

BARABÁS GYULA–HAMECZ ISTVÁN–NEMÉNYI JUDIT

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

Magyarország tapasztalatai a piacgazdasági átmenet időszakában

A cikk második részében az adósságráta (államadósság/GDP) alakulását meghatározó tényezőket elemzik a szerzők, majd összefoglalják a jövőbeli fiskális politika szempontjából alapvető következtetéseiket. Az államadósság implicit reálkamatai (amelyek eltérnek a közvetlenül érzékelhető mindenkori kamatoktól) mindvégig meghaladták a növekedést, ami az adósságráta folyamatos emelkedését idézte elő. Ezt a hatást csak 1995-től mérsékelte a költségvetés elsődleges egyenlegében elért többlet. Az adósságráta az utóbbi három évben elért jelentős mérséklésének a legfontosabb eleme azonban a privatizációs bevételek adósságtörlesztésre való felhasználása volt. A fenntartható növekedés feltételeinek megteremtése és a fejlett országokhoz való felzárkózás folyamatossága az államadósság további mérséklését kívánja meg. Ez a költségvetés GDP-hez mért hiányának további csökkentése és az elsődleges egyenlegben 1,5-2 százalékos strukturális többlet mellett látszik megvalósíthatónak közép távon, figyelembe véve a fenntarthatósági szempontokat, a dezinflációs törekvéseket és azt, hogy a finanszírozás rendkívüli forrásai – például a privatizációs bevételek – a közeljövőben elapadnak.*

Azt, hogy az államadósság mekkora terhet jelent egy adott országra nézve, a GDP arányában mért adósságállomány, azaz az adósságráta alakulása tükrözi. A piacgazdasági átmenet időszakában 1991-től az adósságráta gyors növekedésnek indult, és 1994-re a nettó konszolidált adósság már meghaladta a GDP 60 százalékát. Ez összefüggött az állam – előző részben bemutatott – finanszírozási szükségletének növekedésével. 1995-től kezdődően az eladósodási folyamat megfékezésében jelentős eredményeket értek el, amelyek összetevőit vesszük sorra az elkövetkezőkben. Előljáróban hangsúlyoznunk kell, hogy a magyar eladósodási folyamat feszültségei nem vezethetők le, nem elemezhetők a költségvetés (államháztartás) adósságának a szokásos formulák szerinti felbontásával,¹ hiszen a külső eladósodást ez a megközelítés figyelmen kívül hagyja.

* A cikkben foglaltak a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe a Magyar Nemzeti Bank hivatalos véleményével. A cikk az MNB Füzetek sorozatban (1998. 5. sz.) megjelent azonos című tanulmány rövidített változata. A szerzők köszönetet mondanak Lovas Zsoltnak és Kiss Gábornak a számításon alapuló szolgáló adatbázis összeállításában végzett munkájukért. A tanulmány korábbi változataihoz fűzött észrevételekért, építő bírálatokért köszönetet mondunk: J. J. Dethiernek, László Csabának, Kovács Álmossalnak, Kerekes Ágnesnek, Kopits Györgynek, Náray Lászlónak, Pete Péternek, Sándor Györgynek, Simon Andrásnak, Surányi Györgynek, Szapáry Györgynek, Székely P. Istvánnak. A fennmaradó esetleges tévedésekért természetesen a szerzőké a felelősség.

¹ Lásd például Cottarelli és szerzőtársai [1998] I. fejezet: Public Debt Dynamics and Fiscal Stance.

Barabás Gyula az MNB közgazdasági és kutatási főosztályának munkatársa.

Hamecz István az MNB közgazdasági és kutatási főosztályának címzetes főosztályvezető-helyettese.

Neményi Judit az MNB közgazdasági és kutatási főosztályának vezetője, ügyvezető igazgató.

Az eladósodást befolyásoló tényezők

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

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

Az adósságráta alakulását befolyásolja az adósság denominációs összetétele és az árfolyam-alakulás. Az 1993–1994-es években a devizaadósság/GDP arány nem volt csökkenthető, hiszen a folyó fizetési mérleg működőtőke-beáramlással korrigált deficitje növekvő volt, s a gazdaságpolitika alacsony hitelessége a tőkekivitelt erősítette. A devizaadósság/GDP arány csökkenése 1992–1993-ban átmeneti volt, az ekkor bekövetkezett reálfelértékelődés eredményének tekinthető.

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

A 1. táblázatból jól látható, hogy a vizsgált időszak két markánsan különböző periódusra bontható: míg 1991 és 1994 között a nettó konszolidált államadósság a GDP 21,4 százalékával nőtt, addig 1995 és 1997 között a GDP 15,6 százalékával csökkent. Az adósságdinamika két időszak közötti látványos – a GDP százalékában mérve több mint 35 százalékos – különbséget alapvetően négy tényezővel magyarázhatjuk:

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

² Ebben a számításban a növekedés elsődleges egyenlegre gyakorolt hatását nem számszerűsítettük, így a növekedési hatásra vonatkozó becslések abszolút értékben kisebbek a ténylegesnél.

1. táblázat
A nettó konszolidált államadósság/GDP arány változásának tényezői

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

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

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

Ha megvizsgáljuk az 1995–1997 periódus adósságcsökkenéséért „felelős” tényezőket, akkor azt tapasztaljuk, hogy az elsődleges egyenleg számottevő javulása ellenére az eladósodás mérséklésében a legjelentősebb szerepet a privatizáció játszotta (9,9 százalék). Megállapíthatjuk, hogy az adósság mérséklése egy „privatizáció-mentes” időszakban nehézkes és igen lassú folyamat: a privatizáció nélküli csökkenés a három év átlagában csak éves 1,9 százalékot tett ki, amiből több mint 1,2 százalék a pénzteremtésből származó bevételnek köszönhető.

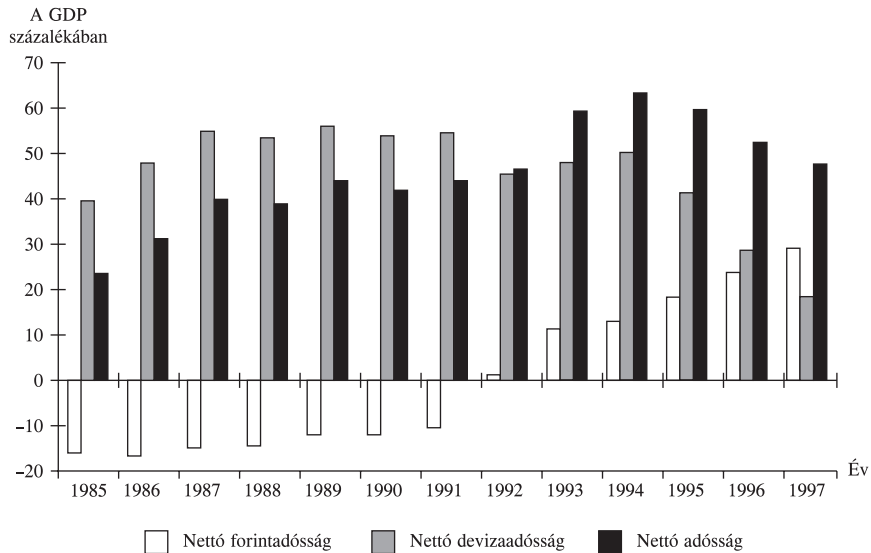
Az államadósság szerkezetének változásai

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

Forint- versus devizafinanszírozás. 1991-ig a nettó devizaadósság magasabb volt,

1. ábra

A konszolidált nettó adósság forint- és devizakomponense



mint a nettó államadósság, mivel az állam nettó hitelező volt belföldön. A denominációs szerkezet tekintetében a vizsgált tízéves periódus egészére az a meglepő eredmény adódik, hogy nem volt devizafinanszírozás, sőt a nettó devizaadósság 1985 végéhez viszonyítva a GDP több mint 20 százalékaival csökkent.

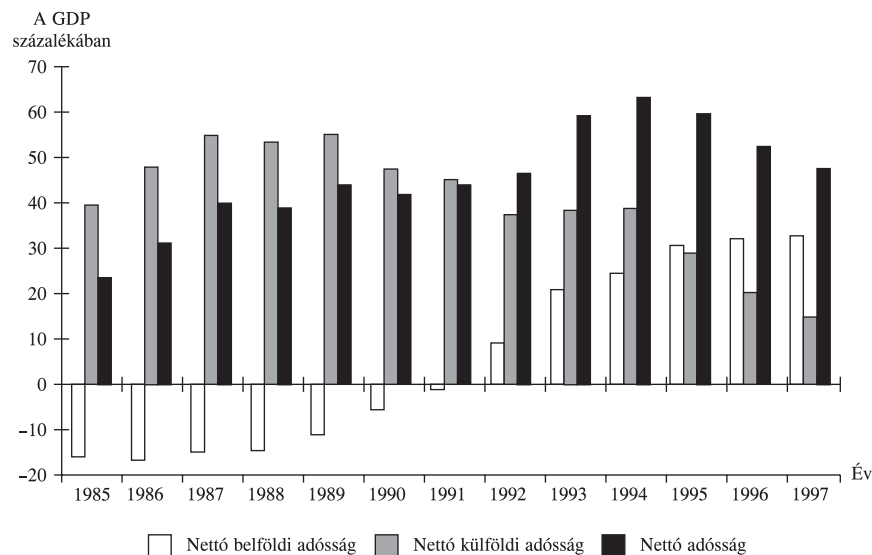
A tizenegy éves periódus azonban korántsem volt homogén: a nettó devizaadósság még 1994 végén is több mint 10 százalékponttal meghaladta az induló értékét, az adósság ezen komponensének csökkenése az utolsó három évben következett be, s döntő részben a privatizációval és a számottevő tőkebeáramlással magyarázható. Ha a forintfinanszírozást tekintjük, akkor a vizsgált időszak két markánsan különböző alperiódusra bontható. *Míg az 1986–1990-es években* átlagosan a GDP 0,8 százaléka tehető a forintfinanszírozás éves mértéke, addig *az 1991–1997-es időszakban* átlagosan a GDP 5,9 százalékaival nőtt a forintban denominált nettó adósság. A forintban denominált finanszírozás így az időszak egészére átlagosan éves 3,8 százalék volt a GDP-hez viszonyítva. Az 1. ábrán bemutatjuk a különböző finanszírozási formák alakulását az időszak egészében. Az utolsó években a forintban denominált finanszírozás irányába való eltolódás különösen erős volt, annak a szándékosan folytatott politikának az eredményeképpen, amely a tőkebeáramlásból származó devizát a külföldi adósság törlesztésére fordította (Barabás–Jakab [1980]), miközben a kibocsátott forintot különböző forintban denominált eszközökkel semlegesítette. Ennek következtében a devizában denominált adósság csökkenése az utolsó három évben a GDP több mint 10 százalékát tette ki. (Erről a kérdéstről bővebben szól a következő alpont.)

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

A következőkben a tőkebeáramlást elemezzük, mivel ez az 1995 óta tartó folyamat az

2. ábra

A konszolidált nettó adósság és ennek belföldi és külföldi komponense



államadósság jelentős szerkezeti átalakulásával jár, ami a jövőbeli finanszírozási szükségletre is hatással lehet.

Tőkebeáramlás – adósságkonverzió

A kilencvenes években a Közép-Kelet-Európába áramló tőke jelentős részét Magyarország vonzotta, de az évi 1,2-1,5 milliárd dollár működőtőke kevésnek bizonyult a folyamatosan romló fizetésimérleg-hiány éveiben a deficit finanszírozására, különösen akkor, amikor a válsághelyzet mélyülésével (1993–1994) a tőkekivitel rejtett formái (tőkemene-kítés) is teret nyertek, így a külső eladósodás tovább nőtt. Az 1995. évi kiigazítás követ-keztében egy idő után az új gazdaságpolitika hitelessége érezhetővé vált, ami kiváltotta a tőkeáramlás irányának megfordulását. A tőkebeáramlásból származó deviza konverzi-ójával keletkező többletlikviditás kezelése, az inflációs és keresleti hatás semlegesítése központi szerepet kapott a gazdaságpolitikában.

Az MNB a sterilizált intervenció politikáját folytatta: az árfolyamsáv erős szélén a többletdevizát megvásárolta,³ majd a kibocsátott forintot különböző eszközökkel kivonta a rendszerből.

A tőkebeáramlás összetétele jelentősen átalakult az elmúlt években. A kamatkülönbö-zet⁴ által vonzott külföldi befektetések már 1994 közepén megindultak, de nettó alapon mérve a folyamatok csak 1995 második félévétől mutatnak behozatalt (Barabás–Hamecz [1997]). Az előre bejelentett csúszó leértékelési rendszer bevezetését követően a nagy kamatkülönbözet a hitelképes vállalatokat és a kereskedelmi bankokat is külföldi hitelfel-

³ Az MNB által végrehajtott intervenció 1995-ben 3,377, 1996-ban 3,986, 1997-ben pedig 3,455 milliárd dollárt tett ki.

⁴ A belföldi kamatok és a külföldi kamatok plusz a forint leértékelődése különbségeként számítva.

vételre ösztönözte 1995 második felében. Mikor a kamatkülönbözet jelentősen mérséklődött – 1996 elejétől – a forint iránti kereslet továbbra is erős maradt, de a sterilizálandó többletlikviditás egyre inkább a javuló fizetési mérleggel és az egyre intenzívebb működőtőkebeáramlással függött össze. A külföldi tőke új indíttatásból, új csatornákon is megindult Magyarországra. Magyarországot a legnagyobb hitelminősítők felértékelték, befektetési kategóriába sorolták, s így a nemzetközi befektetési alapok portfóliójában megnőtt a magyar értékpapírokra rezervált kvóta, ami ugyancsak hozzájárult a tőkebeáramlás élénküléséhez. A Budapesti Értéktőzsde fellendülésnek indult, s csak 1996-ban körülbelül 750 millió dollárra becsülhető a nem rezidensek részvénybefektetése a BÉT-en.

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

2. táblázat
A devizaadósság százalékos összetétele*

Megnevezés	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>I. Bruttó adósság</i>								
1. MNB	83, 5	79, 2	75, 2	75, 9	72, 1	68, 8	62, 2	54, 3
2. Államháztartás	2, 4	6, 6	7, 5	8, 3	8, 2	6, 5	7, 1	7, 5
3. Pénzügyi intézmények	8, 5	8, 8	8, 4	7, 5	8, 6	9, 4	14, 1	20, 9
4. Vállalatok	5, 7	5, 3	8, 9	8, 3	11, 1	15, 3	16, 6	17, 2
I. Összesen (1+2+3+4)	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0
<i>II. Nettó adósság</i>								
1. MNB	101, 9	82, 1	86, 0	79, 5	71, 2	59, 1	50, 8	35, 8
2. Államháztartás	1, 9	7, 7	11, 0	12, 3	11, 4	9, 7	8, 5	11, 2
3. Pénzügyi intézmények	4, 4	3, 6	2, 2	3, 4	7, 6	13, 0	15, 5	22, 1
4. Vállalatok	-8, 1	6, 5	0, 7	4, 8	9, 8	18, 2	25, 1	30, 9
I. Összesen (1+2+3+4)	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0	100, 0

*Tulajdonosi hitelek nélkül.

A tőkebeáramlás és az MNB sterilizált intervenciója adósságkonverzióval párosult: a növekvő jegybanki devizatartalékok lehetővé teszik a külső adósság visszafizetését, ugyanakkor a keletkező forintlikviditást belföldi adósságinstrumentumok kötik le. A tőkebeáramlás mögött, mint láttuk, egyrészt a privát szektor növekvő eladósodása áll. Tehát egyfelől az államadósságon belül nő a forintban denominált rész aránya, másfelől az ország külső adósságán belül nő a privát szektor részaránya (2. táblázat).

Következtetések

Az államháztartási hiány különböző szemléletű mutatóinak vizsgálata azt mutatja, hogy a piacgazdasági átmenet időszakában:

- a hagyományos pénzforgalmi hiány nem tükrözte kellőképpen a fiskális politika állapotát;
- az eredmény szemléletű hiány már jobban mutatta a fiskális politika irányát, de a mutatót még mindig jelentősen torzította a kamatokban lévő inflációs komponens;
- amíg az infláció viszonylag magas, addig a fiskális politika irányának a vizsgálatához elengedhetetlen az inflációs hatásokkal korrigált operacionális deficit kiszámítása.

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

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

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

Mindezek hatására az adósságszerkezet átalakulását a következők jellemzik:

- a forintban denominált adósság átlagos futamideje nőtt, a piacon kialakulóban van a referencia (benchmark) hozamgörbe öt évre;
- a forintbefektetések mind a belföldiek, mind a külföldiek számára vonzóvá váltak;
- az államadósságon belül nő a forintdenomináció és a belföldi befektetők aránya.

A költségvetési finanszírozásának változása az elmúlt tíz évben

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

1991 – korlátlan jegybanki finanszírozás. A költségvetést gyakorlatilag korlátlanul és kedvezményes kamaton hitelezte a központi bank, s így a külső eladósodás valódi költségei közvetlenül nem jelentek meg a költségvetésben, hanem a jegybanki vagyonszűkítésből finanszírozták. Ez csupán abban mutatkozott meg, hogy az MNB nyeresége

mindvégig a monetáris seigniorage alatt volt. *A jegybanki nyereséget felemésztették a devizaadósság-kezelésen kívüli egyéb kvázifiskális jegybanki tevékenységek is (kedvezményes finanszírozás, később refinanszírozás). A nettó konszolidált adósságállomány változása alapján készített számításaink azt valószínűsítik, hogy a régi finanszírozási rendszerben a hivatalos költségvetési hiányt rendszeresen meghaladta az államháztartás valódi finanszírozási szükséglete.* A költségvetés és a központi bank együtteseként tekintett állam ebben az időszakban nettó hitelnyújtó volt Magyarországon, azaz finanszírozást nyújtott a döntően állami tulajdonú vállalati szektornak. A növekvő finanszírozási igényt pedig külföldi hitelfelvétellel elégítette ki. Az 1994-re kialakult finanszírozási krízis gyökerei tehát kétségtelenül a nyolcvanas évek második felének átgondolatlan eladósodásában találhatók meg.

1992–1994 – a halasztgatott költségvetési kiigazítás évei. Az explozív eladósodási pályára sodródás éveinek is nevezhetnénk ezt az időszakot. Az elsődleges államháztartási hiány nem volt nagyon magas (mindössze a GDP 1-2 százaléka), s romlását jól magyarázták a reálfolyamatok. Az új, piaci kamatú állampapírok kibocsátásával történő finanszírozás hatására azonban a felhalmozott adósság költségei egyre nagyobb részben jelentek meg közvetlenül a költségvetésben. A növekvő hiány mögött a növekvő kamatterhek álltak, ami a döntéshozókat – korábbi tapasztalatok híján – meglepte. A kiigazítás késett: 1. a tisztánlátást segítő világos kimutatások, 2. az eladósodási spirál felismerését hátráltató „kincstári optimizmus”, s 3. a makrogazdasági válságjeleket (mindenekelőtt a romló fizetési mérleget) időlegesen feltételező előrejelzések miatt. Az igazat megvallva azonban nem valószínű, hogy a válság mélypontján, 1993-ban a növekvő pénzügyi fegyelem és a sokkok által sújtott magánszektor (a vállalatok és a lakosság) további nagyobb mértékű fiskális megszorítást elviselt volna. Az elsődleges egyenleg részletesebb vizsgálata rámutatott, hogy *a ciklikus hatások elég erőteljesek voltak, és 1992–1994-ben nem lazult sokat a fiskális politika a korábbi időszakhoz viszonyítva. A nyolcvanas években felhalmozott devizaadósság azonban komoly korlátozó tényezőt jelentett az átalakuló gazdaság költségvetés-politikája számára.*

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

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

Az egész folyamat mögött komoly *hitelességi válság is kialakult.* Az időszak végére a kamatpolitika hatékonyságát veszítette. A legkritikusabb időkben, az 1994. évi választások környékén gyakorlatilag semmilyen kamaton nem lehetett forintfinanszírozáshoz jutni. A magas kamat nem volt antiinflációs hatású, hanem az inflációs és leértékelési várakozásokat táplálta, mivel világos volt, hogy a monetáris politika önmagában nem képes változtatni egy fenntarthatatlannak ítélt állapoton. A bankszektor számára is az állampapír vált a legbiztonságosabb befektetéssé, a kialakult reálkamatok mellett csak a morális kockázat és a kontraszelekció fenyegetése mellett finanszírozhatta volna a vállalatokat.

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

1995–1996 – a tartós növekedés feltételeit megeremlítő államháztartási átalakítás.

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

A költségvetési reform folytatása

A stabilizáció közel három éve (1995. március–1997) alatt a nettó adósságráta több mint 15 százalékpontot csökkent, s 1997 végére körülbelül 47 százalékra mérséklődött. Az adósságrátára a reálkamaton és növekedésen kívül három tényező hatott: 1. a privatizációs bevételek – mint egyszeri finanszírozás, 2. ezzel is összefüggésben az adósság denominációs szerkezetének változása, a forintban denominált államadósság részesedésének növekedése, s a forint – az 1995. évi mintegy 10 százalékos reálleértékelődést követő – enyhe reálleértékelődése, 3. az elsődleges egyenlegbeli jelentős többlet elérése.

A jövőt tekintve a gazdaságpolitikai programok fő célja a fenntartható növekedés és az infláció további mérséklése, közép-hosszabb távon az árstabilitás elérése lesz. Miközben világos, hogy a stabil ütemű növekedés a felzárkózási folyamat elengedhetetlen feltétele, azonközben az is a közelmúlt egyik legalapvetőbb változása, hogy az áremelkedés üte-

mének (az inflációnak) a lelassulása mára – az átalakult gazdaság körülményei között – a növekedési potenciál fenntartásának feltételévé vált. *A fejlett országokhoz való felzárkózás jellemzője lesz a forint árfolyamának reálfelértékelődése*, amellyel kapcsolatosan a gazdaságpolitikának kettős cél között célszerű manővereznie: egyrészt meg kell próbálni elkerülni a versenyképesség romlását és a fizetési mérleg újabb külső eladósodáshoz vezető torzulását kiváltó mértékű reálfelértékelődést, másrészt viszont a monetáris és a fiskális politika koncentrált erőfeszítéseivel a reálfelértékelődést a lehető legkisebb infláció mellett lenne jó elérni.

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

A bemutatott elemzésekkel is alátámasztható, hogy *a monetáris politika hatékonyságát a jövőben néhány tényező jelentősen korlátozhatja*. A pénzügyi innovációk és a liberalizáció-globalizáció világában a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa állandó átalakulásban van, ami az intézkedések kialakítását, a várható hatások felmérését nehezíti. Más oldalról a pénzhelyettesítést segíti a pénzügyi innovációs folyamat. A monetáris politika mozgásterét korlátozhatja a szűk sáv, de a gyakorlatban kvázifix árfolyamként működő előre bejelentett csúszó leértékeléses árfolyamrendszer. Ez a rendszer hatékonyan hozzájárult a gazdaságpolitika hitelességének a visszanyeréséhez az elmúlt három évben, de a kvázifix árfolyam a jövőben akadályozhatja a kamatpolitika lépéseit, és növelheti az inflációs inerciát. A kvázifix árfolyamrendszer emellett nem teszi lehetővé, hogy a monetáris politika a külkereskedelmi forgalomban részt vevő és abból kimaradó (*tradable* és *non-tradable*) szektorokban egyaránt megszorító legyen. Egy olyan reálfelértékelő árfolyam-politikához ugyanis, amely a külkereskedelemben bekapcsolódó szektorokban képes nyomást gyakorolni a bérek növekedési ütemére, az aktív dezinflációhoz szükségesnél alacsonyabb reálkamatok tartoznak, s fordítva: amennyiben a jegybank magas reálkamatot kíván fenntartani, a leértékelési ütemet kénytelen óvatosabban csökkenteni, s így engedékenyebbé teszi a külgazdasággal kapcsolatot tartó szektor vállalatait a bérkövetelésekkel szemben. Éppen ezért a monetáris politikai intézkedések hatásosságát növelheti a jövőben a szélesebb sávban menedzselten lebegő árfolyam. A jelenlegi kvázifix árfolyamrendszerben az előbbieket miatt a legalapvetőbb feltétel a dezinfláció sikere érdekében a fiskális kiigazítás továbbvitele, ami nélkül az ambiciózus antiinflációs célok nem teljesülhetnek.

Amint azt az elmúlt évtizedre készített empirikus vizsgálataink megmutatták, *a piacgazdasági átmenet időszakában a fiskális politika különböző* – közvetlen és közvetett – csatornákon keresztül játszott szerepet a mérsékelt infláció fennmaradásában, majd a dezinflációban. Az államháztartási hiány mérséklése az árfolyamrendszer fenntarthatóságának a kulcseleme volt. A költségvetés keresleti és inflációs hatásának növekedését tükrözték a magas (a GDP közel 6 százalékára emelkedő) operacionális deficitiek 1992–1994-ben, annak következtében, hogy a folyamatosan növekvő finanszírozási igény csak növekvő reálkamatok mellett volt finanszírozható. Indirekt inflációs hatásként értékelhető a költségvetésekből és az adóssághkimutatásokból hiányzó transzparencia. A központi bank közvetítésével történő külföldi eladósodás következtében ugyanis az államadóssághoz kapcsolódó költségek egy része nem jelent meg a költségvetés kimutatásaiban, ami a

stabilizációhoz szükséges költségvetési kiigazítás mértékének meghatározását akadályozta. Az 1996-os év végén a költségvetés és az MNB közötti adósságátalakítás azzal járult hozzá a transzparencia növeléséhez, hogy a külső devizaadósság jelentős részének költségeit közvetlenül megjelenítette a költségvetésben. Végül – 1995 márciusa előtt – a költségvetési kiigazítás elmaradása a külkereskedelmi és a folyó fizetési mérleg hiányának a növekedésével párosult, ami elkerülhetetlenné tette az árfolyam-kiigazítást, s annak inflációs következményeit.

Az Európai Unióhoz való csatlakozáshoz vezető időszakban a fenntartható növekedési pálya és az infláció mérséklésének követelményei a fiskális politika szigorá nélkül nem teljesülhetnek. Az ezekkel a célokkal összhangban álló költségvetési (államháztartási) finanszírozási igény meghatározása a jövőre nézve az egyik legösszetettebb feladatnak látszik. A fiskális politika fő mutatóinak meghatározásakor figyelembe kell venni, hogy a privatizációs bevételekre rövid távon már csak legfeljebb 1998-ban lehet számítani.⁵ Ezek a célok a monetáris és a fiskális politika részéről koncentrált és koordinált erőfeszítéseket igényelnek. A forint- és a devizaadósság közötti átstrukturálódás alapvetően a folyó fizetési mérleg és a tőkebeáramlás rövid és hosszabb távú komponenseinek az alakulásától függően megy majd végbe.

Az elmúlt tíz év költségvetési finanszírozásának elemzése néhány tanulságot szolgáltat a fiskális kiigazítás továbbviteléhez is. Az eladósodás további mérsékléséhez, amit a fenntarthatósági szempontok mellett az Európai Unióhoz való csatlakozás követelményei is indokolnak, a költségvetési alkalmazkodás folytatására van szükség. A kiigazítás mértékének – a szükséges elsődleges egyenlegbeli többlet – megállapításához elengedhetetlenül fontos az eredményszemléletű, illetve az operacionális hiány mutatója – még akkor is, ha a jövőben az infláció mérséklődésével és az adósságon belül a fix és az indexelt állampapírok térnyerésével a különböző szemléletű mutatók eltérése várhatóan csökken.

Az egész államháztartásra (beleértve az ÁPV Rt.-n keresztüli tevékenységet is) kiterjedő költségvetés szerkezeti vizsgálata alapozhatja meg a költségvetés és a dezinfláció tervezett mértéke közötti összhangot. A 3. táblázatban a bruttó konszolidált államadósság szinten tartásához szükséges elsődleges többleteket foglaltuk össze különböző seigniorage- és növekedéshipotézisek mellett.⁶ A fenntarthatósági vizsgálatokat a konszolidált bruttó adósság alapján végeztük, mivel, mint azt már említettük, a nettó adósság dinamikusan nem értelmezhető a szimulációkhoz szükséges kamatláb.

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

Ily módon a számításainkban használt kibővített konszolidált bruttó államadósság tartalmazza:

- az MNB által felvett külföldi hiteleket,

⁵ Ez nem jelenti azt, hogy nem maradt privatizálható/privatizálandó állami vagyon, hiszen az állam jelenleg is számos olyan eszközzel rendelkezik, amely feladatai ellátásához nem szükséges és/vagy nem hatékony, ha a vagyon állami tulajdonban marad. Ezen eszközök esetében egy elhúzódó, kevésbé látványos privatizációra számíthatunk, amelynek elvei még nem körvonalazódnak.

⁶ Ebbe a vizsgálatba tehát nem vontuk be az implicit államadósságot, mivel ennek mértékére jelenleg nem rendelkezünk megbízható információval.

- a költségvetés által közvetlenül felvett külföldi hiteleket,
- valamint a forintban denominált állampapír-kibocsátások MNB-n kívülre értékesített részét és
- az államháztartás alrendszerének (önkormányzatok) belföldi és külföldi hitelfelvételeit.

A hivatalos számokban foglalt előző tételeken kívül a tanulmányunkban közölt bruttó államadósság tartalmazza az MNB mérlegének forrásoldalán szereplő kamatozó belföldi forrásokat: a passzív repót és a forint- és devizabetétet, valamint az MNB sterilizációs kötvényeinek állományát. Az így definiált *kibővített konszolidált (bruttó és nettó) államadósság mutató* a megszokott konszolidált államadósság mutatóktól eltérően tartalmazza *a központi banknál lévő piaci kamatú, rövid lejáratú forrásokat és követeléseket is. Ezért adósságrátáink eltérnek a hivatalosan ismertektől, viszont így olyan mutatókhoz jutottunk el, amelyek invariánsak az intézményi (a jegybank és a költségvetés közötti) feladatmegosztásra, s amelyek alapján kimutathatók a jövőben várható tendenciák, és meghatározhatók a jövőbeli fiskális politikával szembeni alapkövetelmények.*

3. táblázat

A költségvetési kiigazítás szükséges mértéke
(A bruttó adósság/GDP arány változatlanságához tartozó elsődlegesegyenleg-követelmény a GDP százalékában)*

Seigniorage	Hosszú távú növekedési ütem				
	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0
0,0	2,9	2,6	2,2	1,8	1,4
0,5	2,4	2,1	1,7	1,3	0,9
1,0	1,9	1,6	1,2	0,8	0,4
1,5	1,4	1,1	0,7	0,3	-0,1

**Kiinduló feltételek:* nettó államadósság a GDP 47,6 százaléka, a bruttó tartozás a GDP 75,8 százaléka, a bruttó követelés a GDP 28,2 százaléka, a reálkamat = 6 százalék.

A konszolidált követelésekből természetesen az államháztartásnak bevétele származik, így a modellben ezeket is kezelni kell. Mi azt a megoldást választottuk, hogy feltételeztük: a követelések kamata éppen elegendő ahhoz, hogy a követelések GDP-arányos szinten tartásához ne kelljen pluszerőforrásokat felhasználni, azaz elegendő a konszolidált bruttó adósságot vizsgálni.⁷ A számításaink során alkalmazott reálkamatot 6 százalékosnak vettük, mivel bár számításaink alapján a bruttó tartozások reálkamata inkább 5 százalékos volt, de azt a fogyasztói árindex segítségével kalkuláltuk, s a fogyasztói árindex és a GDP-deflátor közötti különbség egy 1 százalékpontos eltérést mindenképpen implikál.

Mint látható, számításainkat különböző hosszú távú GDP-növekedési és nettó seigniorage-feltételek mellett végeztük el,⁸ de természetesen ezeket nem tekintjük egyformán valószínűnek. A nettó seigniorage-bevételek esetében hosszú távon inkább a kisebb számot tartjuk reálisnak, hiszen:

- az elmúlt hat évben az átlagos nettó seigniorage a GDP 1 százalékára rúgott,
- a fejlett országokban ez az érték a GDP 0,5-0,75 százaléka,

⁷ Ez a feltételezés meglehetősen közel van a tényleges állapothoz.

⁸ A számítások során nem számoltunk a reálfelértékelődés adósságcsökkentő hatásával, mivel az adósság devizaszerkezeténél elmondottak szellemében ez a hatás nem tekinthető valódi hosszú távú hatásnak, azaz a folyamatok egyensúlyi alakulása mellett a konszolidált nettó devizaadósság eltűnésével számolhatunk akár rövid távon is.

– az elkövetkezendő időszakban a pénzügyi innováció folytatódására, s így a készpénz iránti kereslet további csökkenésére számíthatunk,

– a magyar bankrendszer versenyképességének növelése érdekében a kötelező tartalékráta csökkentése valószínűsíthető,

– az infláció várható csökkenése mérsékelni fogja az inflációs adót.

Ami a hosszú távú GDP-növekedés ütemét illeti, szerintünk a legvalószínűbb érték 2,5-3 százalék körül van. Első ránézésre ez az érték túlságosan alacsonynak tűnik, de fel kell hívnunk a következő tényezőkre a figyelmet.

– Ha valóban hosszú távú növekedésről beszélünk, ez az érték közel sem alacsony, hiszen például Nyugat-Európában ez a szám 2-2,5 százalék körül mozgott az elmúlt évtizedekben. Becslésünk az empirikus növekedési modellek eredményeinek felhasználásával készült, azaz a magyar jellemzőket helyettesítettük a becsült modellekbe.

– Mivel Magyarországon a népesség az előrejelzések szerint továbbra is csökken, így az egy főre jutó GDP növekedése – ami a konvergencia jobb mércéje – ennél gyorsabban nő, az EU-val szembeni ütemkülönbség még nagyobb, hiszen az EU átlagos népessége még mindig növekvő.

– A magas (egy főre jutó) GDP-növekedés nem az egyetlen módja konvergenciának. *A konvergencia megvalósulhat az egyensúlyi reálfelértékelődésen keresztül is*, amelynek érvényesülésére vannak jelek a magyar gazdaságban, és mértéke éves szinten 2-2,5 százalék körülire becsülhető. Összefoglalva az előző három pontot, a vásárlóerő-paritáson számított egy főre jutó GDP-növekedés – ami a konvergencia tényleges mutatója – még ezen feltevések mellett is meglehetősen gyors, évi 5-6 százalék.⁹

– Fontos megjegyezni, hogy a hosszú távú növekedési potenciál nem jelenti azt, hogy a magyar gazdaság rövid távon, akár több évig is nem nőhet ennél lényegesen gyorsabban. Azonban ha a gazdaság a fenti mértéknél lényegesebben gyorsabban nő az elkövetkező években – azaz az adósság/GDP arány gyorsabban csökkenne –, ez akkor sem tekinthető érvnek a hosszú távú ciklikusan semleges egyensúlytól való eltérésre. Ebben a helyzetben a fiskális lazítás nem csupán szükségtelen, de ciklikus szempontból veszélyes is, a dezinflációt és a makrogazdasági egyensúlyt veszélyeztetheti.

– A jövőbeli fenntartható növekedéshez és a konvergenciához szükséges elsődleges többlet meghatározásakor figyelembe kell venni, hogy jelenlegi eladósodottságunk fejlettségi szintünkhöz képest túl magas. Amikor a fejlett ipari országok Magyarország jelenlegi fejlettségi szintjén álltak, adósság/GDP rátájuk jóval kisebb volt Magyarország mostani eladósodottsági szintjénél.¹⁰ Vagyis Magyarország esetében az adósság szinten tartásából fakadó, az elsődleges egyenlegre vonatkozó korlát sokkal keményebb, a hosszú távú, ciklikusan semleges egyensúlytól való eltérésre kevésbé van lehetőségünk.

– Az elsődleges egyenleg jelentős többlete, a minél kisebb államháztartási deficit nemcsak azért fontos, hogy elkerüljük az adósság/GDP ráta emelkedését, valamint azért, hogy a magyar gazdaság fenntartható pálya mentén növekedjen. Az államháztartás hiányát a belföldi megtakarítások részének kell tekintenünk, s mivel növekvő belföldi megtakarítások mellett a gazdaság egy gyorsabb ütemű egyensúlyi pálya mentén növekedhet, az elsődleges többlet növelése – paradox módon – középtávon a gazdaság gyorsabb bővülését eredményezi.

Összegezve elmondható, hogy amennyiben a gazdaságpolitika komolyan gondolja

⁹ Figyelembe véve, hogy a vásárlóerő-paritáson mért egy főre jutó GDP szintje nagy valószínűséggel jelentősen alulbecsült, a fenti számok alapján optimista esetben az EU utoléréséhez 20 év kell.

¹⁰ Az 1960-as évek átlagos bruttó adósságrátája azon európai kis nyitott gazdaságokra, amelyekre adatot tudunk szerezni (Ausztria, Belgium, Finnország, Hollandia, Norvégia, Svájc, Svédország) átlagosan 20,5 százalékos; ha eltekintünk Belgiumtól, amely már ebben az időszakban is 52,9 százalékos bruttó adósságrátával rendelkezett, akkor 15,1 százalék.

dezinflációs szándékát, és folytatódik a pénzügyi innováció, a nettó seigniorage várhatóan nem fogja meghaladni a GDP 1 százalékát. Ha ezt a várható pénzteremtésből származó bevételt a növekedési modell eredményeinek megfelelő 3 százalék körüli hosszú távú növekedéssel összevetjük, akkor látható, hogy a bruttó adósság szinten tartásához a ciklikusan semleges elsődleges egyenleg többletének el kell érnie a GDP 1,5-2 százalékát. Az adósság csökkentése és dezinfláció azonban együttesen még ennél is nagyobb, az 1996-os, 1997-es évek szintjéhez közeli elsődleges többletet kíván meg.

Hivatkozások

- ALESINA, A.–PERROTTI, R. [1997]: Fiscal Adjustments in OECD countries: Composition and Macroeconomic Effects. IMF Staff Papers, Vol. 44. No. 2. 210–249. o.
- BARABÁS GYULA–HAMECZ ISTVÁN [1997]: Tőkebeáramlás, sterilizáció és pénzmennyiség. Közgazdasági Szemle, 7–8. és 9. sz.
- BARABÁS GYULA–JAKAB ZOLTÁN [1998]: A devizaadósság visszafizetésének költség–haszon elemzése. MNB, kézirat.
- COTTARELLI, C.–KRUEGER, TH.–MOGHADAM, R.–PERONE, P.–RUGGIERO, E.–ELKAN R. VAN [1998]: Hungary: Economic Policies for Sustainable Growth. IMF Occasional Paper.
- KISS GÁBOR [1998a]: Az államháztartás szerepe Magyarországon a kilencvenes években. MNB Füzetek, 4. sz.
- KISS GÁBOR [1998b]: A fiskális transzparencia kérdései. Kézirat, MNB, Budapest.
- KOPITS, G. [1994]: Midway in the Transition. Acta Oeconomica, Vol. 46(3–4), 267–292. o.
- Magyar Nemzeti Bank, Éves jelentés, 1995, 1996
- Monetáris politikai irányelvek 1998, MNB.
- Adatforrások:
- Állampapírpiac, Államadósság-kezelő Központ, különböző számok.
- Éves Jelentés, Havi Közlemények, MNB, különböző számok.
- Government Finance Statistics Yearbook, IMF, különböző számok.
- International Financial Statistics Yearbook, IMF, különböző számok.
- Statisztikai Évkönyv, KSH, különböző számok.