

ERDŐS TIBOR

Az infláció és néhány közgazdasági kategória kapcsolata

A tanulmány adottnak veszi az inflációt, és azt vizsgálja, hogy ennek milyen hatása van a gazdaságra és az egyes fontosabb közgazdasági kategóriákra. A cikk első része az inflációnak az államháztartás egyensúlyára gyakorolt hatását vizsgálja. A szerző kifejti: az inflációs adó realizálódásának folyamata egyszerűen és ellentmondások nélkül vizsgálható, ha ezt a monetáris bázis létrejöttének három különböző módjával összekapcsoltan tesszük meg. Ennek megfelelően új fogalomhasználatot vezet be a monetáris és a fiskális *seigniorage* fogalmai helyett. Nagy figyelmet szentel az államháztartás kamatterhei és az infláció kapcsolatának. Egyebek között azt hangsúlyozza, hogy a kamatterhek között a jegybankon kívüli belső államadósság az, amelynek kamatterhei, az inflációs ráta változásaitól függően, érzékenyen befolyásolják az államháztartás egyenlegét. A cikk második része azt mutatja be, miképpen torzítja az infláció az alapvető makrogazdasági összefüggésekről a statisztika felhasználásával nyerhető képet, s emiatt a gazdaságpolitikának mire kell ügyelnie. Végül a cikk rámutat, hogy az infláció a profitra és a profitrátára csökkentő hatást gyakorol, emiatt rontja a gazdasági növekedés kilátásait.*

1998-ban az inflációs ráta nem várt mértékben csökkent, és 1999-ben egyszámjegyűvé kezd válni. Az infláció így is gond marad: nem könnyű feladat ugyanis az áremelkedés ütemét csupán néhány százalékos szintre leszorítani. Sőt, ha nem vigyázunk, az infláció újból felpöröghet. Erre alapot adhat a túlzott központi áremelések által újraélesztett inflációs pszichózis, a nominális bérek növelésére irányuló nyomás erőteljessé válása, a monopolista áremelés, esetleg az államháztartás egyenlegének a romlása stb. E cikk tárgya azonban *nem az inflációt előidéző tényezők* elemzése; nem is az, miként szorítható le még jobban az inflációs ráta. Most – az inflációt adottnak véve – azt vizsgáljuk meg, hogy annak *milyen hatása van némely gazdasági kategóriára és/vagy a makrogazdasági összefüggésekre*. Például azt, hogyan alakulhat az államháztartás egyenlege az infláció következtében, okozhat-e változásokat az infláció a beruházások és a megtakarítások alakulásában, hogyan nyomja rá bélyegét az alapvető makrogazdasági egyensúlyi követelményekre, befolyásolja-e a gazdasági növekedést, okozhat-e torzulásokat a gazdasági kategóriák és összefüggések felszíni megjelenésében.

Az infláció említett hatásaival a szakirodalom inkább csak újabban foglalkozik, s a tartalmi összefüggések vizsgálatában még számos kérdés tisztázatlan, az eredmények világos kifejtésében pedig seregnyi a tennivaló. Ez a cikk az inflációnak pontosan ezzel a *visszaható* szerepével kíván foglalkozni.

* A tanulmány a T 18133 nyilvántartási számú, A transzformációs válságot követő gazdasági növekedés pénz- és hiteleméleti problémái című OTKA-kutatás keretében készült.

Az infláció és az államháztartás egyenlege

A szakirodalomban a szokványos tárgyalási mód a következő: az államháztartás a saját egyenlegén keresztül befolyásolja az általános árszínvonal alakulását. Ha deficités, akkor inflációt gerjeszt, ha szufficités, akkor deflációs hatású. Az állítás bizonyos feltételezések mellett valóban érvényes, de ki kell egészülnie fordított irányú vizsgálattal: az infláció miatt – ami sok tényező hatására jöhet létre – tekintélyes mértékben változhat az államháztartás egyenlege. Ha az inflációs ráta változik, az egyenleg a konkrét feltételektől függően javulhat vagy romolhat. Minél jobban ingadozik az inflációs ráta, annál erőteljesebb ez a hatás. Jó néhány százalékos többlet, de főként hiány alakulhat ki az infláció következtében.

Alapvetően két fontos tényező miatt változhat az államháztartás egyenlege az infláció révén: a) hatására az államháztartás sajátos jövedelemhez, *inflációs adóhoz* jut, b) ha van az államháztartásnak belső adóssága, az utána fizetendő kamatnak *igazodnia kell az inflációs rátához*, s ez nagy összegű kiadást és így deficitet vonhat maga után. Az inflációs adó és az adósság után fizetendő, az inflációt kompenzáló kamat összegének arányától függően okozhat az infláció többletet vagy hiányt az államháztartásban.

Ez az összefüggés számos fontos elméleti és gyakorlati gazdaságpolitikai problémát vet fel. Kifejezi-e mindig az államháztartás egyenlege a kormányzati gazdaságpolitika természetét? Vajon egyértelműen következtethetünk-e e politika expanzív vagy restriktív jellegére? A deficit ugyanis akkor is kialakulhat, ha a gazdaságpolitika kifejezetten a gazdasági növekedés visszafogására törekszik. Ebből máris sejthető, hogy az infláció visszahatása, például az államháztartás egyenlegét befolyásoló szerepe, közvetlenül érinti a gazdaságpolitika megítélését.

Inflációs adó és az államháztartás jövedelme

Az inflációs adó lényegével, mennyiségi meghatározottságával az elmúlt néhány évben számos tanulmány és cikk foglalkozott a hazai szakirodalomban is.¹ Tartalma jól ismert; nem más, mint az államnak a monetáris bázis inflációs értékvesztésén alapuló sajátos jövedelme. Amennyit az inflációs adón nyer az állam, annyit veszítenek a bázispénz (döntően a készpénz) tulajdonosai. Ami számunkra most fontos: nagysága a monetáris bázis és az inflációs ráta szorzatával egyenlő.² Ha a monetáris bázis nagyságát 1998-ban 1100 milliárd forintnak vesszük, akkor mintegy 14 százalékos évi inflációs rátával számolva, az inflációs adó nagysága 1998-ban 150 milliárd forint összegű lehetett. Pontosabban számolva: kisebb értékhez jutunk, mert a monetáris bázis része a bankok jegy-

¹ Többek között Kun [1995], Barabás–Hamecz–Neményi [1998], Oblath–Valentinyi [1993], Pete [1994], Vincze [1994]. A külföldi szerzők írásaira példa Fischer [1982], Friedman [1971, 1980], Gros [1989], Klein–Neumann [1990]. Magam egy cikkben (Erdős [1997]) és egy könyvben (Erdős [1998]) is foglalkoztam a *seigniorage* és ezen belül az inflációs adó kategóriájával. Arra helyeztem a hangsúlyt, hogy miképpen jut hozzá az állam e sajátos, a monetáris bázis teremtésének monopóliuma alapján képződő jövedelemhez. A hazai és a külföldi szakirodalmat áttekintve szembevetendő, hogy ahány szerző, szinte annyi féle a vélemény. Ebben a cikkben nem adok átfogó képet, inkább csak a *seigniorage*-jövedelemnek az inflációhoz fűződő kapcsolatát kívánom megvilágítani.

² A külföldi szakirodalomban találkozhatunk eltérő meghatározásokkal is. Allsopp–Mayer [1987] úgy fogalmaz, hogy inflációs adó az állam belső adósságának inflációs erodálódása is. (Emiatt az állam tartozásának csökken a reálértéke.) Itt tehát elszakad az inflációs adó kategóriája a monetáris bázistól. Ezt a megközelítést elvetjük, egyebek közt azért is, mert az állam az adóssága után kamatot fizet, és az utóbbi még nagyobb is lehet az inflációs értékvesztésnél. Az államadósság értékvesztése fontos probléma, de nem szorosan az inflációs adó témájához tartozik.

bankban elhelyezett tartaléka is, ami után a jegybank és így az állam kamatot fizet. De az inflációs adó 1998. évi összege így is lényegesen nagyobb 100 milliárd forintnál. Attól függően tehát, hogy mekkora és miként alakul az inflációs ráta, nő vagy csökken az inflációs adó összege. (Jelentősége nálunk az 1990-es évek közepén jóval nagyobb volt, mint 1998-ban vagy 1999-ben, hiszen az inflációs ráta például 1995-ben 28 százalékos nagyságot ért el.)

Rendszerint a monetáris bázis reálértéke és az inflációs ráta szorzata szerepel a közgazdasági tanulmányokban az inflációs adó mennyiségi meghatározásaként. A meghatározás pontos, mert így válik nyilvánvalóvá, hogy az inflációs adó nem változik arányosan az inflációs ráta növekedésével vagy csökkenésével. Ha az infláció gyorsul, a pénztulajdonosok takarékoskodnak a készpénztartással: a magasabb inflációs ráta miatt ugyanis nagyobb a készpénztartás „költsége”, mert ilyenkor nagyobb nominális kamatlábról mondanak le. A monetáris bázis reálértékben lassulón nő, sőt, ha az infláció nagyon felgyorsul, a monetáris bázis reálértéke eshet is, mégpedig olyan erőteljesen, hogy az inflációs adó reálértéke az infláció gyorsulása ellenére is csökken. Sok függ tehát a reálpénzkereslet alakulásától. E cikkben azonban egy adott évben nézzük az inflációs adó nagyságát, egy éven belül pedig a monetáris bázis reál- és nominálértéke egybeesik. Ha évről évre a monetáris bázis nominálértékét vesszük alapul, a számított inflációs adó évenkénti összegét az inflációs rátával osztva, természetesen ugyancsak az inflációs adó reálértékét kapjuk meg.

Az elmúlt évek 20 százalék körüli inflációja mellett a kincstár inflációs adóból származó jövedelme a GDP 1,5-2,0 százalékára volt tehető. 1998-ban az arány egy százalék felé közelít, és ha az infláció 10 százalékra vagy ez alá esik, az inflációs adó aránya egy százalék alá szorulhat. Nagyjából ez lesz az eredmény még akkor is, ha a monetáris bázis reálértéke – az infláció lassulása és emiatt a reálpénzkereslet növekedése következtében – viszonylagosan is emelkedni fog. Az inflációs adó aránya azonban még így is nagyon számít Magyarországon, hiszen a fejlett országokban a *seigniorage* teljes összege (ami nemcsak az inflációs adót foglalja magában) nem több, mint a GDP fél százaléka.

Az államháztartás jövedelme azonban nem azonosítható a bevételeivel. Az inflációs adó sem feltétlenül növeli a kincstár folyó bevételeit. Az inflációs adó mint az állam jövedelme csak akkor egyezik meg az állam ilyen címen befolyó bevételével, ha a monetáris bázis teljes egészében az üzleti bankoknak nyújtott jegybankhitel alapján született meg. Ekkor az inflációs adó teljes egészében kamatjövdelemként növeli az államháztartás bevételeit, és egyúttal javítja annak egyenlegét. Minden olyan esetben, amikor a monetáris bázis az állami költségvetési deficit jegybank általi monetizálása és/vagy a jegybank devizavásárlása alapján született meg, a kép jóval bonyolultabb. Ilyenkor az inflációs adó anélkül realizálódik (vagy legalábbis realizálódhat), hogy az a bevételeket növelné.

Ehhez kapcsolható az a probléma, hogy a hazai szakirodalomban elterjedt a „fiskális” és a „monetáris” *seigniorage* megkülönböztetése. Mindkét fogalmat azzal kapcsolatban szokás használni, hogy az állam hogyan jut hozzá a *seigniorage*-jövedelemhez. Korábban magam is átvettem ezt a szóhasználatot. Most azonban az inflációs adót és általában a *seigniorage*-jövedelmet szigorúan aszerint osztályozom, hogy a monetáris bázis milyen úton születik vagy született meg. Ezt részben az indokolja, hogy realizálódásának módja szerint háromféle *seigniorage* létezik, ezek nem szoríthatók be csupán két fogalomba. Az a gond is felmerül, hogy a „fiskális” *seigniorage* fogalma félrevezető, hiszen az összes *seigniorage* az államháztartás jövedelme. A „monetáris” *seigniorage* pedig azért megtévesztő, mert az összes *seigniorage* azon alapul, hogy a monetáris bázis teremtése az államnak, illetve az állam monetáris irányító szervének a monopóliuma. Minden *seigniorage* fiskális és egyúttal monetáris. A *seigniorage* azonban világosan osztályozható úgy, hogy megszerzése az állam által a monetáris bázis teremtésének és növelésének milyen módszerén alapul. Ettől függően valóban különböznek egymástól a megszerzés módjai.

Ha a monetáris bázis úgy született meg, hogy *a jegybank állami értékpapírt vásárolt*, a kamatbevétel nem jelenthet jövedelmet az állam számára, hiszen ehhez az államháztartás úgy jut hozzá, hogy azt a jegybanknak előzőleg éppen saját maga fizette ki adósságlevelei kamatterheként. Ekkor az inflációs adó úgy realizálódik, hogy az állami költségvetés jegybankkal szemben fennálló adósságának reálértéke csökken, és e csökkenés mértékének megfelelően ingyenesnek bizonyulnak korábbi áru-és szolgáltatásvásárlásai.³ Ebben az esetben tehát az inflációs adó nem bevételként, hanem *vagyonnövekedésként* jelentkezik. Vagyis amikor az inflációs adó a deficitet finanszírozó bázispénzteremtésen alapul, az infláció nem javítja az államháztartás egyenlegét.⁴

Nehezebben megoldható kérdéseket vet fel az a változat, amikor a jegybank *devizavásárlással* növeli a monetáris bázis nagyságát, még inkább, ha az adott évben létező monetáris bázis nagyrészt a jegybank devizavásárlásaira vezethető vissza. Ez utóbbi eset könnyen előfordulhat akkor, ha fix vagy csúszó árfolyamrendszer van érvényben. Ha ilyenkor bármilyen okból erőteljes tőkebeáramlás indul meg, a jegybank a fix valutaárfolyam védelmében, csúszó árfolyam esetén pedig a változó árfolyamnak az előre megszabott pályán való tartásáért sterilizációs műveleteket hajt végre. Ennek keretében a jegybank devizát vásárol, hogy a deviza árfolyama ne értékelődjék túl alacsonyra, a forint pedig túl magasra, vagyis az árfolyam ne kerüljön a sávon kívülre. Emiatt viszont azonnal változik (jelen esetben növekszik) a monetáris bázis nagysága, pedig nem jó, ha ez a gazdasági növekedéstől és az inflációs célkitűzésektől függetlenül változik meg.

Ilyenkor a jegybanknak olyan intervenciós lépéseket kell tennie, amelyek a kívánatos mederben tartják a monetáris bázis alakulását. Az MNB az utóbbi egy-két évben sűrűn tett ilyen lépéseket. Portfóliójában levő állampapírokat adott el, korlátozta a hitelnyújtást az üzleti bankok számára, ami a bankoknak korábban nyújtott hitelek fokozatos törlesztésével együtt a pénzügyi hitelek állományának időnként abszolút csökkenésére is vezetett. A passzívrepo-műveletek keretében hitelt vett fel, és saját kötvényt is kibocsátott, illetve adott el az értékpapírpiacon. Mindez csökkentette a monetáris bázis nagyságát, vagyis elejét vette annak, hogy a tőkebeáramlás a monetáris bázis túlzott megnövekedésével járjon. A jegybanki intervenció olyan mértékű volt, hogy esetenként az MNB forintkötelezettségei meghaladták forinköveteléseik összegét (például 1998 első és második negyedében). A háttérben az állt, hogy a nagyon erőteljes tőkebeáramlás miatt mind a sterilizálásnak, mind az intervenciónak nagyarányúnak kellett lennie. Mindez szorosan összefügg azzal a kérdéssel, hogyan jut az államháztartás inflációs adóhoz, illetve ez milyen módon realizálható.

Ha nálunk infláció van, és az egyszerűség kedvéért feltételezzük, hogy külföldön nincsen, továbbá, hogy a forint árfolyama igazodik az inflációs rátához, akkor a deviza

³ Nagyon lényeges: csak a jegybankkal szemben fennálló tartozás reálértékének csökkenése tekinthető inflációs adónak, és nem általában a költségvetés belső tartozásának inflációs értékcsökkenése. Ennek oka az, hogy a jegybankon kívüli belföldi tartozása után az államháztartás kamatot fizet, ami nem áramlik vissza hozzá. Ekkor tehát tartozásának inflációs erodálódását kiegyenlíti a jegybankon kívülre áramló kamatfizetéseinek összege. Vagyis nem realizálódik az állam számára jövedelem. Más a helyzet a jegybankkal szembeni tartozás esetében. A jegybanknak fizetett kamat visszaáramlik a költségvetésbe, ezért a vele szemben fennálló tartozásának az értékcsökkenése már jövedelem, hiszen nem egyenlíti ki nettó kamatfizetést.

⁴ Nem könnyű a helyes fogalomhasználatot eltalálni. Az inflációs adó közvetlenül az állami költségvetés jövedelme, de mert az állami költségvetés az államháztartás része, egyúttal az államháztartás jövedelme is. Az inflációs adó realizálódásával kapcsolatban viszont gyakran esik szó a jegybank és az állami költségvetés kapcsolatáról. Ebben az esetben nem kerülhető meg az állami költségvetés fogalmának használata. Nem mondhatjuk, hogy az államháztartás kamatot fizet a jegybanknak, mert a jegybank is része az államháztartásnak. Ugyanakkor gondolni kell arra, hogy az egész államháztartásnak van keresleti hatása. Ezért mindvégig lehetőleg az államháztartás (vagy az állam) fogalmát használjuk, és ott, ahol külön jelentősége van az állami (központi) költségvetés és a jegybank közti fizetési kapcsolatoknak, használjuk majd az állami vagy központi költségvetés, esetleg egyszerűen költségvetés kategóriáját.

ellenében forgalomba kerülő bázispénz reálértéke az inflációs ráta arányában elmarad a vásárolt deviza reálértékétől. Ez abban fejeződik ki, hogy a keletkezett monetáris bázis nominális értéke változatlan, míg a vásárolt deviza forintértéke évről évre nő.⁵ Ez a különbség nyereségként jelenik meg a jegybank könyvelésében, ami végül is az államháztartáshoz jut. Ez a nyereség nem más, mint az inflációs adó harmadik megjelenési formája. Tehát a három forma: *a*) az üzleti bankok kamatot fizetnek a jegybanktól felvett hitelek után, *b*) a központi költségvetésnek a jegybankkal szemben fennálló tartozása reálértékben csökken az infláció miatt, *c*) a jegybanki devizavásárláskor létrejövő monetáris bázis reálértéke az infláció miatt elmarad a vásárolt deviza reálértékétől. Az inflációs adó egyes megjelenési formái közötti arányok folytonosan változnak. Nálunk e változás az utóbbi években radikális volt, mert eltolódott a monetáris bázis összetétele.

A monetáris bázisnak lehet forint- és devizakomponense aszerint, hogy létrehozása a jegybank belföldi hitelnyújtásán vagy devizavásárlásán alapul-e.⁶ Megtörténhet (és nálunk például 1998-ban elő is fordult), hogy a jegybanki sterilizációt követő intervenciós műveletek során a jegybanknak az állami költségvetéssel és az üzleti bankokkal szemben fennálló összes követelése kisebb lesz, mint az intervenció miatt felgyűlt tartozása. (Például a passzív repo állománya és a kibocsátott MNB-kötvények együttes összege meghaladhatja az MNB banki követeléseinek és a tulajdonában levő állampapíroknak az értékét.) Ebben az esetben a jegybank, illetve az állam nem számíthat forintalapú monetáris bázisra visszavezethető inflációs adóra, mert az ebből szerezhető jövedelmet felülmúlja az intervenció miatt felszökő kamatfizetési kötelezettsége. Nem juthatunk más következtetésre akkor, ha a jegybank a belső gazdaságban nem nettó hitelező, hanem nettó adós.⁷ Ebben az esetben az állam által realizálható *seigniorage* – és ezen belül az inflációs adó – teljes egészében a devizakomponensű monetáris bázis alapján szerezhető meg. (Vagyis az inflációs adó úgy realizálódik, hogy a devizavásárlás során teremtett monetáris bázis nominális összegét – a hazai valuta leértékelődésének következtében – meghaladja a vásárolt deviza forintértéke.) Ez az összeg jelentkezik a jegybank könyvelésében.⁸

Természetesen minden hirtelen az ellenkező irányba is fordulhat: a monetáris bázis devizakomponense csökkenhet. Megváltozhat a nemzetközi tőke mozgás iránya, nettó tőkekiáramlás mehet végbe, s romolhat a forint árfolyama. Hogy a forint árfolyama emiatt ne kerüljön az

⁵ Nem térünk ki minden részletre. *Seigniorage* realizálódik akkor is, ha nincs infláció. Ezt nem tárgyaljuk, hiszen az infláció szerepét vizsgáljuk. A devizavásárlásra visszavezethető monetáris bázis is hozhat kamatjövedelmet úgy, hogy a vásárolt devizát külföldön fektetik be. Ez a *seigniorage*-jövedelem azonban nem kapcsolódik szorosan az inflációs adóhoz. Végül egyáltalán nem biztos, hogy a leértékelés pontosan igazodik az inflációs rátához, még inkább, a hazai és külföldi inflációs ráták különbségéhez. Ezek az egyszerűsítő feltevések nem érintik az inflációs adóról elmondandóknak lényegét.

⁶ A jegybank devizavásárlását meg kell különböztetni a jegybanki devizatartalékoktól. Az utóbbiak összege rendszerint jóval nagyobb az előbbi nagyságánál. Jegybanki devizatartalékok származhatnak a jegybank devizavásárlásaiból, továbbá külföldi hitelfelvételből, vagy abból, hogy a bankok devizabetétet helyeznek el a jegybanknál. Az utóbbi kettő nem hozhat jövedelmet *seigniorage*-jövedelem, így inflációs adó formájában sem, mert kamatot kell a jegybanknak fizetnie rájuk. Ellenben, ha a jegybank vásárol devizát, a tulajdonlásával szerzett jövedelem tiszta jövedelem, mert az érte adott jegybankpénz a jegybanknak és így az államnak nem kerül semmibe, és semmiféle fizetési kötelezettség nem terheli.

⁷ Az MNB-kötvények, valamint a passzív repo állományát azért növelik meg, hogy a monetáris bázis növekedése ne legyen túl gyors ütemű. Mivel ezek összegének változása a monetáris bázis szabályozásának van alárendelve, ugyanúgy befolyásolják a forint komponensű monetáris bázis alapján szerezhető *seigniorage* nagyságát, mint az üzleti bankoknak nyújtott MNB-hitelek vagy az állampapírok állam általi vásárlása és tulajdonlása.

⁸ Pontosabban, ez az egyik meghatározó tényezője a jegybank kimutatott profitjának. A ténylegesen kimutatott profit azonban rendszerint teljesen eltérő összeg, mert azt sok más tényező, egyebek közt a jegybank külföldi tartozásaira fizetett kamat, az üzemeltetési költségek vagy az inflációt nem visszavezethető *seigniorage* is befolyásolják.

előre megszabott ingadozási sávon kívülre, a jegybank devizát ad el forint ellenében. Ezért a forint komponensű monetáris bázis aránya növekedni, a devizakomponensű pedig csökkenni kezd.⁹ Most ezzel a folyamattal nem foglalkozunk részletesen. Ehelyett, az inflációs adó tárgyalásának zárásaképpen, három fontos kérdésre hívjuk fel a figyelmet.

1. Az állam háromféleképpen juthat inflációs adóhoz: kamatjövedelemként, a központi költségvetés jegybankkal szembeni tartozásának inflációs erodálódása formájában és úgy, hogy a jegybank által vásárolt deviza reálértéke a hazai infláció miatt a vele szemben álló monetáris bázis reálértéke fölé nő. Előfordulhat azonban, hogy ez utóbbi komponens teszi ki az inflációs adó összegének egészét akkor, ha a monetáris bázis forintkomponensének értéke nulla, illetve negatív előjelű. Ez egyúttal azt is jelenti, hogy az inflációs adó nem feltétlenül ölti a kamatjövedelem formáját.

2. A fentiek azonban élesen vetnek fel egy, az inflációs adó realizálásával és a monetáris szabályozással szorosan összefüggő problémát. Mint említettük, ha a jegybank által vásárolt deviza forintértéke nő, az természetesen nyereségként jelenik meg a jegybank könyvelésében. Most azonban (szemben azzal az esettel, amikor a jegybank az üzleti bankoknak nyújtott hitel után kapott kamattal formájában realizál profitot) a jegybanknak nincs pénzbevétele. Tehát *a profitja a bevétel növekedése nélkül nő*. Úgy mutat ki profitot, hogy a vásárolt devizát újraértékeli. Ez teljesen korrekt eljárás, mert a deviza – a hazai pénz leértékelődése miatt – forintban többet ér, viszont a vele szemben létrejött monetáris bázis forintértéke változatlan. És itt kezdődnek a gondok.

A jegybank a profitját befizeti az állami költségvetésbe. Ezzel nincs baj mindaddig, amíg elő nem kerül a vásárolt deviza értékelésén nyugvó inflációs adó kérdése. Mivel ez utóbbi esetben a jegybanknak nincs pénzbevétele, csak úgy fizethet profitot a központi költségvetésnek, hogy új pénzt, bázispénzt teremt. Ezzel tehát ugyanúgy növekedik a monetáris bázis nagysága, mint amikor a jegybank közvetlenül, az elsődleges piacon nyújt hitelt az állami költségvetésnek. Ráadásul most még hitelnyújtás sem történik, hiszen a jegybank nyereséget fizet be a költségvetésbe. Hozzá kell tenni: *a deviza újraértékelésével kapcsolatos inflációs adó a már bekövetkező infláció és az ehhez igazodó forintleértékelés következménye*. Az inflációnak már megvolt a monetáris háttere! Ha most a jegybank a nyereségbefizetés során tovább növeli a monetáris bázist – ez nálunk a jelenlegi gyakorlat –, fokozza az infláció gyorsulásának valószínűségét is.

Persze nem biztos, hogy az infláció valóban felgyorsul. Közben emelkedhet a gazdaság nominális pénzigénye, a jegybank korlátozhatja a belső hitelnyújtást, vagy csökkenhet a pénz forgási sebessége. De máris csorbát szenvedett az az elv, hogy a jegybank csak a másodlagos piacon keresztül juttassa pótlólagos pénzhez az államháztartást. Nem mindegy, hogy a monetáris bázis növelése az üzleti bankok jegybanki meghitelezésén vagy az államháztartás közvetlen finanszírozásán keresztül történik. Az utóbbi esetben nagy a valószínűsége a költségvetési költségek felgyorsulásának, annál is inkább, mert a jegybank nyereségbefizetése a költségvetés elsődleges egyenlegén belül jelentkezik, vagyis úgy, mint a bankok és a vállalatok befizetései általában. A banki hitelnyújtáson keresztül történő pénzellátás mindig jobban szorít a takarékos gazdálkodásra.

Helyesebb lenne ezért, ha a jegybank a vásárolt deviza újraértékelésén alapuló inflációs nyereséget az állami költségvetésnek jóváírná, és ha ez nem a költségvetés folyó bevételei között, hanem a vagyonszámolásában szerepelne. A deviza értéknövekedése valóságos tartalmában jelenne meg: vagyonnövekményként, hiszen a deviza reálértékének a vele egy időben létrejött monetáris bázis feletti többlete az állam vagyona. A forgalom pénzellátását pedig a jegybanknak a rendelkezésére álló eszközökkel és a másodlagos piacon kell biztosítania.

⁹ A változásokat jól mutatja be egy MNB-tanulmány (NBH [1998]).

Ebben az esetben az is előfordulhat, hogy egyáltalán nem mutatkozik inflációs adóból származó folyó költségvetési bevétel. Akkor lenne ez így, ha a monetáris bázisnak csak devizakomponense volna. Ekkor is élvezne az állam inflációs adóból származó jövedelmet, de ezt csak vagyonnövekményként mutatnák ki. Az államháztartás folyó bevételeinek és kiadásainak az egyenlege természetesen kedvezőtlenebb lenne. A most tárgyalt eset szélsőséges: a monetáris bázisnak többnyire van forintkomponense, sőt az utóbbi meghatározó arányú is lehet.¹⁰

3. Az inflációs adó, mint láttuk, háromféle formát ölthet, összege azonban mindenképpen a monetáris bázis nagysága és az inflációs ráta által megszabott korláton belül van. Sőt összege kisebb, mint a monetáris bázis és az inflációs ráta szorzata. Összegét csökkenti az üzleti bankok jegybanki tartalékai után fizetett kamat. Könnyen lehet, hogy e kisebb összeg csak részben jelenik meg az állami költségvetés bevételi oldalán, illetve annak egyenlegében. (A költségvetés jegybanki tartozásának reálérték-csökkenését biztosan nem könnyelik el bevételként.) Mindent összevetve, az inflációs adó változásának nincs akkora hatása az államháztartás egyenlegére, hogy csökkenése az infláció akár jelentős mérséklődése esetén is nagyobb gondot okozna. Ha pedig az inflációnak a kiadási oldalra gyakorolt hatását is figyelembe vesszük, az infláció leszorításától határozott javulást várhatunk.

Az államháztartás kamatterhei és az infláció

Az inflációnak az államháztartásra gyakorolt hatását megtárgyaltnak nyilváníthatnánk, ha nem volnának az államnak adósságterhei. A külső és a belső adósságterhek azonban jelentősek, és utánuk kamat fizetendő. A kamatok, akár a jegybank, akár az állami költségvetés fizeti őket, végül is az államháztartást terhelik. Most a belső adósságot és a belső adósság után fizetendő kamatokat vesszük figyelembe, mert ezek nagyon erőteljesen reagálnak az inflációs ráta változásaira.

Ez könnyen megérthető, hiszen ha nálunk infláció van, külföldön az árszint még lehet viszonylag stabil. Vegyük most a külföldi árszintet teljesen stabilnak. Ezért külföldön a nominális kamatláb vehető változatlanak, így a külföldre fizetett kamat devizaösszege maradhat adott, ha a külföldi adósság nem nő. Ha ezt a kamatot forintban mérjük, a kamat nominális nagysága évenként nő, olyan mértékben, amilyen ütemű az infláció. Azaz nem nő gyorsabban, mint ahogyan az árak emelkednek. Ezzel szemben az inflációs ráta változásakor a belső adósság kamatterhei ugrásszerűen változnak. Itt ugyanis a kamatterhek az új és a korábbi kamatláb *hányadosához* igazodnak, szemben a külső adóssággal, ahol a forintban fizetendő kamat csak az áremelkedésnek megfelelő ütemben változik. (Feltéve, hogy a nominális kamatláb igazodik az inflációhoz.) Ha például a

¹⁰ Az a tétel, hogy az inflációs adó és vele együtt az összes *seigniorage* három formában realizálódhat, nálunk is és külföldön is teljesen szokatlan. Jelentős részben ezzel magyarázható a *seigniorage* felmérésében, nagyságának becslésében gyakorta megfigyelhető zavar. A *Barabás-Hamecz-Neményi szerzőhármas* [1998] helyesen állapítja meg, hogy ma már nincs akkora jelentősége a *seigniorage*-jövedelemnek az államháztartás finanszírozásában, mint ahogyan azt sokan gondolják. De e jövedelem ingadozását túl nagyra becsülik. Mint írják, „a nettó *seigniorage* (...) 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*-jövedelem sohasem lehet negatív! A monetáris bázis az államnak mindenképpen jövedelmet hoz. A szerzők ott hibáznak, hogy a *seigniorage*-jövedelem tartalmát nem jól tisztázzák, azt részben a monetáris bázis változásával azonosítják. Így juthatnak ahhoz az állításhoz, hogy a *seigniorage*-jövedelem negatív is lehet. A *seigniorage*, ezen belül az inflációs *seigniorage* valóban ingadozhat, de messze kisebb mértékben, mint ahogyan a szerzőhármas feltételezi. Ami nagyon ingadozhat, az *külön-külön* a forint- és a devizabázisú *seigniorage*.

külső adósság 100 egység, és a fizetendő kamat devizában 5 egység, akkor 1:1 devizaárfolyam mellett a fizetendő forintkamat is 5 egység. Ha nálunk az infláció hirtelen 10 százalékkal megemelkedik, és ezt az árfolyam követi, a kamat forintban 5,5 egységre nő, hiszen devizában a kamat összege változatlan. Ha viszont a belső adósság után kell fizetni kamatot, akkor az infláció gyorsulásakor, amikor a nominális kamatláb hirtelen megemelkedik, például 5-ről 15 százalékra, a kamat 100 egység adósság után a háromszorosára, 5-ről 15 egységre nő. Tehát 10 százalékpontos inflációgyorsulás esetén a külső adósság forintkammerhe 10 százalékkal, a belső adósságé 200 százalékkal emelkedik! Az infláció és a kamatláb csökkenése esetén is drasztikusan különbözik egymástól a belső és a külső kamatterher változása.

A belső adósság kamatterheivel kapcsolatban is számos probléma merül fel. Azt kell ugyanis eldönteni, miként érinti a nominális kamatok összege az állami költségvetés egyenlegét. Éppen ezért meg kell különböztetni az állami költségvetés által a *jegybanknak* fizetett kamatokat a *jegybankon kívülre* fizetett kamatoktól. Az utóbbiak rontják az állami költségvetés egyenlegét, az előbbiek nem, mert a jegybank a profitját teljes egészében befizeti az állami költségvetésbe. Ezzel együtt az állam belső adósságán belül különbséget kell tenni a jegybankkal szemben fennálló és a jegybankon kívül meglévő belső államadósság között. A központi költségvetés bruttó belföldi adóssága 1997 végén (leértékelési vagy belföldi devizahitel nélkül) 3162 milliárd forint volt. Ebből 502 milliárddal tartozott az MNB-nek; ezt levonva 2660 milliárd forintot kapunk. Ezenkívül a jegybank tulajdonában volt 465 milliárd forint értékű állampapír, ami az adott időben szintén a jegybankkal szembeni költségvetési tartozást testesített meg. Azt látjuk tehát, hogy az állami költségvetés jegybankon kívüli belső tartozása 1997 végén $2660 - 465 = 2195$ milliárd forint volt. A jegybankon kívüli belső tartozás összege tehát jóval nagyobb, mint a monetáris bázis nagysága (MNB [1997]).

Az arányok természetesen idővel változnak. Gond az is, hogy a tartozáson belül vannak nem piaci kamatozású tételek. Ezek aránya azonban már nem meghatározó, sőt csökkenő. Gondolnunk kell arra is, hogy egyes tartozások kamatozása nem rugalmasan, hanem bizonyos késéssel követi a piaci kamatláb változásait. Mindent összevetve, az állami költségvetés jegybankon kívüli belső tartozásának összege mintegy kétszerese a monetáris bázis nagyságának, így ehhez igazodik a költségvetés inflációs kamatterhe is. A valóságos helyzetnek megfelel, ha a következőkben azzal számolunk, hogy jelenleg az államadósság belső inflációs kamatterhe nagyjából kétszer akkora, mint az inflációs adó összege.

Ebből máris következik, hogy *az infláció költségvetési deficit kialakulásához vezet, ha egyébként a költségvetés elsődleges egyenlege egyensúlyban van*. Minél nagyobb az inflációs ráta, annál nagyobb lehet a deficit aránya a GDP-hez képest. Ez azzal függ össze, hogy a fizetendő kamat nagysága, adott adósság mellett, a kamatlábbal igazodik. Emiatt ez az összeg egy év alatt akár kétszeresére nőhet, vagy felére eshet, a változás irányától függően. (Ha például a kamatláb 5-ről 10 százalékra emelkedik, vagy megfordítva.) Igaz, ugyanez mondható el az inflációs adóval kapcsolatban is, de annak összege, mint láttuk, jóval kisebb. Ebből viszont egyenesen következik, hogy *nálunk az inflációs ráta leszorítása jelentősen javíthatja az államháztartás egyenlegét*.

Deficitet persze nemcsak a jegybankon kívüli belső államadósság inflációs kamatterhe okoz. Az államadósságot reálkamat is terheli, ha a nominális kamatláb magasabb, mint az inflációs ráta. Magyarán, lényegében a teljes belső adósság összegével egyenlő az államháztartás külső adósságtérhe is, melynek kamatát végül is az államháztartásnak kell viselnie. Ezzel magyarázható, hogy noha az államháztartás elsődleges egyenlege pozitív előjelű, a belső és a külső adósság után fizetett pozitív reálkamat és az inflációt kompenzáló kamat miatt a teljes egyenleg mégis deficit. *A belső adósság kamatterhén belül az*

inflációt kompenzáló kamat képviseli a döntő súlyt, a külső adósságéban viszont a reálkamat. A belső adósság inflációs kamatterhe nagyon érzékenyen reagál a hazai inflációs ráta változásaira, viszont a külső kamatterhekben nincsen ilyen érzékeny hullámváltozás, mert a devizában kifejezett kamat nem függ a belső inflációtól.¹¹ (A belső adósság végig a jegybankon kívüli belső adósságot jelenti.) Mindebből következik, hogy amikor azt vizsgáljuk, hogy az inflációs ráta változásai milyen hatást gyakorolnak az államháztartás egyenlegének alakulására, csak az állami költségvetés jegybankon kívüli belső adósságának kamatterheit kell figyelembe venni.¹² Az inflációs ráta esésétől az államháztartás egyenlegének lényeges javulása várható, de csak akkor, ha az állam jegybankon kívüli belső adóssága nagyarányú.¹³

Mivel nálunk ez a helyzet, az infláció nagy összegű deficitet okoz. Figyelembe kell vennünk az inflációs adó szerepét is, és azt, hogy a monetáris bázis nagysága jelenleg legfeljebb fele akkora, mint a jegybankon kívüli belső adósság összege. Így az adott nagyságok mellett 20 százalékos infláció legalább 200 milliárd, 10 százalékos legalább 100 milliárd forint deficitet okoz a teljes állami költségvetésben. (A deficit az adott feltételek között lehet lényegesen nagyobb is, ha számításba vesszük, hogy az inflációs adó nem feltétlenül javítja az állami költségvetés egyenlegét.)

Adósságráta, deficit és infláció

Az infláció tehát jelentős deficitet okozhat, ami természetesen az államháztartás belső adósságának a növekedéséhez vezet. Az utóbbi gyakran aggodalmat vált ki a gazdaságpolitikusok körében is.¹⁴ Még nehezebbnek mutatkozik a helyzet akkor, ha arra is gondolunk: az összes adósság tovább emelkedhet a külső adósság növekedése miatt, tehát akkor, amikor a folyó fizetési mérleg passzív, és ezt nem egyenlíti ki a működőtőke-import. Csupán a belgazdaságot alapul véve pedig az állapítható meg, hogy a belső államadósság olyankor is nőhet, amikor az államháztartás nem deficit, de más tényezők (például bankkonszolidáció) miatt kell kibocsátani kamatozó állami értékpapírokat. Felmerül a kérdés, hogy nem túl nagy-e a veszélye annak, hogy az infláció okozta deficit és más tényezők miatt az államadósság annyira megnövekszik, hogy a felduzzadó kamatterhek következtében a deficit végül is finanszírozhatatlanná válik. A válasz az lesz, hogy a

¹¹ A kamatterhek figyelembevételén, illetve az inflációs és reálkamatteher megkülönböztetésén alapul az államháztartás elsődleges, operacionális és teljes egyenlegének megkülönböztetése. Az elsődleges egyenleg, a jegybank befizetéseitől eltekintve, nem veszi figyelembe a kamatfizetéseket, az operacionális egyenleg függ az állam reálkamat-bevételeitől és -kiadásaitól, a teljes egyenleg pedig az inflációs kamatfizetéseket is magában foglalja. A fogalmi megkülönböztetés a nemzetközi szakirodalomban viszonylag régóta ismert (*Tanzi-Bleier-Teijeiro* [1987]).

¹² Kisebb mértékben javul tehát az állami költségvetés teljes egyenlege, mint ami az állami kamatterhek arányából és az inflációs ráta csökkenésének mértékéből következne. Ezt nagyrészt a külső kamatterhek magyarázza, de az is, hogy a kamatterhek egy része a jegybankkal szemben jelentkezik, ami a költségvetésbe visszaáramlik. Továbbá az, hogy a nominális piaci kamatláb nem csökken azonnal, és a kamatok egy része – a már meglévő hitelszerződések miatt – késéssel reagál a piaci kamatláb változásaira.

¹³ Ha az inflációs ráta esik, a külső kamatterhek forintban kifejezve tovább nő, de már lassúbb ütemben. Ugyanígy változnak, csak az infláció hatását figyelembe véve, a költségvetés normál bevételei. Ez azt jelenti, hogy maga a külső tartozás után fizetendő kamat, csupán a belső infláció lassulásának vagy gyorsulásának hatására, nem változtatja meg az államháztartás teljes egyenlegét.

¹⁴ Erre utal *Dornbusch-Fischer* [1987]: „Az államnak kamatot kell fizetnie mindarra az adósságra, ami létezett a múltban, és arra az adósságra is, amit felvesz, hogy fedezze a legutóbbi periódus deficitjét. Hogyan tud kamatot fizetni? Az egyik mód az, hogy valamivel többet vesz kölcsön. De a következő periódusban az adósságszolgálatához szükséges kamat még nagyobb, ennél fogva még több adósság felvételére van szükség, és így tovább.” (527. o.).

túl nagyra nőtt adósság persze veszélyt jelent, de *inflációs gazdaságban az államháztartási deficit arányának alakulása önmagában még nem ad választ arra, hogy a pénzügyi egyensúly javul-e vagy romlik.*

Az államadósság és vele együtt a kamatterhek növekedése nem okoz bajt akkor, ha a GDP növekszik. Eltekintve az inflációtól, mindaddig, amíg a GDP reálértéke legalább olyan ütemben nő, mint a kamatterhek összege, a deficit finanszírozása nem szükségképpen jelent növekvő terhet a gazdaság és az államháztartás számára. (Feltéve, hogy bevételeinek aránya a GDP-hez képest nem csökken.) Ha pedig figyelembe vesszük az infláció hatását is, akkor azt kell megállapítani: a deficitnek az inflációs kamatterhek által okozott növekedése akkor nem növeli a finanszírozás gondjait, ha a deficit nominális nagysága nem nő gyorsabban a nominális GDP növekedésénél. Most csakis az infláció hatását vesszük figyelembe, és hogy az összefüggések könnyen érthetők legyenek, egyelőre csak a belgazdasággal foglalkozunk.

Vegyük az államadósság nominális GDP-hez mért arányát állandónak, méghozzá 70 százaléknak. Az adósság kizárólag az államháztartási deficit miatt növekedjék. Ha a nominális GDP nő, az adósság/GDP arány akkor marad változatlan, ha a deficit összege, illetve az adósság nominális növekménye a nominális GDP növekményének 70 százaléka. Vagyis:

$$B_d = \Delta D_s = 0,7\Delta(NGDP), \quad (1)$$

ahol B_d jelöli a költségvetés deficitjét, ΔD_s az államadósság növekményét, és $\Delta(NGDP)$ a nominális GDP növekményét. Ha elhagyjuk ΔD_s -t, és az (1) egyenlet mindkét oldalát osztjuk $NGDP$ -vel, kapjuk a

$$B_d/NDGP = 0,7(\Delta NGDP/NGDP) \quad (2)$$

egyenletet, ahol az egyenlet bal oldala nem más, mint az államháztartási deficit aránya a nominális GDP-hez képest, a jobb oldala pedig a nominális GDP növekedési üteme szorozva a konstans adósság/GDP hányaddal. Arra az eredményre jutunk, hogy minél gyorsabb az infláció és vele együtt a nominális GDP növekedési üteme, annál nagyobb GDP-hez viszonyított államháztartási deficit mellett tartható fenn a konstans, azaz a már előzőleg kialakult adósság/GDP arány. Ha például a nominális GDP növekedési üteme csupán az infláció miatt évi 14 százalék, akkor a példában $0,7 \times 14$, vagyis 9,8 százalékos GDP-arányos államháztartási deficit esetén nem növekszik és nem is csökken az adósság/GDP arány. Alacsonyabb deficit/GDP arány mellett az adósság/GDP arány csökken, ellenkező esetben emelkedik. Vegyünk most egy kisebb inflációs rátát! Legyen emiatt a nominális GDP növekedési üteme csak évi 8 százalékos. Ekkor az adott példában az adósság/GDP arány növekedését nem megváltoztató deficit/GDP arány is alacsonyabb, csupán 5,6 százalékos lenne. Ha az államháztartás elsődleges egyenlege kiegyensúlyozott, és a nominális kamatláb igazodik az inflációhoz, akkor, eltekintve az inflációs adó hatásától, az államháztartás deficitjének aránya a nominális GDP-hez képest példánkban pontosan a 0,7, tehát az adósság/GDP hányados és az inflációs ráta szorzatához igazodik.

Az infláció hatására így kialakuló államháztartási deficit, még ha nagyarányú is, nem jelenthet valóságosan súlyos terhet az állam számára, noha bizonyos gondokat okoz. Miatta sem az állam adósságállományának reálértéke nem nő, sem az adósság/GDP arány nem romlik. Akkor sem, ha egy esetleges nagy inflációs ráta miatt a deficit aránya magas. Az utóbbi esetben azonban a deficit aránya a felhalmozott államadósság értékéhez képest is magas, ami egyet jelent azzal, hogy az adósság nagy hányadát éri el az inflációt kompenzáló kamatfizetés, ami nem más, mint kötelezettség az implicit tőketörlesztésre. Ezt azonban ellensúlyozza a korábban felhalmozott államadósság reálértékének infláció miatti csökkenése.

A teher valójában az, hogy az adósságot az államnak nagyobb arányban kell törlesztenie. Vagy másképpen, nagyobb arányban kell a törlesztés érdekében új hitelt felvennie, ha az inflációs ráta magasabb, és ezzel együtt a deficit aránya is nagyobb. *A nagyobb deficit azonban nem jelenti, hogy az állam jövedelmi helyzete gyorsabban romlik, vagy reáladóssága gyorsabban nő.*

Az inflációnak ez a hatása felhívja a figyelmet arra: ha két, jelentősen különböző inflációs rátájú országot összehasonlítunk, nem biztos, hogy az államháztartás pozíciója ott jobb, ahol a deficit aránya alacsonyabb. A magasabb inflációjú ország mégis hátrányba kerülhet. A magasabb infláció mellett nehezebb az államháztartás deficitjét egy megkövetelt (alacsony) százalékos szinten tartani. A maastrichti egyezmény például az államháztartási deficit elfogadható felső határát a GDP 3 százalékában jelöli meg. Ezt ott, ahol az inflációs ráta magas, és az államadósság nagy, nehezebben (esetleg csak jelentős elsődleges költségvetési többlet kialakítása árán) lehet elérni. Nem véletlen, hogy az egyezmény az inflációs rátára vonatkozóan is tartalmaz előírásokat.

A fentiek szó szerint arra az esetre vonatkoznak, amikor az adósság kamatozása meg egyezik az inflációs rátával, és csak az államháztartási deficit okoz adósságnövekedést. A hazai helyzet ettől lényegesen különbözik. Ez a magyarázata annak, hogy az adósság/GDP ráta annak ellenére végig közel volt a 0,7 arányhoz, hogy a nominális GDP növekedési üteme évi átlagban 22 százalékos volt, és a GDP-hez viszonyított államháztartási deficit messze elmaradt a $0,7 \times 22 = 15,2$ százalékos aránytól. Az adósság/GDP arányának végig gyorsan csökkennie kellett volna. Ez valójában csak 1995 után következett be; igaz, ekkor a tényleges deficit nagymértékben maradt el az említett aránytól.

Azt, hogy az államháztartási deficit sokkal alacsonyabb arányú volt, mint ami a nominális GDP növekedési üteméből és az adósság/GDP arányból következne, négy fő tényező magyarázza. Az egyik az *inflációs adó*, ami – ha nem is teljes nagysága erejéig, de – hozzájárult az államháztartási deficit mérséklődéséhez.

Ennél mindvégig jóval fontosabb szerepe volt annak, hogy az *államadósság nagy része nem belső, hanem külső adósság volt*. Az állam egészen 1995-ig külföldről vette fel az összes adósságának több mint 60 százalékát. A külső adósság aránya 1996-tól gyorsan csökkenni kezdett, és 1997-ben már csak 49 százalék volt. Már szóltunk arról, hogy a külső kamatterhelés forintértéke nem a belső, hanem a külső kamatlábhöz és a belső inflációhoz igazodik. Ezért minél nagyobb a külső adósság hányada az összes államadósságon belül, viszonylag annál kisebbnek kell lennie az államháztartási deficitnek a nagy összes államadósság és a gyors infláció ellenére.

Lényeges szerepe volt 1995-től kezdve annak is, hogy az *államháztartás elsődleges egyenlege pozitív előjelű* és jelentős arányú lett. Végül a deficit nagyságát mérsékelte az is, hogy a *belső adósság jelentős* – bár az idő múlásával csökkenő – *hányada nem piaci kamatozású*. Mindez magyarázza, hogy az államháztartási deficit a mintegy 15 százalék helyett átlagosan csak 3-4 százalékos volt, és csupán 1994-ben emelkedett mintegy 9 százalékra. Ebből az eltérésből az adósság/GDP arány gyors és meredek csökkenésének, az utóbbiból adódóan pedig a reális államháztartási teher folyamatos és erőteljes esésének kellett volna következnie.¹⁵ Távolról sem ez volt azonban a helyzet.

Az államadósság összegének változása ugyanis nagymértékben függött az államháztartás folyó egyenlegén kívül álló tényezőktől. Az első helyen az állam külső adósságnövekedése áll, amely elsősorban a folyó fizetési és a tőkemérleg egyenlegének alakulásától

¹⁵ Ha ugyanis a nominális GDP növekedési üteme gyors, és ezzel egy időben az államháztartási deficit aránya a GDP-hez viszonylag alacsony, az állam eladósodottságának jóval lassabban kell növekednie akkor, ha az államadósság csupán a deficit adósságfinanszírozása miatt nő. De az adósság nőhet akkor is, ha az államháztartás egyensúlyban van, vagy az adósság növekedésének mértéke nagymértékben eltérhet a deficit arányától. Az eltérés szinte mindig jelentős volt a magyar gazdaságban.

függ.¹⁶ A külső adósság növekedési üteme forintban és egyes években (például 1993-ban) meghaladta a 30 százalékot is; ez máris magyarázza, miért nem javult, hanem romlott egyes években az adósság/nominális GDP arány. Ugyanilyen hatása volt néhány más tényezőnek, mindenekelőtt a bankkonszolidációnak, amelynek forrása nagy összegű államkötvény-kibocsátás volt, ami az államadósság további növekedését vonta maga után.

Mint láttuk, a költségvetési deficit tisztán inflációs tényezőre visszavezethető növekedése vagy csökkenése nem tájékoztat jól a pénzügyi egyensúly alakulásáról. Nem biztos, hogy a deficit arányának növekedésével (csökkenésével) romlik (illetve javul) a pénzügyi egyensúly. Most vonható be a képbe a *külső adósságok növekedése*. Ez – a nominális adósság inflációra visszavezethető növekedésével ellentétben – nagyrészt reálértékben jelenti az állam tartozásának növekedését. Az emiatt megemelkedő kamatfizetés reális tehernövekedés. Ha ilyenkor az államháztartás elsődleges egyenlege nem javul, a pénzügyi egyensúly romlása következik be.

Nem biztos, hogy ez megmutatkozik a költségvetés teljes egyenlegének romlásában! Láttuk, hogy mivel az államadósság nagy része külső adósság, és mert a belső adósság nem teljes egészében piaci kamatozású, az államháztartási deficit aránya a GDP-hez képest jóval kisebb lehet az adóssághányad és a nominális GDP növekedési ütemének szorzatánál. Emiatt az adósság/GDP arány az adósság növekvő reálértéke ellenére is eshet, vagy növekedése elmaradhat az előbbiétől. Megfordítva: a deficit/GDP hányad csökkenhet is a reális adósságteher nyilvánvaló növekedése és a pénzügyi egyensúly romlása ellenére. Az infláció torzító hatásával van dolgunk!¹⁷ Ez a hatás annál nagyobb, minél magasabb az inflációs ráta.

A magyar gazdaság a rendszerváltást követő időszakban minderre jó tanulsággal szolgál. A konszolidált államadósság gyors ütemben nőtt, miközben a GDP reálértékben erőteljesen esett. Ez a változás nem mutatható ki egyértelműen az adósság/nominális GDP hányados növekedésében. Legszenbetűnőbb ez a probléma 1993-tól 1995-ig, amikor a hányados alig nőtt, miközben a pénzügyi egyensúly rohamosan romlott. Ellenben 1995-től 1997-ig az arányváltozások már jól tükrözik a reális változásokat. Az inflációs ráta 1995-től újból csökkenésnek indult, és a konszolidált államadósság reálértékben jelentősen esni kezdett. Ezt mind az adósság/nominális GDP arány gyors esése, mind az államháztartási deficit növekedésének megtorpanása és/vagy csökkenése kísérte. A pénzügyi egyensúly valóban javult. A tanulság az, hogy inflációs gazdaságban nagyon óvatosan kell a pénzügyi egyensúly mutatószámait kezelni.

A fiskális szemlélet problémája inflációs gazdaságban

Nemcsak azt kell tudni, hogy az államháztartásban deficitet okozhat az infláció, hanem azt is, hogy az így kialakuló deficitnek milyen a gazdasági hatása. A deficit fogalmához a közgazdasági gondolkodás szinte mindig a keresleti többlet létét kapcsolja, és ezzel

¹⁶ Nagyrészt az MNB volt a külső hitelek felvevője, és az adósságot az MNB adósságaként is nyilvántartották. Itt végig a konszolidált államadósság alakulásával foglalkozunk, amibe természetesen beletartozik az MNB külső adóssága is.

¹⁷ Ezt a hatást gyakran figyelmen kívül hagyják még pénzügyi körökben is. Az MNB egyik éves jelentésében a következő olvasható. „Az államháztartás bruttó adóssága a GDP százalékában mérve 1997-ben jelentős, több mint 8 százalékpontos javulást mutatott.” „Az adósságráta 1997. évi alakulásában elsősorban a gazdasági növekedés gyorsulásának és a költségvetés szufficites elsődleges egyenlegének együttes hatása tükröződik.” A nevezett két tényező hatása vitathatatlan. De a 8 százalékpontos javulásban a nagyobb szerepet bizonyára az a körülmény játszotta, hogy a deficit jóval kisebb volt, mint az adósság/GDP ráta és a nominális GDP növekedési ütemének szorzata (MNB [1997] 101–102. o.). Ugyanerre az összefüggésre azonban rámutat P. Kiss [1998].

együtt azt, hogy az államháztartási deficit expanzív hatású. A második világháborút követő időszakban a keynesi közgazdasági iskola finomított ezen a felfogáson; a deficités költségvetést nem feltétlenül tekinti expanzívnak, a többlettel zárulót pedig nem feltétlenül restriktívnek. A modern keynesi felfogás szerint csak abban az esetben tekinthető az államháztartás expanzív jellegűnek, ha annak egyenlege teljes foglalkoztatás esetén is deficités volna. Ez a megközelítés tulajdonképpen figyelembe veszi a gazdasági konjunktúra vagy dekonjunktúra visszahatását az államháztartás egyensúlyára.¹⁸

Az infláció hatására kialakuló államháztartási deficit más természetű, mint amiről a keynesi felfogású közgazdák tárgyalnak. Náluk – hiszen eltekintenek az inflációtól – a költségvetési bevételek keresletet korlátoznak, a kiadások pedig kivétel nélkül keresletet növelnek. Az utóbbiaknál (például a bérek és a transzferkifizetések esetében) persze csak a marginális fogyasztási hajlandóságot veszik figyelembe. Emiatt a kiadások a keresletet saját nagyságuknál kisebb összeggel növelik ugyan, de közvetlen keresleti hatásuk közel akkora, mint összegük. Egészen más a helyzet az inflációs hatás miatt kialakuló deficit esetében; itt még kevésbé állítható, hogy a deficit expanzív hatású. És ez a probléma teljesen független attól, vajon a gazdaság a teljes foglalkoztatás állapotában van-e, vagy sem!

Az államháztartási deficit akkor expanzív, tehát keresletnövelő hatású, ha a kiadási többletet okozó tételek valóban keresletet támasztanak a piacon. Ilyenek kivétel nélkül a dologi kiadások, a bérek és fizetések, a transzferkifizetések (például a munkanélküliségjuttatások). Más a helyzet a kamatfizetésekkel. Ezek között is különbséget kell tenni aszerint, hogy a kamat pozitív reálkamat vagy inflációs – tehát a kölcsönadók tőkéjének inflációs értéktelenedését ellensúlyozó – kamat. A reálkamat a pénztőke tulajdonosa számára jövedelem, s ha erre tartósan számíthat, befolyásolja fogyasztását, vele együtt költségeit. Ezért ha az állam pozitív reálkamatot fizet, lényegében hasonlóan befolyásolja az összes kereslet alakulását, mint amikor munkabért fizet ki. Ettől gyökeresen eltérő a helyzet, ha az államháztartás által teljesített nominális kamatfizetés csupán az inflációt ellensúlyozza.

Ez a kamat *nem jövedelem*, hanem *csak pénzbevétel* a tulajdonosa számára, hiszen a kapott kamat csak arra jó, hogy megakadályozza az előző években már megtakarított jövedelmek reálértékének esését. Ezért helyes abból kiindulni, hogy az inflációs kamatbevételhez jutó személyek ezt a bevételt nem jövedelemként kezelik, vásárlásaikat emiatt nem növelik. Ha növelnék vásárlásaikat, vagyis a kapott, inflációt kompenzáló kamatot elköltenék, nem pótolnák megtakarításaik inflációs értévesztését, lényegében korábbi megtakarításaikat kezdenék felélni. Ekkor azonban nem megtakarítókként viselkednének.¹⁹ Az összes kereslet alakulása szempontjából mindegy, hogy ki vagy mi nem költ el valamely bevételt: az államháztartás-e vagy azok, akiknek az állam fizet. Ha csak azért jön létre deficit, mert az államnak inflációt kompenzáló kamatot kell fizetnie, a deficit nem növeli a keresletet. Ilyen esetben a deficités államháztartás akkor sem expanzív hatású, ha egyébként a foglalkoztatás teljes.²⁰

¹⁸ Ezzel kapcsolatos a „*full employment surplus*” és a „*full employment deficit*” kategóriája. Egy gazdaságban depresszió idején az államháztartás lehet deficités, de nem azért, mert expanzív beállítottságú, hanem azért, mert depresszió esetén az adóbevételek automatikusan esnek, a kiadások pedig növekednek a beépített stabilizátorok következtében. Ha a GDP ismét nőni kezd, változatlan költségvetési politika mellett is javulna a költségvetés egyenlege, sőt teljes foglalkoztatás mellett többlettel zárulna. Vagyis deficités költségvetés ellenére is lehet a fiskális politika restriktív. Megfordítva: nem biztos, hogy a túlfoglalkoztatás esetén tapasztalható többlet restriktív politikát jelez, mert ha a gazdaság túlfűtött, az expanzív hatású fiskális politika ellenére is többlettel zárulhat a költségvetés, megint a gazdaságnak az államháztartásra gyakorolt visszahatása következtében (*Dornbusch-Fischer* [1987]).

¹⁹ Angol szóhasználatlaltal *savers* helyett mint *dissavers* szerepelnének.

²⁰ Az elmúlt évtizedben erre számos szerző hívta fel a figyelmet itthon és külföldön egyaránt. Többek között: *Blejer-Cheasty* [1991], *Tanzi-Blejer-Teijeiro* [1987], *Dedák* [1994] és *Erdős* [1997], [1998].

Az a tétel, hogy az *infláció okozta deficit nem növeli az aggregált keresletet*, önmagában is fontos. Ráadásul olyan új következtetések levonására is alkalmat ad, amelyek egyaránt nagy jelentőségűek a makrogazdasági összefüggések megértése szempontjából és a gazdaságpolitika számára is. A következtetések csak akkor érthetők meg, ha látjuk, mi a szerepe az inflációs kamatbevételeknek a háztartási megtakarítások és költségek alakulásában, és ezeknek milyen további hatásuk van.²¹ Ezért következő lépésként azt kell megvizsgálnunk, miként alakulnak infláció idején a háztartási megtakarítások.

Infláció, háztartási megtakarítások és makrogazdasági összefüggések

A hazai közgazdasági irodalom elég nyomatékosan mutatott rá már eddig is arra, hogy az infláció torzíja a háztartási megtakarítások statisztikailag rögzített arányát.²² Ezért a hangsúlyt az eddig kevésbé vizsgált összefüggésekre, valamint azokra helyezük, amelyek fontosak a megtakarításokkal kapcsolatos makrogazdasági összefüggések megértésében.

Ha infláció van, különbséget kell tenni *regisztrált* és a *valóságos* háztartási megtakarítások között, ugyanígy a valóságos és a regisztrált háztartási megtakarítási *ráta* közt. Stabil árszint esetén a megkülönböztetésnek nincs értelme. Az eltérést a valóságos és a regisztrált háztartási megtakarítások közt *az inflációt kompenzáló kamatfizetés* okozza: a statisztika a háztartásoknak fizetett *összes* nominális kamatot (vagyis nemcsak az inflációs rátával korrigált reálkamatot) hozzáadja a háztartások korábban meglévő kumulált megtakarításaihoz.

Könnyen érthető, hogy minél gyorsabb az infláció, és minél jobban alkalmazkodnak a nominális kamatlábak az inflációs rátahoz, annál nagyobb arányúnak mutatkozik a regisztrált háztartási megtakarítási ráta. A rendszerváltást követően felgyorsult az inflációs áremelkedés, és a nominális kamatlábak is megemelkedtek. Ennek része volt abban, hogy a statisztikailag rögzített háztartási megtakarítások hirtelen megugrottak. Volt, aki ezt a meglepő, a jövedelmek esésének ellentmondó folyamatot „megtakarítási csodának” nevezte (*Palócz* [1993]). Az is könnyen érthető, hogy ha egyéb tényezők változatlanok, az inflációs ráta hullámzásait és a nominális kamatláb ingadozását a háztartások regisztrált megtakarításának hullámzása kíséri. Nő a megtakarítási ráta az infláció gyorsulásakor, és csökken akkor, amikor az inflációs ráta mérséklődik. Ez a változás annál könnyebben ismerhető fel, minél erőteljesebben ingadozik az inflációs ráta és vele együtt a nominális kamatláb. A magyar gazdaságban a regisztrált háztartási megtakarítási rátának ez a sajátos alakulása szembevető volt, elsősorban a rendszerváltást közvetlenül követő években.²³

Nálunk a rendszerváltást követően az inflációs kamatfizetésen belül a döntő tényező az állam által teljesített kamatfizetés volt, mert az állam vette föl a lakosságtól a legtöbb

²¹ A kérdést a szakirodalom nem különösebben régóta vizsgálja, valószínűleg azért, mert korábban az infláció nem okozott akkora gondot, mint napjainkban. Neves külföldi szerzők is csak ritkán mutattak rá az infláció által a megtakarítások statisztikai felmérésében okozta bonyodalmakra (*Kotlikoff* [1989]).

²² A témával foglalkozó néhány tanulmány: *Simon* [1994], *Palócz* [1993], *Dedák* [1994], *Erdős* [1998]. Újabb az MNB különbséget tesz regisztrált és „inflációsúrt” megtakarítási ráta között. Kiderül, hogy a statisztikailag regisztrált és a valóságos, „inflációsúrt” megtakarítások közt igen jelentős különbség jöhet létre, az inflációs ráta és az ehhez igazodó nominális kamatlábak nagyságától függően.

²³ A statisztikai adatok szerint a regisztrált megtakarítási ráta 1991-ben a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének 18,6 százalékával érte el csúcspontját. Nagy esés következett be 1993-ra, amikor a megtakarítások aránya 5,6 százalékos lett, majd 1995-re ismét jelentősen, 11 százalékra növekedett. Ugyanezen években a nettó, adózással csökkentett nominális betéti kamatlábak a 12 hónapra lekötött betétek után 1991-ben 26 százalék körüliek, 1993-ban kezdetben 15, később 13 százalék körüli évhosszúak, 1995-ben pedig átlagosan 25 százalék körüli szintet érnek el. A fogyasztói árindex az előző évhez képest 1991-ben 135,0, 1993-ban 122,5, 1995-ben pedig 128,2.

hitelt. Természetesen inflációs kamatot nemcsak az államháztartás fizethet és fizet a háztartásoknak, hanem a vállalati szektor is. Mivel azonban Magyarországon nagyrészt az állam volt a belső hitelfelvevő, figyelmünket elsősorban, de nem kizárólag az állam által teljesített inflációs kamatfizetésre fordítjuk.²⁴

Láttuk, hogy az inflációs kamatfizetés torzítja a regisztrált háztartási megtakarításokat. E torzító hatás az alapvető makrogazdasági összefüggéseknél is jelentkezik, éppen azzal kapcsolatban, hogy az infláció növeli a regisztrált háztartási megtakarítási rátát és egyúttal az államháztartás teljes deficitjét.

A gazdaság belső és külső egyensúlyát vagy egyensúlyhiányát kifejező alapvető összefüggés, hogy a háztartások megtakarításainak nagyságához képest egy adott időszakban, rendszerint egy évet alapul véve, mekkora a vállalatok és az állam hiteligenye, továbbá az áruk és a szolgáltatások exportjának többlete. A háztartások megtakarítása azt jelenti, hogy a háztartások a rendelkezésükre álló jövedelem ekkora részét nem használják fel, vagyis az adott időszakban megtermelt GDP ugyanekkora része eladatlan. Ha ezzel egyenlő értékű a vállalati és az állami hiteligeny, továbbá az elért exporttöbblet, a megtermelt GDP-t teljes egészében realizálják: sem eladatlan többlet, sem hiány nem képződik. A feltételezés ugyanis az, hogy mind a vállalatok, mind az államháztartás azért vesznek fel hitelt, hogy azt elköltsék; beruházásokra (vállalatok) és/vagy áruk és szolgáltatások vásárlására fordítsák (államháztartás). Ekkor a vállalati beruházások, az állami áru- és szolgáltatásvásárlás, valamint az exporttöbblet együttesen felszívják mindazt az eladatlan többletet, ami a háztartási megtakarítások miatt jött létre. Ezt az alapvető összefüggést fejezi ki az

$$S_h = I_c + D_s + NX \quad (3)$$

egyenlet, ahol S_h jelöli a háztartási megtakarításokat, I_c a vállalati szektor hiteligenyét, D_s az állam hiteligenyét (ami egyenlő az államháztartás deficitjével), míg NX az exporttöbbletet. Természetesen az NX lehet pozitív és negatív előjelű is. Ez arra hívja fel a figyelmet, hogy a vállalati és az állami hiteligenyek együttes nagysága meg is haladhatja a háztartási megtakarítások összegét. Ilyenkor a belső aggregált kereslet nagyobb, mint az aggregált kínálat. Ebben az esetben a kereslet és a kínálat csak úgy kerülhet egyensúlyba, ha NX negatív előjelű, vagyis az áruk és szolgáltatások importja nagyobb, mint exportjuk. A belső felhasználási többletet kiegyenlíti a külső források bevonása. Azt is mondhatjuk, hogy a belső felhasználási többlet hiányt okoz a folyó fizetési mérlegben, és külön kérdés az, hogy e hiány miként fedezendő.²⁵

A magyar gazdaságban már régóta komoly gondot okoz a folyó fizetési mérleg hiánya, és a vállalati és állami hiteligeny együttes nagysága tartósan meghaladja a háztartási megtakarítások összegét. Ezzel rendszerint együtt járt, hogy nagyarányú volt az államháztartás deficitje. A következtetés mindig az volt, hogy a folyó fizetési mérleg hiányát az államháztartás deficitje okozza.²⁶ E deficit nélkül vagy jelentősen kisebb deficit mel-

²⁴ A vállalati szektor és az államháztartás nagyrészt nem közvetlenül vesz fel hitelt a háztartásoktól, hanem pénzügyi közvetítőkön, főként bankokon keresztül. Ezért a vállalati szektor és az állam által fizetett kamat csak részben, de mégis nagy részben kerül a háztartási megtakarítókhoz. Az eltéréstől többnyire eltekintünk, és csak bizonyos összefüggések, például az inflációra való visszahatás vizsgálata során vesszük számításba.

²⁵ A folyó fizetési mérleg hiánya önmagában nem jelent bajt. Ha összegét kiegyenlíti a nettó működőke-import, ha a felhalmozott külső adósság összege viszonylag csekély, ha a versenyképesség gyorsan javul, ha a hiánnyal együtt gyorsan nő a versenyképességet szolgáló beruházási javak importja, a folyó fizetési mérleg deficitje nem okozhat gondot. Most azonban nem ezzel foglalkozunk, mert a téma egyszerűen a belső és a külső egyensúly közti összefüggések vizsgálata.

²⁶ E kérdést nagyon sok cikk és tanulmány elemezte, és a téma állandóan foglalkoztatta a gazdaságpolitikusokat. Néhány ilyen jellegű írás: *Békési* [1995], [1997], *Bokros* [1996], *Köves* [1995], *Hollósi* [1997].

lett, úgymond, a belső felhasználás nem haladná meg a belső kínálatot, s a külső egyensúly helyreállhatna. Ez a gondolatmenet és állítás mindaddig hibátlan, ameddig nincs inflációt kompenzáló kamatfizetés, és ameddig a költségvetés deficitje nem duzzasztja fel az állami hitelignyt, továbbá a háztartási megtakarítások összegét és arányát.

Az *inflációs kamatfizetés azonban alapvetően megváltoztathatja a képet*. A változást egy nagyon egyszerű modell alapján vizsgáljuk. Feltételezzük, hogy inflációs kamatfizetést csak az állam teljesít, mondjuk azért, mert *eddig* csak az állam vett fel hitelt; a vállalati szektor a kölcsönök felvételét csak az adott évben kezdi el. (Ezt a korlátozást később feloldjuk.) Az egyszerűség kedvéért azt is feltesszük, hogy a reálkamatláb zéró százalék, vagyis a nominális kamatláb pontosan megegyezik az inflációs rátával. Ezekből a feltételezésekből kiindulva tegyük fel, hogy a háztartások regisztrált megtakarítási rátája a GDP-hez viszonyítva 8 százalék, a vállalati szektor hitelignye ugyancsak 8 százalék, az államháztartás deficitje a GDP-hez képest 6 százalék, végül a folyó fizetési mérleg deficitje 6 százalék.

A (3) egyenlet alapján azt kell mondanunk: az állam és a vállalati szektor együttes hitelignye a háztartási megtakarításokkal szemben a $GDP\ 8 + 6 = 14$ százalékát teszi ki. Ennek teljesítése és a felvett hitelek elköltése azt eredményezi, hogy az így létrejövő belföldi keresleti többlettel együtt a folyó fizetési mérleg deficitessé válik. A létrejövő deficit aránya éppen annyi, amennyivel az összes hiteligny százalékos aránya meghaladja a lakossági megtakarítási rátát. Ez azonban azt is sugalmazza: mivel a folyó fizetési mérleg hiánya 6 százalék, és az állami hitelfelvétel is 6 százalék, a folyó fizetési mérleg hiánya az államháztartás deficitjére vezethető vissza.²⁷ Ha nem volna államháztartási deficit, az összes hiteligny pontosan egyenlő volna a háztartási megtakarításokkal. Ezek GDP-hez viszonyított aránya megegyezne egymással, a folyó fizetési mérleg hiánya eltűnne, illetve nem is jelentkezne. A külső egyensúlyhiány megszüntetése az államháztartás hiányának felszámolásán múlik. A kormányzatnak restriktív fiskális politikát kell folytatnia.

Ebben az érvelésben azonban *komoly hiba* van. Az okfejtés hallgatólagosan olyan modellfeltételezésen alapul, ahol a költségvetés deficitje inflációs kamatfizetések nélkül jön létre. Ha alaposan végiggondoljuk az utóbbiak szerepét, rájövünk: a regisztrált háztartási megtakarítások nem lehetnek függetlenek sem az államháztartási deficitnek az inflációs kamatfizetés miatt fellépő növekedésétől, sem pedig annak csökkenésétől.

A fenti példát folytatva (és ahhoz az egyszerűség kedvéért hozzátevé, hogy csakis a költségvetés deficitje duzzasztja fel a háztartási megtakarításokat) arra a következtetésre jutunk: *az inflációs kamatfizetés miatt fellépő államháztartási deficitnek a csökkenése nem javítja a folyó fizetési mérleg egyenlegét*. Nem is javíthatja! Az infláció okozta deficit nem szívja fel a reál-GDP egy részét, hiszen a háztartások a kapott kamatot, ez nem lévén valóságos jövedelem, nem költik el. Ha tehát nincs belső felhasználási többlet, a belső kereslet nem nő, így ez nem indukálhat többletimportot, nem okozhat romlást a folyó fizetési mérlegben.²⁸ Megfordítva: a költségvetési deficitnek az inflációs kamatfizetés esése miatt bekövetkező csökkenése nem javíthatja a folyó fizetési mérleget.

Ugyanez bemutatható a (3) egyenletre támaszkodva. Ha D_s (vagyis az állam hiteligné-

²⁷ Ezzel kapcsolatos az *ikerdeficit* fogalma: a költségvetés deficitjét a folyó fizetési mérleg közel azonos nagyságú deficitje kíséri. E fogalomhoz kapcsolódik az is, hogy a költségvetés deficitje a meghatározó, ha van ikerdeficit, a folyó fizetési mérleg deficitje tekinthető okozatnak. Az ikerdeficit inkább a volt szocialista országokban volt megfigyelhető, a fejlett országokban kevés példa hozható fel rá.

²⁸ Az ikerdeficit fogalma viszont arra utal: az államháztartás deficitje fizetési mérleg-deficitet okoz. Rendszerint nincs utalás arra, hogy ez csak akkor igaz, ha nem az inflációs kamatfizetés hozza létre az államháztartás deficitjét. Ez széleskörűen elterjedt hiba, a napi sajtóban is gyakran találkozhatunk vele (*Bossányi* [1999]).

nye), vele együtt az államháztartás deficitje a fenti ok miatt csökken, akkor ugyanekkora összeggel S_h , vagyis a regisztrált háztartási megtakarítások nagysága is csökken, így a folyó fizetési mérleg deficitje változatlan marad. Emiatt most D_s és S_h ugyanazon irányban és nagyságban változik. (A fenti számpéldában: ha a költségvetés deficitje az infláció felszámolása miatt 6-ról 0 százalékra esne, a regisztrált háztartási megtakarítások aránya 8-ról 2 százalékra csökkenne, a folyó fizetési mérleg hiánya pedig $8 - 2 = 6$ százalék lenne.²⁹ Ez egyenlő a vállalati hitelfelvétel aránya és a háztartási reálmegtakarítási ráta különbségével.) Mindebből következik, hogy *nem azért deficités a folyó fizetési mérleg, mert az államháztartásban az inflációs kamatfizetés miatt hiány mutatkozik, hanem azért, mert a vállalati hiteligényekhez képest a lakossági megtakarítások aránya túl alacsony.*³⁰

Mindezek alapján rendkívül fontos kérdés merül fel. Ha a folyó fizetési mérleg hiánya túlzott mértékűnek, illetve számos tényező miatt fenn nem tarthatónak minősül, helyes-e a külső egyensúly javítása érdekében az állami költségvetés, illetve az államháztartás deficitjének csökkentésére törekedni? Helyes-e ez akkor is, ha tudjuk: nem az államháztartás hiánya az oka a fizetési mérleg hiányának? A kérdést az teszi nagyon fontossá, hogy nálunk a gazdaságpolitika részben az államháztartási deficit leszorításán keresztül igyekezett javítani a külső mérleg egyensúlyát.³¹ Az utóbbit pedig nem lehetett egyszerűen az államháztartás valóban nagyra nőtt deficitjével magyarázni, hiszen azt nagyrészt éppen az inflációs kamatfizetés váltotta ki.³²

A fő problémát az okozza, hogy az inflációs kamatterhek tulajdonképpen csak az inflációs ráta leszorításával csökkenthetők, továbbá az, hogy a fizetési mérleg hiányának esetleg egyáltalán nem a költségvetés deficitje az oka. Ha a kormányzat úgy dönt, hogy a külső mérleg hiányának csökkentése érdekében restriktív költségvetési politikát kell folytatnia, és úgy látja, hogy ezt *sürgősen* meg kell valósítania, akkor a költségvetés elsődleges egyenlegének javítására kényszerülhet. Paradox módon nem tud olyan eszközöket alkalmazni, amelyek közvetlenül azokat a tényezőket érintik, amelyek a költségvetés deficitjéhez és a folyó fizetési mérleg hiányához vezettek.

A kormányzat nem csökkentheti a nominális kamatlábakat. Ezt egyrészt nincs is módjában megtenni, mert azokat döntően a piac határozza meg a pénzkereslet és -kínálat alakulásán keresztül. A kamatláb persze befolyásolható. Ha a nominális kamatlábat sikerül mérsékelni, akkor kezdetben csökkenhet az államháztartás kamatterhe. Ha azonban az inflációs ráta nem csökken, vagy csak lassabban mérséklődik, mint a nominális kamatláb, a reálkamatláb csökken, ami rontja a háztartások megtakarítási hajlandóságát.

²⁹ Lényegében ugyanez a helyzet akkor, ha bekapcsoljuk a vizsgálatba a vállalatok esetleges inflációs kamatfizetéseit is. A különbség az lenne, hogy mind a háztartások regisztrált megtakarítása, mind a vállalati hiteligény nagyobb volna, és a folyó fizetési mérleg egyenlege változatlan maradna. Azaz ez ugyanúgy érinti a külső egyenleget, mint az állam inflációs kamatfizetése.

³⁰ A pontosság kedvéért bizonyos fenntartással kell élni. Az inflációt kompenzáló kamatbevétel egy – nem meghatározó – részét elköltik. A háztartási megtakarítók egy része nem mentes a pénzillúziótól, ők az így kapott kamatot is jövedelemként kezelik, és vásárlásra használják. A bankok és pénzintézetek közvetítik a hitelek túlnyomó részét az állam és a háztartási megtakarítók között, és ezek jövedelemben részesülnek az állam által fizetett kamatból, amit részben elköltenek. Következésképpen az inflációs kamatfizetések növekedése a vásárlások szerény mértékű növekedésére, esése pedig mérsékelt csökkenésükre vezet. Ennyiben az államháztartási deficit inflációs kamatfizetés okozta változásai mégiscsak befolyásolják a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Ugyanez érvényes a vállalatok inflációs kamatfizetéseire.

³¹ A deficit csökkentését szolgáló intézkedések hozzátartoztak az úgynevezett Bokros-csomaghoz. A csomag további elemei közvetlenül a folyó fizetési mérleg javítását szolgálták: a forint egyszeri jelentős reálértékelése, a vámpótlék átmeneti bevezetése. Az utóbbi egyúttal az államháztartási deficit csökkentéséhez is hozzájárult.

³² Ebben az időben a gazdaságpolitikuskok körében általános volt a meggyőződés, hogy az államháztartás deficitje minden körülmények között fizetésimérleg-hiányt okoz. A pénzbevétel az emberek – marginális költségei hajlandóságunknak megfelelően – vásárlásra költik. Ezért tűnt teljesen helyesnek az a törekvés, hogy a költségvetés deficitjét minél kisebbre kell szorítani, függetlenül attól, mi a deficit konkrét oka.

Kiderül: a nominális kamatlábnak lényegében az inflációval együtt kell mérséklődnie; gyors csökkenésére és vele együtt az államháztartási deficit gyors leszorítására nem számíthat a gazdaságpolitika. Ráadásul ha a költségvetés deficitje az infláció és a nominális kamatlábak esése miatt lesz kisebb, ettől még a folyó fizetési mérleg hiánya nem mérséklődik jelentősebb mértékben.³³

Ha nem az államháztartás deficitje okozza a fizetési mérleg hiányát, annak oka, mint láttuk, csak az lehet, hogy a háztartások reálmegtakarítása túl alacsony a vállalati hitel-igényekhez és az ezekből finanszírozott beruházásokhoz képest. Ezt az aránytalanságot azonban nem könnyű megszüntetni. Ez nem megy kamatpolitikával, mert a háztartások megtakarítási hajlandóságának növelése a kamatláb emelését írná elő, ez azonban a beruházások csökkenésével járna.³⁴ Ott, ahol sok szempont miatt a beruházások növelésére volna szükség, még átmenetileg sem fogadható el a csökkentésük. Magyarországon például 1995-ben nem volt elfogadható alternatíva a beruházások leszorítására irányuló politika, mert létkérdés volt a termelési szerkezet átalakítása, ami nem megy a beruházások növelése nélkül.

Elvileg megoldás lehet (sőt ha van rá lehetőség, ez a legjobb megoldás) a lakossági fogyasztás átfogó bér-ár egyezmény keretében történő csökkentése. Ebben az esetben *a*) növekszik az exportálható áruk mennyisége, javulhat a fizetési mérleg; *b*) a növekvő exporttal együtt nő a vállalatok profitja; *c*) nagyobb lehet a vállalati szektor reálmegtakarítása, kisebb a hiteligénye a háztartási megtakarításokkal szemben, vagyis egyszerre javulhat a belső és a külső egyensúly. Mindez az infláció gyorsulása nélkül mehet végbe, sőt annak lassulása is bekövetkezhet, éppen az általános bér-ár megállapodás alapján. Ha az infláció tényleg lassul, az inflációs kamatterhek mérséklődése miatt csökken az államháztartás deficitje. Nem vitatható, hogy ez a legjobb megoldás, ha egy ilyen megállapodás politikai feltételei adóttak.

Ha nem sikerül olyan megállapodást kötni, amelynek keretében a bérből élők beletnyugszanak a reálbérük átmeneti – és lehet, hogy nem is kismértékű – csökkentésébe, nincs más hátra, mint az adóterhek növelése és/vagy a költségvetés kiadásainak csökkentése. *Tehát akkor is költségvetési restriktóra kerülhet sor, amikor a fizetési mérleg hiányát nem az állam túlköltekezése váltja ki.* Akkor is, ha csak látszólag van túlköltekezés, mert az államháztartás hiányát az inflációt kompenzáló kamatfizetés okozza. Ez a megoldás persze nem tekinthető optimális, hanem csak „*second best*” megoldásnak, de bizonyos esetekben nem kerülhető meg. A magyar gazdaságban 1995-ben ilyen döntésre került sor: restriktív költségvetési politikát kellett alkalmazni. A politika indoklása során viszont hiba volt azt állítani, hogy egyszerűen az államháztartás deficitje vezetett a folyó fizetési mérleg súlyos hiányához.³⁵ Az ilyen politika szükségképpen nagy viharokat kavart, mert vagy adónövelést feltételez, vagy olyan kiadások reálértékének csökkentését (az állami alkalmazottak reálbérének, a transzferkifizetéseknek a csökkentését és/vagy a

³³ Csak annyiban mérséklődne, amennyiben az inflációs kamatfizetés a pénzillúzió keresztlínáson keresztül pótlólagos vásárlást okoz, és amilyen mértékben a pénzügyi közvetítők jövedelme az inflációs kamatfizetés csökkenése miatt esne.

³⁴ A kamatláb emelésének hatása a megtakarításokra és a beruházásokra egyébként is bizonytalan és erőteljesen vitatott. A neoklasszikus iskola szerint a kamatláb a beruházások és a megtakarítások egyensúlyának döntő meghatározó eszköze. A keynesi gazdaságtan azonban kétségbe vonja, hogy köztük a kamatláb egyensúlyt képes teremteni. A kételkedésben a gazdaságpolitikuskok nagy része is osztozik. Szerintük sem kielégítő mértékű, legalábbis minden periódusban, a megtakarítások és a beruházások kamatrugalmissága.

³⁵ Mindazonáltal az állításban volt viszonylagos igazság. Részben olyan alapon, hogy persze szigorúbb fiskális politika és így kedvezőbb pozíciójú elsődleges egyenleg mellett a folyó fizetési mérleg kevésbé lett volna deficitese. De azért is, mert nemcsak a teljes államháztartás, hanem annak elsődleges egyenlege is deficitese volt. Ez utóbbi már maradéktalanul keresletnövelő hatású, hozzájárul a fizetési mérleg deficitjéhez, és máris restriktív költségvetési politikát indokol. Az persze, hogy a fiskális restriktív a mértékét és részleteit tekintve mennyire helyeselhető, külön vizsgálat tárgya lehet.

szociális kiadások lejjebb szorítását stb.), amelyek nagyon érzékenyen érintik a lakosság nagy részét.

Számunkra most nem az 1995-ben életbe léptetett megszorító intézkedések értékelése fontos, hanem a közgazdasági tanulságok levonása. Ezek tömören összefoglalva a következők:

1. *Infláció esetén* és akkor, amikor az állam belső eladósodása jelentős, *az államháztartás deficitje nem feltétlenül váltja ki a folyó fizetési mérleg hiányát*, még abban az esetben sem, ha a deficit nagyarányú. Ez nincs ellentmondásban azzal az alapösszefüggéssel, hogy ha a vállalatok és az államháztartás hiteligénye együttesen meghaladja a háztartási megtakarítások nagyságát, a folyó fizetési mérlegnek deficitessé kell lennie. Az államháztartás deficitje ugyanis, ha infláció van, nem biztos, hogy keresletet támaszt, hogy háztartási megtakarításokat szív fel. Éppen megfordítva: maga a deficit „teremt” regisztrált háztartási megtakarítást. A statisztikákban az államháztartás deficitjével együtt a számított megtakarítás is nő. Ha más tényezők miatt deficitessé a folyó fizetési mérleg, ezt ilyenkor látszatra az államháztartási deficit okozza.

2. *Restriktív fiskális politikára akkor is szükség lehet*, ha az államháztartás deficitjének semmi köze sincs a folyó fizetési mérleg deficitjéhez, sőt még akkor is, *ha az államháztartás elsődleges egyenlege többletet mutat*. Ha a külső egyensúly javítására feltétlenül szükség van, az államnak fel kell használnia minden rendelkezésére álló eszközt. Az elsődleges egyenleg többletének növekedése természetesen javítja mind az államháztartás teljes egyenlegét, mind a folyó fizetési mérleg egyensúlyát. Ekkor persze közvetlenül az elsődleges egyenleg többletének növekedése a fizetési mérleget javító tényező, nem pedig a teljes deficit csökkenése. Elég gyakran előfordul, hogy fiskális restriktíót kell alkalmazni akkor is, amikor az államháztartás nem okolható a külső egyensúlyhiányért. Az államháztartásnak ugyanis mindenképpen feladata a gazdasági stabilitás helyreállítása.

3. *Ha az államháztartás az inflációs kamatfizetés miatt deficitessé*, de elsődleges egyenlege többletet mutat, *az állam reálértelemben a költségvetés deficitje ellenére is megtakarítónak számít*. Makrogazdasági síkon a pénzmegtakarítások három fő részből tevődhetnek össze. Legjelentősebb rész a háztartások nettó megtakarítása.³⁶ Előfordul, hogy a vállalati szektor is nettó pénzmegtakarító. (A vállalati szektor azonban rendszerint nettó hitelfelvevő.³⁷) Végül pénzmegtakarító lehet az állam is, ha az államháztartás többlettel zár. Azonban, mint láttuk, infláció esetén, a deficit ellenére is lehet az állam megtakarító, ha az államháztartás elsődleges egyenlege pozitív előjelű, és teljes egyenlege az inflációs kamatfizetés miatt deficitessé.³⁸

4. Reálmegtakarítást elérő deficitessé államháztartás csak első hallásra tűnik ellentmondónak. Ha az elsődleges egyenleg többlettel zárul, máris arról van szó: az állam nem költi el az összes jövedelmét. Az el nem költött jövedelem nem más, mint megtakarítás. Igaz ugyan, hogy az állam inflációs kamatot is fizet. Az elsődleges többlet miatt azonban kevesebb hitelt kell felvennie, mint amekkora összegű az általa fizetendő kamat. Ez egyértelmű azzal, hogy az állam belső tartozásának csökken a reálértéke. A csökkenés éppen akkora értékű, amekkora az elsődleges egyenleg többlete. Azt is mondhatjuk: ilyen-

³⁶ A nettó háztartási megtakarítások összegéhez számításba kell vennünk a háztartások hitelfelvételét is. (A nettó megtakarítás mindig: bruttó megtakarítás mínusz hitelfelvétel.)

³⁷ A vállalati szektor azonban mindig megtakarító, ha nem csak a pénzmegtakarításokat vesszük számításba. Az a saját profit, amit beruházásra fordítanak, nem más, mint megtakarítás. Sőt a GDP amortizációként elszámolt része is megtakarítás. A GDP-nek mindazon része, amit nem fogyasztanak el, megtakarítás.

³⁸ Ez szó szerint akkor igaz, amikor a reálkamatláb nulla százalék. Ha van pozitív reálkamatláb, az állam kamatfizetési sem korlátozódnak az inflációs kamatterhekre. Ebben az esetben a helyes tétel a következő: az állam az államháztartás teljes deficitje ellenére lehet megtakarító, ha a reálkamat-fizetéseket is magában foglaló *operacionális egyenleg* pozitív előjelű.

kor az állam számára a belső tartozása reálérték-csökkenésében mutatkozik meg a megtakarítás. Megjelenik az állam megtakarítása a pénzpiacon is. Mivel az állam ilyenkor kevesebb hitelt vesz fel, mint amennyi kamatot kifizet, a különbség növeli a pénzmegtakarítások kínálatát azok keresletével szemben; itt találkozunk az államháztartás által elért reálmegtakarítás pénzügyi oldalával.

Infláció és jövedelmezőség

Infláció és profit

A közhiedelem azt tartja, sőt gyakran szakmai körökben is azt hangoztatják, hogy inflációs időkben a vállalatok profitjának reálértéke, továbbá profitrátája is nagyobb, mint amikor az általános árszint nem emelkedik. Gyakran olvashatunk a vállalatok inflációs nyereségéről. Természetesen infláció esetén egyes vállalatok profitjának reálértéke valóban jelentősen megnőhet, de ezt más vállalatok profitjának esése kísérheti. A közhiedelem azonban a vállalati szektor egészének profitjára vonatkozik!

Rendszerint elkerüli a figyelmet, hogy az infláció miatt nemcsak az árak, hanem a költségek is emelkednek, továbbá, hogy az infláció mindkettőt egyenlő ütemben növelheti. És akármelyik költségelemet nézzük, nem lehetünk biztosak abban, hogy szükségképpen lassúbb ütemben nő az árnál. A bérekre sem mondható ez el. A kérdésre csak akkor adható válasz, ha meg tudjuk mondani, hogy makrogazdasági síkon milyen hatást gyakorol az infláció az árak és a költségek különbségére.

A probléma könnyen megoldható a *kaleckiánus profítelméletre* támaszkodva.³⁹ Ez az elmélet pontosan arra ad választ, hogy makrogazdasági síkon mitől függően alakul az árak és a költségek közti különbség. E különbséget meghatározó tényezőket ismerve, határozottan állítható: az infláció a vállalati szektor profitját reálértékben nem növeli, hanem inkább csökkenti, és kedvezőtlenül befolyásolja a profitráta alakulását is. A kedvezőtlen hatás annál erőteljesebb, minél nagyobb az inflációs ráta. Ezek az összefüggések adalékul szolgálnak arra nézve, hogy *az infláció a gazdasági növekedésre nem előnyös*, hanem kifejezetten hátrányos.

A profit makrogazdasági síkú alakulása a legegyszerűbben a következőképpen érthető meg: a vállalatoknak vannak olyan kiadásai, amelyek egyúttal bevételt jelentenek a vállalati szektor egésze számára. Ezek az anyagra, energiára és bérekre fordított kiadások. Makrogazdasági síkon nem vezethető le belőlük az árak és a költségek közti különbség. A vállalatoknak vannak még beruházási kiadásai,⁴⁰ a tulajdonosoknak pedig fogyasztási kiadásai. E kiadások, hasonlóan az előbb említettekhez, növelik a vállalati

³⁹ Megalkotója a keynesi iskolához tartozó lengyel származású közgazdász, M. Kalecki (1899–1970). Profítelméletét több más műve mellett a *Theory of Economic Dynamics* című könyvében fejtette ki (*Kalecki* [1954]). Az elmélet széles körben nem ismert és nem is elfogadott, noha korrekt, szellemes és kitűnően alkalmazható a makrogazdasági elemzések területén. Sokan averzióval élnek vele szemben, részben azért, mert *látszólag* ellentmond a mindennapi tapasztalatnak és a „józan” észnek, ezért nem könnyű megérteni. Feltehetően azért is, mert összeegyeztethetetlen a határtermelékenységre támaszkodó elosztási elmélettel. Nem illeszthető bele az uralkodó gazdaságelméletbe sem. Ezért sokan úgy tartják, nem is tanácsos elfogadni. Nem lehet tudni, hogy itthon a megértés hiánya, a kényelmességre hajlamos gondolkodásmód vagy inkább az óvatosság magyarázza-e jobban az elmélettel szemben megnyilvánuló értetlenséget. A neves külföldi közgazdászok közül a kaleckiánus profítelmélet híve többek között N. Kaldor (*Kaldor* [1960], [1964]), J. Robinson és J. Eatwell. Magyarországon Erdős Péter tette az elméletet először ismertté (*Erdős* [1966], [1976]). E cikk szerzője is e profítelméletet fogadja el.

⁴⁰ A beruházási kiadásokba bele kell venni a készletnövelés összegét is. Vagyis az árak és a költségek különbsége függ az állótöke-beruházás és a készletnövelés összegétől, természetesen makrogazdasági síkon.

szektor bevételeit, de nem a költségeit. Itt tehát már jelentkezik különbség árak és költségek közt. Gond csak a beruházások azon részével van, amely amortizációs leírásra kerül, és amelyet a vállalatok költségként elszámolnak. Ezért azt mondhatjuk: makrogazdasági síkon az amortizációs leíráson felüli nettó beruházás, hozzáadva a tulajdonosok fogyasztási kiadásait, határozzák meg első megközelítésben az árak és a költségek különbségét.

A következő lépésben három bonyolító tényezőt kell figyelembe venni. Az első tényező az állammal kapcsolatos. Az állam *adót* vet ki és költ el. Az adó a vállalati szféra számára kiadás, ami megtérül, ha az állam az összes adóbevételét elkölti.⁴¹ Ha ez nem így van, a vállalati szektor profitja a beruházások és a tőkés fogyasztás összegénél nagyobb vagy kisebb. Kisebb, ha az adók egy részét az állam nem költi el, vagyis ha az államháztartás többlettel zárul, és nagyobb, ha az állam többet költ adóbevételeinél, vagyis ha az államháztartás deficitcses.

A következő bonyolító tényező *a folyó fizetési mérleg egyenlege*, ami lehet aktív vagy passzív. Az aktívum azt jelenti, hogy a külső gazdasági kapcsolatok hatására az aktívum összegével egyenlő pótlólagos vásárlóerő lép fel a hazai vállalati szektorral szemben. A passzívum azt jelzi, hogy vásárlóerő áramlik külföldre. Az aktívumnak, illetve passzívumnak megfelelően távolodnak az árak a vállalati szektor költségeitől felfelé, vagy esnek lefelé, a költségek felé. Ezért a folyó fizetési mérleg aktívuma saját összegével növeli a vállalati szektor profitját, passzívuma pedig ezt saját összegével csökkenti.⁴²

Végül a harmadik bonyolító tényező *a bérből élők megtakarítása vagy túlköltekezése* az adott évben realizált jövedelmükhöz képest.⁴³ Ha a bérből élők megtakarítanak, a vállalatok költségeiknél ekkora összeggel kevesebbet realizálnak. Ellenkező esetben fordított az eredmény. Következésképpen a bérből élők megtakarítása csökkenti, túlköltekezése, negatív megtakarítása pedig növeli a vállalati szektor profitját.

Összefoglalva: ha elvonatkoztatunk az állam és a külgazdasági kapcsolatok szerepétől, a profit nagyságát makrogazdasági síkon a vállalati beruházások és a vállalat tulajdonosainak fogyasztása határozza meg. Az így kapott összeget korrigálni kell a bérből élők megtakarításaival.⁴⁴ A profit összege módosul az állam és a külső gazdasági kapcsolatok hatására. Az államháztartás egyenlege saját összegével növeli a profitot, ha az egyenleg negatív előjelű, és csökkenti, ha pozitív előjelű. A folyó fizetési mérleg egyenlege növeli

⁴¹ Ez könnyen érthető, ha a vállalati nyereségadót nézzük. Az összefüggés bonyolultabb akkor, ha a forgalmi és a fogyasztói adót vesszük számításba. Miattuk nagyobb az ár, mint nélkülük, ezt az ártöbbletet azonban befizetik a költségvetésbe. A vállalatok tehát emiatt nem jutnak haszonhoz. Ha viszont az állam ezeket az adókat nem költené el, a bérből élők kevesebbet tudnának vásárolni, hiszen bérük egy része a forgalmi és fogyasztói adók miatt az államháztartásba áramlik: a bérköltség tehát csak részben térül meg a vállalatok számára. Ha viszont az állam a befolyó adókat teljesen elkölti, a vállalatok összes bérköltsége visszatérül. Az összefüggés egyszerűbb a béreket terhelő egyes adók esetében. Ezek miatt a bérből élők vásárlása kevesebb a vállalati bérköltségek összegénél. De amit nem térít vissza a bérből élők vásárlása, visszatérítik az állami kiadások, ha az állam az összes adóbevételt elkölti.

⁴² Az aktívum vagy passzívum a saját teljes összegével növeli vagy csökkenti a vállalati szektor profitját. Nem kell ugyanis arra gondolni, hogy mondjuk az exporttöbbletként jelentkező áruk árának csak egy része profit, nagyobb része költség. Makrogazdasági síkon ugyanis a költségek automatikusan megtérülnek a vállalatok számára. Minden költség egyúttal a vállalati szektor bevétele, mert minden kiadás az eladók bevétele. És éppen a vállalati szektor az eladó.

⁴³ Ide tartoznak mindazok, akik nem profitjövdelemben részesülnek, tehát például a nyugdíjasok is. A bérből élők gyűjtő kategória: a nem profitból élőket tartalmazza.

⁴⁴ A tétel tulajdonképpen azon alapszik, hogy a profit realizált profit, a profit realizálása pedig nem mehet végbe vásárlások nélkül. Makrogazdasági síkon nem a bérből élők vásárlása realizál profitot, hiszen amit a bérből élők megvásárolnak, nem lehet más, mint bér. Tőkés vásárlás, illetőleg a nem bérből élők vásárlása szükséges ahhoz, hogy profit realizálódhassék.

a profitot, ha a mérleg aktív, és csökkenti, ha a mérleg egyenlege passzív.⁴⁵ Ezzel megvan minden feltételünk ahhoz, hogy megállapítsuk, milyen hatást gyakorol az infláció a vállalati szektor profitjára és az elérhető profitráta. Azt kell megvizsgáljunk, hogy miként befolyásolja az infláció az imént felsorolt profitelemek nagyságát.

Vegyük először a *vállalati beruházásokat!* Az első gondolat, hogy az infláció miatt magasak a nominális kamatlábak, és a magas kamatláb miatt „kiszorítási hatás” érvényesül; a vállalati beruházásoknak esniük kell, emiatt a profit alacsony szintű lesz.⁴⁶ Figyelembe kell azonban venni, hogy az infláció miatt nem a reálkamatláb, hanem a *nominális kamatláb magas*. A várható profitrátaival azonban a reálkamatláb mérendő össze, és mivel az infláció egymaga semmit sem mond a reálkamatláb nagyságáról, így nem következtethetünk az inflációnak a beruházásokra gyakorolt hatására sem.

A nominális kamatláb nagysága másképpen jön számításba. Ha ez az infláció miatt magas, azért magas, mert kompenzálnia kell a kölcsönadott tőke reálértékének inflációs erodálódását. Éppen ezért az *inflációs értékvesztést kompenzáló nominális kamat nem más, mint a kölcsönvett tőke implicit törlesztése*. Minél gyorsabb az infláció, és minél magasabb a nominális kamatláb, annál gyorsabb a tartozás törlesztése, annál nagyobb a szakadás a tényleges és a kölcsönszerződésben rögzített törlesztési határidő között. Mivel a vállalati beruházások egy részét hitelfelvétellel finanszírozzák, érthető, hogy az infláció és a magas nominális kamatláb nem tesz jót a vállalati beruházásoknak.⁴⁷ Ezért máris azt mondhatjuk, az infláció a vállalati szektor profitját reálértékben mérsékli.

Hasonló beruházási hatás érvényesülhet egy másik összefüggésen keresztül is. Az amortizációs leírás elértéktelenedik infláció esetén, ha az állótőke-állományt nem értékeli újra az inflációs rátának megfelelően. Ebben az esetben a könyv szerinti profit nagyobb, mint a valóságos, ami adott adórata mellett ahhoz vezet, hogy az adózás utáni nettó vállalati profit kisebb a valóságosnál. Ez kedvezőtlenül hat a vállalati beruházásokra, ami a makrogazdasági összefüggéseken keresztül valóban a vállalati szektor realizált profitjának mérséklődését váltja ki.

Eddig tehát negatív az infláció hatása a profit nagyságára. A *tőkés fogyasztás* figyelembevétele viszont semmilyen értelemben sem visz előre. Nem állítható, hogy a tőkés fogyasztás reálértékben akár nagyobbá, akár kisebbé válna az infláció következtében.⁴⁸

A makrogazdasági síkon realizált profit további eleme, az *államháztartás egyenlege* azonban, úgy tűnik, már lényeges változást okozhat. Azt láttuk: ha az államháztartás deficités, növekszik a realizált profit. Az inflációs kamatfizetés pedig jelentős mértékű deficitet idézhet elő.

⁴⁵ Most is arról van szó, hogy a realizált profit vásárlást feltételez. Az államháztartás deficitje állami vásárlások közben alakul ki. (Az inflációs kamatfizetés kérdésére visszatérünk.) Túlnyomórészt vásárlást tükröz a folyó fizetési mérleg egyenlege, illetve ez olyan tételeket foglal magában, amelyek már realizált profitnak tekinthetők, és olyanokat, amelyek az – egyéb profitnagyságot meghatározó tényezőkkel együtt – profit realizálódását biztosítják a vállalati szektor egésze számára. Például a külföldről hazautalt bérek vásárlást jelentenek hazai bérfizetés nélkül. Ha ennek egy részét megtakarítják, ez már szerepel a bérből élők megtakarításai között.

⁴⁶ Ebben az összefüggésben a „kiszorítási hatás” úgy is levezethető, hogy az infláció miatt létrejövő államháztartási deficitre hivatkozunk. A levezetés így is hibás. A deficit ekkor nem vagy alig vált ki többlet-keresletet. Továbbá ilyenkor a deficit nem emeli a reálkamatláb színvonalát, mert nagyrészt azt a pénzt vonja be az állam új hitelfelvételen keresztül, amit előzőleg ő maga fizetett ki inflációs kamat fejében a megtakarítóknak. Az állam által így támasztott pénzkereslet tehát „finanszírozza” önmagát.

⁴⁷ Nem véletlen, hogy a rendszerváltást követően a magas inflációs ráta miatt nagyon megemelkedett a vállalatok külföldi hitelfelvele, és a külső hitelfelvétel aránya mérséklődik, amikor az inflációs ráta és a nominális kamatláb csökken.

⁴⁸ Ennek két fontosabb oka van. Az egyik az, hogy a vállalatok tulajdonosainak többnyire van elég pénzük ahhoz, hogy az infláció miatt kialakuló magasabb árakat megfizessék. A másik, a fontosabbik, az, hogy az infláció természetesen növeli az eladási árakat. A tulajdonosok bevételei nőnek, ezért az infláció miatt nem kell visszafogni a fogyasztásukat.

Az államháztartás deficitje azonban csak akkor növeli a profit nagyságát, ha a vásárlások emelkedését váltja ki. Ekkor növeli ugyanis a különbséget a vállalatok összes árbevétele és költsége között. Az inflációs kamatfizetések szerepét vizsgálva azonban azt láttuk, hogy azok az aggregált keresletet nem növelik, hiszen a megtakarítások inflációs erodálódásának ellensúlyozására szolgálnak. Legfeljebb akkor keresletnövelő hatásúak, ha az így kifizetett kamat egy részét, a pénzillúzió miatt, elköltik. Ez a rész azonban az összes inflációs kamatfizetésnek csak kis hányada lehet. Következésképpen, ha növeli is az államháztartás infláció miatt fellépő deficitje a vállalati szektor profitját, az csupán szerény mértékű lehet.

A most tárgyalt hatáshoz szorosan kapcsolódik a háztartások megtakarításainak alakulása. Ha az infláció miatt létrejövő államháztartási deficit a pénzillúzióon keresztül a vásárlások növekedéséhez vezet, csökkennek a háztartások megtakarításai. A vállalati szektor profitja ezért nagyobb lehet. *Ez azonban ugyanannak a hatásnak a másik oldala.* Nem kalkulálhatunk egy hatással kétszer. Vagy az államháztartásnál kell ezt figyelembe venni, vagy a háztartások megtakarításainál. A következtetés végül is nem lehet más, mint az, hogy az államháztartásnak az inflációs kamatfizetés miatt fellépő deficitje legfeljebb csak kismértékben növelheti a vállalati szektor profitját. Feltehető, hogy ez kevésbé érinti a profit nagyságát, mint az inflációnak a beruházásokra gyakorolt hatása, hiszen az inflációs kamatfizetés összegének a GDP-hez viszonyított aránya mindig jóval kisebb, mint a beruházási ráta. Az infláció hatása a profit nagyságára tehát mindeddig kifejezetten negatív.

A profit nagyságát meghatározó még nem elemzett tényezőre, *a folyó fizetési mérleg egyenlegére* az infláció többnyire hátrányosan hat. Az infláció – különösen akkor, ha viszonylag gyors ütemű – gondot okoz a gazdaságirányítás számára. Ezért a kormányzat rendszerint az infláció fékezésére törekszik, és ehhez többféle eszközt is felhasznál. Az egyik eszköz az árfolyam-politika. Rögzített vagy csúszó árfolyamrendszer alkalmazása esetén a leértékelés többnyire késve követi a hazai és a külföldi valuták vásárlóerőarányában bekövetkezett változásokat, a hazai valuta tehát reálértelemben felértékelődik. A reálfelértékelődés kedvezőtlenül hat a folyó fizetési mérlegre, így az infláció áttételeken keresztül rontja annak egyenlegét. A hazai vásárlóerő ilyenkor a korábbinál nagyobb arányban kezd áramlani más országokban termelt áruk és szolgáltatások felé. Emiatt az itthon termelt áruk és szolgáltatások árere súkül, vagy ha ez nem történik meg, az eladható áruk mennyisége csökken. Mindkettő csökkenti a realizált reálprofit nagyságát.

Mindent összevetve, az infláció semmiképpen sem vezethet a realizált profit nagyságának növekedésére, *a sokat emlegetett vállalati inflációs nyereségnek makrogazdasági síkon nincs semmi alapja.* Nominálisan természetesen növekszik a profit összege az infláció miatt; ugyanúgy, ahogyan az áruk ára is emelkedik. De a profit növekedésén természetesen a reálprofit emelkedése értendő.

Az árak az infláció miatt egyenlőtlen ütemben nőnek, és ott, ahol gyorsabban emelkednek, már lehet szó inflációs nyereségről. E nyereség nagysága azonban nemigen határozható meg, mert aligha állapítható meg, hogy az áremelkedésből mennyi tudható be az inflációnak, és mennyi az egyébként is bekövetkező árarányváltozásnak. Nem hagyhatjuk ugyanis figyelmen kívül azt a tényt, hogy az árarányok folytonos változása nélkül nem is lehet szó piaczgazdaságról, e nélkül nem mehetnek végbe szerkezeti változások.

Mivel a viszonylag gyors infláció korlátozza a beruházásokat, és kedvezőtlenül hat a fizetési mérleg alakulására is, továbbá a háztartási megtakarításoknak az infláció miatt bekövetkező mérséklődése az előbbi két hatást nem egyenlítheti ki, *az infláció minden bizonnyal csökkenti a profit nagyságát.*

Sokan arra hivatkoznak, hogy az infláció miatt csökken a reálbér, ami adott termelés

vagy adott ütemben növekvő termelés mellett a profitnak az infláció miatt bekövetkező növekedésével egyértelmű. Nem bizonyított azonban, hogy infláció idején, közvetlenül az infláció miatt, mindig kedvezőtlenebbül alakul a reálbér. Másrészt a reálbér csökkenése makrogazdasági síkon nem elegendő ahhoz, hogy a profit valóban növekedjék. Ismét utalni kell arra, hogy a profit vásárlást feltételez, konkrétan tőkés fogyasztást, illetve beruházási kiadásokat, az exporttöbblet növekedését. Ez utóbbiak alakulását kell tehát kapcsolatba hozni az inflációval. A reálbér esése legfeljebb úgy hozható kapcsolatba a profit infláció miatt bekövetkező növekedésével, hogy ez ár-, illetve költségvonalon javítja az ország külső versenyképességét. Emiatt az exporttöbblet nőhet, és a makrogazdasági síkon realizált profit nagysága is emelkedhet. De ismét hangsúlyozni kell: nem szükségszerű a reálbérek csökkenése pusztán az infláció miatt.

Ezek után nagyon egyszerű dönteni arról, hogyan hat az infláció a profitráta színvonalára. Első megközelítésben, ha a fenti elemzés nem ismert, úgy tűnik, a profitráta közömbös az inflációval szemben. Az inflációs rátával mind a realizált profitot, mind a lekötött tőkét meg kell szorozni, a profitráta tehát változatlan marad. Csak-hogy, mint láttuk, az infláció miatt változik a profit reálértéke, emiatt a profitrátának az infláció következtében csökkennie kell. Most is jelentkezik azonban bizonyos bizonytalom.

Meggyőződhetünk arról, hogy inflációs okokból két fő tényező miatt változik a profit nagysága: csökkennek a beruházások (vagy legalább is növekedésük lassul), és romlik a folyó fizetési mérleg. Ha adott a lekötött tőke nagysága, vagy növekedése változatlan ütemű, a profitráta biztosan csökken. Csupán *a folyó fizetési mérleg egyenlegét* figyelembe véve, az összefüggés világos; mivel a lekötött tőke nagysága vagy növekedése adott, a romló fizetési mérleg – csökkentvén a makrogazdasági síkon realizált profit nagyságát – a korábbinál alacsonyabb profitráta kialakulásához vezet.

Más a helyzet a másik profitemem, *a beruházások* esetében. A folyó évi beruházás azonnal lekötött tőkévé válik, vagyis megjelenik a profitráta nagyságát kifejező tört nevezőjében is. A lekötött tőke sok éven át végrehajtott beruházás következtében halmozódott fel. Míg tehát a beruházás „*flow*”, az utóbbi „*stock*” nagyság. Éppen ezért érthető, hogy a beruházások nagyságában bekövetkezett bármekkora arányú változás sokkal kisebb arányú változásra vezet a lekötött tőkékben. Sőt a változásoknak még az iránya is ellenkező lehet! Amikor a beruházások nagysága csökken, ez persze esés az előző évi beruházáshoz képest, de ugyanez a beruházás növeli a lekötött tőkék értékét, igaz, a megelőző évhez képest kisebb ütemben. Végül is arra a következtetésre jutunk, hogy a beruházásoknak az infláció miatt bekövetkező mérséklődése is csökkenti a profitrátát, nemcsak a fizetési mérleg romlása. Mindent összevetve, az infláció kedvezőtlenül hat a profitrátára.

Különbséget kell tenni a beruházásokkal kapcsolatos rövid és hosszú távú inflációs hatások között. Ha az infláció miatt a beruházás kisebbé válik, és ezen az alacsonyabb színvonalon marad, első hatásként a profitráta kétségkívül csökken. Az évek múltával azonban a lekötött tőkékre mindinkább az alacsonyabb szintű beruházás nyomja rá a bélyegét. Miután az összes lekötött tőke az alacsonyabb szintű beruházásra vezethető vissza, a profitráta, csupán a beruházásokat figyelembe véve, visszatér a kezdeti színvonalára. Ez a probléma ahhoz az alapvető növekedési összefüggéshez tartozik, hogy ha a profitot befolyásoló többi tényezőtől eltekintünk, és csak a beruházások szerepét vesszük figyelembe, a profitráta a gazdasági növekedés ütemével egyenlő, és a beruházások ingadozása csupán eltéríti a profitrátát a növekedés ütemétől felfelé vagy lefelé. (Erdős [1986]).

A tanulság az, hogy a profit kategóriája, nagysága és változásának iránya, ha az összes realizált profitról van szó, nem érthető meg a makrogazdasági összefüggésekkel való

kapcsolata nélkül. *A profit nemcsak elosztási, hanem növekedési, újratermelési kategória is.* Szakmai körökben is gyakori hiba, hogy az összes realizált profit nagyságát és változását egyedül a mikrogazdasági összefüggések alapján próbálják megérteni. Így biztosan nem kielégítő a következtetés. Ahogyan nem lehet kielégítő az sem, ha az infláció visszaható szerepét a makrogazdasági összefüggések nélkül akarják megvilágítani.

Infláció, kamatláb és profitráta

Ha az árszínvonal stabil, a kamatláb rendszerint jóval alacsonyabb a profitrátánál. Ez a normális állapot, mert a vállalatok számára csak ekkor érdemes termelési célok megvalósításához hitelt felvenni. A kamatláb fejezi ki a vállalatok számára a minimális hatékonysági követelményt; ennél nagyobb várható hozam esetén kifizetődő hitelt felvenni és beruházni. Ha a kamatláb akkora vagy nagyobb volna, mint a profitráta, nagyon kevés beruházásra kerülne sor, csak olyanokra, amelyek kivételesen nagy hozamot ígérnének. De éppen ezért, a kamatláb nem lehet ilyen magas, így nem jöhetne létre egyensúly megtakarítások és beruházások között.

Az infláció körülményei között mást tapasztalunk. A kamatláb sokkal magasabb lehet, mint a profitráta. Minél gyorsabb az infláció, annál inkább magasabb. Ennek oka közismert, és erre már többször rámutattunk. A kamatnak kárpótolnia kell a kölcsönadott tőke inflációs értékvesztéséért. A kamatlábnak igazodnia kell az inflációhoz. Az igazodás nem megy simán, ebben mindig késés mutatkozik; sőt gyakran mesterségesen idézik elő a késést.⁴⁹ Az infláció miatt különbséget kell tenni nominális és reálkamatláb között. A profitrátával nem a nominális, hanem a reálkamatlábát kell összevetni. Ennek oka nagyon könnyen érthető.

A profitráta ugyanis nem más, mint a realizált profit aránya a lekötött tőke értékéhez képest. Az infláció nem okoz tőkevesztést a lekötött tőkében, az mind a realizált profitra, mind a lekötött tőkére azonos módon hat: nagyságukat nominálisan egyenlő ütemben növeli. Kölcsönzés esetében viszont a hitelbe felvett tőke értéke nominálisan változatlan marad, és éppen ezért reálértéke az inflációs rátával arányosan csökken. A kölcsönzés után kapott kamat infláció esetén nem tekinthető teljes egészében jövedelemnek, a kölcsönadott tőke értékvesztése miatt. Míg a realizált profit mindenestül jövedelem, akár van infláció, akár nincs, a kamat esetében csak az inflációs tőkevesztés nagyságát meghaladó nominális kamatbevétel tekinthető jövedelemnek. Ezért igaz, hogy inflációs gazdaságban a profitrátával csakis a reálkamatláb hasonlítandó össze, nem pedig a nominális kamatláb. A reálkamatláb viszont mindig összemérhető a profitrátával, mert stabil árszint esetén a nominális kamatláb egyúttal reálkamatláb.

Mindezek közhelyszerű megállapítások, nem is volna érdemes szót vesztegetni rájuk, ha mindenki következetesen tartaná magát hozzájuk. Ez azonban nincs így; egyes konkrét gazdasági döntésekkel kapcsolatban gyakran hivatkoznak a magas nominális kamatlábra és az ehhez képest alacsony várható profitrátára. Ilyen összehasonlítás különösen és érthetetlenül gyakran fordul elő, ha a kötvények jövedelmezősége kerül szóba. Pedig a

⁴⁹ Ha például az államháztartásnak nagy a belső tartozása, az államnak érdeke lehet, hogy a kamatlábát az inflációs ráta emelkedése ellenére alacsony szinten tartsa. Előfordul, hogy az állam nem fizet az inflációhoz kielégítően illeszkedő kamatot. Amikor az állam a fő hitelfelvevő, a kamatláb tényleg alacsony színvonalon maradhat, akár jóval kisebb is lehet, mint az inflációs ráta. Ez az állapot hosszú időn át nem maradhat fenn, mert károsan hat a háztartások megtakarítására. A kamatlábak mesterségesen alacsony szinten tartása itthon többször is következett mind a rendszerváltás előtt, mind azt követően. I. Fisher, a Yale Egyetem professzora mutatott rá először, hogy az inflációnak végül is teljesen tükröződnie kell a nominális kamatlábban. Azt is hangsúlyozta; a teljes igazodás nem ritkán csak hosszú idő múlva következik be (Fisher [1907]).

kötvény névértéke (nem árfolyamértéke) ugyanúgy nem változik az infláció miatt, mint a kölcsönadott pénzé, hiszen a kötvény éppen azt tanúsítja, hogy az állam vagy valamely vállalat pénzt vett kölcsön. A kötvényre fizetett kamat tehát infláció esetén ugyanúgy nem mindenestül jövedelem, mint az egyszerű hitelfelvétel után fizetett kamat. Következésképpen a kötvény kamatozását sem helyes a várható profitrátához viszonyítani. Még nagyobb hiba a kívánatos tőkeallokáció helyességéről aszerint dönten, hogy vajon a remélhető profitráta vagy a kötvény után élvezhető kamatláb-e a magasabb. És az a meglepő, hogy ezt a hibát nem is akárhik követik el, hanem olykor nagyon képzett szakemberek.⁵⁰

Meglehet, hogy az értékpapírpiac két főszereplőjének, a részvényeknek és a kötvényeknek az egy kalap alá vonása okozza a zavart. A részvény árfolyama sok tényezőtől függ, egyebek között a társaságok vagyoni helyzetétől is. Ezért az infláció közvetlenül befolyásolhatja a részvények árfolyamát; az emelkedhet az infláció hatására. Az osztalékráta és főként a tőkenyereséget is számításba vevő részvényjövödelmezéségre már inkább összemérhető a várható profitrátával. A kötvények esetében ez teljesen indokolatlan.

A tőke mindig az elérhető reáljövödelmet veszi célba. A nominális kamatlábak országok között különböznek egymástól, döntően azért, mert az infláció üteme is eltér. Mégsem áramlik a tőke feltétlenül abba az országba, ahol a nominális kamatláb magas. A tőkeáramlás akkor indul meg, ha várható, hogy a valutaárfolyam változása nem törli majd el a magasabb nominális kamattal elérhető bevételi többletet. Vagyis a reálértékben elérhető jövedelemtöbblet a mozgatóerő. A vállalat belföldön magasabb rátájú kamatot fizet, de a kamatlábkülönbséggel egyenlő mértékben eshet itthon a belföldi tartozásának reálértéke. *Nem a belső és a külső nominális kamatláb különbsége tehát a mozgatóerő, hanem inkább az, hogy ahol a nominális kamatláb alacsonyabb, ott az implicit tőketörlesztés kisebb, vagy ilyen tőketörlesztés egyáltalán nincs.*

A külföldi hitelfelvétel ösztönzője lehet a hazai valuta reálfelértékelődése is. Ilyenkor viszonylag olcsóbban vásárolható hazai pénzért külföldi valuta, a reálfelértékelődés a külső hitel visszafizetésekor tisztán realizálódó reáljövödelmet biztosít a külső hitelt felvevő vállalat számára. Akár a belső, akár a külső gazdasági kapcsolatokat nézzük, a nominális kamatlábak kizárólag stabil árszint esetén adnak jó információt arról, hogy a pénzügyi befektetés hol és milyen esetben gazdaságos. Az inflációs hatások pontos számításba vétele minden esetben elengedhetetlen.

*

Inflációs környezetben, ha a hazai infláció üteme jelentősen eltér a külföldön megfigyelhető inflációs rátától, más a nemzetközi tőkeáramlás hatása az államháztartásra, mint stabil árszínvonal esetén. Az infláció az adózáson keresztül hat a tőkebefektetési hajlandóságra. Bizonyos feltételek között bonyodalmakat okoz az infláció a jegybank mérlegében és eredménykimutatásában, ha van külső államadósság, és a külső hiteleket a jegybank veszi fel, nem pedig a kincstár. A közelmúltban sokat vitatott „leértékelési veszteség” is, amelyet egyes politikusok teljesen félreértettek, ugyancsak az inflációval kap-

⁵⁰ „Ma nincs olyan beruházás, amelyiknek hatékonysága meghaladja az állampapírok kockázatmentes hozamát, azaz durván a harminc százalékot. Amíg ez a helyzet, addig a társadalmi vagyoni értékének maximalása elsősorban az államadósság csökkentésével biztosítható” (Bokros [1996]). „A pénzkibocsátásnak még mindig kisebb az inflációs veszélye, és sokkal kevesebb terhet rak az állampolgárok és a vállalkozások nyakára, mint a 30 százalékos kamattal fedezett államadósság” (Kopátsy [1998]). „...a pénzügyi szféra által kínált hozamok rendre meghaladják a termelésbe közvetlenül történő befektetések hozamait... a pénzügyi szférában elérhető hozamok (kamatok) meghaladják a reálberuházások hozamait.” (Pete [1999] 400–401. o.) A szerzőknél homályban marad: nem a nominális, hanem a reálkamat jelent jövedelmet vagy terhet.

csolatos. Az infláció bonyolultabbá teszi a jövedelemelosztást, az adós–hitelezői viszonyt, és nehezebbé teszi a nemzetközi összehasonlításokat.

Az inflációnak a közgazdasági kategóriákra, összefüggésekre gyakorolt hatását e cikkben nem mutathattam be a teljesség igényével. Az itt tárgyaltak azonban tökéletesen elegendők ahhoz, hogy világos legyen: az inflációval kapcsolatban nemcsak az a gond, hogy emelkednek az árak, és romlik a pénz. A stabil árszint és az inflációs áremelkedés közti különbség nem intézhető el azzal, hogy az utóbbi esetben az árak egyszerűen megszorzódnak az inflációs rátával. Az infláció miatt gyakran torzítottan jelennek meg a gazdasági összefüggések, felületes elemzésük könnyen vezethet rossz következtetések levonásához. Hogy gazdasági diagnózisunk jó legyen, és elkerülhessük a hibás döntéseket, jól kell ismernünk azokat a torzításokat, változásokat, amelyeket az infláció okoz a gazdasági kategóriákban, legalábbis azok felszíni megjelenésében. Ehhez akart e cikk hozzájárulni.

Hivatkozások

- ALLSOPP, C. J.–MAYER, D. G. [1987]: Demand Management Policy: Theory and Measurement. Megjelent: The Economic System in the U.K. Oxford University Press. Oxford, 366–398. o.
- BARABÁS GYULA–HAMECZ ISTVÁN–NEMÉNYI JUDIT [1998]: A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése, I–II. Közgazdasági Szemle, 7–8. és 9. sz.
- BÉKESI LÁSZLÓ [1995]: Mászt választhatunk, de „jobbat” aligha. Népszabadság, július 8.
- BÉKESI LÁSZLÓ [1997]: Merre? Tovább? Figyelő, 12. sz.
- BOSSÁNYI KATALIN [1999]: Ikerdeficitek: fizetési mérleg, költségvetés. Népszabadság, március 5.
- BLEIER, M. I.–CHEASTY, A. [1991]: The Measurement of Fiscal Deficits: Analytical and Methodological Issues. Journal of Economic Literature, december.
- BOKROS LAJOS [1996]: Világítótorony a viharban. Népszabadság, január 5.
- DEDÁK ISTVÁN [1994]: Megtakarítási ráta, infláció, költségvetési deficit. Közgazdasági Szemle, 7–8. sz.
- DORNBUSCH, R.–FISCHER, S. [1987]: Macroeconomics. McGraw-Hill. International Editions. New York.
- ERDŐS PÉTER [1966]: Adalékok a mai tőkés pénz, a konjunktúraingadozások és a gazdasági válságok elméletéhez. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- ERDŐS PÉTER [1976]: Bér, profit, adóztatás. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- ERDŐS TIBOR: [1986]: Növekedési ütem, növekedési pálya. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- ERDŐS TIBOR [1997]: Dezinfláció, seigniorage és az állami költségvetés egyenlege. Közgazdasági Szemle, 12. sz.
- ERDŐS TIBOR [1998]: Infláció. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- FISCHER, S. [1982]: Seigniorage and the Case for National Money. Journal of Political Economy. Vol. 90, 285–313. o.
- FISCHER, I. [1907]: The Rate of Interest. McMillan, New York.
- FRIEDMAN, M. [1971]: Government Revenue from Inflation. Journal of Political Economy, 846–856. o.
- FRIEDMAN, M. [1980]: Free to choose. Penguin Books, New York.
- GROS, D. [1989]: Seigniorage in the EC: The Implications of the EMS and Financial Market Integration. IMF Working Paper, Brüsszel.
- HICKS, J. R. [1978]: Érték és tőke. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
- HOLLÓSI MIKLÓS [1997]: Visszafordíthatatlan folyamatok a felsőoktatásban. Magyar Nemzet, március 11.
- KALDOR, N. [1960]: Essays on Economic Stability and Growth. Gerald Duckworth and Co. Ltd., London.

- KALDOR, N. [1964]: *Essays on Economic Policy*. Vol. I–II. Gerald Duckworth and Co. Ltd., London.
- KALDOR, N. [1960]: *Essays on Value and Distribution*. Gerald Duckworth and Co. Ltd., London.
- KALECKI, M. [1954]: *Theory of Economic Dynamics*. George Allen and Unwin, London.
- KLEIN, M.–NEUMANN, M. J. M. [1990]: Seigniorage: What is it and Who Gets it? *Weltwirtschaftliches Archiv*, 205–220. o.
- KOPÁTSY SÁNDOR [1998]: Az államkötvénynél olcsóbb a bankóprés. Interjú. *Népszabadság*, december 12.
- KOTLIKOFF, L. J. [1989]: *What Determines Savings?* The MIT Press. Cambridge, Massachusetts.
- KÖVES ANDRÁS [1995]: Fordulópont a magyar gazdaságpolitikában? *Társadalmi Szemle*, 8–9. sz.
- KUN JÁNOS [1995]: Seigniorage és az államadósság terhei. *MNB füzetek*, 3. sz.
- MNB: Éves jelentések.
- NBH [1998]: *Quarterly Report on Inflation*. Magyar Nemzeti Bank, november.
- OBLATH GÁBOR–VALENTINYI ÁKOS [1993]: Seigniorage és az inflációs adó. I–II. *Közgazdasági Szemle*, 10., 11. sz.
- PALÓCZ ÉVA [1993]: A megtakarítási csoda. *Figyelő*, június 24.
- PETE PÉTER [1994]: Makroökonómia, seigniorage, államadósság. *Közgazdasági Szemle*, 6. sz.
- PETE PÉTER [1999]: Gondolatok a „pénzvilág uralmáról”, a pénzügyi szektor megnövekedett szerepéről. *Közgazdasági Szemle*, 5. sz.
- P. KISS GÁBOR [1998]: A költségvetés tervezése és a fiskális átláthatóság problémái. *MNB Füzetek*, 11. sz.
- SIMON ANDRÁS [1994]: Lakossági megtakarítások, költségvetési hiány és pénzpolitika Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 2. sz.
- TANZI, V.–BLEIER, M. I.–TEIJEIRO, M. O. [1987]: *Inflation and the Measurement of Fiscal Deficits*. IMF Staff Papers.
- VINCZE JÁNOS [1994]: Megjegyzések a seigniorage fogalmához. *Közgazdasági Szemle*, 3. sz.