

Pete Péter

## A leértékelési veszteség realizálása – egy félreértett probléma

A szerző az infláció nyomán felmerülő valutaleértékelések államadósságra, illetve a költségvetés ezzel kapcsolatos terheire gyakorolt hatásáról folyó vitához szól hozzá. Egy igen egyszerű modell segítségével igazolja, hogy az ún. leértékelési veszteség realizálásával kapcsolatos aggodalmak jórészt az államadósság nominális és reálértékű számbavételének összekeverésén alapulnak. Annak megítélését, hogy milyen makroökonómiai hatásai vannak az államháztartás és a jegybank egymás közti elszámolásainak, megnehezíti a külföldi államadósság MNB-hez való telepítése. Erről tanúskodik a költségvetés jegybanknál lévő adósságai után fizetendő kamatokról folytatott – e tanulmány szerzője szerint teljesen értelmetlen – vita is. Nem kizárt azonban az sem, hogy a leértékelési veszteség elszámolásával kapcsolatos félreértések mögött a jegybank szerepével, illetve a jegybanki önállóság természetével kapcsolatos tisztázatlanságok húzódnak meg.\*

A hazai államháztartási deficit megítélésével kapcsolatos viták egyik központi eleme az infláció által feldagasztott költségvetési kamatkiadások ügye. Abban már mindenki egyetért, hogy inflációs környezetben a nominális kamatkiadások jelentős része az államkötvények reálértékének megőrzését célzó, inflációt kompenzáló kamatfizetés. Ha a költségvetés ennek finanszírozására újabb kötvényeket bocsát ki, mint ahogy az valójában történik is, ez az államadósság reálértékét nem növeli. Az infláció miatt megugró kamatkiadás tehát semmiképpen sem vehető egy kalap alá a költségvetés egyéb kiadási tételeivel, áru- és szolgáltatásvásárlásával vagy transzferkifizetéseivel.

Finanszírozási problémákat okozhat ugyan az, ha a kötvénytulajdonosok az inflációt kompenzáló kamatjövedelmüket nem fektetik újra államkötvényekbe, ez azonban finanszírozási probléma, nem pedig az államadósság méretének, illetve tényleges terheinek kérdése. Akár a deficit makroökonómiai keresletre gyakorolt hatását (a fiskális impulzust), akár az eladósodás veszélyének problémáit akarjuk vizsgálni, inflációs környezetben a költségvetés valóságos helyzetét nem a teljes deficit, hanem az inflációs hatásoktól megtisztított, úgynevezett operacionális deficit méri.<sup>1</sup>

Távrolról sincs viszont egyetértés abban, hogy a külföldi valutában denominált államadósság tényleges terheit hogyan érinti a forint leértékelése. Az úgynevezett leértékelési

\* Az e cikk alapjául szolgáló kutatás az OTKA T18221. számú, A monetáris és fiskális funkciók elkülönítésének szükségessége a makroökonómiai politikában című program keretében folyik. Köszönettel tartozom *Oblath Gábornak*, a kézirat első változatához fűzött értékes kritikái észrevételeiért.

<sup>1</sup> A téma elméleti irodalmából lásd *Tanzi-Bleijer-Teijeiro* [1993], *Eisner* [1989]. Az utóbbi időszak hazai közgazdasági irodalmában *Oblath Gábor* tett különösen sokat azért, hogy a probléma hazai aktualitására irányítsa a figyelmet. Lásd többek között *Oblath* [1995].

veszteség „realizálásával”, vagyis a külföldi adósság törlesztésének költségességével kapcsolatban meglehetősen szerteágazó nézetek uralkodnak. Addig még teljes az egyetértés, hogy ha a Magyar Nemzeti Bank könyveiben lévő külföldi államadósság csökken, mondjuk a külföldi tőkebeáramlásnak a fizetési mérleget javító hatása miatt, akkor ez növelni fogja a költségvetés kamatkiadásait. Az MNB nettó devizapozíciójának javulása ugyanis növeli a pénzkínálatot (pontosabban az ennek alapjául szolgáló monetáris bázist), amit a jegybank kamatozó államkötvények értékesítésével fog sterilizálni. A költségvetés ettől kezdve az államon kívüli kötvénytulajdonosnak fizeti azt a kamatot, amit eddig a jegybanknak fizetett, s ez természetesen növeli a deficitet.

Ebből sokak szerint automatikusan következik az, hogy a külföldi államadósság csökkenése a költségvetésnek extraterhet, tényleges költséget jelent. Mi több, ez a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontja. Az MNB 1994-es Éves jelentésében például a következő olvashatjuk: „Ez a veszteség (a leértékelési veszteség – *P.P.*) az MNB nettó devizatarozásainak csökkenése esetén valós veszteséggé válik. A jelenlegi veszteségfelhalmozás tehát – javuló külső egyensúlyi helyzet esetén – jelentős mértékben tényleges veszteséggéként realizálódik, rontja a jegybanki eredményt, és ezáltal a folyó költségvetési hiányban a múltban el nem számolt veszteségek megjelennek.” (MNB [1995] 148. o.)<sup>2</sup>

Sőt, ugyanez a jelentés a következőkben a probléma megoldására fiskális szigor, a költségvetésnek a privát szférától az egyébként szükségesnél nagyobb jövedelemelvonását javasolja ekképpen: „Ennek következtében az elmúlt évek során elmulasztott költségvetésiegyenleg-javító intézkedéseket egyszerre, rövid idő alatt kell »bepótolni«.” A kérdés gazdaságpolitikai jelentősége tehát nem csekély. Hogy fiskális szigorra szükség van-e, és ha igen, mekkorára, az nagyon fontos kérdés. E cikkben ennek az igen szerteágazó problémakörnek csak egyetlen elemét vizsgáljuk, azt tudniillik, hogy kell-e különleges fiskális szigor a leértékelési veszteség realizálása miatt.

Az utóbbi hónapok államadóssággal, kamatköltségekkel, inflációval, a jegybank és a költségvetés elszámolási problémáival foglalkozó közgazdasági szakajtója egyre alaposabb betekintést nyújt az infláció–leértékelési veszteség–költségvetési deficit problémakör tisztázásába.<sup>3</sup> Mi több, egyre jobban körvonalazódik az a gondolkodási keret, amelynek segítségével kimutatható, hogy az MNB fent idézett hivatalosnak tekinthető álláspontja legalábbis elnagyolt, vagy – határozottabban fogalmazva – *egyszerűen téves*.

Erdős Tibornak a Figyelőben a közelmúltban megjelent cikke (Erdős [1996]) igen fontos lépés a kérdéssel kapcsolatos félreértések tisztázásában. Ebben ugyanis a szerző számpéldával is illusztrálva igazolja, hogy a külföldi államadósság törlesztése (pontosabban a devizában fennálló államadósság *arányának* az összadósságon belüli csökkenése, mert – mint később látni fogjuk – erről van szó) valóban megnöveli a költségvetés folyó kamatkiadásait, *ennek természete azonban pontosan ugyanolyan, mint a belső adósságállomány inflációs kamatkadásaié*. E módosulás a költségvetés realértelemben vett pozícióját – Erdős fogalmazásában „a költségvetés tényleges (permanens) jövedelmi pozícióját” (Erdős [1996] 44. o.) – nem változtatja meg.

Úgy gondoljuk, hogy a problémával kapcsolatos félreértések mögött a nominális és a reálfolyamatok összekeverése húzódik meg. Ugyanúgy, ahogy azok, akik a nominális (inflációnak betudható) kamatkadások ugrásszerű emelkedése miatt a belső adósságállomány kezelhetetlenné válásán kezdtek aggódni, valójában egy nominális jelenséget egy reáljelenséggel tévesztettek össze.<sup>4</sup> E cikkben a kérdésnek *csak a nominális oldalával*

<sup>2</sup> A jegybank hivatalos álláspontjának e markáns megfogalmazására Dedák [1996] cikke hívta fel a figyelmemet.

<sup>3</sup> Lásd többek között Erdős [1996], Dedák [1996], Kun [1995].

<sup>4</sup> Noha a Világbank Magyarországról készített országtanulmánya külön fel is hívja a figyelmet a nominális és a reáldeficit elválasztásának fontosságára, mégis saját metodikáját alkalmazva – megítélésünk szerint – ugyanezt a hibát követi el (lásd Világbank [1995], különösen 6–7. o. és I. Függelék).

*foglalkozunk, és erre nézve – Erdős Tibor fenti konklúziójával tökéletesen egyetértve – igen egyszerű modell segítségével bizonyítjuk, hogy a folyó kamatkiadások növekedése ellenére a leértékelési veszteség „realizálásával”, az ennek extraterheivel kapcsolatos aggodalmak alaptalanok.*

A külföldi és belföldi államadósság arányában bekövetkezett változásoknak lehet a költségvetés reálpozíciójára nézve is következménye akkor, ha a külföldi és belföldi reálkamatláb számottevően eltér egymástól, illetve ha a leértékelés nem követi pontosan az inflációt, hanem a reálárfolyamot is megváltoztatja. Egyfelől azonban az ilyen hatások mértéke sokkal kisebb, mint az infláció által felfújt nominális számokban jelentkezőé, az egész probléma tehát jelentőségének megfelelő megvilágításba kerül, ha az inflációs torzítást kiszűrjük. Másfelől, egyáltalán nem szükségszerű, hogy a külföldi államadósság leépítése során leértékelési veszteség képződjék, és ne nyereség. Ez a külföldi és belföldi reálkamatlábban lévő differenciáktól és a valuta reálárfolyamától függ, s ezért konkrétan kell elemezni, hogy az adott időszakban éppen mit tapasztalunk.

E cikkben ezt a kérdést nem vizsgáljuk, fő célunk a nominális folyamatoknak a reálfolyamatokról való leválasztása, s ezáltal a jelenlegi félreértések tisztázása. A cikk befejező részében arra is megpróbálunk válaszolni, hogy mi az MNB szerepe e fontos kérdésben. Vagy még pontosabban fogalmazva, a jegybank mérlegének elemzésén keresztül megpróbálunk rávilágítani a félreértések lehetséges okaira, arra, hogy mi motiválhatja a jegybank mai leértékelési veszteséggel kapcsolatos álláspontját.

### A modell

Induljunk ki abból a ténylegesen meglévő helyzetből, hogy az államadósság részben belső, tehát hazai valutában (forintban) denominált adósság, részben pedig külső adósság, ami devizában (mondjuk dollárban) fekszik. Tegyük fel, hogy a belső infláció 25 százalékos, külföldön pedig nincs infláció. Tegyük fel továbbá azt is, hogy a reálkamatláb belföldön és külföldön azonos, vagyis a forintadósságra nem kell kockázati prémiumot fizetni.<sup>5</sup> Legyen ez a reálkamatláb az egyszerűség kedvéért nulla. Ez természetesen irreális feltevés, de mivel minket kizárólag az infláció, illetve a nominális leértékelések államadósságra és államháztartási deficitre gyakorolt hatása érdekel, a következtetéseket a reálkamatláb szintje nem befolyásolja. A tárgyalást egyszerűsíti a nulla reálkamatláb feltevése, de a következtetések tetszőleges reálkamatláb esetén is érvényesek. Ugyanezekből az okokból tegyük fel azt is, hogy az adósság reálértéke nem változik a vizsgálati periódus folyamán. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy a folyó költségvetésnek egyensúlyban kellene lennie, sőt, a magas infláció miatt biztosan jelentős költségvetési hiány lesz, mégpedig a kamatfizetés miatt.

Az eddigi feltevések értelmében a külföldi adósságra nem kell kamatot fizetni, a belső adósság pedig az inflációval megegyező, tehát 25 százalékos nominális kamatterhet visel. Ez természetesen csak az inflációt kompenzálja, és megjelenik a költségvetés kiadásai között. Ha a privát szféra e kompenzációt újabb kötvények vásárlására fordítja (s itt ezt fogjuk feltételezni), akkor a belső adósság nominális értéke az inflációval arányosan fog nőni, reálértéke viszont változatlan marad. Az állam, a kamatkiadások folyó deficitet felpumpáló hatása ellenére, nem adósodik el jobban, mint korábban. Ez az a jelenség

<sup>5</sup> Ismeretes, hogy a forintban fekvő kötvények ma jelentős hozamelőnyt biztosítanak. Erre azért van szükség, mert a befektetők a forintberuházásokat az árfolyam bizonytalansága miatt (is) kockázatosabbnak ítélik. A külföldi és belföldi reálkamatláb azonossága az a feltevés, amivel a probléma nominális és reáloldalát szétválasztjuk, illetve az utóbbi létét kizárjuk. Később a kérdést még érintjük.

amelyről a bevezetőben szoltunk, a költségvetési kiadások között megjelenő, és akár jelentős deficitet okozó kamatkidás nem növeli, csak „karbantartja” az adósságot.

A hazai és külföldi infláció eltérése miatt a forintot időről időre le kell értékelni. A nominális jelenségekre koncentrálnva tételezzük fel, hogy a leértékelés inflációt követő, vagyis a reálárfolyam stabilizálására törekszik. Történhet ez szakaszosan vagy folyamatosan (csúszó leértékeléssel), mondandónk szempontjából csupán annyi fontos, hogy a vizsgálati periódus (mondjuk év) végére a forintot éppen az inflációval azonos mértékben, tehát 25 százalékkal fogják leértékelni. A leértékelés természetesen növeli a forintban mért államadósságot, nevezhetjük ezt akár leértékelési veszteségnek is. Az persze nyilvánvaló, hogy a leértékelés az adósság reálértékét nem befolyásolja, külföldi devizában vagy reáljóságokban mérve nincs veszteség. Leértékelésre éppen azért volt szükség, mert a forint az infláció miatt veszített értékéből.

Mind a külső, mind a belső államadósság nominális értéke növekedett tehát az infláció következtében, míg a reáladósság nem változott. A nominális adósságnövekménynek azonban csak a belső adósságot érintő része ment keresztül a költségvetésen. A leértékelési veszteség forintban mért tőkeveszteség, ami a költségvetés folyó kiadásai között természetesen nem jelent meg, noha az adósság állományára való hatása pontosan ugyanaz, mint az inflációt kompenzáló kamatfizetésé. Utóbbi ugyanakkor megjelenik a költségvetés kiadásai között.

Az eddigiek legfontosabb következménye az, hogy *az államadósság belső arányai-ban, a forint- és a devizaadósság egymáshoz viszonyított súlyában bekövetkezett változások a folyó költségvetésben nagymértékű folyó kamatkidás-változásokat generálhatnak anélkül, hogy ez az adósságállomány egészében, annak akár nominális, akár reálértékében bármiféle eltérést jelentene.* Ennek pedig csupán az a feltétele, hogy a hazai infláció jelentősen különbözzön a külfölditől, s ez megjelenjen a nominális kamatlábak eltérésében. Tudjuk, hogy Magyarország esetében ma pontosan ez a helyzet.

Tegyük fel például, hogy az összállamadósságban a forint- és dollárállomány (forintban mérve) pont fele-fele arányban van jelen. Legyen az összadósság forintban 100 egység, és – mint korábban – tegyük fel, az adósság reálértéke nem változik.<sup>6</sup> Az év végére az infláció miatt ehhez a nominális adósságnak 125-re kell növekednie. A 25 egységnyi növekedésből 12,5 amiatt keletkezik, hogy a költségvetés 25 százalékos nominális kamatot fizet az 50 egységnyi belső adósságra, amelyet a kötvénytartók újabb kötvények vásárlására fordítanak.

Év végére a forintban fekvő kötvényállomány nominális értéke 62,5, reálértéke viszont változatlan. Az 50 egységnyi külföldi kötvény forintértéke viszont amiatt nő 62,5-re, mert a forintot le kellett értékelni 25 százalékkal. A 12,5 értékű leértékelési veszteség éppúgy növeli a forintban mért államadósságot, mint a kamatfizetés, de nem jelenik meg a költségvetésben. Tegyük hozzá, emiatt nem jelenik meg a napilapok címlapjain sem, hiszen a politika és a közvélemény hajlamos arra, hogy a folyó költségvetés számaira koncentrálnon, s az állam vagyoni helyzetének alakulását ignorálja.

Ha viszont az induló helyzetben a forintban fekvő államadósság 60 egység, a dollár-rész forintértéke pedig csak 40, a nominális adósság azonosan 25 egységű növekedéséből csak 10 egység keletkezik a leértékelési veszteségen keresztül, s 15 terheli a költségvetés kamatszámát, hiszen ennyi a 60 egységnyi forintadósság 25 százalékos kamata. Ez azonban semmiképpen sem jelent „nagyobb terhet”. A reáladósság állománya éppúgy változatlan, mint korábban, a nominális adósság éppúgy 25 egységgel nőtt, a két helyzet

<sup>6</sup> A tényleges konszolidált államadósság 1994-ben például 3601,2 milliárd forint volt (Neményi [1995]). Mivel minket itt az adósság belső arányaiban bekövetkezett módosulás következménye érdekel, egyszerűbb az összes 100-nak tekinteni, mint kevésbé kerek számmal dolgozni. Ha az olvasót ez az egyszerűsítés zavarná, úgy tekintse a fenti egységet 36 milliárd forintnak.

között „terhekben” mérve semmi különbség nincs. A különbség csak az, hogy az adósságstock alkalmazkodása a flow kamatfizetésen vagy tőkeszámlák korrigálásával (átértékelésével) történt. Finanszírozási nehézségekről beszélhetünk, hiszen a leértékelés miatti nominális adósságnövekményt nem kell külön finanszírozni, a kamatkiadásokon keresztül jelentkezőt viszont igen. De a különbség csak ennyi.

Szó sincs arról, hogy az adósság finanszírozásának problémáját alábecsülnénk. Különösen fontos ez a probléma nálunk, ahol mélyen strukturált pénz- és tőkepiac még nem alakult ki, ezért a megnövekedett állampapír-kínálat elhelyezése gondot és költséget jelent. Igen fontos azonban, hogy különbséget tegyünk finanszírozási probléma és adósságállomány-probléma, illetve az utóbbi terhei között. Nyilvánvaló például, hogy ugyanaz az adósságállomány egészen eltérő körülmények között finanszírozható, ha mondjuk húszéves lejáratú vagy, ha zömmel háromhónapos lejáratú papírokban fekszik. Ennek ellenére az adósság szintje és az ebből fakadó terhek mértéke ugyanaz. E cikkben a finanszírozás kérdésével nem foglalkozunk.

A fenti példa üzenetét a szélsőségekig is fokozhatjuk, mondjuk 90 egység forintban lévő államadósság esetén 22,5 egység a kamatfizetés és csak 2,5 a leértékelési veszteség, de az adósságteher ugyanaz. Hasonlóképp nem volna enyhébb az adóssághelyzet, ha az arány megfordulna, s csak 10 egység volna a forintban kamatozó adósság aránya. Noha ekkor a költségvetés kiadásai között csak 2,5 egységnyi kamatfizetés jelenne meg, ezzel arányosan volna nagyobb (22,5) a tőkeveszteség a leértékelésen keresztül. A reáladósság ebben a helyzetben is ugyanaz, mint tavaly, a nominális adósság pedig éppúgy 125-re nő, mint az egyéb esetekben.

Ha a külföldi és belföldi államadósság egyaránt a költségvetés (kincstár vagy más adósságkezelő szervezet) könyveiben volna, akkor a dolog valószínűleg sokkal átláthatóbb volna, s kevesebb félreértés keletkezne a leértékelési veszteség körül. Nem állítjuk persze, hogy minden vita egy csapásra megszűnne, hiszen a költségvetési kérdésekben döntést hozó politikusoktól és országgyűlési képviselőktől általában nem várható el, hogy az adósság flow és stock alkalmazkodásának közgazdasági képzettséget igénylő finomságait ismerjék. Ők valószínűleg akkor is hajlamosak volnának a flow költségvetési hiány számait túlértékelni, és a tőkeveszteség-számla jelentőségét figyelmen kívül hagyni. De akkor legalább a szakembernek nagyobb esélye volna.

Ismeretes azonban, hogy Magyarországon, miként a többi volt szocialista és számos fejlődő országban, az állam külföldi adósságát a jegybank könyveibe telepítették, ez pedig oly mértékig komplikálja a dolgot, hogy sok szakembert is megtéveszthet. A felmerülő értelmezési nehézséget valószínűleg az is fokozza, hogy a jegybanknál szereplő külföldi államadósság nettó állományának változása a pénzkínálatra, pontosabban a monetáris bázisra is hat. A probléma ezért az eddigi apparátus segítségével nem is elemezhető tovább, a modellt ki kell terjesztenünk úgy, hogy az a jegybank mérlegét is magában foglalja.

### **A modell kiterjesztése – az állam konszolidált adóssága**

Köztudott, hogy a jegybank egyszerűsített, csak a pénzügyi aktívákat és passzívákat tartalmazó vagyonomérlegében az eszközoldalon a devizakészletek, valamint a kormánynak (költségvetésnek) és a bankszférának nyújtott hitelek állnak. Utóbbiaknak mondandónk államadósságot érintő része szempontjából nincs jelentősége, ezért a továbbiakban létezésüktől egyelőre eltekintünk. Ami a költségvetés jegybankkal szembeni tartozásait illeti, Magyarországon ezek részben piacon értékesíthető kötvény, részben közvetlen hitel formájában vannak jelen, s utóbbiak egy igen tekintélyes hányada nem kamatozik. A

nem kamatozó, a szakzsargon által csak nullás állományként emlegetett hitelállomány jórészt éppen az általunk vizsgált kérdéssel, tehát a leértékeléssel áll kapcsolatban. A nem kamatozó állomány kamatozó kötvényekké alakítása folyamatban van, bár ennek célszerűségéről is eltérő álláspontok ismeretesek. Noha a költségvetés által a jegybanknak nyújtott kamattérítés kérdése témánk egyik fontos ága, hagyjuk ezt is későbbre. Modellünk kiterjesztéséhez egyszerűen tegyük fel, hogy a jegybank költségvetésnek nyújtott hitelei is piaci kamatozású kötvények formájában vannak jelen.

A jegybank passzívái közül a jegybankpénznek is nevezett monetáris bázis érdemel figyelmet, további forintban meglévő forrás még a költségvetés egyszerűsített mérlegében felhalmozódó egyenleg, valamint a jegybank tartozásaként könyvelt, dollárban elszámolt államadósság. További tételektől itt eltekintünk. A jegybank egyszerűsített vagyonmérlege tehát a következő alakot ölti:

Jegybank	
<i>DT</i>	<i>MB</i>
<i>GB</i>	<i>KE</i>
	<i>DA</i>

ahol: *DT* a devizatartalékok állományát, *GB* a jegybank portfóliójában lévő kormánykötvényeket, *MB* a monetáris bázist, *KE* a költségvetési egyszerűsített mérlegében a jegybank külföldi devizában felmerülő adósságát jelenti. Az egyszerűség kedvéért feltételezzük, hogy az összes külföldi államadósságot a jegybank vette fel,<sup>7</sup> *DA* tehát itt az összes devizában felmerülő államadósságot reprezentálja. A továbbiakban a jegybank mérlegében a bank devizában felmerülő adósságait és követeléseit összevonjuk, „nettósítjuk”, és az így keletkezett nettó devizaadósságot a forrásoldalon<sup>8</sup> tüntetjük fel. A nettó devizaadósság (*NDA*) az összes devizában felmerülő államadósság (*DA*) és a devizatartalék (*DT*) különbsége ( $NDA = DA - DT$ ).

A költségvetés egyszerűsített mérlegében szintén csak a főbb pénzügyi tételeket tüntetjük fel. (Vigyázzunk, ne tévesszük össze a folyó költségvetés kiadásait és bevételeit a költségvetés egyszerűsített mérlegével, amely az államháztartás vagyoni – vagyis stock – helyzetét mutatja!) A számunkra érdekes tételek így az eszközoldalon a költségvetési egyszerűsített mérlegében, a forrásoldalon pedig a költségvetés kötvényformájában meglévő adósságállománya, amelynek egy része a jegybank könyveiben szerepel, másik része viszont az államon kívüli szektor vagyonát képezi. A költségvetés egyszerűsített mérlege tehát:

Költségvetés	
<i>KE</i>	<i>GB + GP</i>

ahol: *GP* a privát (államon kívüli) szektor kezében lévő államkötvények állománya.

A teljes államadósság a jegybank és költségvetés egyszerűsített mérlegéből olvasható ki. Ennek során az államon belüli követelések és tartozások kiesnek, így a egyszerűsített mérleg nem tartalmazza a költségvetési betétszámla egyenlegét, hiszen az a jegy-

<sup>7</sup> A költségvetés közvetlen devizahitelei még 1994 végén is alig 7 százalékát tették ki az állam összes külföldi adósságának (Neményi [1995]).

<sup>8</sup> A nemzetközi pénzügyi irodalom szokásos gyakorlata nem ez, hanem az, hogy a jegybank devizatartalékából vonják ki a devizaadósságokat, és az így számított nettó külföldi követeléseket az eszközoldalon tüntetik fel. Magyarország esetében éppen a külföldi államadósság jegybankhoz való telepítése miatt ez egy igen nagy negatív szám lenne, ami esetleg félreértésekhez vezetne. Ezért követtük a fenti eljárást.

bank adósságát testesíti meg, a másik oldalon pedig kiesik a költségvetés jegybankkal szembeni adóssága. Mindezekkel a jegybank és a költségvetés konszolidált vagyommérlege az államadósság részeként a következő tételeket sorolja fel: nettó külföldi devizaadósság, az államon kívüli szektor államkötvény-állománya, valamint a monetáris bázis.

#### Az állam konszolidált vagyommérlege

NDA
GP
MB

Az eddigiekben megismert államadósság-tételeken túl, harmadikként most a monetáris bázis is az államadósság részeként tűnik fel.

Az, hogy a monetáris bázis része-e az államadósságnak vagy sem, az valójában definíció kérdése, és a célszerű államadósság-definíció a vizsgált kérdés jellegzetességeitől függ. A jegybankpénzállomány nyilván nem ugyanolyan adósság, mint a kötvényben fekvő, hiszen a pénzt nem kell visszaváltani, mint a kötvényeket. Ugyanakkor a nagyerejű pénz az állam passzívája. Ha nem volna adósság, vagyis valakinek a passzívája, akkor a pénztartók vagyont (eszközét) sem képezhetné. Az itt elemzett probléma szempontjából az adósságdefiníció valójában érdektelen, mondandónk úgy is előadható volna, ha a monetáris bázist nem tekintjük az államadósság részének. Így ezzel a kérdéssel itt nem foglalkozunk.<sup>9</sup>

Ismét néhány olyan egyszerűsítő feltevessel élünk, ami következtetéseink érvényét nem korlátozza, de a tárgyalást könnyíti. Feltesszük, hogy a gazdaság nem növekszik, a gazdaság jövedelemtermelése és ezzel tranzakciós (reál-)pénzkereslete konstans. A korábban már bevezetett adott nominális kamatláb és ezzel megegyező adott inflációs ráta (25 százalék) mellett modellünkben a reálpénzkereslet állandó lesz. A nominális pénzkereslet természetesen nő, mégpedig az infláció rátájával azonos ütemben. Adott reálpénzkereslet mellett 25 százalékos infláció esetén a gazdaságnak évi 25 százalékkal több nominális pénzre van szüksége.

További egyszerűsítésként tegyük fel, hogy a jegybank nem fizet kamatot a monetáris bázis után. A monetáris bázis készpénzeleme esetében ez természetesen így is van, a banki tartalékszámok után az MNB fizet az inflációs értékvesztést részben kompenzáló kamatot. Ettől azonban most eltekintünk, a későbbiekben még visszatérünk a banktartalék után fizetett kamat kérdésére.

Tekintsük ismét az állam összes adósságát! Tételezzük fel, hogy az induló helyzetben (év elején) a monetáris bázis értéke is 50 egység, a forint- és dollárkötvények forintban mért értéke pedig, mint a legelső példában, továbbra is 50–50 egység.<sup>10</sup> Az állam konszolidált passzíváinak együttes értékeként értelmezett államadósság tehát együttesen 150 (50 bázispénz, 50 kötvény a privát szféra tulajdonában és 50 értékű dollárban denominált kötvény) egység lesz.

Év végére az adósságstock reálértéke változatlan marad, a nominális pénzállomány 62,5-re nő az infláció miatt, a kötvényállomány 62,5-re nő ugyancsak az infláció, illetve a privát szférának teljesített kamatfizetés és annak kötvényvásárlásra való elköltése mi-

<sup>9</sup> Az érdeklődő olvasó mélyebb betekintést kaphat e megkülönböztetés jelentőségébe *Dedák* [1996] vagy *Pete* [1996] írásaiból.

<sup>10</sup> 1994-ben a konszolidált államadósság fenti tételeinek tényleges értéke milliárd forintban a következő volt (a zárójelbe tett százalékok az illető tételt a GDP százalékában mutatják): monetáris bázis: 1178,7 (27,1 százalék), belföldi adósság: 1025,3 (23,6 százalék), külföldi adósság: 2575,9 (59,2 százalék) Az adatok forrása: *Neményi* [1995].

att, a dolláradósság forintértéke pedig ugyancsak 62,5-re nő a 25 százalékos leértékelés miatt. A költségvetés állami szférán kívülre teljesített kamatkiadása, mint korábban, 12,5 egység. E felvéésekkel most már készen állunk alapproblémánk vizsgálatára, vagyis mi történik akkor, ha a jegybankhoz telepített külföldi adósság csökken.

Mindenekelőtt le kell szögeznünk, hogy a jegybank nettó devizaadósságának csökkenése nem feltétlenül jelenti az állam összes adósságának csökkenését. Ahhoz, hogy az államadósság egésze csökkenjen, ahhoz vagy folyó költségvetési szufficitnek (folyó bevételek kiadások feletti többlete) kell lennie, vagy az államnak el kell adnia a tulajdonában lévő vagyontárgyakat. A költségvetésnek nincsenek folyó devizabevételei, illetve jelentéktelenek, így a devizaadósság olyan leépítése, amely az adósság egészét csökkenti, csak úgy jöhet létre, ha az állam külföldieknek devizáért vagyontárgyakat ad el. Noha ez a privatizációs folyamat során előfordul, mi több az állam a legutóbbi, az energiaipari vállalatok privatizálása során jelentős devizabevételt könyvelhetett el, a jegybank devizaadósságának leépítése (ha bekövetkezik) döntően nem ezen a módon következik be, hanem a teljes fizetési mérleg (folyó + nettó tőkebeáramlás) pozitív egyenlege folytán. Vagyis döntően nem állami privatizáció, hanem magántranzakciókon keresztül.

Miért csökkenne az állam adóssága akkor, ha magánszemélyek többet exportálnak, mint importálnak, vagy ha külföldiek magyar magánszemélyektől reálvagyonot vásárolnak? Nem is csökken. Az *ország* külföldiekkel szembeni adóssága persze csökkenhet ezáltal, de ez nem ugyanaz, mint az állam adóssága. Mi több, az ország devizaadóssága sem csökken akkor, ha az MNB hitel-visszafizetésével párhuzamosan magánintézmények (leginkább a kereskedelmi bankok) adósodnak el a külföldiekkel szemben. Fordítjuk azonban figyelmünket az államadósságra!

Mi történik tehát akkor, ha a jegybank nettó devizatartozása nem az állami privatizációs bevételeken keresztül, hanem egyéb gazdasági tranzakciók következtében, a teljes fizetési mérleg pozitív szaldója miatt csökken?<sup>11</sup> Pontosan az, amivel e cikket kezdtük, s ami miatt az MNB a leértékelési veszteség realizálása miatt aggódik. A jegybank dolláradósságának csökkenése növeli a pénzkínálatot. Pontosabban szólva a nominális pénzkínálat számos egyéb ok miatt is nő, de a tőkebeáramlás nem kívánatos gyorsulást idézne elő a nominális pénzkínálat növekedésében. Ezt a jegybank sterilizálja, mégpedig kamatozó államkötvények eladásával, így a pénzkínálat dinamikáját a külföldi adósság leépítése nem befolyásolja. A sterilizálás során eladott államkötvények összértéke pontosan annyi lesz, mint a dolláradósság leépülése (forintban mérve). Magyarán, az összes államadósság nem változott.

*Viszont megváltozott az államadósság szerkezete, növekedett a forintban denominált adósság aránya, és csökkent a dollárban fekvőé.* Erről pedig már tudjuk, hogy mi a hatása a költségvetésre: megnőnek a kamatkiadások. Mégpedig anélkül, hogy ez befolyásolná az adósságalakulást vagy annak terheit, szolgáltatának költségességét. Csak az történik, hogy az adósság nominális növekményének („karbantartásának”) kisebb része jön a tőkeszámla-leértékelés miatti kiigazításából és nagyobb része az inflációs kamattérítésen keresztül.

Ha tehát a jegybank külföldi adóssága mondjuk 20 százalékkal csökken, akkor példánkban a dolláradósság 40 egységre csökken, a forintkötvények állománya 60-ra nő. Erről pedig már tudjuk az egyszerű modellből, hogy megnöveli a kamatkiadásokat 12,5-ről 15-re, az adott évi leértékelési veszteséget pedig ugyanennyivel csökkenti. A nominális pénzállomány alakulását az adósságcseré nem érinti, pontosabban éppen azért történt így, hogy a pénzkínálatot ne érintse. A monetáris bázis az év végére éppúgy 25 százalékkal nő, mint korábban.

<sup>11</sup> A magyar folyó fizetési mérleg még huzamos időn át deficitese lesz, a teljes mérleget tehát a működő és privát kölcsöntőke-beáramlás teheti pozitívvá.



Más a helyzet akkor, ha a külföldi adósságállomány csökkenése állami vagyon devizáért való eladásából keletkezik. Ilyenkor valóban csökken az állam adósságállománya, mert az állam által a jegybanknak átadott devizával szemben a jegybank a költségvetés nála lévő adósságállományát csökkenti,<sup>12</sup> így a pénzkínálat nem változik, tehát sterilizálásra sincs szükség.<sup>13</sup> Ez az eset azonban kevésbé érdekes számunkra, hiszen itt, éppen a sterilizálás szükségtelensége miatt, nem merül fel olyan kamattöbblet, amelyet a költségvetésnek fizetnie kellene, tehát a „leértékelési veszteség realizálása” fel sem merülhet.

De az eddigiekből az is nyilvánvaló, hogy más esetekben sincs szó a múltban végrehajtott leértékelés miatt olyan, a múltban keletkezett, de el nem számolt veszteségekről, amely a költségvetési kiadásokban a jövőben jelentkezik. *A leértékelési veszteséget akkor realizáljuk, amikor leértékelünk.* Ráadásul ez nominális adósságkorrekciót jelent, amit éppúgy az infláció (pontosabban a belső és a külső infláció eltérése) okoz, mint ahogy a nominális kamatfizetések felfúvódásának is az infláció az oka. Mi több, éppúgy nem érinti a költségvetés reáladósságát és annak terheit, mint a nominális kamatlábban megfizetett inflációs kompenzáció.

Ha a nominális kamatláb belföldön ugyanakkora volna, mint külföldön, akkor a belföldi és külföldi adósság arányváltozásának nem volna jelentősége. A külföldi adósság törlesztésével a jegybank (és így a konszolidált állam) éppen annyi kamatot spórolna meg, mint amennyi többletkamatot a sterilizálás során a privát szférának eladott kötvények után kellene fizetnie, az adósság struktúrája tehát a kamatkidadások szempontjából semleges volna. Ekkor persze leértékelni sem kellene, hiszen a nominális kamatlábak azonossága csak közel azonos infláció mellett képzelhető el. A probléma abból származik, hogy a magasabb belföldi infláció miatt a belföldön felvett hitel nominális kamatlába magasabb, mint a külföldié, ezért az adósság arányainak megváltozása megváltoztatja az összadósság kamatterhének szintjét. De ugyanígy, csak az ellenkező irányban, megváltoztatja az inflációt követő leértékelések következtében beálló nominális adósságnövekedést is. Tényleges tehernövekedést csak az jelent, ha a reálkamatláb nagyobb belföldön, mint külföldön. Ez pedig, eltérően a példánkban feltételezett esettől, valóban elő is fordulhat. Ennek azonban semmi köze a leértékeléshez,<sup>14</sup> még kevésbé a múltban bekövetkezett leértékelésekhez. A kérdés ezen ága a bevezetőben már tisztázott reálfolyamatok körébe tartozik, amelynek taglalása itt nem célunk.

Mindezek alapján leszögezhetjük, hogy a *kamatterhek emelkedésében s az emiatt mégoly nagy költségvetési deficit kialakulásában sem játszhatnak szerepet múltbeli leértékelések*, szó sincs múltbeli leértékelési veszteségek hatásáról. Milyen szerepet játszanak múltbeli

<sup>12</sup> Leszámítva azt az esetet – amit egyébként sokan óhajtottak –, amikor a privatizációs bevételeket a költségvetés elkölti. Ekkor viszont az adósságállomány nem csökken. Ha importra költi, akkor a devizaadósságot nem törlesztették, ha viszont forintban költi el, akkor a külső adósság csökken ugyan, a belső viszont növekszik, hiszen a megnövekedett pénzkínálatot a jegybank sterilizálja. Paradox módon érzálat a belső (magas nominális kamatterhű) államadósság nőne, illetve növekedett volna. A legutóbbi privatizációs hullám bevételeinek felhasználásáról szóló félreértéseket *Oblath* [1996] igyekszik tisztázni.

<sup>13</sup> A manapság olyan sokat emlegetett kamatmegtakarítások azonban csak a külföldi adósság csökkenéséből származnak, az ennél lényegesen nagyobb nominális kamatterhű belső adósság ugyanis nem változik, mivel devizával természetesen nem lehet forintadósságot csökkenteni. Noha a költségvetés a jegybanknál lévő adósságának csökkenése miatt kevesebb kamatot fizet a jegybanknak, a jegybank is kevesebbet fizet vissza a költségvetésbe. Ez a költségvetés egészének nem jelent megtakarítást. Ezt jó tudni olyankor, amikor a vonatkozó kamatmegtakarítások felhasználásáról olvasunk nyilatkozatokat.

<sup>14</sup> Illetve csak annyi, hogy a leértékelési várakozások és a tényleges leértékelés vagy leértékelődés egymástól való eltérése a hazai kamatlábra egy árfolyam-kockázati elemet épít be. Ez az egyik legfontosabb oka annak, hogy a hazai *reálkamatláb* is magasabb lehet, mint a külföldi reálkamatláb. Ekkor pedig az adósság átterelése külsőből belsővé, tényleges költségnövekedést jelent. De, túl azon, hogy ez már nem ugyanaz a probléma, mint amit a leértékelési veszteség realizálásának neveznek, ez nem a leértékelés tényéhez, hanem az árfolyammal kapcsolatos bizonytalansághoz kötődik, ekkor sem a múlthoz, hanem a jövő árfolyamalakulásának bizonytalanságához.

leértékelések a jelenlegi nominális kamatláb, illetve a külföldi és belföldi nominális kamatlábak közti különbség szintjében? Semmilyen. Viszont mind a nominális kamatlábat, mind a leértékelést az infláció, illetve a várt infláció szintje befolyásolja. *A nominális kamatláb külföldit meghaladó szintje nem múltbeli, hanem jelenlegi és a jövőben várható leértékeléseket kompenzál.*<sup>15</sup>

### A jegybank pozíciója

Azt, hogy az MNB véleménye miért tér el markánsan a fentiekben kifejtettektől, azt természetesen csak a jegybank szakértői tudnák megmondani. Álláspontjuk megértéséhez azonban közelebb jutunk, ha szemügyre vesszük, hogyan érinti a fenti folyamat a jegybank mérlegét és eredményelszámolását. Idézzük hát vissza a korábban bemutatott (egyszerűsített) jegybankmérleget!

A költségvetési egyszerűsítést most az egyszerűség kedvéért elhagytuk, és a jegybank devizatartalékát és devizaadósságát a korábbiakhoz hasonló módon összevontuk. A zárójelben lévő számok a példánkban szereplő számértékeket mutatják. A monetáris bázis és a dolláradósság forintértéke egyaránt 50–50 egység. A belső adósság természetesen nem szerepel a jegybank könyveiben, szerepel viszont a költségvetés központi bankkal szembeni tartozása, az, amely a konszolidált államadósság képzésekor kiesett. Miután a jegybank bankrendszernek nyújtott hiteleit figyelmen kívül hagytuk, a *GB* értékének 100-nak kell lennie.

#### Jegybank

<i>GB</i> (100)	<i>MB</i> (50) <i>NDA</i> (50)
-----------------	-----------------------------------

A fenti mérlegből nyilvánvaló, hogy a jegybank a pénzteremtő (monetáris) feladatán túl itt egy szabályos pénzügyközvetítő-feladatot is ellát. Azzal, hogy saját nevében veszi fel a külföldi hiteleket és ezt továbbadja a költségvetésnek, valójában ugyanazt csinálja, amit egy kereskedelmi bank tesz. A jegybank persze nem profitorientált intézmény, teljes profitját befizeti a költségvetésbe. Miután itt minden egyéb kiadástól eltekintettünk, a külföldi adósság nem kamatterhes, és a monetáris bázis is ingyenes (feltettük, hogy a jegybank nem fizet a bankok tartaléka után), ezért a modellben a jegybank 25 egység kamatot fog kapni a költségvetéstől a 100 egységnyi aktívája után, s ezt a kamatot vissza is fizeti ugyanoda, a költségvetésbe. E kölcsönös kamatfizetés megjelenik a jegybank eredménykimutatásában és a költségvetés bevételeiben.

A jegybank eredménye nem változtatja meg a bank vagyონmérlegét, hiszen az a nyereségét befizette a költségvetésbe, nem növelte vele eszközeit. Év végére a központi

<sup>15</sup> Egy 1994-ben írott cikkemben Oblath Gábor és Valentinyi Ákos írására reflektálva, a szerzők egy lényegileg a fenti három bekezdésben foglaltakkal azonos tartalmú kijelentését félreértettem. (*Oblath-Valentinyi* [1993] 949. o., *Pete* [1994] 559–560. o.) Pontosabban olyan rejtett tartalmat, „sugallatot” tulajdonítottam állításuknak, amelyet az semmilyen formában nem tartalmazott. Ezért itt mindkettőjüktől elnézést kérek. Nemcsak az derült ki, hogy én félreértettem intencióikat, de az is, hogy a kérdés adott szegmensét illetően egyetértünk.

A seigniorage értelmezését és az államadósságot érintő korábbi vitapontjainkban továbbra is jelentősen eltérnek nézeteink, azokat a kritikai észrevételeimet, ahol nem ezt az általam nekik tulajdonított sugallatot, hanem tényleges állításaitak bírálom, továbbra is változatlanul fenntartom. Az e cikkben kifejtettek nem módosítják az általam korábban a leértékelési veszteségről írottakat sem, inkább részletezik és megerősítik azokat.

banki vagyommérleg mégis jelentősen megváltozik, nem a banki eredmény, hanem egyéb műveletek következtében. A *pénzkereslet nominális növekedését ki kell elégíteni*, MB tehát nőni fog 12,5 egységgel. Az eszközoldalon ugyanennyivel nő a költségvetési hitelek állománya. Év végére megváltozik a külső adósság forintértéke is, hiszen a forintot 25 százalékkal leértékelték. A Magyarországon alkalmazott szabályok szerint ezt a leértékelési értékkülönböt a jegybank automatikusan meghitelezi a költségvetésnek, viszont a költségvetés nem fizet utána kamatot. Így keletkezett a nullás állomány.<sup>16</sup> A kamat kérdését egyelőre ne vizsgáljuk, először tegyünk úgy, mintha az összes jegybankkal szembeni költségvetési adósság piacképes és piaci kamatozású kötvényekben lenne. A leértékelési veszteség ekkor egyszerűen megnöveli a jegybank kötvényállományát 12,5 egységgel. A jegybank mérlege az év végén tehát:

Vagyommérleg		Eredménykimutatás	
<i>GB</i> (112,5)	<i>MB</i> (62,5)	Bevétel	
<i>GBL</i> (12,5)	<i>NDA</i> (62,5)	(25)	

ahol: *GBL* a leértékelés miatt keletkezett államadósságot, tehát a leértékelési veszteséget jelöli. Ez a leértékelési veszteség persze a bank eredménykimutatásában nem szerepel.

Ha most az induló helyzetben (év elején) a nettó devizaadósság csökken (mondjuk 40 egységre), a sterilizálás miatt a jegybank kormánykötvény-állománya ugyanennyivel kisebb (90) lesz. Az év végi helyzet a következőképp alakul:

Vagyommérleg		Eredménykimutatás	
<i>GB</i> (102,5)	<i>MB</i> (62,5)	Bevétel	
<i>GBL</i> (10)	<i>NDA</i> (50)	(22,5)	

A jegybank kamatbevétele és így eredménye is csökkent, ez most csak 22,5 egység (90 egység 25 százaléka). Mivel a költségvetés összes (jegybanknak és a privát szférának teljesített) kamatkiadása változatlan, a költségvetési hiány nőtt, hiszen a jegybank profitátulása csökkent. De nem a múltbeli leértékelési veszteség realizálása miatt. Nem a múltbeli leértékelési veszteség megy át most a költségvetésen, hanem éppen azért nőtt meg a deficit, mert a leértékelési veszteség *ez évi növekménye lett kisebb*, a dollárban változatlan külső adósság forintban 40-ről 50-re, csak 10 és nem 12,5 egységgel nőtt. A múltban elszámolt leértékelési veszteség természetesen nincs érintve. Az történt, amit a konszolidált adósságszámlák elemzésekor már tisztáztunk, az infláció miatti nominális adósságnövekménynek nagyobb része ment át a költségvetésen, mert megnőtt a forintban denominált adósság aránya. Csökkent viszont a tőkeszámlán keresztül elszámolt rész.

A múltban elszámolt leértékelési veszteség soha sem fog átmenni a költségvetésen, mert azt már a tőkeszámlán a múltban elszámoltuk. Ha az összes külföldi adósságot visszafizetjük, akkor a költségvetés kamatkiadásai nagyon meg fognak nőni, hiszen a belföldi hitelek kamata magasabb, mint a külföldieké. De ez nem a múltbeli leértékelési veszteség realizálása, hanem azért van így, mivel a jövőben többé nem lesz leértékelési veszteség.

<sup>16</sup> Ennek értéke 1994-ben 1440 milliárd forint volt, több, mint az állam konszolidált belső adóssága. (Neményi [1995].)

Ezt azért kell külön hangsúlyozni, mert az MNB-hez közelálló források<sup>17</sup> olvasójában néhol az a benyomás alakulhat ki, hogy az MNB azt a leértékelési veszteséget tekinti realizáltak, amely már átment a költségvetésen, és azt nem realizáltak, amely még csak a jövőben fog átmenni. Erre utalhatnak például a következő megállapítások: „Az állam nem fizeti ki kamat formájában a forrásköltségeknek azt a részét, amely az MNB devizatarozásainak a forint leértékelése miatt és a keresztfolyamok változása miatt történő növekedéséből adódik. Ezt átértékelési ... különbözet címén fizeti ki. Erre a kifizetésre az MNB a kialakult szabályozás szerint automatikusan hitelt nyújt az államnak. Az adósságterheknek ez a része nem jelenik meg a költségvetés folyó kiadási között, így az adósságteher teljes súlya még a döntéshozók jelentős része előtt sem ismert, s a költségvetés hiánya nemzetközileg is jobban prezentálható.” (Kun [1995] 32. o.) Vagy máshelyütt: „Az adósságproblémával kapcsolatos törvényi szabályozás áttekintésekor, 1993-ban nem látszott reális lehetőség az MNB és a költségvetés közötti kapcsolatok szabályozásának olyan módosítására, amely az árfolyamváltozásokból eredő átértékelési különbözeteket részben-egészben megjelenítette volna a költségvetési kiadások között (felkészülve arra az esetre, amikor az adósság visszafizetése miatt realizálódik az árfolyamvesztés), az *árfolyamváltozásokból adódó többletterhek (részben vagy egészben való) megjelenítése ugyanis minden lehetséges változatban jelentősen megnövelték volna az amúgyis »túlságosan«* növekvő költségvetési deficitet.” (Neményi [1995] 10–11. o. – kiemelések az eredetiben.)

De miért kellene a leértékelési veszteségnek egyáltalán átmennie a költségvetésen? Miért kellene a vagyon értékváltozásából adódó értékkülönbözetnek a flow jellegű kiadásokban vagy bevételekben egyáltalán feltűnnie? Az állam tulajdonában lévő termelővagyon értéke az utóbbi években aggasztóan csökkent az érintett vállalatok csőd közeli helyzete és hasonlók miatt. De ez nem jelenik meg sem a flow jellegű költségvetési kiadások növekedésében, sem a bevételek csökkenésében mint a „termelővagyon leértékelődési vesztesége” vagy mint valamilyen hasonló tétel. Ez a tőkeszámlán jelenik meg, feltéve, hogy valaki teljes körű könyvelést végez az állam vagyoni helyzetéről. Ugyanígy, a leértékelési veszteség sem válik flow jellegű kiadássá vagy bevételecsökkenéssé.

A fent idézett megállapítások ettől függetlenül sem állják meg a helyüket. Szemben a közkeletű vélekedéssel, azok az elszámolási lehetőségek, amelyek a leértékelési különbözetet azonnal átfuttatták volna a költségvetésen, valójában *nem növelték volna meg annak deficitjét*. Az ezzel kapcsolatos aggodalom korábban is, ma is alaptalan. Nézzünk erre is egy példát!

Ha a Magyar Nemzeti Bank kereskedelmi bank volna, akkor az átértékelési különbözet automatikus költségvetési finanszírozása természetesen szóba sem jöhetne. Egy kereskedelmi banknak az ilyen helyzetekre a saját nyereségéből céltartalékot kell képeznie, s a dolláradósságon keletkezett leértékelési veszteséget azzal szemben elszámolnia. Ez az a megoldás, amit a ma alkalmazottal szemben gyakran emlegetnek úgy, mint amely „nem halmozta volna a veszteségeket, de sajnos a költségvetés helyzete miatt alkalmazására nem volt mód”.

Nos, ha az MNB céltartalékot képezne, akkor valóban kevesebb profitot fizetne vissza a költségvetésbe, ezen az úton valóban növekedett volna a költségvetés deficitje, mégpedig a példánk számai szerint pontosan 12,5 egységgel, hiszen 25 százalékos infláció mellett ekkora leértékelési veszteségre lehet számítani. A költségvetés nyilván nem fog emiatt kiadást csökkenteni, a deficit finanszírozására 12,5 egység többletkötvényt fog kibocsátani. Az MNB azonban nem kereskedelmi bank, hanem a pénz teremtője. Ezért vissza-

<sup>17</sup> Az MNB füzetek című kiadványt az MNB adja ki, és az ott folyó kutatómunka eredményeiről tudósít, ám – a címlapon olvasható jegyzet szerint – nem szükségszerűen esik egybe az MNB hivatalos álláspontjával. Ezért használok ezt a kissé ködös – közelálló források – meghatározást.

tartott eredménye nem semleges a gazdaságra nézve, a jegybank visszatartott eredménye *csökkenti a pénzkínálatot*.

Miután semmi sem indokolja, hogy a pénzkínálat (monetáris bázis) e tartalékképzés miatt csökkenjen, sőt a jegybank egyik legfontosabb funkciója éppen az, hogy a pénzkínálat ilyen és ehhez hasonló technikai okok miatt bekövetkező ingadozásait semlegesítse, ennek ellensúlyozására is lépnie kell. Nyílt piaci műveletek keretében államkötvényeket kell vennie. Ezáltal államkötvény-állománya ugyanúgy megnő, mintha a leértékelési veszteség térítésére kapott volna államkötvényeket. Miután a vásárolt kötvények után kamatot kap a költségvetésből, elszámolási eredménye és ezzel a költségvetési befizetési is az eredeti szintre állnak vissza. Mi több, a jegybank pontosan annyi államkötvényt vesz, mint amennyit a költségvetés eladott. Az MNB mérlege pontosan úgy alakul, mintha a leértékelési veszteséget egy speciális számlán a költségvetés számára közvetlenül finanszírozta volna, csak most nem leértékelési veszteség számlának hívjuk. Az egyetlen különbség a mai rendszerhez képest, hogy a kötvénypiac forgalma megnő, a költségvetés ott ad el, a jegybank ott vesz, de ugyanannyit.<sup>18</sup>

Azok a javaslatok tehát, amelyek csak a leértékelési veszteség tartalékalap-képzésével való elszámolását tartják prudens eljárásnak, nos azok nem veszik figyelembe, hogy a jegybank nem kereskedelmi bank, hanem maga a monetáris hatóság.

### A jegybank eredménye

A jegybank eredményelszámolásában kimutatott eredményt a külső adósság arányának mérséklődése mindenképpen – a leértékelési veszteség elszámolási módjától függetlenül – csökkenteni fogja. Legfeljebb a céltartalékos megoldás esetében a külső adósság csökkenésével egyre kevesebb céltartalékot kell képezni, így a nettó profit stabilabb maradhatna. Csökken a kamatbevétel, de csökken a céltartalékba helyezendő összeg is. Az MNB azonban arról panaszkodik – és teljes joggal –, hogy közel sem képződik annyi eredménye, amennyi a céltartalék megképzéséhez szükséges volna, mert a költségvetés a hitelei után nem fizet piaci kamatot. A céltartalékos megoldás negatív bankprofit, veszteség kimutatását tenné szükségessé.

Ezzel eljutottunk a téma utolsó fontos, szintén potenciális félreértések magvát tartalmazó eleméhez, a költségvetés kamattérítésének, illetve a jegybankprofit-veszteség kérdéseire.

Mindenekelőtt szögezzük le, hogy mindaddig, amíg ez nem befolyásolja a jegybank államon kívüli szférával (mindenekelőtt a kereskedelmi bankokkal) szembeni elszámolásait, addig a költségvetés jegybanki adósságai után fizetett kamattérítésének *semmiféle hatása nincs sem a költségvetés deficitjére, sem az adósságteherre, sem a gazdaság reál-állapotára*. A jegybank kamatot kap a költségvetéstől, amit oda visszafizet. Ha sokat kap, sokat fizet vissza, ha keveset kap, keveset fizet vissza, ha meg éppenséggel semmit sem kap, akkor semmit sem fizet vissza. Mindez a költségvetés kiadásainak és bevétele-

<sup>18</sup> Gyakorlatilag persze volnának különbségek, a brókerek sokat keresnének, és a finanszírozási költségek nagyobbak volnának, a költségvetés az elsődleges piacon ad el, a jegybank meg a másodlagos piacon vesz a nyílt piaci műveletek keretében stb. stb. De ezek megint nem a probléma lényegét érintik, itt ismét finanszírozási módbeli különbségekről és nem a leértékelési veszteség tartalmi ügyeiről van szó.

inek szintjét párhuzamosan érinti, a deficitet azonban nem.<sup>19</sup> Természetesen érinti viszont a bank profitját: ha a kamattérítés magasabb, magasabb a bankprofit. Ettől ez még két állami hivatal egymás közti elszámolása marad, anélkül hogy az egész szempontjából jelentősége volna.

Köztudott, hogy – a modellünkben feltett egyszerű helyzettel szemben – a költségvetés jegybanknál vezetett adósságaiból csak egy rész kamatozó, ezen belül is van olyan, amely „kedvezményes”, tehát utána a költségvetés a piacnál alacsonyabb kamatot fizet. A leértékelés-veszteség-számla után pedig egyenesen semmit sem fizet, ez a nullás állomány. Ugyancsak eltérően a modellbeli helyzettől, a külföldi hitelek sincsenek ingyen, és a monetáris bázis (annak a tartalékszámokkal fedezett része) után is fizet kamatot az MNB, nem beszélve arról, hogy működési költségei is vannak.

Így aztán, ha a költségvetés bizonyos tételek után nem fizet vagy keveset fizet,<sup>20</sup> akkor a jegybank innen (és a modellünkben figyelmen kívül hagyott egyéb helyekről, döntően a kereskedelmi bankoktól) származó bevételei adott esetben nem nyújtanak fedezetet a kiadásokra, s a jegybank veszteséges lesz. S ekkor mi van? Az általunk vizsgált kérdés szempontjából semmi. Ekkor a költségvetés veszteségtérítést fizet ahelyett, hogy kamatot fizetne, de ez a deficitet nem érinti.<sup>21</sup>

Még egyszer hangsúlyozzuk, a jegybank nem kereskedelmi bank, profitja éppúgy nem méri jó vagy rossz gazdálkodását, mint ahogy a pénzügyminisztériumot sem csak annak alapján ítéljük meg, hogy sok vagy kevés adót vet ki és szed be. A jegybank fenti okok miatti veszteségesé válásának nincs értéktartalma, és makroökonómiai hatása sincs. Az a tényező, ami miatt mégis célszerű a költségvetés és jegybank közötti elszámolásokat úgy intézni, hogy a bank profitot mutasson ki, az nem makroökonómiai és nem is belgazdasági természetű.

Arról van szó, hogy az MNB, illetve rajta keresztül a magyar állam, külföldi adósságának zöme magánbefektetőkkel szemben áll fenn. Ezek külföldi kereskedelmi bankok, nyugdíj-, biztosító- és egyéb befektetési alapok stb. Portfóliójukban rendszerint a magyar adóssághányad kicsi, a régió iránti érdeklődésük és a helyi specialitásokkal kapcsolatos ismereteik ezzel arányosak lehetnek. Ráadásul a felelős portfóliómenedzsereik nem feltétlenül makroökonómiával foglalkozó közgazdászok, hanem üzletemberek. Mindezek miatt hajlamosak lehetnek a Magyar Nemzeti Bankot ugyanazon kritériumok alapján

<sup>19</sup> A jelenség megzavarhatja, sőt idegesítheti persze azokat, akik a kiadásokat és a bevételeket elkülönítetten szemlélik, és a szakmai ismeretekkel nem rendelkező politikusokkal vagy a médiával ez elő is fordul. Az, hogy a költségvetés piaci kamatot fizessen minden adóssága után, az nem azért fontos, mert ez a költségvetés deficitjére hat, hiszen nem hat, hanem azért, hogy a költségvetés és a privát szféra ugyanolyan feltételek mellett jusson hitelforrásokhoz. Ha tehát a költségvetés vesz igénybe valamilyen erőforrást, akkor az ugyanakkorának (ugyanakkora költségűnek) látsszék, mint amikor a magánszféra teszi ugyanezt. Azt, hogy a költségvetés az összes erőforrások (GDP) mekkora részét veszi igénybe, azt a költségvetési kiadások GDP-hez mért aránya mutatja. Ehhez a kiadások szintjét is reálisan kell mérni, nemcsak a deficit nagysága a fontos. Erről lásd *Pete* [1994].

A nullás állomány kötvényesítésének, s ezáltal piaci kamatozásává tételének ugyanakkor van egy nagyon fontos, technikai racionalitása. Az tudniillik, hogy nullás adóssággal nem lehet sterilizálni, ezt csak kötvényekkel lehet megtenni, a jegybank nyílt piaci műveleteinek bonyolításához alapvető technikai feltétel, hogy legyenek kötvényei.

<sup>20</sup> Ennek, mint fent láttuk, csak a kiadások összes szintjét manipulálni kívánó prezentációs vagy tisztán félreértésből fakadó okai lehetnek, hiszen ez a deficitet, a tényleges terheket nem befolyásolja. Az állam egésze semmit sem spórolt azon, hogy az egyik zsebéből a másikba nem fizet kamatot.

<sup>21</sup> Akár negatív kamatot is számolhatnának a költségvetési hitelek után, ekkor a jegybank biztosan veszteséges volna, amit a költségvetés megtérít, a deficit ugyanaz. Ennek persze semmi értelme sem volna, mint ahogy a költségvetés jegybanki kamattérítésének szintjéről folytatott áldatlan vitának sincs. Az, hogy a jegybank ilyen okok miatt veszteséget könyvel el, nem ismeretlen azokban a magas inflációjú országokban (Argentína, Costa Rica, Uruguay, Fülöp-szigetek stb.), ahol – Magyarországhoz hasonlóan – a külföldi államadósság a jegybankhoz van telepítve. Lásd erről *Robinson-Stella* [1993].

megítélni, mint ahogy egy kereskedelmi bankot szokás, ezáltal annak mérleg szerinti eredményében kimutatott nyereségét vagy veszteségét – helytelenül – a bank gazdálkodása, esetleg az ország vagy a bank megbízhatósága egyik indikátoraként felfogni. Emiatt azt valóban nem érdemes vállalni, hogy a kimutatott jegybanki veszteség ezeket elbátortalanítsa, esetleg portfóliójuk magyar államadósságban megtestesülő részének leépítésére készítse. Jobb tehát, ha az MNB elszámolásában nyereséget mutat ki.

Ezt a nyereséget azonban a költségvetéssel szembeni elszámolások segítségével kell biztosítani, a legegyszerűbb módja ennek az, ha a költségvetés magasabb kamatot fizet. Láttuk már, a közhiedelemmel szemben ez ingyen van. Tragikus hiba volna, ha az MNB a költségvetéstől meg nem kapott kamatot – az elszámolási eredmény prezentálható szintre emelése érdekében – az államon kívüli szférától, gyakorlatilag a pénzügyi szektor adóztatásával akarná beszédni. Ez fiskális tevékenység, adóztatás, ráadásul rejtett, s amint az köztudott,<sup>22</sup> a banki kamatmarzs szélesedéséhez, hatékonysági veszteségekhez is vezet. Ennél már az is jobb, ha a jegybank veszteséges. Ha adót kell szedni, azt a fiskális hatóság tegye, a szerepek keveredése a gazdaságirányítási felelősség és hatékonyság romlásához vezet.

Külső szemlélőként nem tudjuk azt megítélni, hogy a magyar jegybankot mi motiválja a nyereségeskedéshez való ilyen szintű ragaszkodásában. Lehetséges (bár ez részünkről pusztán spekuláció), hogy a jegybanki függetlenség sajátos értelmezése húzódik meg mögötte. A központi bank költségvetéstől való függetlensége a ma uralkodó nézetek szerint az inflációellenes harc sikerének egyik záloga. Jelentősége különösen nagy az átmeneti gazdaságokban, így Magyarországon is, ahol ennek formai, törvényi biztosítása mellett a jegybanki függetlenség tartalmi érvényesülésével komoly bajok vannak (Lásd például *Neményi* [1995]. 5. o., 4. lábjegyzet). A jegybank függetlensége azonban a pénzkínálat meghatározására, illetve annak a költségvetési hiánytól független alakítására, magyarul a monetáris politika vitelére vonatkozik. A jegybank függetlensége nem jelenti a bank saját nyereségével, annak képzésével és felhasználásával kapcsolatos döntéseknek a központi bank hatáskörébe való utalását. Ez ugyanis nem a monetáris politika keretébe tartozik.

### Hivatkozások

- DEDÁK ISTVÁN [1996]: Seigniorage, költségvetési deficit, aggregált kereslet. *Közgazdasági Szemle*, 2. sz.
- EISNER, R. [1989]: Budget Deficits: Retic and Reality. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3. No. 2.
- ERDŐS TIBOR [1996]: Az infláció és az állami költségvetés deficitje. Figyelő, március 7.
- KOPITS GYÖRGY [1994]: Félúton az átmenetben. *Közgazdasági Szemle*, 6. sz.
- KUN JÁNOS [1995]: Seigniorage és az államadósság terhei. *MNB Füzetek*, 3. sz.
- MNB [1995]: Éves Jelentés 1994. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- NEMÉNYI JUDIT [1995]: A Magyar Nemzeti Bank devizaadósságán felhalmozódó árveszteség kérdései. *MNB Füzetek*, 2. sz.
- OBLATH GÁBOR–VALENTINYI ÁKOS [1993]: Seigniorage és inflációs adó – néhány makroökonómiai összefüggés magyarországi alkalmazása I–II. rész. *Közgazdasági Szemle*, 10–11. sz.
- OBLATH GÁBOR [1996]: A privatizációs többletbevételek felhasználásáról. *Társadalmi Szemle*, 4. sz.
- OBLATH GÁBOR [1995]: A költségvetési deficit makrogazdasági hatásai Magyarországon. *Külgazdaság*, 7–8. sz.

<sup>22</sup> Lásd például *OECD* [1993] vagy *Kopits* [1994].

OECD [1993]: Economic Surveys. Hungary.

PETE PÉTER [1994]: Makroökonómia, seigniorage, államadósság. Közgazdasági Szemle, 6. sz.

PETE PÉTER [1996]: Bevezetés a monetáris makroökonómiába. Osiris kiadó, Budapest.

ROBINSON, D.–STELLA, P. [1993]: Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits. Megjelent: *Bleijer, M.–Cheasty, A.* (szerk.): How to Measure the Fiscal Deficit; Analytical and Methodological Issues. International Monetary Fund.

TANZI, V.–BLEIJER, M.–TEJEIRO, M. [1993]: Effects of Inflation on Measurement of Fiscal Deficits; Conventional Versus Operational Measures. Megjelent: *Bleijer, M.–Cheasty, A.* (szerk.): How to Measure the Fiscal Deficit; Analytical and Methodological Issues. International Monetary Fund.

VILÁGBANK [1995]: Magyarország; szerkezetváltozás és tartós növekedés. Washington D.C.