelépést jelentett az átláthatóság megerősítésében. A költségvetés finanszírozásának tényleges költségei egyre nagyobb hányadban jelentek meg közvetlenül a költségvetésben, hiszen az adott év hiányának finanszírozásából és a lejárató 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 fizetett.¹¹

Az új finanszírozási rendszer másik fontos következménye ugyancsak a tisztánlátást segítette: 1993-tól – ahogy a piaci finanszírozási rendszer hatásai megjelentek – vilá-

¹⁰ 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].

¹¹ Hogy világos legyen, a probléma nem az volt, hogy a nominális vagy inflációhoz kapcsolódó költségek nem jelentek meg – erőfeszítéseink egy része pont arra irányul, hogy ezt kiszűrjük –, hanem ebben az átláthatatlan rendszerben a tényleges költségek azonosítása volt majdnem lehetetlen alapos vizsgálat nélkül, a könnyen elérhető számok téves következtetések levonására csábítottak.

1. ábra
Az ikerdeficit (1990–1997)



gosan kimutathatóvá vált a külső és a belső egyensúlytalanság kölcsönös összefüggése, az úgynevezett ikerdeficit-probléma kialakulása (1. ábra). A költségvetési hiány és a folyó fizetési mérleg hiánya 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: 1. a hiány olyan mértéket ért el, ami – figyelembe véve a megtakarításokat (belföldi lakossági és elérhető külföldi befektetések) és a belföldi állampapírpiacon fejlettségét – nem volt finanszírozható; 2. a hiány szerkezetének változása – a finanszírozási gondok tükörképeként emelkedő piaci reálkamatok következtében – a robbanásszerű eladósodást előrevetítő, felpörgő kamatspirál veszélyét mutatta.

Az említett 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.

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 mértékéről.¹² Tekintettel arra, hogy a finanszíro-

¹² Az államháztartáson belül az önkormányzatoknak van még önálló eladósodási joga. A kilencvenes évek elején megfogalmazott cél volt a finanszírozás decentralizálása. Ezzel elsősorban a tb-alapok felelősségét kívánták növelni, de végül is a tervezett rendszeresen nagymértékben meghaladó tb-hiányt nem lehetett a piacról ésszerű költséggel finanszírozni, ezért a tb jogot kapott a költségvetés jegybanki pénzalapjának igénybevételére.

zási rendszer megváltozása 1992-ben egybeesett a költségvetés (pénzforgalmi) 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.

A szabályozás kialakításakor makrogazdasági szempontok is szerepet kaptak, különösen pedig a költségvetési és a monetáris politika összehangolásának követelménye. A fiskális oldalon a finanszírozhatósággal 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 eszköznek,¹³ 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* [1981]). 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-ig) 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 százalékában meghatározott központi banki finanszírozási korlátot (körülbelül 56 milliárd forint) felemelték.

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. A központi költségvetéssel fennálló finanszírozási kapcsolata pedig piaci alapokra került. A továbbiakban a költségvetési korlát két oldalát – a finanszírozási igényt és a finanszírozás összetételét – elemezzük.

A költségvetési deficit mérése és finanszírozása az átalakuló gazdaságokban

A magyar piacgazdasági átmenetnek, Magyarország költségvetési, finanszírozási és eladósodási jellemzőinek számos sajátosságát nem szabad szem elől téveszteni, hiszen e nélkül könnyen hibás következtetésekre juthatunk. Ezek közül csak néhányat említünk.

– A mai problémák a nyolcvanas évek gyorsuló külső eladósodása nélkül nem érthetők meg. A kilencvenes évek elejére felhalmozott *magas devizaadósság az utóbbi időkhig 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 mindig költségvetési finanszírozási igényként jelent meg) az átalakulás első időszakában jelentősen eltért (erről lásd *Tanzi* [1993]).¹⁴

– *A privatizációs bevételek* ugyanakkor egyszeri, extra finanszírozási forrást jelentet-

¹³ Az 1993-as negatív reálhozamok kiigazításaként megindult korrekciós folyamat *ex ante* – végül *ex post* is – nagyon magas reálkamat mellett sem biztosította a finanszírozást.

¹⁴ Ezt tükrözi például az úgynevezett nem hiányt finanszírozó költségvetési adósság növekedése (a hitel-, bank- és adóskonszolidáció, a lakásfinanszírozás átalakítása, adósságvállalások a nagyvállalatoktól stb.), ami több mint 10 százalékponttal emelte az adósságrátát az 1990–1994. években.

tek. 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 kvázifiskális 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 adósságtérhek tényleges mértékének a megállapításához elengedhetetlen a *költségvetés és az MNB mérlegeinek konszolidálása*. (A konszolidáció módszerét lásd Barabás–Hamecz–Neményi [1998] mellékletét.) 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 – szerepét, következésképpen mérlegszerkezetét és kimutatott eredményét is. A konszolidáció 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 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 értelmezhető,¹⁵ 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 jegybankmérleg forrásoldalának 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 államadósságba.¹⁶ Az a tény tehát, hogy számításainkban a korábban publikálthoz képest szűkebb – a passzív repót, a forint-és devizabetétet, valamint az MNB sterilizációs kötvényeit nem tartalmazó, a tőkebeáramlás és a sterilizált intervenció történetét egyedül valószínűleg megragadó – monetárisbázis-kategóriát használtunk, a konszolidált adósságnak a hivatalosan publikálnál magasabb adataihoz vezetett. A kibővített konszolidált (bruttó és nettó) államadósság mutatója a megszokott konszolidált államadósság-mutatóktól eltérően tartalmazza a központi bankban lévő piaci kamatú, rövid lejáratú forrásokat és követeléseket is. Az általunk alkalmazott konszolidált bruttó adósság és monetáris bázis biztosítja – eltérően a hivatalos számok-

¹⁵ 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 értéke nem nulla, 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 növekedéséhez vezetett, ami nyilvánvalóan nem értelmezhető.

¹⁶ A monetáris bázis megválasztásának kérdéseiről lásd bővebben Barabás–Hamecz [1997].

tól¹⁷ –, hogy a tőkebeáramláshoz kapcsolódó sterilizált intervenció ne járjon a nettó konszolidált államadósság csökkenésével. Valójában ekkor devizában, illetve forintban denominált adósságelemek cseréje zajlik, mint ahogy azt a jelen tanulmányban alkalmazott konszolidáltadósság-kategória jól mutatja. Mindezek miatt 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.

– Természetesen az államháztartás többi alrendszerét is konszolidáltan kell figyelembe vennünk, habár ennek akkor lenne igazán jelentősége, ha az államháztartáson belüli szerkezeti változásokat is vizsgálnánk tanulmányunkban. 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 [1998a]).

– Egy tartósan közepes inflációs környezetben, ahol a rendszer változásai a finanszírozási szerkezet állandó átalakulását váltják ki, a finanszírozás költségeit és a megtakarítások alakulását több szemléletben is meg kell vizsgálni. A pénzforgalmi alapon készített költségvetés a tényleges pénzmozgásokat tükrözi, míg az eredményszemlélet a makrogazdasági mutatók rendszerében végzett vizsgálatokhoz szükséges. A pénzforgalmi és az eredményszemléletű mutatók eltéréseiből az aktuális helyzet és a hosszabb távú fenntarthatósági szempontok összhangjára vagy diszharmóniájára lehet következtetni. Az inflációs erőző torzító hatásának kiszűrésével előállított mutató (Tanzi és szerzőtársai [1993]), az úgynevezett operacionális deficit a pénzforgalmi szemléletű hiánnyal összevetve, fontos információt szolgáltat a költségvetési alkalmazkodás tényleges mértékéről, a fiskális politika keresleti hatásáról.

– Hosszabb időszakra az állományok változása oldaláról célszerű elvégeznünk a számitásokat, mivel 1. az elmúlt tíz évben a pénzáramok kimutatása nem mindig felelt meg a ténylegesnek, 2. az adósságnövekedés nem mindig hiányfinanszírozással függött össze és 3. a költségvetési metodológia a törvényi előírásoknak megfelelően, többször is változott.

Pénzforgalmi versus eredményszemlélet és az adósságállomány növekedése

Az államháztartás mérlegének különböző mutatóit a 3. 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 alaphozható erre a megszokott mutatóra a költségvetési politika értékelése.

A pénzforgalmi hiány nagyon érzékeny az államadósság kamatfizetési és lejárat jellemzőire, amint azt a 2. táblázat adatai is tükrözik. 1993-ban például döntően adósságmenedzselési tényezőkből következett a pénzforgalmi hiány csökkenése, s a pénzforgalmi egyenleg 1996-os látványos javulásához is hozzájárult a kamatfizetések időbeli átrendeződése. Azokban az időszakokban, amikor a finanszírozás elsősorban rövid lejáratú,

¹⁷ Mindez nem jelenti azt, hogy a hivatalos számok szándékosan torzítanak. Csupán arra hívja fel a figyelmet, hogy a magyar államadósság elemzéséhez elengedhetetlen konszolidáció önkényes, az adott vizsgálat szempontjait előtérbe helyező elemeket is tartalmazhat. Esetünkben a monetizálás határát az MNB nem piaci kamató forrásainál húztuk meg, mivel kiemelt szempontként kezeltük a vizsgált tizenegy év adatainak összehasonlíthatóságát. A hivatalos államadósság-adatok a költségvetés és a jegybank szerepköre szerinti elkülönítésre helyezik a hangsúlyt, s a jegybanki tevékenységgel összefüggő forrásként kezelik a sterilizálási műveletekkel felhalmozódó piaci kamató tartozásokat.

2. táblázat
Az államháztartás egyenlegének mutatói*
(százalék)

Megnevezés	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997**
1. Pénzforgalmi egyenleg/GDP	-4,8	0,3	-3,0	-7,0	-6,5	-8,4	-6,7	-3,1	-4,8
2. Eredményszemléletű kamatokkal számított egyenleg/GDP	-4,8	0,3	-3,0	-7,0	-7,7	-9,6	-7,3	-4,6	-4,7
3. Elsődleges egyenleg/ GDP	-2,1	4,3	1,0	-2,6	-2,9	-2,7	1,6	4,3	3,1
4. Operacionális egyenleg/GDP	-4,8	-4,7	-3,7	-5,5	-5,1	-5,5	-2,1	0,6	-0,4
5. A bruttó államháztartási adósság/GDP ráta változása	9,0	-5,1	8,7	4,0	11,3	-2,1	-2,0	-12,9	-8,3

* 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 inflációsúrt szemléletben. (Az elsődleges egyenleggel kapcsolatos eredményszemléletű számbavételről lásd Kiss [1998a és b]). A táblázatban a negatív számok hiányt jelentenek.

** Előzetes adatok, 1996-tal összehasonlítható szerkezetben.

változó kamatú állampapírokkal történik és az infláció gyorsuló (például 1993–1995) a pénzforgalmi hiány átlátában kisebb, mint az eredményszemléletű. 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 2. táblázatból az látszik, hogy a kilencvenes években Magyarországon az eredményszemléletű hiány mindvégig magasabb volt, mint a pénzforgalmi szemléletű, akkor is, amikor az infláció mérséklődött (1992–1993, 1996).

A fiskális politika irányát a piacgazdasági átmenet időszakában ezek szerint jobban mutatja az eredményszemléletű 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 eredményszemléletű 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 hiány mutatója. Ha az eredményszemléletű mutatót tekintjük, akkor láthatjuk, hogy az 1995–1997-es évek hiányának alakulása sokkal egyenletesebb, amit elrejt a pénzforgalmi szemléletű hiánynak az államadósság kamatfizetési és lejáratil jellemzőinek változásával összefüggő ingadozása.¹⁸

A nominális hiány azonban – akár pénzforgalmi, akár eredményszemléletű kamatokkal számítjuk – még mindig nem alkalmas a teljes fiskális hatás mérésére, mivel az infláció és a finanszírozás devizaszerkezetének változásai miatt a hiány inflációs kompo-

¹⁸ A pénzforgalmi és eredményszemlélet eltérésében kétségtelenül a kamatkiadások játsszák a legnagyobb szerepet, de a fiskális átláthatóságot jelentősen növeli az összes tétel eredményszemléletű elszámolása, amelyre az MNB-ben megindultak az első számítások.

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

Megnevezés	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	-4,0
Ebből								
2. elsődleges egyenleg	4,6	-0,6	-1,6	-1,2	-0,4	2,9	5,3	4,1
3. kamategyenleg	-5,1	-3,3	-5,0	-4,2	-6,5	-8,4	-6,5	-7,9
4. az MNB nyereségátutalása (+)/transzfer az MNB-vesztések fedezésére (-)	1,1	0,4	-0,2	0,3	0,5	0,0	-0,8	-0,3
5. Elkülönített alapok egyenlege	0,1	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,2	-0,1	0,1
6. A társadalombiztosítási alapok egyenlege	0,0	-0,6	-0,6	-1,0	-0,8	-0,7	-1,0	-0,6
7. Helyi önkormányzatok egyenlege	-0,4	0,8	0,3	-0,8	-1,3	-0,3	0,0	-0,3
8. Az államháztartás egyenlege	0,3	-3,0	-7,0	-6,5	-8,4	-6,7	-3,1	-4,8
9. Ebből: elsődleges egyenleg	4,3	1,0	-2,6	-2,9	-2,7	1,6	4,3	3,1

* Előzetes adatok.

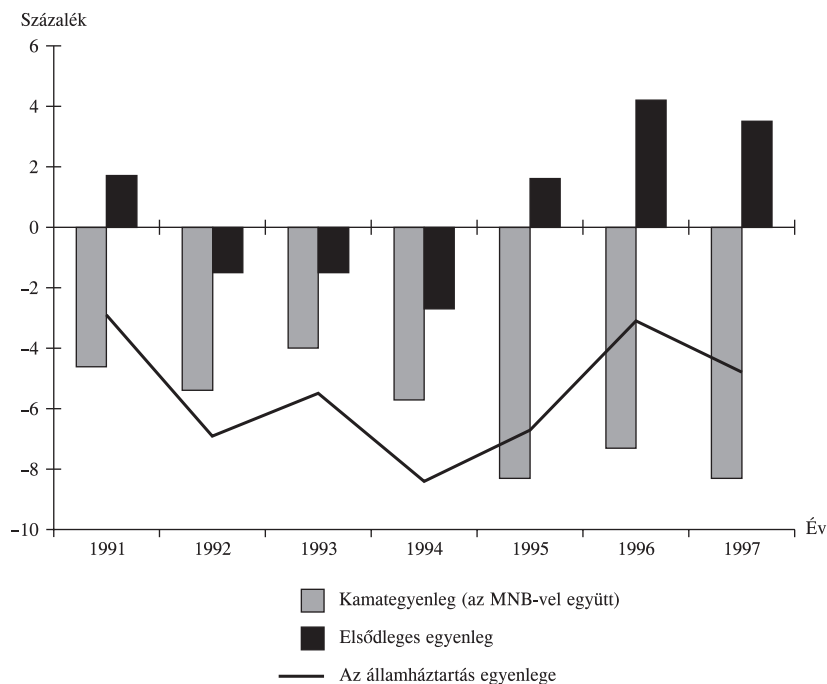
nense jelentősen változhat évről évre. Az eredményszemléletű kamatokkal számított hiány azonban még így is hasznos lehet, mivel ha egy gyors, a hiány oldaláról számított operacionális deficitet számítunk, akkor a pénzforgalmi kamatkidadásokból kivonva az átlagos adósságállományon megjelenő inflációs kompenzációt, az operacionális deficitnek egy torzított mutatóját kapjuk, hiszen az így számolt inflációs kompenzáció definíciószerűen eredményszemléletű.¹⁹

A 2. ábrából és a 2. és 3. 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 (3. táblázat 4. sor), hogy az MNB profitbefizetései eltértek a későbbiekben részletesen elemzendő seigniorage-bevételektől, ami részben a nem központi banki (kvázifiskális) funkciók (egyre szűkülő) ellátásával függött össze, másrészt a tőkeáramlásból eredő monetáris teendők (sterilizáció) költségei is a központi bank eredményét csökkentették (Neményi [1997]). Az eredményszemléletű mutató alapján korábban kimutatható lett volna a kilencvenes évek közepére az úgynevezett hólabdahatás kibontakozásával fenyegető költségvetésihiány-szerkezet, azaz a kamatok ↔ hiány ↔ eladósodás egymást erősítő kölcsönhatásának a felerősödése, ami nyilvánvalóvá tette, hogy az elsődleges egyenlegben való többlet elérése nélkül az eladósodás véget nem érő növekedésnek indulhat.

A bruttó államháztartási adósság változása (a GDP százalékában) (2. táblázat 5. sor)

¹⁹ Mint azt majd látni fogjuk, az operacionális deficit számítása során mi nem ezt a direkt, hanem az indirekt módszert, azaz a finanszírozásoldali megközelítést alkalmaztuk.

2. ábra
Az államháztartás pénzforgalmi egyenlegének összetevői
(a GDP százalékában)



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 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 államadósság²⁰ szolgál alapul a következő részben végzett operacionális hiányra vonatkozó számításokhoz, tekintettel arra, hogy a költségvetés hitelmérlegének és az MNB eszköz-forrás mérlegének összevonásakor különíthető el a monetáris finanszírozás (lásd 4. 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 [1998a és b]). 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 úgynevezett operacionális deficit, amelyet a továbbiakban elemzünk.

²⁰ Az államadósságot mindig az MNB és a kormányzat konszolidált adósságának szinonimájaként használjuk.

4. táblázat
A kibővített konszolidált államadósság*
(a GDP százalékában)

Megnevezés	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>Nettó konszolidált adósság</i>	31,2	39,9	38,9	44,0	41,8	43,9	46,6	59,3	63,2	59,6	52,5	47,6
ebből:												
– 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
<i>Emlékeztető tételek</i>												
Az államháztartás bruttó adóssága	60,4	67,2	63,3	72,3	67,2	75,0	79,0	90,3	88,2	87,0	73,3	65,2
Monetáris bázis	21,2	21,1	19,7	19,7	16,8	19,9	20,4	17,1	13,9	12,8	12,6	11,8
Bruttó konszolidált tartozások	76,1	78,9	70,8	73,6	70,4	81,0	76,3	95,8	96,9	100,9	84,6	75,8
Bruttó konszolidált követelések	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 repo- és betétállományt, valamint az MNB-kötvények állományát. A követelések között csak azokat vettük figyelembe, amelyeknek értéke nagyjából meghatározható volt, így nem vettük figyelembe például a hitel- és adóskonszolidáció keretében átvett követeléseket, mivel ezek jelentősen torzították volna eredményeinket.²¹

Az operacionális deficit

A pénzforgalmi szemléletű 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 megőrizték. Így származtatható az *úgynevezett operacionális (inflációsúrt vagy reál-) deficit*, amely az elsődleges egyenlegén kívül a reálkamatozat tartalmazza.²² 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

²² Természetesen az infláció hatása az elsődleges egyenlegben is kimutatható, de ezzel ebben a tanulmányban nem foglalkozunk.

²¹ Az is igaz viszont, hogy nem került elszámolásra a még be nem váltott garanciák értéke sem, amiről szintén nem rendelkezünk megbízható információkkal. Ebben az értelemben a fenti számok olyan közgazdasági becsléseknek tekinthetők, amelyek szükségszerűen eltérnének a formális kimutatásoktól, ha ilyenek léteznének.

operacionális deficit pedig alulbecsli az államháztartás keresleti hatását. Az operacionális hiány kiszámítása a következőképpen történt (a levezetést lásd *Barabás–Hamecz–Neményi* [1998] mellékletében).

– 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 úgynevezett vonal alatti megközelítés – *below the line approach*), amelyet hivatalos hiánykimutatások megbízhatatlansága tett indokolttá. 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 alulbecsülik 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 eredményszemléletű 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).²³

– 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.

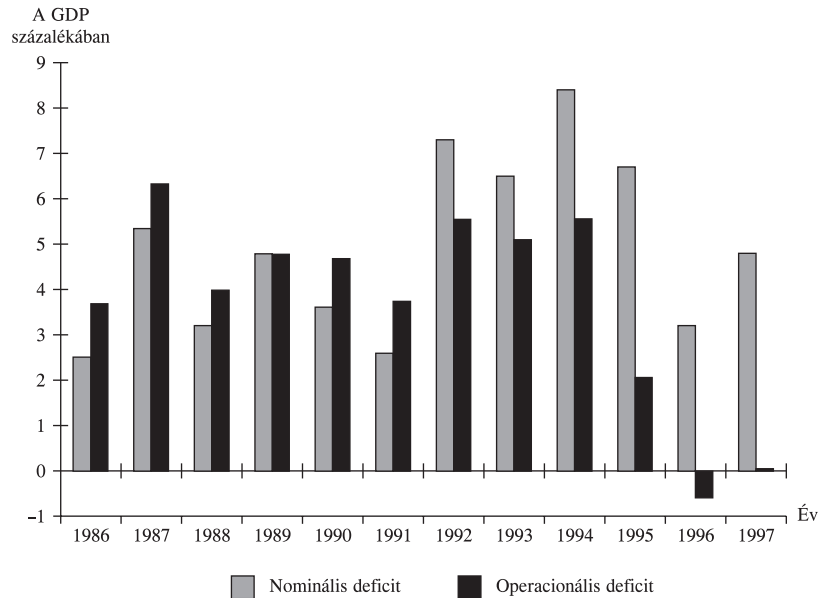
A 3. ábrából látható, hogy meglepő módon 1992 előtt az ily módon számított operacionális deficit minden évben meghaladta a pénzforgalmi hiányt, ami az operacionális deficitre adott meghatározás alapján definíciószerűen nem következhetne be, hacsak a pénzforgalmi hiány kimutatása nem volt megbízható, 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 más okok is kimutathatók.

Az egyik ok összefügg a választott módszerrel, illetve rámutat arra, hogy miért helyesebb a külfölddel szemben, devizában is eladósodott, átalakuló gazdaságokban a fiskális politika szerepét az adósságállományok változásának oldaláról vizsgálni. 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 adósságállomány változását az inflációs kompenzáció mértékével csökkentti. A költségvetés bruttó tartozásai között azonban alig szerepel a devizatartozás, hiszen a jegybank vette fel a külső adósságot. Ez a tétel és a kapcsolódó

²³ Amennyiben ha egy „nem hiányt finanszírozó” adósságot „hiányt finanszírozó” adóssággal refinanszíroztak, ennek hatását is kiszűrtük. Mivel ilyen típusú finanszírozási műveletre az elmúlt években többször is sor került, ez felhívja a figyelmet a fenti kategorizálás tartalmatlanságára.

3. ábra

Az államháztartás nominális és reálhiányának alakulása 1986–1997 között



reálkamatteher csak a konszolidált adósságban jelenik meg, illetve a konszolidált adósság alapján számított inflációtól megtisztított finanszírozási szükségletben.

A kormányzat nettó nominális és reál-kamatfizetései meglehetősen eltérően alakultak az elmúlt tíz évben (5. táblázat). Míg a nominális kamatkidadások az 1986–1991 periódusban tapasztalt, a GDP százalékában mérve átlagosan 1,7 százalékról 6,3 százalékra emelkedtek az 1991–1996 időszakban, addig a konszolidált államadósság alapján mért reálkamat-kidadásokat tekintve nincs számottevő változás a központi irányítású gazdaság és a piacgazdasági átmenet időszaka között.

5. táblázat

Az átlagos nominális és reálkamat-kidadások (nettó)
(a GDP százalékában)

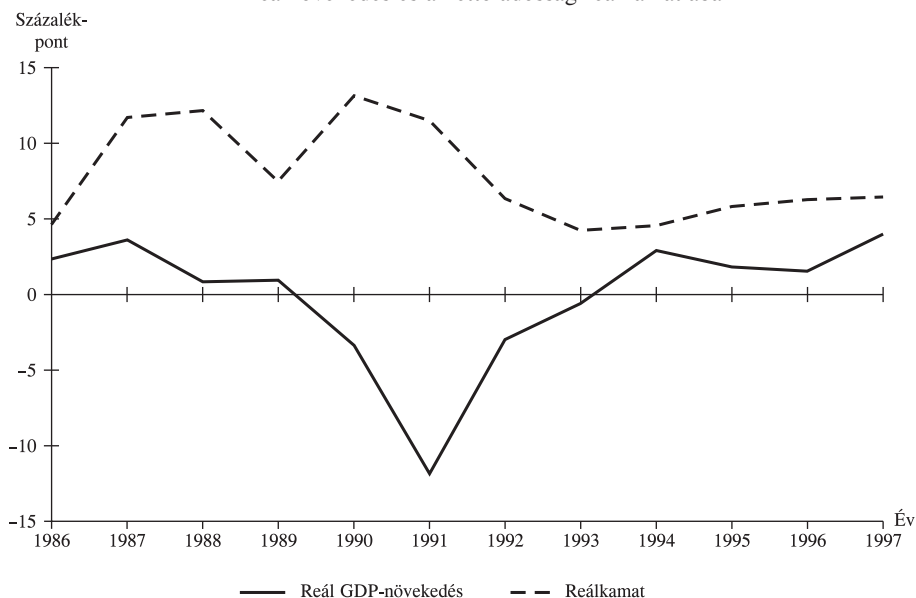
Megnevezés	1986–1997	1986–1991	1992–1997	1992–1994	1995–1997*
Reálkamat-kiadás	2,8	2,5	3,1	2,6	3,4
Nominális kamatkidadás	4,0	1,7	6,3	4,7	7,7

*Előzetes becslés.

Mindent összevetve, az inflációs kompenzációtól megtisztított kamatkidadásokkal számított államháztartási hiány értékei arra utalnak, hogy 1986–1991-ig a kimutatott pénzforgalmi deficit rendre kedvezőbb képet mutatott 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 terheltek. Ily módon a külföldi adósság tényleges költségei rejtve maradtak a költségvetés előtt, nem jelentettek tényleges korlátot a fiskális expansió előtt a korlátlan jegybanki finanszírozás világában.

4. ábra

A reálnövekedés és a nettó adósság reálkamatlába



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 reálkamat szint²⁴ kimutatása csak a konszolidált adósság alapján lehetséges, amikor is a külső devizaadósság reálkamatai is megjelennek (4. ábra). A viszonylag magas reálkamat tehát csak a konszolidációval mutatható ki, mert a belső piacok látszólag alacsony kamatai elfedték a devizaadósság tényleges költségeit.²⁵ Az 1995-ös kiigazító intézkedéseket megelőzően a költségvetés elsődleges egyenlegében a kilencvenes években szinte mindig hiány volt (még ha nem kiugróan magas is, lásd 6. ábra). Jellemző, hogy mélyebb vizsgálatok az idő tájt 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).²⁶

A (nettó) adósságra vetített – 1992 előtt 10 százalékos körüli, majd átlagosan 6 százalékos közelítő – reálkamat első megközelítésben túl magasnak tűnik.²⁷ De a „hihetetlenül”

²⁴ 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.

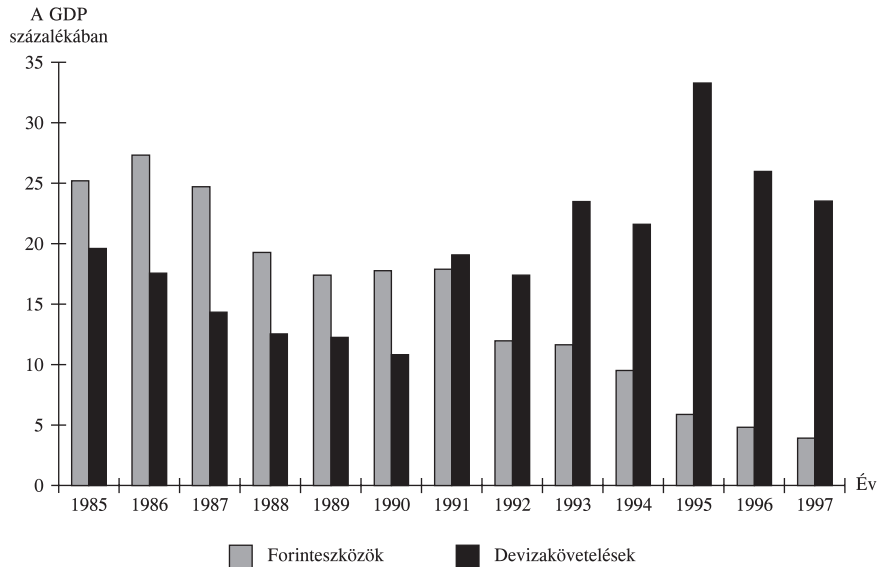
²⁵ Nemzetközi viszonylatban azonban ezek a reálkamatok nem tekinthetők magasnak.

²⁶ 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.

²⁷ Még akkor is túl magasnak látszanak, ha figyelembe vesszük, hogy a külföldi eladósodás nem volt éppen olcsó a nyolcvanas évek végén.

5. ábra

A konszolidált államháztartás forint- és devizakövetelései



magas kamatokot még két további – csak részletes háttérelmzéssel feltárható – tényező is indokolhatja.

1. Előfordulhat, hogy az elsődleges egyenleget a nyolcvanas évek végén politikai indítatásból túl jónak mutatták be, valójában kisebb többlet/nagyobb hiány volt a rendszerben. Így az infláció kiszűrésével számított deficit és az elsődleges egyenleg különbségeként számított reálkamatok felfelé torzítottak. Ennek lehetőségét erősíti, hogy a transzparencia (*Kopits–Craig* [1998]) követelményének távolról sem tettek eleget a vizsgált évek költségvetései (*Kiss* [1998b]).

2. 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 5. ábra), és 1992-t 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.

Amennyiben feltételezhető, hogy a reálkamattal 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 és szerzőtársai* [1993]). Mivel a magas reálkamatszint úgy adódik, hogy az elsődleges egyenleget adottnak vettük, végezhető egy olyan korrekció, amelynek révén a reálkamattanszfer kiszűrhető, és visszahelyezhető az elsődleges egyenlegbe.²⁸ Az 1991-et megelőző évekre ennek a számításnak az alapján az adódik, hogy az *elsődleges egyenleg a piacgazdasági átmenetet megelőző reformidőszakban*

²⁸ Itt azt a módszert alkalmaztuk, hogy valamilyen „ésszerű” reálkamatlábat választottunk, ez a mi esetünkben a 1992–1996 közötti átlagos reálkamattal, s a nettó adósság ismeretében ezzel a kamattal kiszámítottuk a „reális” reálkamattal-kiadásokat, így az operacionális deficit és a „reális” reálkamattal-kiadás különbségeként előáll a „reális” elsődleges egyenleg.

valójában nem többletet, hanem deficitet mutatott, azaz a viszonylag magas eladósodottság mellett a kilencvenes évek elején jelentkező külső és belső sokkok hatására mutatkozó egyenlegromlás már az előző években jelen volt, csupán a kimutatásokban nem volt felfedezhető.²⁹

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 hármassal fenntartható pályát határozna meg.³⁰

Az elsődleges egyenleg és az operacionális egyenleg számai 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 GDP³¹ hányadában mért értéke tekinthető ciklussemlegesnek³². A számítási eredményeket 6. táblázatban foglaltuk össze.³³ Az elemzés szempontjából a ciklus által meghatározott pozíciótól való eltérés hordozza valójában az információt.

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 áthúzó hatás 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, amelyeket a transzparencia teljes hiánya jellemezett, és a privatizációs bevételeket közvetlenül bevonták a folyó költségvetésbe, vagy azt megkerülve pluszkiadásokat finanszíroztak belőlük. Az 1995. évi adósságtörlesztésre való felhasználás (3 milliárd dollárt meghaladó privatizációs bevétel esetében) precedens értékű volt. Amennyiben a különféle reorganizációs és egyéb (például önkormányzatoktól telekvásárlás) kiadásokat is figyelembe vesszük, akkor az államháztartás belföldi kereslet-visszafogó hatása az 1995. évi kiigazítást követően valamelyest mérsékeltebbnek mutatkozik.

²⁹ Ezt alapvetően – de nem kizárólagosan – az MNB-re alkalmazott sajátos elszámolási szabályok tették lehetővé, amelyek korrekcióját az 1997-es adósságcsere tette lehetővé (az adósságcséről lásd Lovas [1997], Neményi [1997]).

³⁰ 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.

³¹ A potenciális GDP számítása az átalakuló gazdaság körülményei közepette nem könnyű feladat. Bár könnyen előfordulhat, hogy a nyolcvanas évek végén, kilencvenes évek elején a potenciális GDP növekedése negatív volt, mi az egész időszakra 3 százalékos potenciális növekedéssel számoltunk. Az ezen feltételezés mögött álló indokokról bővebben később szólnunk.

³² Ez az úgynevezett holland mutató (lásd Chand [1993]).

³³ A magyar esetben a fiskális információs rendszer részleges átláthatósága és a kvázifiskális tevékenységet végző szervezetek jelentős szerepe miatt a ciklikus igazítás valójában sokkal nehezebb feladat, mint ami a fenti leírásból látszik (erről lásd Kiss [1998b]). Ennek megfelelően a fenti eredmények durva becsléseknek tekinthetők, amelyek új információk esetén jelentősen változhatnak.

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

Megnevezés	1993	1994	1995	1996	1997*
1. Elsődleges hiány változása *	-0,3	0,9	-4,3	-2,6	1,3
2. Konszolidált** és korrigált*** változás	2,1	-0,9	-4,5	-2,5	1,5
3. Rendkívüli hatások és ciklus kiszűrve	0,8	1,8	-3,5	-2,2	2,0
4. Kvázifiskális kiadások hatása	0,8	-0,5	0,1	0,0	0,1
5. Fiskális keresleti hatás összesen (3 + 4)	1,6	1,3	-3,4	-2,2	2,1

* + előjel pozícióromlást, - előjel egyenlegjavulást jelent.

** A belső pénzmozgások kiszűrése csak hibával végezhető el, ez évente eltérő mértékű és előjelű.

*** A törlesztést kiszűrve a bevételek közül.

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

Eladósodás versus monetáris finanszírozás

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

Az államháztartás finanszírozása

Az operacionális deficitre felírt kormányzati mérlegből látható (a képletés levezetés megtalálható a Barabás–Hamecz–Neményi [1998] mellékletében), hogy a következő finanszírozási források különböztethetők meg:

- a nettó seigniorage (amely a monetáris seigniorage – a monetáris bázis³⁴ változása – mínusz a kötelező tartalékokra fizetett kamatok),
- forintban denominált finanszírozás (a piaci forintadósság növekedése csökkentve az MNB által a privát szektornak nyújtott hitelekkel plusz a forintban denominált privatizációs bevételek),
- és a devizafinanszírozás (a nettó devizatartozások növekménye plusz a privatizációs devizabevételek).

A fenti csoportosításnál a monetáris seigniorage mértékét csökkentettük a kötelező tartalékokra fizetett kamattal. Ugyanakkor (ellenkező előjellel) számításba vettük a központi bank egyre kisebb mértékű, de a megfigyelési időszak elején még jelentős refinanszírozási tevékenységét is annak érdekében, hogy a privát szektor szerepvállalásának tényleges mértékéről a költségvetés finanszírozásában valós képet kapjunk. Tekintettel arra, hogy a privatizációs bevételt az adósság visszafizetésre fordították, a fent definiált összevont devizafinanszírozási kategóriával 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

³⁴ A monetáris bázis (*high powered money*) a készpénzen kívül az MNB-nél elhelyezett kötelező tartalékokat tartalmazza. A definícióval kapcsolatos megfontolásokról lásd Barabás–Hamecz [1997].

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

Megnevezés	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>1. Operacionális deficit (2+3+4)</i>	3,7	6,3	4,0	4,8	4,7	3,7	5,5	5,1	5,5	2,1	-0,6	0,1
<i>2. Nettó seigniorage (2. a-2. b)</i>	0,8	2,0	1,5	3,1	0,3	4,5	2,7	0,0	-0,5	1,3	1,4	1,0
2. a) 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
2. b) A kötelező tartaléokra 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. Forintban denominált finanszírozás (3. a-3. b+3. c)</i>	-0,7	1,4	0,1	0,6	1,3	1,8	7,3	1,1	3,0	2,0	4,4	5,1
3. a) 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
3. b) 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
3. c) 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
<i>4. Devizában denominált finanszírozás (4. a+4. b)</i>	3,5	2,8	2,4	1,1	3,0	-2,6	-4,5	4,0	3,1	-1,2	-6,4	-6,1
4. a) Nettó devizatarozások	3,5	2,8	2,4	1,1	3,0	-3,6	-5,9	0,6	2,6	-8,6	-7,8	-7,7
4. b) 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-ben. 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.

miatt a továbbiakban is tartózkodnia kellett volna a külföldi eladósodástól. Az 1993–1994-ben kibontakozó ikerdeficit-probléma azonban a devizaadósság újbóli térnyerését hozta, míg végül is az 1995. évi kiigazító intézkedésekkel mérsékelt finanszírozási igény hatására és a privatizációs bevételek felhasználásával sor kerülhetett a devizaadósság jelentős mérséklésére, s a hiányt forintforrásokból lehetett finanszírozni.

A *nettó seigniorage* (8. táblázat) meglehetősen ingadozó mértékű volt az elmúlt tíz évben, a maximumot 1991-ben érte el (a GDP 4,5 százaléka), míg érdekes módon 1994-ben volt minimális (–0,5 százalék). *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 (lásd Barabás–Hamecz [1998]). A készpénz iránti kereslet gyakorlatilag folyamatos csökkenése, valamint a nem banki instrumentumok (állampapírok, befektetési jegyek, részvények) iránti kereslet növekedése azzal járt, hogy a kilencvenes évek nyolcvanas 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 csak kis mértékben lehetett 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 százalékosnak számszerűsítették (Hochreiter és szerzőtársai [1996]), a mi számításaink szerint 1993-ban a bruttó seigniorage csak a GDP 0,2 százalékával volt egyenlő, ami azt jelenti, hogy a kötelező tartalékokra fizetett kamatot is figyelembe véve a kormánzatnak a pénzteremtésből nem származott bevétele. A 8. 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 százalékát 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 portfóliódöntéseikben 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 1. azok után a jegybank piaci kamatot fizet, továbbá 2. a devizát Magyarországon inkább megtakarítási instrumentumnak lehetett tekinteni a vizsgált időszakban és nem aktívan használt fizetőszköznek. A devizabetétek számbavételével (különösen az árfolyamhatások kiszűrése nélkül végezve a számítást) teljesen téves következtetések adódnak, a monetáris finanszírozás magyar rendszerben betöltött jóval nagyobbak mu-

tatkozik a ténylegesnél, ezért nem tartjuk elfogadhatónak a Hochreiter és szerzőtársai eredményét. Hasonló megfontolásokból nem vontuk be a monetáris bázisba sem az MNB-nél lévő passzívrepo- és betétállományt, sem pedig az 1996 közepétől sterilizációs céllal kibocsátott jegybankkötvényeket (Barabás–Hamecz [1997]).

8. táblázat
A seigniorage felbontása
(a GDP százalékában)

Megnevezés	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
1. Bruttó seigniorage (1. a+1. b.)	1,1	2,3	1,7	3,3	0,6	5,8	3,5	0,2	0,0	2,0	2,1	1,6
1. a) 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. b) 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
3. Nettó seigniorage (1-2.)	0,8	2,0	1,5	3,1	0,3	4,5	2,7	0,0	-0,5	1,3	1,4	1,0

A seigniorage alakulását meghatározó tényezőkről részletes elemzés található Barabás–Hamecz [1998].

A 7. és a 8. 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 devizaeszközökének 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.

Hivatkozások

- BARABÁS GYULA–HAMECZ ISTVÁN [1997]: Tőkebeáramlás, sterilizáció és pénzmennyiség. Közgazdasági Szemle, 7–8. és 9. sz.
- BARABÁS GYULA–HAMECZ ISTVÁN [1998]: Seigniorage és pénzügyi innováció. Kézirat, MNB.
- BARABÁS GYULA–HAMECZ ISTVÁN–NEMÉNYI JUDIT [1998]: A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése. Magyarország tapasztalatai a piacgazdasági átmenet időszakában. MNB Füzetek, 5. sz.
- BOKROS LAJOS [1997]: Pénzügyi stabilizáció recesszió nélkül. Európai Fórum, 15–33 o.
- BORBÉLY LÁSZLÓ–NEMÉNYI JUDIT [1995]: Eladósodás, a külső és belső államadósság alakulása az átmenet gazdaságában (1990–1993). Rendszerváltás és stabilizáció. A piacgazdasági átmenet első éveit. Budapest, Magyar Trendkutató Központ, Budapest, 123–166. o.
- CHAND, S. K. [1993]: Fiscal Impulse Measures and Their Fiscal Impact. Megjelent: How to Measure the Fiscal Deficit. Analytical Methodological Issues. Szerk.: Blejer, M. I.–Cheasty, A.
- HOCHREITER, E.–ROVELLI, R.–WINCKLER, G. [1996]: Central Banks and Seigniorage: A Study of Three Economies in Transition. European Economic Review, Vol 40 629–643. o.
- KISS GÁBOR [1998a]: Az államháztartás szerepe Magyarországon a kilencvenes években. MNB Füzetek, 4. sz.
- KISS GÁBOR [1998b]: A fiskális transzparencia kérdései. Kézirat, MNB, Budapest.
- KORNAI JÁNOS [1997]: Adjustment without recession: a case study of Hungarian stabilisation, in Lessons from the Economic Transition, Central and Eastern Europe in 1990s. Szerk.: Zecchini, S. OECD, Párizs.

- KOPITS, G. [1994]: Midway in the Transition. *Acta Oeconomica*, Vol. 46(3–4), 267–292. o.
- KOPITS, G.–CRAIG, J. [1998]: Transparency in Government operations, IMF Fiscal Affairs Department. IMF Occasional Paper, 158.
- LÁSZLÓ CSABA [1998]: Az államháztartási reform jellemzői, 1988–1997 (Public Finance Reform During the Transition, 1988–1997). Megjelent: *Public Finance Reform in an Economy in Transition: The Hungarian Experience*. Szerk.: *Bokros Lajos–J.J. Dethier*. World Bank (előkészületben).
- LOVAS ZSOLT [1997]: Beszámoló a költségvetés és az MNB közötti adósságcseréről. *Bank és Tőzsde*, július 17.
- MNB [1995]: Éves jelentés. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- MNB [1996]: Éves jelentés. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- MNB [1998]: Monetáris politikai irányelvek. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- NEMÉNYI JUDIT [1996a]: A Magyar Nemzeti Bank devizaadósságán felhalmozódó veszteség kérdései. *Pénzügyi Szemle*, 1. sz.
- NEMÉNYI JUDIT [1996b]: Tőkebeáramlás, makrogazdasági egyensúly, eladósodás és a Nemzeti Bank eredménye. *Külgazdaság*, 9. sz.
- NEMÉNYI JUDIT [1997]: Monetary Policy in Transition – the Case of Hungary. Megjelent: *Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms*. Osztrák Nemzeti Bank, Bécs, 1996. november. Konferenciakötet.
- OBLATH GÁBOR–VALENTIN ÁKOS [1993]: Seigniorage és az inflációs adó. *Közgazdasági Szemle*, 10. sz.
- ROCHA, R. R.–F. SALDANHA [1992]: Fiscal and Quasi-Fiscal Deficit. Nominal and Real: Measurement and Policy Issues, World Bank, Working Papers Series 919, június.
- SARGENT, T. J.–WALLACE, N. [1981]: Some Unpleasant Monetary Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, Ősz, 1–17. o.
- SURÁNYI GYÖRGY [1996]: Economic Stabilisation in Hungary. Megjelent a *Monetary Policy in Central and Eastern Europe, Challenges of EU Integration* című konferencián elhangzott előadásokat publikáló kötetben, Osztrák Nemzeti Bank, Bécs, 49–62. o.
- SURÁNYI GYÖRGY–VINCZE JÁNOS [1997]: Inflation in Hungary (1990–1997). Megjelenik a *Disinflation in Eastern and Central Europe* című konferencia (szervezte: a Magyar Nemzeti Bank és az IMF, Budapest, 1997. június 3.) tanulmánykötetében. Szerk.: *Cottarelli, C.–Szapáry György* (előkészületben).
- TANZI, V. [1993]: Fiscal Policy and Economic Restructuring of Economies in Transition. IMF Working Paper, WP/93/22.
- TANZI, V.–BLEJER, M. I.–TEJEIRO, M. O. [1993]: Effects of Inflation on Measurement of Fiscal Deficits: Conventional Versus Operational Measures. Megjelent: *How to Measure the Fiscal Deficit. Analytical and Methodological Issues*. Szerk.: *Blejer, M. I.–Cheasty, A.*, IMF.
- VINCZE JÁNOS–ZSOLDOS ISTVÁN (1996): A fogyasztói árak struktúrája, szintje és alakulása Magyarországon 1991–1996-ban. *MNB Füzetek*, 5. sz.