

# DEDÁK ISTVÁN

*Dedák István* az MTA Közgazdaságtudományi Intézetének munkatársa.

## Seigniorage, költségvetési deficit, aggregált kereslet

---

A szerző a monetáris és fiskális seigniorage koncepciójának összehasonlításával, a köztük meglévő eltérések vizsgálatával foglalkozik. A fiskális seigniorage keretében részletesen elemzi az operacionális deficit és az aggregált kereslet kapcsolatát, valamint a külső adósság csökkenésének makrogazdasági hatásait is.\*

---

A nemzetközi és a hazai közgazdasági szakirodalomban az állam pénzkibocsátásából eredő jövedelmének - a seignioragenek - az értelmezése a hevesen vitatott témák közé tartozik. A jelenleg uralkodó irányzatnak tekinthető monetáris seigniorage mellett az utóbbi időben egyre jelentősebb befolyásra tesz szert a seigniorage fiskális vagy kamatjövedelemként történő felfogása is. A seigniorage értelmezése körüli viták jelentősége nemcsak a kormányzat pénzkibocsátásából eredő jövedelmének meghatározása körül forog, a felmerülő problémák jelentős része azon lényegesen túlmutat. A seigniorage kétféle felfogása ugyanis számos fontos gazdaságpolitikai kérdésben - mint például az államadósság meghatározása, a költségvetés kamatterhei és a deficit alakulása, a leértékelési veszteség kezelése - gyökeresen eltérő következtetések levonására ad módot. Így természetesen valamely gazdasági problémára rendkívül különböző terápia adható attól függően, hogy a seigniorage melyik koncepciójára támaszkodunk.

A cikk keretében a seigniorage kétféle felfogásából eredő kvantitatív és tartalmi különbségekkel, a monetáris seigniorage elméleti alapjául szolgáló pillérek áttekintésével, a fiskális seigniorage kifejtésével és az abból leszűrhető gazdaságpolitikai következtetésekkel foglalkozom. A monetáris seigniorageból eredő gazdaságpolitikai konklúziókra nem térek ki, erről jó áttekintést nyújt a hazai szakirodalomban OBLATH-VALENTINYI [1993] munkája. Ugyanakkor a fentiek keretében részletesen vizsgálom a belső és külső adósság közötti konverzió makroökonómiai hatásait, valamint az operacionális deficit és az aggregált kereslet kapcsolatát is. Úgy látom, ezek a hazai gazdaságpolitika szenvedélyesen vitatott kérdései közé tartoznak.

### A seigniorage monetáris és fiskális felfogása

A kormányzat pénzkibocsátásából eredő jövedelmének meghatározására a hazai és a nemzetközi szakirodalomban egyaránt a seigniorage monetáris (vagy cashflow), illetve fiskális (vagy opportunity cost) elnevezéssel jelölt megközelítése használatos. A továbbiakban a monetáris és fiskális seigniorage elnevezést fogom használni.

A monetáris seigniorage felfogás szerint a kormányzat pénzkibocsátásából eredő jövedelmét - egyelőre eltekintve a kötelező tartalékokra fizetett kamatoktól - a bázispénz növekménye határozza meg. A monetáris seigniorage ( $S_M$ ) reálértékben kifejezve:

$$S_M \approx \dot{H}/P, \quad (1)$$

ahol:  $\dot{H}$  a monetáris bázis változását,  $P$  az árszínvonalat jelöli.

A seigniorage fiskális felfogásában a kormányzat pénzkibocsátásából eredő bevételét a monetáris

bázis után kapott, a jegybanknál realizálódó kamatbevétel testesíti meg, függetlenül attól, hogy azt a privát szféra vagy a költségvetés teljesíti a jegybank számára. Azaz:

$$S_f = iH/P, \quad (2)$$

ahol:  $i$  a nominális kamatlábat jelöli. A két megközelítés közötti formai eltérés fontos kvantitatív és tartalmi különbségeket takar. Ez utóbbiakra csak a későbbiek folyamán térek ki.

Ami a kvantitatív különbségeket illeti, az (1) és (2) képlet összehasonlításából azonnal kitűnik, hogy a seigniorage értéke rövid távon rendkívül eltérő lehet attól függően, hogy melyik felfogásra támaszkodunk. A fiskális és monetáris seigniorage csak abban a speciális esetben egyezhet meg egymással, ha a nominális kamatláb éppen egyenlő a monetáris bázis növekedési ütemével. Ha ehhez még hozzávesszük azt, hogy a monetáris bázis növekedési üteme determinálja az inflációs rátát, amihez a nominális kamatlábnak is igazodniuk kell, akkor az előző állítás így is kifejezhető: a monetáris és fiskális seigniorage közötti kvantitatív eltérést a reálkamatláb és a gazdasági növekedés üteme közötti különbség magyarázza. A monetáris és fiskális seigniorage közötti különbség így akár rendkívül jelentős is lehet, ha a reálkamatláb számottevően eltér a gazdasági növekedés ütemétől.

Nem jutunk megnyugtatóbb eredményre akkor sem, ha a monetáris és fiskális seigniorage nagyságát hosszabb távon, diszkontált értéken hasonlítjuk össze. Ekkor adott nominális kamatlábat és a monetáris bázis adott növekedési ütemét feltételezve a fiskális és monetáris seignioragere az alábbi összefüggések adódnak:

$$S_f = \sum_{t=1}^{\infty} d_t i H_{t-1}, \quad (3)$$

$$S_M = \sum_{t=1}^{\infty} d_t (H_t - H_{t-1}) + H_0, \quad (4)$$

$$\text{ahol: } d_t = \frac{1}{(1+i)^t}$$

Diszkontált értéken számítva a kétféle megközelítés szintén csak speciális esetben vezet azonos eredményre: akkor ha a nominális kamatláb meghaladja a monetáris bázis növekedési ütemét. Ettől eltérő esetben a monetáris seigniorage értéke felülmúlja a fiskális seigniorage értékét.

A seigniorage kétféle felfogásából adódó eltérő kvantitatív eredmények jelentősége akkor válik világossá, ha a költségvetési kiadások különböző finanszírozási módozatainak következményeit is szem előtt tartjuk. Mindenekelőtt az érdemel említést, hogy a seigniorage nemcsak a kormányzat bevételét, hanem annak jövedelmét is jelenti. Ezt egyértelműen fejezi ki a seigniorage inflációsadó-komponense. A seigniorageből finanszírozott kormányzati költségek ezért nem vezet az aggregált kereslet és a reálkamatlábak növekedéséhez, a beruházások kiszorításához. Igen ám, de ha a monetáris és fiskális seigniorage értéke jelentősen eltér egymástól, kérdésessé válik az aggregált keresletnek adott fiskális impulzus nagysága, hiszen éppen az válik bizonytalanná, hogy a költségvetési kiadások mekkora hányadát finanszírozták a privát szférától elvont jövedelmekből, illetve az adósság további növeléséből. Ezt pedig fontos lenne tudni. Különösen Magyarország esetében, ahol a válságból való kilábaláshoz nem fiskális expanzió, hanem a gazdaság modernizálását elősegítő magánberuházások és exportkapacitások bővülésén keresztül vezet az út. A probléma megnyugtató megválaszolásához azonban már érinteni kell a fiskális és monetáris seigniorage közötti tartalmi különbségeket is. A seigniorage és az aggregált kereslet kapcsolatának további elemzésére ezért a későbbiekben térek vissza.

Az (1) képletben szereplő monetáris seigniorage elméleti szempontból kettős pilléren nyugszik: egyrészt azon, hogy a költségvetésnek a jegybankkal szembeni tartozása a költségvetés lejárat nélküli tartozása, másrészt azon, hogy - a költségvetés és a jegybank kapcsolatából eredően - annak kamatmentes tartozása is. Ezért tekinthető a monetáris felfogásban a költségvetésnek a bázispénz

teremtésével nyújtott jegybanki hitel a költségvetés pénzkibocsátásból eredő jövedelmének, nem pedig adósságának. Véleményem szerint azonban mindkét pillér ingatag ahhoz, hogy a pénzkibocsátással finanszírozott deficitet - szemben a kötvényfinanszírozással - a kormányzat seigniorage jövedelmének tekinthessük.

Az elsőt illetően, a kormányzat eladósodásával és költségvetési korlátjával foglalkozó kutatások éppen arra mutatnak rá, hogy: "Ez a korlát határokat szab ugyan az adósság növekedésének, de nem tartalmazza azt, hogy a kormánynak - szufficit elérésére törekedve - valaha is vissza kellene fizetnie az adósságát. A kormányzat költségvetési korlátja azt jelenti, hogy a jövőben - miközben az idő tart a végtelenhez - az adósság jelenértékének, nem pedig az adósság értékének kell tartania a nullához." (DWEYER [1985] 659. o.) A kötvényállomány egészét, s nem az egyedi kötvényeket tekintve, tehát nem törvényszerű az, hogy a kormányzatok a jövőben költségvetési szufficit elérésével vissza fogják fizetni a jelenben fennálló adósságot. Minden attól függ, hogy jelenleg mekkora az adósság/GDP hányados, s a jövőben a kormányzat annak milyen értékét tartja kívánatosnak.

A monetáris seigniorage másik pillére azon nyugszik, hogy a költségvetés által a jegybank számára teljesített kamatfizetéseknek nincs önálló makrosíkú hatása. Ez valóban súlyos érv. Akár perdöntő is lehetne a fiskális és monetáris seigniorage kérdésében. Egyáltalán nem véletlen az, hogy a seigniorage monetáris felfogását valló közgazdák azt szorgalmazzák, hogy ha a jegybank monetáris irányelvei keretében a bázispénz valamekkora mértékű növelését tűzte ki célul, akkor annak megvalósulása a költségvetésen keresztül történjen. Pénzügytechnikai szempontból ez lehet akár a jegybank közvetlen hitelnyújtása vagy a deficit fedezésére kibocsátott állampapírok jegybanki megvásárlása. Az érvelés magva minden esetben ugyanaz: az államháztartásnak ekkor a jegybankkal, nem pedig a privát gazdasági szereplőkkel szemben keletkezik majd kamatfizetési kötelezettsége. S mivel a kamatfizetés az állam két intézménye között történik, a konszolidált államháztartást tekintve, joggal számíthatnánk arra, hogy ennek a kamatterhek alakulása szempontjából nincs jelentősége. Ez azonban csak a látszat. Az összefüggések logikai láncolatából még hiányzik egy láncszem. Pontosan az a láncszem, ami arra mutat rá, hogy a konszolidált államháztartás kamatkiadásait és deficitjét csak a nominális kamatlábak színvonala és az összes adósság nagysága, de nem az adósság jegybank és privát szereplők közötti megoszlása befolyásolja.

## A monetáris seigniorage realizálása

A továbbiakban a szükséges elemzési keret kifejtése után a monetáris, majd a fiskális seigniorage realizálásával, s az azokból levonható elméleti következtetésekkel foglalkozom. Az elemzés során a témával foglalkozó szakirodalomban általánosan használt analitikus keretre támaszkodom, mely a jegybank mérlegét és az államháztartás bevételeit és kiadásait, valamint a deficit finanszírozási forrásait öleli fel. Számos egyszerűsítő feltevéssel is élek, melyek a végső konklúziók érvényességét nem befolyásolják, viszont az összefüggések nyomon követését lényegesen leegyszerűsítik. Így például eltekintek a jegybank operatív költségeitől, s nem leszek tekintettel a kamatlábaknak a finansziális vagyon lejáratú struktúrájából, illetve eltérő kockázatából adódó különbségeire sem. A jegybank és a költségvetés viszonyát illetően egyenrangú, piaci alapokon nyugvó kapcsolatot tételezek fel.

A jegybank egyszerűsített mérlege a következőképpen írható fel:

$$\begin{array}{c|c} \hline eF & H \\ L & S \\ A & \\ B, & \\ \hline \end{array}$$

ahol:

$F$ - a nettó külföldi követelések (ennek előjele nálunk természetesen negatív),

$e$  - a nominális árfolyam,

$L$  - a privat szférának (kereskedelmi bankoknak) nyújtott hitelek,  
 $A$  - az államháztartásnak nyújtott hitelek,  
 $B$  - a jegybanknál lévő állampapírok értéke,  
 $S$  - a jegybank egyéb aktíváinak és passzíváinak egyenlege, beleértve a jegybank visszatartott eredményét.

A jegybank nyeresége ( $N$ ) a bevételek és költségek különbözeteként a következőképpen írható fel:

$$N = f e F + i L + i A + i B_j + V - i_H H, \quad (5)$$

ahol:

$f$  - a külföldi kamatláb,

$V$  - a leértékelési nyereség, ( $eF$  - illetve veszteség, ha negatív),

$i_H$  - a monetáris bázisra fizetett kamatlába, és fennáll, hogy  $i_H = i_R R/H$  ( $R$  - a kötelező tartalékokat,  $i_R$  az azok után fizetett kamatlábat jelöli).

A költségvetés bevételei és kiadásai, valamint a deficit finanszírozása a következő egyenlettel fejezhető ki:

$$G - T + i(B_p + B_j + A) - N = \dot{B}_p + \dot{B}_j + \dot{A}, \quad (6)$$

ahol:

$G$  - a költségvetés nem kamatlábjellegű kiadásai,

$T$  - a költségvetés adóbevételei,

$B_p$  - a privat szektornak értékesített kötvényállomány. (A változók feletti pont az állományok változását jelöli.)

Az egyenlet a költségvetés teljes deficitjét és annak finanszírozási forrásait mutatja. Ez utóbbi a privat szektornak értékesített kötvényeket és a jegybanki forrásokat ( $\dot{B}_j + \dot{A}$ ) öleli fel. A jegybanki források fedezetét természetesen a külföldi hitelek és a monetáris bázis alkotja.<sup>1</sup> A bázispénz kibocsátásával finanszírozott kiadásokra a továbbiakban a monetizált deficit vagy adósság elnevezést használom.

Az (5) és a (6) egyenlet felhasználásával a költségvetés és a jegybank közötti konszolidálást elvégezve, az alábbi összefüggéshez jutunk:

$$G - T + i B_p - f e F - i L - V + i_H H - \dot{B}_j + \dot{B}_p + \dot{A}, \quad (7)$$

Az egyenlet továbbra is a teljes deficitet és annak finanszírozási forrásait mutatja. A (6)tal összehasonlítva azonban látható, hogy a konszolidálás elvégzésével kiesett a költségvetés jegybank számára teljesített kamatlábjellegű, s helyébe részben deficitet növelő - a jegybank külföldre fizetett kamatai, a leértékelési veszteség, a kötelező tartalékokra fizetett kamatok -, részben deficitet csökkentő - a privat szektortól (kereskedelmi bankoktól) kapott kamatok - tételek léptek.

Ezek a deficitet érintő tételek viszont szoros kapcsolatban állnak egymással, önmagukban nem alkalmasak arra, hogy az államháztartás hiányát befolyásoló tényezőkről megállapításokat tehessünk. Például a bázispénz kibocsátásával finanszírozott deficit megítélése korántsem redukálható arra az egyszerű összefüggésre, hogy ekkor a költségvetésnek nem a privat szektorttal, hanem a jegybankkal szemben keletkezik kamatlábjellegű kötelezettsége, amit az nyereségbefizetés címén vissza is utal a költségvetésbe. Ha ugyanis a bázispénz keletkezésének forrása jelentős részben a költségvetésnek folyósított hitel, akkor alacsony lesz a privat szektornak (kereskedelmi bankoknak) folyósított jegybanki hitel és az onnan befolyó kamatlábjellegű bevétel is, ami így kevésbé csökkenti az államháztartás teljes deficitjét. Az adósság monetizáltságának mértéke ezért önmagában semmit sem mond a kormányzat kamatlábjellegű alakulásáról mindaddig, amíg nem ismerjük a konszolidált államháztartás egyéb forrásból eredő bevételeit. Ezek a bevételek viszont éppen attól függenek, hogy milyen

mértékben monetizált az adósság. Hasonlóképpen nem mondhatjuk a (7) alapján azt, hogy a jegybank nettó devizatarozása után fizetett kamatok egyértelműen növelik az államháztartás teljes deficitjét. Hiszen lehet, hogy a nettó devizaadósság mögött a hazai privát szektor tartozása húzódik meg ( $L$ ), és ekkor a jegybank a kamatfizetések tekintetében csupán közvetít e szektor és a külföld között. A konszolidálás elvégzésével kapott (7) összefüggés még nem nyújt információt a költségvetés deficitjét befolyásoló tényezőkről, mert a benne szereplő tényezők nem függetlenek egymástól. Ezért az egyenlet további átalakítására van szükség. A monetáris seigniorage áttekintése után - a fiskális seigniorage keretében - az elemzés ennek a rendkívül fontos problémának a tárgyalására irányul. A jegybank mérlegéből az államháztartásnak nyújtott hitelek változását kifejezve, majd azt a (7) egyenletbe helyettesítve, és az egyenletet rendezve, a monetáris seigniorage jól ismert felosztásához jutunk:

$$\frac{(\dot{H} - i_p H)}{(S_m)} = \frac{(G - T + i B_p - \dot{B}_p)}{(S_g)} + \frac{(\dot{L} - iL)}{(S_p)} + \frac{(e \dot{F} - f e F)}{(S_k)} - \frac{\dot{S}}{(S_j)} \quad (8)$$

Az egyenlet bal oldala a monetáris seigniorage nominálértékét, jobb oldala annak felosztását mutatja a költségvetés ( $S_g$ ) a privát szektor ( $S_p$ ), a külföld ( $S_k$ ) és a jegybank ( $S_j$ ) között.

Amilyen könnyű a megfelelő egyenletek felállításával a monetáris seigniorage realizálásához eljutni, legalább olyan nehéz a kapott eredményeknek racionális közgazdasági magyarázatot adni. A továbbiakban röviden az ezzel kapcsolatos legfontosabb problémák tárgyalására szorítkozom.

Az egyik legfontosabb bonyodalom abból adódik, hogy a monetáris seigniorage keretében semmi sem garantálja azt, hogy annak értéke pozitív legyen. Amennyiben a kötelező tartalékok után fizetett jegybanki kamatok meghaladják a bázispénz növekményét, a monetáris seigniorage értéke negatív lesz. Mi több, a monetáris seigniorage akkor is lehet negatív, ha a jegybank a kötelező tartalékok után egyáltalán nem fizet kamatot. Ez akkor fordulhat elő, ha a jegybank valamilyen oknál fogva - például mert az M1n belül az arányok a készpénztől a számlapénz felé tolódtak el, s a pénzmultiplikátor ebből eredő növekedésének ellensúlyozására - csökkenti a monetáris bázist.

További gondot jelent, hogy miközben a seigniorage fogalma a kormányzat pénzkibocsátásból eredő jövedelmét jelenti, a (8) értelmében annak jelentős részét a privát szféra (a kereskedelmi bankok) és a külföld szívja fel. De hogyan nevezhető akkor a seigniorage a kormányzat pénzkibocsátásból eredő jövedelmének, ha az eleve nem is a kormányzat tárcájában realizálódik.<sup>2</sup> Még kritikusabb a helyzet, ha magára az inflációs adóra gondolunk. Adót ugyanis a világon mindenütt az állam vagy annak szervei, de nem a privát szektor vagy a külföld szokott realizálni. Ez utóbbiak legfeljebb részesedhetnek például transzferek vagy a külföldre teljesített kamatfizetések formájában - mint azt a fiskális seigniorage keretében látni is fogjuk - a kormányzat által már beszédett, realizált seigniorageból.

A monetáris seigniorage felfogásban komoly problémák forrását jelenthetik a kötelező tartalékokra fizetett kamatok is. A seigniorage értéke a monetáris bázis adott növekménye mellett ugyanis rendkívül eltérő lehet, attól függően, hogy mekkorák a kötelező tartalékok után fizetett kamatok. Ennek fontos jelentősége lehet Magyarországon - melyre a későbbiek folyamán térek ki -, ahol a külfölddel összevetve kiugróan magas a kötelező tartalékráta, s a kétszámjegyű infláció miatt magasak a nominális kamatlábak. Altalában azzal kapcsolatosan, hogy a kötelező tartalékok után fizetett (vagy nem fizetett) kamatok milyen gazdasági, gazdaságpolitikai következményekkel járnak, s egyáltalán ez hogyan illeszkedik a seigniorage koncepciójába, meglehetősen hallgatag a monetáris seigniorage tárgyaló szakirodalom. Ez természetesen érthető is, hiszen a kötelező tartalékokra fizetett jegybanki kamatok meglehetősen kellemetlen következményekkel járnak a monetáris seigniorage nézve. Ezek a kamatok már egyértelműen ezt implikálják: nemcsak a privát szektor, hanem a jegybank számára értékesített kötvények esetén is számolni kell a kormányzat jövőbeli kamatterheinek növekedésével. Ekkor ugyanis a költségvetés által a jegybank számára teljesített kamatfizetés - vagy legalábbis annak egy része - végső soron a privát szféra körében realizálódik. De akkor milyen alapon illethető kizárólag privát szektornak eladott kötvényállomány az adóssággal történő finanszírozással, szemben a deficit monetizált részével? S egyáltalán tekinthető-e a kormányzat múltban realizált seigniorage

jövedelmének a költségvetés jegybankkal szembeni azon tartozása - vagy esetleg annak egy része, és pontosan mekkora része -, amely mögött a monetáris bázis áll?

Nem könnyű ezeknek a kérdéseknek a megválaszolása - talán a monetáris seigniorage keretében nem is lehet. Nem véletlen az, hogy ma már a nemzetközi szakirodalom is egyre intenzívebben támaszkodik a seigniorage fiskális felfogására. Legfőbb ideje tehát, hogy a fiskális seignioraget, az azokból leszürehető elméleti következtetéseket és a konkrét hazai problémákat vegyük szemügyre!

## A fiskális seigniorage elemzési kerete

A fiskális seigniorage képviselői a pénzteremtésből eredő állami jövedelmet a bázispénz után realizált kamatbevételként definiálják, természetesen csökkentve azt a kötelező tartalékok után fizetett jegybanki kamatokkal.

A jegybank mérlegéből a privát szektornak folyósított jegybanki hiteleket kifejezve a (9) összefüggéshez jutunk:

$$L = H + S - eF - A - B_j. \quad (9)$$

Majd ezt a (7) egyenletbe helyettesítve, és felhasználva, hogy a bázispénz után fizetett jegybanki kamatok egyenlők a kötelező tartalékokra fizetett kamatokkal ( $i_H H = i_R R$ ), s az egyenletet rendezve:

$$(G - T) + i(B_p + B_j + A) - iH + i_R R - iS + ieF - feF - V = \dot{B}_p + \dot{B}_j + \dot{A}. \quad (10)$$

A költségvetésnek a privát gazdasági szereplőkkel és a jegybankkal szembeni tartozását a továbbiakban az államháztartás teljes vagy összes adósságának ( $D$ ) nevezem. Arra, hogy miért kell a költségvetésnek a jegybankkal szembeni valamennyi tartozását - azt is, amely mögött a monetáris bázis áll - adósságnak tekinteni, éppen úgy, mint a privát szektornak kibocsátott kötvényállományt, a későbbiekben térek vissza.

Az átértékelési veszteséget (nyereséget)  $eF$ fel jelölve és felhasználva azt, hogy a bázispénz - eltekintve a kereskedelmi bankok fölös tartalékaitól - egyenlő a kötelező tartalékok és a készpénz ( $Cu$ ) összegével:

$$(G - T) + iD - iCu - R(i - i_R) - iS + eF(i - f - e/e) = \dot{B}_p + \dot{B}_j + \dot{A}. \quad (11)$$

Az elméleti tisztánlátást nagymértékben megkönnyíti további két egyszerűsítő feltételezés bevezetése. Egyrészt, hatékony pénzpiacot és tökéletes tőkemobilitást feltételezve, a belföldi kamatlábaknak - hosszabb távon mindenképpen egyenlőknek kell lenniük a külföldi kamatlábakkal és a valuta árfolyamának változásával. Vagyis:  $i = f + e/e$ . Természetesen rövid távon lehet eltérés, az egyenlőség nem szükségszerűen áll fenn, ezzel azonban most külön nem foglalkozom.

A másik egyszerűsítő feltevés az  $S$  tényezőhöz kapcsolódik, mely a korábbiakban említetteknek megfelelően a jegybank mérlegének eszköz és forrásoldalán feltüntetett tételein kívüli aktívák és passzívák egyenlegét tartalmazza. Ennek számottevő jelentősége akkor lenne, ha a jegybank valamilyen oknál fogva nyereségét nem fizetné be a költségvetésbe, hanem pénzügyi javak felhalmozására fordítaná. Az MNB azonban - a nemzetközi gyakorlattal teljesen összhangban - nyeresége túlnyomó részét befizeti a költségvetésbe, ezért nem követünk el különösebb hibát, ha az  $iS$  tényezőtől a továbbiakban eltekintünk.

A leírtakra tekintettel a (11) a következő formára egyszerűsödik:

$$(G - T) + iD - [iCu + (i - i_R)R] = \dot{B}_p + \dot{B}_j + \dot{A}. \quad (12)$$

A (12) bal oldala a konszolidált államháztartás kiadásait ( $G + iD$ ) és bevételeit - mely az adókból és a fiskális seigniorageból  $[iCu + (i - i_R)R]$  áll - mutatja, míg a jobb oldala a továbbra is teljes deficit

finanszírozási forrásait tartalmazza. Ez az egyenlet már alkalmas arra, hogy a hazai fiskális és monetáris problémákkal kapcsolatosan fontos megállapításokat tehessünk.

## A fiskális seigniorage realizálása

A fiskális seigniorage a monetáris bázisra jutó jegybanki kamatbevétel, csökkentve a kötelező tartalékokra fizetett kamatokkal. Ez a (12) alapján a következő formában fejezhető ki:

$$S_f = iCu + (i - i_R)R. \quad (13)$$

A (13) szerint a fiskális seignioragenek két összetevője van: a készpénzre jutó kamatbevétel és a kötelező tartalékok után realizált jegybanki kamatmarzs. A kamatmarzs a jegybanki hitelkamatlábak és a kötelező tartalékok után számított kamatláb különbözetéből tevődik össze.

Mielőtt továbblépnénk, le is szögezem: a fiskális seigniorage - szemben a monetárisal - minden esetben pozitív, és minden esetben - mint bármely adóbevétel - effektíve befolyó jövedelemként realizálódik a költségvetés számára. Közvetlenül abból nem részesedik sem a külföld, sem pedig a privát szektor. A fiskális seigniorage keretében a kormányzat pénzkibocsátásból eredő jövedelme nem függ attól, hogy a költségvetés deficitjét milyen mértékben finanszírozza a jegybank, illetve a jegybankon kívüli gazdasági szereplők. Attól sem függ, hogy a költségvetés történetesen deficitese vagy szufficites helyzetben van. Azt csak kizárólag a reálkamatláb, az inflációs ráta, a készpénz, valamint a kötelező tartalékok és a jegybanki kamatrés nagysága befolyásolja.

A (13) összefüggés a seigniorage inflációsadókomponensét is tartalmazza, mert az inflációs rátának tükröződnie kell a nominális kamatlábak alakulásában. Mivel a seigniorage fő komponensét nálunk az inflációs adó alkotja, a továbbiakban ennek hatását a készpénz és a kötelező tartalékok oldaláról elkülönítve vizsgálom.

A készpénzállományt tekintve - a Haig-Hicksféle jövedelemfelfogás értelmében - az inflációs adó  $\pi Cu$  összeggel csökkenti a készpénztartók rendelkezésre álló jövedelmét, s éppen ennyivel növeli a kormányzat pénzkibocsátásból eredő jövedelmét. Egy zavaró tényező azonban az inflációs adó fiskális értelmezésében feltétlenül további tisztázást érdemel. Joggal felvethető ugyanis, hogy mi történik akkor, ha a kamatlábak valamilyen oknál fogva nem igazodnak az inflációs rátához, hiszen a fiskális seigniorage keretében az inflációs adó erre épül. Nos, ha a kamatlábak nem tükrözik az infláció hatását, akkor a készpénzkészletet terhelő adó (a  $\pi Cu$ ) a jegybanknál nem realizálódik, s nyilván nem jelenik meg a költségvetés bevételei között sem. Ekkor az történt, hogy az infláció újraosztotta a jövedelmeket a hitelezőktől az adósokhoz. S mivel a készpénz mögött is valamely gazdasági szereplőnek a tartozása, hitelfelvétele húzódik meg - és ez lehet akár a költségvetés is - az infláció az ominózus  $\pi Cu$  összeget ezek javára csoportosítja át, méghozzá olyan formában, hogy a már meglévő adósságok reálértékét éppen ilyen mértékben csökkenti.

Az inflációs adó értelmezése kapcsán nem válik egyszerűbbé a helyzet, ha a (13) második, az  $(i - i_R)$  összetevőjét tekintjük. Amennyiben a kötelező tartalékok után fizetett kamatokat a jegybank nem igazítja az inflációs rátához, akkor az  $i$  és az  $iR$  közötti különbség az inflációs rátának megfelelően nőni fog. Ekkor a kormányzat - hasonlóan a készpénz esetében tárgyalta - inflációs adót realizál azzal a különbséggel, hogy az adó alapja nem a készpénz, hanem a kötelező tartalékok összege ( $R$ ), az inflációs adó pedig  $\pi R$ -rel egyenlő. De az igazán fontos különbség nem ez. Sokkal inkább az, hogy ekkor az inflációs adó a pénzügyi közvetítő rendszert (a kereskedelmi bankokat), s nem a készpénztartókat terheli. Ez az adóztatás pedig (mint egyfajta implicit adóztatás) annál erőteljesebb, minél magasabb az infláció és a kötelező tartalékráta. A pénzügyi közvetítőrendszer implicit adóztatása a kereskedelmi bankokat arra kényszeríti, hogy továbbhárítva az adót, szélesítsék az általuk alkalmazott kamatrést: növeljék a hitelek reálkamatlábát, s azzal egyidejűleg csökkentsék a betéti reálkamatlábakat. Azt hiszem, nálunk a gazdasági krízishelyzetből való kilábalásra leginkább deprimáló hatást gyakorló adó a pénzügyi közvetítőrendszert terhelő inflációs adó. Ez a hitelek és betétek reálkamatlábára gyakorolt negatív hatása révén egyszerre teremt kedvezőtlen feltételeket mind

a beruházások, mind a megtakarítások alakulása számára. Magyarországon viszont jól ismert okok következtében mindkettő növelésére égetően szükség volna.

Az infláció miatt a pénzügyi közvetítőrendszer implicit adóztatása elkerülhető lenne akkor, ha a kötelező tartalékokra fizetett kamatok igazodnának az inflációs rátához. Ez azonban Magyarországon nem, vagy csak korlátozottan járható út - annak ellenére, hogy a jegybank 1994-1995 folyamán többször is megemelte a kötelező tartalékokra fizetett kamatlábat -, mert ekkor reálértékben megugrik a jegybanknak a privát szektor számára teljesített kamatkiadása, ami tovább növelné az államháztartás teljes deficitjét és annak GDP-hez viszonyított arányát. Az összefüggéseket azonban alaposan átgondolva erre a következtetésre juthatunk: a hitelek és a betéti reálkamatok közötti rést az infláció nyitja, ennek mérséklődése azt automatikusan zárni is fogja, egyszerre teremtve ezzel kedvezőbb feltételeket a megtakarítások és beruházások alakulásának. Más szóval, ha az infláció leszorításában sikerülne előrébb jutnunk, csökkenne a pénzügyi közvetítőrendszer implicit adóztatása. Az infláció mérséklődésével lehetőség nyílik a hitelek kamatlábjának az inflációs rátát meghaladó mértékű esésére, vagyis a hitelreálkamatlábak csökkenésére és egyúttal a betéti kamatlábaknak az inflációs rátától elmaradó mértékű csökkentésére, vagyis a betéti reálkamatlábaknak a növelésére. Ehhez szorosan hozzátartozik az is, hogy eközben a kereskedelmi bankok kamatrése csökkenni fog, de emiatt azok profitabilitása egy parányit sem romlik majd. Az egész mechanizmust az infláció mérséklődésével együttjáró, a bankrendszert terhelő implicit adónak a csökkenése váltja ki.

### **Az államháztartás kamatterhei és az adósság monetizáltsága**

Az államháztartás jelenlegi kamatterhei a gazdaságpolitika egyik neuralgikus pontja. A kamatkiadások 1993ban 293 milliárd, míg 1994ben várhatóan 450 milliárd forint körüli értékre rúgnak. A kamatkiadások mindkét évben meghaladják az államháztartás teljes deficitjét, így annak elsődleges egyenlege szufficites. Érthető tehát, hogy a szakértőket egyre intenzívebben foglalkoztatja az államháztartás kamatterheinek alakulása, hiszen ha azok csökkentésében kedvező fordulat állna be, akkor a teljes deficit anélkül csökkenthető, hogy a társadalmat további áldozatvállalásra kellene kényszeríteni. De érthető az is, hogy a kamatterhek csökkentésére megoldást kereső szakértők véleményeiben egyre gyakrabban hangoztatottak azok az érvek, amelyek arra mutatnak rá, hogy kerülni kell az államháztartás hiányának a pénzpiacról (privát gazdasági szereplőknek kibocsátott értékpapírokkal) történő finanszírozását. Kerülni kell azt is, mint mondják, hogy az államháztartás "névleges" vagy "nem valódi" adóssága - melyen a jegybanki pénzteremtéssel finanszírozott kiadások következtében keletkezett adósságot kell érteni - a háztartásokkal és a vállalati szektorral szembeni állampapírtartozássá konvertálódjon át. E gondolatok hátterében a már ismert okfejtés húzódik meg: a jegybanki pénzteremtéssel finanszírozott deficit esetén a jegybankkal szemben keletkezik kamatfizetési kötelezettség, ami effektív terhet nem jelent a konszolidált államháztartás számára. Mindez ugyanis megragadható, hogy az államháztartás kamatterheit nemcsak a nominális kamatlábak nagysága, hanem az adósság monetizáltsága is befolyásolja, vagyis az, hogy az adósság mögött milyen mértékben áll a jegybank által teremtett bázispénz.

Az államháztartás bevételeinek és kiadásainak alakulását bemutató (12) egyenletben a kamatkiadásokat az  $iD$  komponens mutatja. Nem árt emlékeztetni rá: a  $D$  az államháztartásnak a múltban felhalmozott összes adósságát mutatja, tekintet nélkül annak finanszírozási forrására. Az egyenletből számunkra fontos következtetés vonható le: az államháztartás kamatterheit csak a nominális kamatláb és az adósság nagysága befolyásolja, de nem befolyásolja az adósság monetizáltságának mértéke. Ez talán első ránézésre meglepő eredmény. A monetáris seigniorage oldaláról közelítve mindenképpen az, hiszen annak egyik alappilléret éppen az jelentette, hogy a bázispénz kibocsátásával finanszírozott deficit esetén a költségvetésnek a jegybankkal - és nem privát gazdasági szereplőkkel - szemben keletkezik tartozása, ezért a konszolidált államháztartásnak nem növekednek a kamatterhei. Ez a tartozás ezért nem adósság, hanem realizált seigniorage. A kamatterhek azonban nem függenek a monetizáltság fokától, és a magyarázat rögtön világossá válik, ha a következőkre gondolunk. Az igaz, hogy az adósság monetizált része után a költségvetésnek a jegybankkal, s nem a vállalatokkal és háztartásokkal szemben keletkezik kamatfizetési kötelezettsége. Csakhogy jelentősége nemcsak ennek van, hanem annak is, hogy ekkor a bázispénzre jutó kamatot



nem privát gazdasági szereplők teljesítik a jegybank számára. Ha az adósságnak nincs monetizált része, akkor nagyobb lesz ugyan a költségvetés jegybankon kívüli gazdasági szereplők számára teljesített kamatfizetése, de nagyobb lesz az onnan eredő bevétel is, mert a bázispénzre jutó kamatot ekkor a privát szektor teljesíti a jegybank számára. Ez az a mechanizmus, amely azt eredményezi, hogy az államháztartás kamatterhei ne függjenek az adósság monetizáltságától. S ez az oka annak, hogy a költségvetés bevételeit és kiadásait leíró (12) egyenletben a kamatterhek nagysága csak az összes adósságtól - és nem az adósság monetizáltságától -, valamint a nominális kamatlábak színvonalától függ.

Az államháztartás mai kamatkidadásait befolyásoló tényezők egyike a meglévő összes adósságállomány nagysága, mely a múltban kialakult folyó deficitek eredményeként jött létre. Ezeknek a deficiteknek a mértéke pedig függött attól, hogy a kormányzat milyen mértékű pénzkibocsátásból eredő jövedelmet (fiskális seignioraget) realizált. Az államháztartás jelenlegi kamatkidadásait ezen a csatornán keresztül csökkenti a múltban realizált seigniorage. De éppenséggel nem csökkenti a ma fennálló kamatkidadásokat - amit a monetáris felfogás képviselői a múltban realizált seignioragenek neveznek. Az elmondottak alapján joggal vethető fel: ha az adósság monetizáltságától nem függnék az államháztartás kamatterhei, akkor milyen alapon lehet a költségvetésnek a jegybanki hitelnyújtás (pénzteremtés) során keletkezett tartozását a múltban realizált seignioragenek nevezni? Véleményem szerint semmilyen alapon, ugyanis a seigniorage kizárólag pénzkibocsátási monopóliummal rendelkező jegybank tevékenységéhez, s nem a költségvetési deficit alakulásához kötődik. Az például, hogy a kormányzat mekkora inflációs adót realizál, csak az inflációs ráta és a készpénz nagyságától függ - ha a pénzügyi közvetítőrendszert nem adóztatják -, de nem függ attól, hogy a költségvetés deficitese vagy szufficites, s ha deficitese, a deficit monetizálta vagy sem.

A fentiek szellemében foglalom állást az államháztartás adósságának értelmezésével kapcsolatban. Teljes mértékben egyetértek a jegybanknak azzal a gyakorlattal, amely a költségvetésnek a bázispénz teremtésével finanszírozott kiadásait annak adósságaként tartja nyilván. Sőt az ettől eltérő, a monetáris seignioragen nyugvó álláspontot helytelennek, makroökonómiai szempontból megalapozatlannak tartom. Bár helytállóak lennének azok a vélemények, amelyek szerint az államháztartás jegybankkal szembeni adóssága - pontosabban csak az adósságnak az a része, amely mögött a monetáris bázis áll - "nem valódi adósság"nak minősíthető. Ekkor pusztán az adósság monetizáltságának növelését előidéző pénzügytechnikai eszközökkel (például a kereskedelmi bankok refinanszírozási hitelei és az államháztartásnak nyújtott hitelek közötti konverzióval a kamatkidadásokat, s ezáltal a teljes deficitet befolyásolni lehetne.

De sajnos nem lehet, bár ezt nem mindig egyszerű belátni. Ha ugyanis a jegybank nyílt piaci műveletek keretében állampapírokat ad el a monetáris bázis csökkentése céljából - mert például csökkent a készpénz iránti kereslet, s az ebből eredő inflációs nyomást tompítani akarja -, akkor az államháztartás deficitje valóban növekedni fog, és növekedni fog a jegybankon kívüli gazdasági szereplőknek teljesített kamatfizetés is. Ez akár meg is erősíthetné: az adósság monetizáltságától igenis függnék az államháztartás kamatterhei. Hiszen a monetizált adósság csökkenésével egyidejűleg - mivel eddig a jegybanknál tartott értékpapírok a privát szférához kerültek - nőtt a költségvetés teljes deficitje. De mégis, szó sincs arról, hogy a deficit növekedése az adósság "valódi" és "nem valódi" arányának változása miatt jött létre. A deficit növekedésének ekkor az az oka, hogy csökkent a seigniorage alapjául szolgáló monetáris bázis. A fiskális seigniorage mértékét pedig a nominális kamatláb és a bázispénz szorzata határozza meg. Ha a bázispénz csökken, csökken a kormányzat pénzkibocsátásból eredő jövedelme is, ami azonnal kiváltja a teljes deficit növekedését. A deficit növekedésének ez, nem pedig a monetizált és nem monetizált adósság közötti konverzió az oka.

A költségvetésnek az aggregált keresletre gyakorolt hatásának elemzéséhez a (12) megfelelő kiindulópontot kínál, mert az egyenlet bal oldala tartalmazza a kormányzat pénzkibocsátásból eredő jövedelmét is, a jobb oldala pedig a teljes deficitet mutatja. Önmagában azonban a teljes deficit még semmit sem mond az aggregált keresletet ért fiskális hatásokról. Ehhez az inflációs rátával történő korrekcióra, az operacionális deficit elemzésére van szükség. A (12) alapján láttuk, hogy a

kamatkiadásokat csak a múltban felhalmozódott adósság és a nominális kamatlábak színvonala befolyásolja, de nem befolyásolja az adósság monetizáltsága. Az egyenletből azonban ez is kitűnik: a kamatterheket nem érinti az sem, hogy az adósság mögött külföldi vagy belföldi tartozás áll. Mindez azt jelenti, hogy az infláció hatása a kamatkifizetésekre és a költségvetés teljes deficitjére sokkal erőteljesebb annál, mint amit kizárólag a belső adósságon alapuló számítások mutatnak.

### Az operacionális deficit: újra megfontolva<sup>3</sup>

A fiskális politika gazdasági folyamatokra gyakorolt hatása azon alapul, hogy a kormányzat valamilyen módon jövedelmet teremt a háztartások és a vállalatok számára, s a jövedelmeknek ez a növekedése hozza működésbe a multiplikátort, mely további keresletnövekedést vagy -csökkenést indukál. Stabil árszint esetén a költségvetés tőketörlesztés nélkül számított egyenlege vagy GFS rendszerű egyenlege mutatja azt, hogy fiskális oldalról milyen hatások érik az aggregált keresletet. Inflációs gazdaságban azonban a teljes deficit információt hordozó szerepe megrendül, a makrogazdasági folyamatok alakulása szempontjából informatív tartalma kérdésessé válik. Ennek oka az, hogy ekkor a teljes deficit nem fejezi ki azt, hogy a költségvetés milyen mértékben hat a privát szektor jövedelmi helyzetére. Ezért van az, hogy a nyugati közgazdasági irodalom inflációs időszakokban a teljes deficit helyett az ún. operacionális deficitet használja a fiskális politika megítélésére.

Az operacionális deficit elméleti hátterét a már korábban is említett Haig-Hicksféle jövedelmi koncepció adja. E szerint bármely gazdasági szereplő - beleértve az államháztartást is - jövedelmének az a bevétel tekinthető, amelyet adott időszak alatt elkölthet, még hozzá úgy, hogy közben vagyonának vagy adósságának reálértéke változatlan. Erre vezethető vissza az, hogy az operacionális deficit - szemben a teljes deficittel vagy GFS rendszerű deficittel - nem tartalmazza a nominális kamatkifizetések inflációs komponensét (a továbbiakban inflációs kamatkifizetések), mert az a gazdasági szereplők számára nem teremt jövedelmet, hanem csupán lehetővé teszi a finansziális vagyonok reálértékének megőrzését. Az operacionális deficit relevanciáját éppen az adja, hogy az inflációs hatásokkal korrigált deficitről, az államháztartás adósságának reálértékben történő változásáról nyújt képet. És makroökonómiai szempontból jelentősége ennek van. "Ha el akarjuk kerülni a közgazdaságtanban kardinális véteknél számító pénzillúziót, akkor az adósság reálértékére kell tekintettel lennünk és a reáldeficitre, amely az adósság reálértékének változásával egyenlő." (EISNER-PIEPER [1984] 11. o.)

Az inflációs kamatkifizetések a költségvetés számára a már meglévő, a múltban felhalmozott adósságra vonatkozó implicit tőketörlesztést jelentenek. Az állampapírok lejáratokor törlesztett névértéke a kibocsátáskori névérték reálértékének csak egy töredéke lesz. A különbséget inflációs kamatkifizetések formáját öltő implicit hiteltörlesztésként fog megjelenni. Inflációs időkben a GFS rendszerű deficit pontosan ezért nem alkalmas arra, hogy a gazdaságot ért fiskális hatásokról helyes információt nyújtson, mert az csak az explicit tőketörlesztést szűri ki a költségvetés kiadási tételei közül. Az implicit tőketörlesztés kiszűrését az operacionális deficit végzi el. Az, hogy a költségvetés teljes deficitjének egy része az adósság implicit törlesztését jelenti, fontos következtetések levonását teszi lehetővé az államháztartás egyensúlyával kapcsolatban. Az nem igaz, hogy az államháztartásnak egyszerűen a tőketörlesztésen kívüli bevételeken és kiadásokon nyugvó egyenlege - a GFS rendszerű egyenleg - az államháztartás egyensúlyát vagy egyensúlytalanságát fejezi ki. Makrosíkon bármely gazdasági szereplő költségeit tekintve, akkor van egyensúlyban, ha kiadásai éppen a jövedelmeivel egyenlők, még hozzá úgy, hogy kiadásai nem tartalmazzák sem az explicit, sem az implicit tőketörlesztéseket. Az a gyanúm, hogy a mostanság oly sokat emlegetett belső egyensúly tekintetében egyelőre azt sem tudjuk pontosan, hogy az államháztartás ténylegesen milyen egyensúlyi helyzetben van.

A (12) egyenletből az operacionális deficitet (OD) kifejezve a következőket kapjuk:

$$G - T + rD - (r + \pi)CB - (i - i_r)R = OD. \quad (14)$$

A (14) kiszûrte a kamatkiadások inflációs komponensét ( $\pi D$ ), s ezáltal az aggregált kereslet szempontjából lényeges operacionális deficitet mutatja. Ez reálértékben kisebb lesz, mint a stabil árszint mellett fennálló deficit, az inflációs adó realizálódása következtében. Vagyis azzal a meglepő helyzettel van dolgunk, hogy a fiskális politika az infláció hatására úgy válik restriktív, hogy eközben a teljes deficit reálértékben növekszik, s a deficit/GDP hányados meredeken emelkedik. Az inflációs ráta esésével természetesen fordított a helyzet. Ha az inflációs ráta mérséklésében előbbre jutnánk - *ceteris paribus* -, az operacionális deficit reálértékben növekedne az inflációs adó csökkenése következtében. A fiskális politika egyre expanzívabbá válna annak ellenére, hogy a teljes deficit reálértéke és GDP-hez mért aránya rohamosan esne.

Az eddigiekben az operacionális deficit elméleti hátterére, a gazdaságpolitikai döntésekben játszott szerepére összpontosítottam a figyelmet. De nemcsak azt fontos tudni, hogy az operacionális deficit tartalma mit takar, hanem legalább ilyen fontos tudni azt, hogy mi az, amit nem takar. Az operacionális deficit legfontosabb mondanivalója az, hogy az infláció következtében megugró teljes deficit fiskális oldalról nem érinti ugyan az aggregált keresletet, ez viszont nem jelenti azt, hogy az infláció hatására maga az aggregált kereslet is változatlan. Az operacionális deficittel kapcsolatos hazai szakirodalmat figyelve úgy látom, nálunk ezt az összefüggést hangsúlyozni kell. Mert ha a magas inflációs ráta következtében megugró költségvetési deficittel egyidejûleg nő az aggregált kereslet is, esetleg romlik a fizetési mérleg, akkor valóban erős a kísértés arra, hogy e kettőt mint ok-okozati összefüggést egybekapcsoljuk. De újra hangsúlyozom: ha eközben az államháztartás adósságának reálértéke változatlan, az összkereslet növekedését (vagy a fizetési mérleg romlását) nem a fiskális politika váltotta ki. Az infláció következtében számos olyan folyamat bontakozhat ki, amely az összkeresletet reálértékben megemeli. Az aggregált kereslet ezen növekedése mögött mindig a privát szféra - természetesen az inflációs hatásokkal korrigált, enélkül ugyanis az egész folyamat nem érthető - megtakarítási hajlandóságának változása áll.

Az olyan országokban, ahol az államháztartás adóssága a GDP-hez képest rendkívül magas - és mint a későbbiekben látni fogjuk nem kizárólag a belső, hanem az összes adósságnak van jelentősége -, a deficit/GDP hányados rendkívül érzékenyen reagál az infláció változására. Az adósság/GDP hányados idő szerinti deriválásával a következő összefüggést kapjuk:

$$\dot{b} = td - by, \quad (15)$$

ahol:

$td$  - a teljes deficit/GDP hányados,

$b$  - az adósság/GDP hányados,

$y$  - a nominális GDP növekedési üteme.

A teljes deficit GDP-hez mért arányára az infláció kétféle módon hat: egyrészt az adósság után fizetett nominális kamatlábakon keresztül, ami növeli, másrészt az inflációs adón keresztül, ami csökkenti a teljes deficit/GDP értéket. Ha feltételezzük, hogy az infláció hatására a kormányzat nem terheli implicit adóval a pénzügyi közvetítő rendszert, továbbá ha a készpénznek a GDP-hez mért értéke alacsony, akkor az inflációs adónak perifériális jelentősége van. Nyugodtan eltekinthetünk tőle. Majd a (15) infláció szerinti deriválásával és az egyenletet rendezve kapjuk azt, hogy az infláció változására hogyan reagál a deficit/GDP hányados.<sup>4</sup>

$$\frac{\partial td}{\partial \pi} - b \quad (16a)$$

A (16a) alapján az infláció hatására a deficit/GDP hányados éppen olyan mértékben emelkedik, amilyen mértékû a múltban felhalmozott adósságnak a GDP-hez viszonyított aránya. Ha például az adósság/GDP érték 50 százalék, akkor az infláció két százalékpontos növekedésének hatására a deficit/GDP hányados egy százalékponttal növekszik, anélkül, hogy ez az adósság reálértékének további növekedését okozná. Ez az a sarokszám (az 1996os elõirányzat szerint 4 százalékos), melynek a pénzügyi vezetés oly nagy jelentőséget tulajdonít. Az a véleményem, hogy a jelenlegi inflációs ráta mellett, figyelembe véve az eladósodás mértékét, a deficit/GDP hányadost valamiféle "sarokszámnak"

nevezni, annak kiemelt fontosságot tulajdonítani, de legfőképp az alapján fiskális megszorító intézkedéseket hozni, inkább a gazdasági instabilitáshoz, mintsem stabilitáshoz vezető út.

## A külső adósság csökkenésének fiskális problémái

Az operacionális deficit az inflációs hatásokat az államháztartás összes adósságából kiszűrte, tekintet nélkül arra, hogy amögött a belföldi vagy külföldi szereplőkkel szembeni tartozás áll.<sup>5</sup> Számunkra most ez utóbbi lényeges, mert az államháztartás adóssága mögött jelentős részben a jegybankon keresztül felvett külföldi hitelek húzódnak meg. Az infláció hatására a költségvetés növekvő kamatkidadásai ebben az esetben nem a belföldi gazdasági szereplőkhöz kerülnek, hanem a jegybankhoz, és fedezetül szolgálnak annak leértékelési veszteségére. A belföldi gazdasági szereplők számára teljesített kamatkidadásokhoz hasonlóan az infláció hatására a teljes deficit ez esetben is megugrik, de ez ugyanúgy nem vezet az aggregált kereslet növekedéséhez vagy az államháztartás további eladósodásához. Az inflációs hatások miatt szükséges korrekciót az operacionális deficit éppen úgy elvégzi a belső, mint a külső adósság esetén.

A költségvetés 1991 előtt keletkezett hiteleinek kamata és persze a nullásnak nevezett államadósság nulla kamata - annak ellenére, hogy ezeknek fokozatosan piaci kamatozású államkötvényekké történő átalakítása (1994ben 59,1 milliárd forint) folyamatban van - a jegybank leértékelési veszteségére nem biztosít fedezetet. Ezért olyan konstrukció van érvényben, amely az MNBnél keletkező leértékelési veszteséget a költségvetés lejárata nélküli, nulla kamatozású hitelvévé alakítja át. Tulajdonképpen nálunk ez a megoldás végzi el azt, amit az operacionális deficitnek kellene elvégeznie.<sup>6</sup> Amennyiben a költségvetés és a jegybank között piaci alapokon nyugvó kapcsolat állna fenn, a költségvetés által fizetett kamatok fedezetet nyújtanának a leértékelési veszteségre is. Ez a kamatfizetés pénzügytechnikailag ugyanúgy lebonyolódhatna, mint a jelenlegi rendszerben - vagyis jegybanki hitelnyújtással, ami a gazdaságban lévő bázispénzt nem növelné meg, s nem okozna inflációs nyomást -, azzal a lényeges különbséggel, hogy a kamatkidadások megjelenének a költségvetés folyó kiadási tételei között. Ez persze nálunk nagy aggodalmat keltene, hiszen azonnal megnövelné a költségvetés teljes deficitjét és a GDP-hez mért arányát. Pedig szó sincs arról, hogy emiatt deficitet kellene faragni, vagy szigorító intézkedéseket kellene foganatosítani. Az egész procedúra azt a gazdasági tisztánlátást segítené elő, amire a legnagyobb szükség éppen most lenne. A leértékelési veszteség jelenlegi technikája mellett zavar akkor fog keletkezni az államháztartás kamatterhei körül, ha a külső adósság valamilyen oknál fogva csökkenni kezd. Ennek elemzéséhez első lépésben - miközben feltételezem, hogy a jegybank és a költségvetés között normál, piaci alapú kapcsolat van - a külső adósság csökkenésének legfontosabb makrogazdasági hatásait kell áttekinteni.

A külső adósság csökkenésével együtt járó jegybanki sterilizáció<sup>7</sup> - ami nálunk a leértékelési veszteség kötvényesítésével is járhat - növeli az államháztartásnak a privát szektor számára teljesített kamatfizetését, s ezzel egyidejűleg csökkenti a jegybank számára teljesített kamatfizetést, ami csökkenti annak profitját is. A külső adósság csökkenése miatt csökkenni fog viszont a jegybank külföldre teljesített nettó kamatfizetése is, és amennyiben  $i = f + \dot{e}/e$  - mint azt korábban feltételeztem - a jegybank nyeresége nem, vagy csak egy kicsit változik, attól függően, hogy a belföldi kamatláb milyen mértékben tér el a külföldi kamatláb és az árfolyamváltozás összegétől. A külső adósság csökkenése így sem az államháztartás kamatterheiben, sem a teljes deficit nagyságában nem idéz elő változást. Mindehhez szorosan hozzátartozik, hogy a sterilizálást követően a jegybanknál tartott kötvények egy része kikerül a jegybank tárcájából, aminek következtében növekszik a költségvetésnek a privát szektor számára teljesített kamatfizetése, ami a reálkamatlábak nagyságától függően növeli annak jövedelmét is. Ebben azonban semmi meglepő nincs, mert ha az ország külső adóssága csökken a reál GNP mindig a GDP fölé emelkedik, s változatlan költségvetési bevételek és kiadások mellett ilyen mértékben növeli a privát szektor rendelkezésre álló jövedelmét. Ez már kihát az aggregált keresletre is, és a gazdaságpolitikai megfontolások esetleg fiskális beavatkozást tehetnek szükségessé.<sup>8</sup>

A leírt gondolatok azon alapulnak, hogy a jegybank és a költségvetés között egyenrangú piaci alapon

nyugvó kapcsolat van. Csakhogy pontosan ez az, amivel nálunk baj van, és ez az, amit a külső adósság csökkenése fog felszínre hozni. A fentiekhez képest annyi lesz az eltérés, hogy a nullás adósságállománynak a külső adósság csökkenésével egyidejűleg vagy azt megelőzően végrehajtott kötvényesítése következtében növekedni fog a konszolidált államháztartás teljes deficitje és a deficit/GDP hányados. Különösen erőteljes lesz ez a növekedés ha eközben magas marad az inflációs ráta. Önmagában a külső adósságcsökkenés ezután az államháztartás helyzetét már csak egy parányit befolyásolja attól függően, hogy a belföldi nominális kamatláb milyen mértékben tér el a külföldi kamatláb és az árfolyamváltozás összegétől.

Úgy látom, a külső adósság csökkenésével kapcsolatos álláspontom meglehetősen közel áll az MNB 1994. évről szóló jelentésében képviselt állásponthez: "A jelenlegi veszteségfelhalmozás tehát - javuló külső egyensúlyi helyzet esetén - jelentős mértékben tényleges veszteségként realizálódik, rontja a jegybanki eredményt és ezáltal a folyó költségvetés hiányában a múltban el nem számolt veszteségek megjelennek." (MNB [1994] 148. o.) A további következtetésekre azonban rendkívül nagy aggodalommal tekintek: "Ennek következtében az elmúlt évek során elmulasztott költségvetésiegyenlegjavító intézkedéseket egyszerűen, rövid idő alatt kell »bepótolni«".

Dehogyan kell bepótolni. A költségvetés egyenlegét rontó kamatkiadásoknak csak egy töredéke az, méghozzá a reálkamatlábnak megfelelő rész - mely ha egyenlő a külföldi reálkamatlábbal, éppen a külső adósságcsökkenést kísérő GNP-növekedést fejezi ki -, ami az aggregált kereslet szempontjából számításba jön. Fiskális korrekcióra legfeljebb ez adhat okot. Hozzáteszem: a privát szektor jövedelmének és az aggregált keresletnek a növekedése akkor is bekövetkezne, ha a költségvetésnek egyáltalán nincs a múltból felhalmozott adóssága. A folyamat mozgatórugója a GNP-nek az ország külső adósságának csökkenése következtében létrejött - a GDP-t meghaladó - növekedése. Éppen ezért, ha a költségvetési egyenleg romlása nem is a külső adósság csökkenésének következménye, hanem csupán a nullás adósság fokozatos kamatozó államadóssággá történő átalakításának, akkor az összkereslet szempontjából e kamatkiadásoknak még a reálkamatlábnak megfelelő komponense sem jön számításba. Ez esetben az aggregált kereslet növekedése és a fizetési mérleg romlása a teljes deficit meredek emelkedésének ellenére sem következik be.

## Záró megjegyzések

A magyar gazdaság rendkívül rossz, mondhatni katasztrofális helyzetben van. Az instabilitás - véleményem szerint - a fizetési és nem az államháztartási mérleg alakulásában fejeződik ki, noha a megszorító intézkedések jószereivel a költségvetés helyzetére történő hivatkozással történnek.

A költségvetést érintő döntések az aggregált keresleten keresztül kihatnak a fizetési mérlegre, sőt a kamatlábakon keresztül a tőkemérlegre is. A fiskális intézkedések a fizetési mérlegjavításának egy lehetséges eszközeként ezért számításba jöhetnek, és számításba is kell hogy jöjjenek. Azt hiszem, ebből a megközelítésből megszorító intézkedések jogosultságát senki sem vitatja. Az a véleményem, hogy a probléma az alkalmazott dózis nagyságával van. Mert a restriktív erősségét olyan makroökonómiai változókhoz kötni - a teljes deficithez vagy a deficit/GDP értékhez mint ún. "sarokszámhoz" -, amelyeknek infláció, főképp jelentős infláció esetén nincs közgazdasági szempontból informatív tartalmuk, nem a gazdaság stabilitását szolgáló, ésszerű megoldás. A jelenlegi helyzetben úgy vélem, hogy pusztán a költségvetés teljes deficitjén alapuló szigorító intézkedések rendkívül bonyolult és összetett makrogazdasági összefüggéseknek olyan leegyszerűsítését jelentik, amelyek a társadalom valamennyi rétegét további, a közgazdasági racionalitást nélkülöző áldozatvállalásra kényszerítheti. Nem a mostani gazdasági helyzet alkalmas arra, hogy az államháztartásnak a múltban felhalmozott adósságát - igaz csak implicit formában, de - törleszteni kezdjük. Semmilyen kormányzat tevékenységét nem minősíti az, hogy milyen merészen és határozottan mer szigorító intézkedéseket hozni. Sokkal inkább az, hogy ezek az intézkedések hogyan illeszkednek a közgazdasági törvényszerűségek átfogó elemzésén nyugvó, a gazdasági stabilitást és fejlődést szolgáló gazdaságpolitikai koncepcióba. Megfontoltságra, de még inkább a makroszikai összefüggések alapos átgondolására és kutatására van szükség.

Végül szólnom kell a tanulmányban felhasznált egyszerűsítő feltevésekről is. Az alkalmazott elemzési keretben kifejtett feltevésekhez képest a valóságban természetesen lehet eltérés. A jegybanki kamatlábak például eltérhetnek a piaci kamatlábtól, ez utóbbiak nem feltétlenül egyenlők a külföldi kamatláb és az árfolyamváltozás összegével. Az eltérések pozitív és negatív irányúak egyaránt lehetnek. Mégis, úgy vélem a cikkben megfogalmazott következtetéseket ezek érdemben nem befolyásolják. Az államháztartás pénzügyeit menedzselő szakembergárdának a feladata az, hogy ezeket az eltéréseket az adósság kamatterheinek szempontjából kedvezően kiaknázza.

A cikkben megkülönböztetett figyelemmel kísértem a seigniorage kétféle felfogását. Ez nálunk az államháztartás adósságának értelmezése és a kamatterhek alakulása miatt rendkívül fontos. Ugyanakkor a két nézet kapcsán semmiképpen sem akartam és akarok eldönteni egy olyan vitát, "...amely talán sohasem lesz eldöntve". (KLEIN-NEUMANN [1990] 207. o.). A seigniorage fiskális megközelítése ma szemben áll a közgazdaságtan főáramával, s a jelenlegi makroökonómiai könyvekben szereplő felfogással. De csak a főáramával, és a tanulmány megírása során erre egyáltalán nem voltam tekintettel. Mert a közgazdaságtanban, mint annyi más tudományban, csak a konstruktív viták és nem a megszokott tételekhez való merev ragaszkodás döntheti el azt, hogy mi a jó, és mi a rossz.

## Hivatkozások

BLANCHARD, O. J. [1990]: Suggestions For A New Set Of Fiscal Indicators. OECD Working Papers, No. 79

DEDÁK ISTVÁN [1994]: Megtakarítási ráta, infláció, költségvetési deficit. *Közgazdasági Szemle*, 7-8. sz.

DWYER, G. P. [1985]: Federal Deficits, Interest Rates and Monetary Policy. *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 17 No. 4

EISNER, R.-PIEPER, J. [1984]: A New View of the Federal Debt and Budget Deficits. *The American Economic Review*, vol. 74 No. 1

KLEIN, M.-NEUMANN, M. [1990]: Seigniorage: What is it and who gets it? *Weltwirtschaft Archiv*, vol.126 No. 2

KUN JÁNOS [1994]: Külső adósságkezelés - mi változna, ha változna? *Közgazdasági Szemle*, 9. sz.

MNB [1994]: Éves jelentés. Magyar Nemzeti Bank.

OBLATH GÁBOR-VALENTINYI ÁKOS [1993]: Seigniorage, inflációs adó - néhány makrogazdasági összefüggés magyarországi alkalmazása. *Közgazdasági Szemle*, 10. és 11. sz.

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

SIMON ANDRÁS [1994]: Lakossági megtakarítások, költségvetési hiány és pénzpolitika Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 2. sz.

---

\* A cikk A piacgazdaságra történő áttérés fiskális és monetáris problémái c. 18219 sz. OTKA kutatás keretében készült. A kézirat korábbi változatához fűzött értékes észrevételeiért köszönettel tartozom Erdős Tibornak, Mellár Tamásnak, Veress Józsefnek. A cikkben fellelhető valamennyi tévedésért azonban a felelősség kizárólag a szerzőt terheli.

<sup>1</sup> Amennyiben a költségvetés közvetlenül - s nem a jegybankon keresztül - vesz fel külföldről hiteleket, akkor a (6) bal oldalán a költségvetés külföldre teljesített kamatfizetését, a jobb oldalán a

külföldi hitelfelvételt is fel kellene tüntetni. Ez azonban a végső következtetéseket nem érintené, s a továbbiakban az egyszerűség kedvéért feltételezem, hogy a költségvetés külföldi hitelműveleteivel a jegybank foglalkozik, ami tulajdonképpen megfelel a hazai gyakorlatnak.

<sup>2</sup> Erre a problémára a hazai irodalomban többen is felhívják a figyelmet. Lásd például KUN [1994] vagy PETE [1994].

<sup>3</sup> Egy korábbi munkámban (DEDÁK [1994]) az inflációs kamatkidadások hatását a gazdaság egészére kiterjesztve vizsgáltam. Az operacionális deficit az elemzésnek csak egy részterülete volt. Most az inflációs kamatok problémáját kizárólag a költségvetés tekintetében vizsgálom. A seigniorage és az államadósság terén végzett kutatások a témának - a korábban publikáltakhoz képest - alaposabb elemzését teszik lehetővé.

<sup>4</sup> Ha a készpénztartókat és a pénzügyi közvetítőrendszert terhelő inflációs adót figyelembe vesszük a (18a) a következőképpen módosul:

$$\frac{\partial M^d}{\partial \pi} = b - [h + (r + \pi) \frac{\partial h}{\partial \pi}], \quad (16b)$$

ahol  $h$  - a bázispénz GDPhez mért aránya.

Az inflációs adót is számításba véve, a deficit/GDP hányados kevésbé emelkedik a (16a)hoz képest, legalábbis addig, amíg az inflációs ráta kellően alacsony, vagyis amíg a zárójelben lévő tag pozitív. Ez esetben viszont a kormányzat eladósodása is csökkenni fog az infláció hatására:  $\delta(b)/\delta\pi < 0$ .

<sup>5</sup> A hazai közgazdasági irodalomban sokféle adósságdefiníció használatos. Van konszolidált államadósság, külső adósság, belső adósság stb. Én mindössze kétféle adósság használatát látom célszerűnek: egyrészt az államháztartás adósságát - tekintet nélkül arra, hogy amögött bázispénz, kötvényállomány vagy éppen külföldi hitelek állnak -, másrészt a gazdaság valamennyi szektorát felölelő külső adósságot. Az államháztartás kamatterheit és teljes deficitjét kizárólag az első meghatározás szerinti adósság befolyásolja, míg az ország külső adóssága és az azután fizetett kamatok a GNPnek a GDPtől való eltérésére vannak hatással. A kétféle adósság együttmozgása egyáltalán nem törvényszerű. Nálunk például az államháztartás adóssága reálértékben lényegében stagnál, s az ország külső adóssága az, ami dinamikusan növekszik.

<sup>6</sup> SIMON [1994] ezzel az eljárással kapcsolatosan meg is jegyzi: "Mintegy félúton van az operacionális egyenleg fogalma felé... A logika azért nem következetes, mert az inflációs hatások teljes kiszűréséhez a külföldi inflációt és a forintkötvények kamatainak inflációtartalmát is ki kellene szűrni."

<sup>7</sup> Ha a kormányzat nem sterilizál, akkor a külső adósság csökkenését a bázispénz növekedése, az infláció felpörgése kíséri. A fent kifejtettekhez képest ekkor mindössze annyi lesz az eltérés, hogy a kormányzat inflációs adót realizál.

<sup>8</sup> Ha a külső adósságcsökkenés a privatizációs bevételek következménye, akkor sterilizálásra nincs szükség, a privát szektor jövedelme és az aggregált kereslet nem emelkedik. Ennek az az oka, hogy ekkor nemcsak az ország külső adóssága, hanem az államháztartás adóssága és kamatkidása is csökken. Megjegyzem: súlyos gondnak tartom azt, hogy az államháztartás adóssága és a külső adósság a makrogazdasági elemzésekben rendszeresen összemosódik. Meggyőződésem, hogy a fiskális problémák elemzéséhez e kétféle adósságot a leghatározottabban külön kell választani.