

Pénzügykutató RT

1998/1

Ikerdeficit a magyar gazdaságban

Gáspár Pál

Budapest 1999 december

Tartalomjegyzék

<i>Bevezetés</i>	3
<i>I. Az ikerdeficit makrogazdasági háttere</i>	6
I.1. A folyó fizetési mérleg mint a nettó devizaeszköz állomány változása	7
I.2. A folyó fizetési mérleg, mint a nettó nemzetgazdasági megtakarítások alakulása	9
I.3. A folyó fizetési mérleg abszorpció megközelítése	12
I.4. A folyó fizetési mérleg mint a kereskedelmi mérleg és a nettó devizaeszközök utáni kamatjövedelem összege	13
<i>II. Az ikerdeficit alakulása a magyar gazdaságban 1990 és 1997 között</i>	14
II.1. A folyó fizetési mérleg és nettó devizaeszközök változásának kapcsolata	15
II.2. A folyó fizetési mérleg és a nemzetgazdaság nettó megtakarításai	23
II.3. A folyó fizetési mérleg és a nemzetgazdasági abszorpció kapcsolata	31
II.4. A folyó fizetési mérleg és az államháztartás egyenlege keresleti és közvetett hatásának kapcsolata	36
<i>III. Az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlegei közötti kapcsolat: összefoglaló áttekintés</i>	47
<i>IV. Az ikerdeficit alakulásából levonható gazdaságpolitikai következtetések</i>	53
<i>Hivatkozások</i>	57

Bevezetés

Az államháztartás és a folyó fizetési mérleg egyenlegek közötti kapcsolat egyike a legvitatottabb közgazdasági összefüggéseknek, amit az egyes elméletek eltérése is jelez a kapcsolat jellegét illetően. A fizetési mérleg monetarista elmélete [Polak (1957), Johnson (1973)] szerint a fizetési mérleg hiányát okozó, belföldi pénzkeresletnél magasabb pénzkínálat elsődleges kiváltóoka az államháztartási túlköltekezés. A fizetési mérleg hiányának egyik forrása a deficités tökemérleg, amit a növekvő pénzkínálat eredményeképpen sérülő fedezetlen kamatparitás miatti nettó tőkekiáramlás eredményez, míg a deficit másik csatornája a bővülő aggregált kereslet nyomán romló folyó fizetési mérleg egyenleg.

A fizetési mérleg egyensúlyának megteremtése az elmélet szerint a pénzkínálat növekedésének korlátozását és ezen belül az államháztartási hiány pénzteremtéssel történő finanszírozásának mérséklését igényli, aminek előfeltétele az államháztartás finanszírozási szükségletének mérséklése és a finanszírozás - növekvő jegybanki függetlenség mellett megvalósuló - szerkezetének átalakítása.

Krugman (1979)

A folyó fizetési és államháztartási mérlegek egyenlege között nem mutatható ki közvetlen kapcsolat a Barro-Ricardo féle pénzügyi ekvivalencia tétel alapján, amely szerint az államháztartási hiány adóval, illetve adóssággal történő finanszírozásának azonos makrogazdasági hatása van. A költségvetési kiadások finanszírozásában az adóról adósságra történő váltás nyomán éppen a deficit változásával ellentétes irányban és mértékben módosulnak a magán megtakarítások, és a változatlan nemzetgazdasági megtakarítások eredményeképpen a nettó külső megtakarítások igénybevétele - azaz a folyó fizetési mérleg hiánya - változatlan marad. A pénzügyi ekvivalencia elmélet által feltételezett semleges keresleti hatás mellett a stock hatás is semleges, mert a változatlan nemzetgazdasági megtakarítás-beruházás egyenleg mellett a kamatlábak sem módosulnak, és így változatlan marad a vagyonelemek utáni nettó kamategyenleg is¹.

Nem mutatnak közvetlen kapcsolatot az államháztartási és a folyó fizetési mérleg egyenleg alakulása között az árfolyam alapú stabilizációs programokkal, illetve az ennek keretén belül végrehajtott költségvetési korrekcióval kapcsolatos elméletek sem. Az árfolyamalapú stabilizációs programok² során a makrogazdasági egyensúlyzavarok kezelése

¹ A Barro-Ricardo-tétel érvényessége - az elmélet által meghatározott feltételek (mint pl. egymást átfedő végtelen tervezési horizontú generációk feltételezése, tökéletes és torulásmentes tőkepiacok feltételezése, stb.) mellett - függ attól is, hogy milyen mértékű a közösségi megtakarítások változásának magánszektor megtakarításaira gyakorolt semlegesítési hatása (offset koefficiens). A nemzetközi tapasztalatok szerint a tényleges érték jelentősen eltér az elmélet által feltételezett -1-től: Masson (1995) szerint a fejlett gazdaságokra 0,4-0,5, míg Edwards (1996) számításai szerint a közepes jövedelműekre 0,5-0,6 jellemző.

² Az árfolyamalapú stabilizációs programok hatásainak elemzését ld. Calvo-Végh (1993), Drazen-Helpmann (1988), Kiguel-Liviathan (1992) munkáiban.

nem párosul(t) recesszióval, miközben a magán beruházások és fogyasztás növekedtek a stabilizációs politika javuló hitelességével kapcsolatos kedvező várakozások, a jelentős nettó tőkebeáramlás likviditást bővítő hatása, valamint a bankrendszer forrásainak bővülése nyomán növekvő fogyasztási és beruházási hitelkereslet miatt. Ennek nyomán a magánszektor nettó megtakarítási rátája mérséklődött, ami meghaladhatta a fiskális kiigazítás nyomán jelentkező többlet közösségi megtakarítást: az erőteljes fiskális megtakarítások mellett ezért növekedhetett a folyó fizetési mérleg hiánya.

Hasonlóképpen nem mutat szoros kapcsolatot a fiskális és a folyó fizetési mérleg egyenlegek között a fiskális kiigazítás várakozás alapú elmélete sem. Az erőteljes fiskális korrekció számos ország tapasztalata alapján és a hagyományos keynesiánus feltevésével szemben nem a termelés csökkenésével³, hanem növekedésével járt együtt a gazdaságpolitikával és a makrogazdasági folyamatokkal (elsősorban a jövőbeli adók csökkenésével és a rendelkezésre álló privát jövedelem növekedésével) kapcsolatos előrettekintő várakozások miatt. A fiskális korrekció nyomán a magánszektor jövőbeli adóterheinek csökkenése várható a költségvetési egyensúly intertemporális korlátja miatt és ez növeli a magánszektor folyó és várható rendelkezésre álló jövedelmeit és fogyasztását. Ennek nyomán a magán megtakarítások csökkenhetnek, és a fizetési mérleg egyenlege romolhat az erőteljes fiskális korrekció mellett is.

Az államháztartási és a folyó fizetési mérlegek közötti kapcsolatot elemző elméletek sokszínűségét az eltérő empirikus tapasztalatok is erősítik. Az 1980-as évek elején a súlyosan eladósodott közepes jövedelmű (elsősorban latin-amerikai) gazdaságok esetében nyilvánvaló volt, hogy a növekvő folyó fizetési mérleg hiány és nettó devizaadósság forrása az államháztartások túlköltekezése. A folyó fizetési mérleg korrekciót végrehajtó stabilizációs programok meghatározó eleme volt az államháztartási egyenleg javítása az aggregált kereslet csökkentése és szerkezetének módosítása érdekében. Hasonlóképpen szoros kapcsolat mutatható ki az 1980-as években a közepesen fejlett gazdaságok esetében a kiegyensúlyozott államháztartási és folyó fizetési mérlegek között a távol-keleti gazdaságok esetében, illetve a magas államháztartási finanszírozási igény és jelentős folyó fizetési mérleg deficit között Portugália, Görögország esetében. A két egyenleg szoros együttmozgása volt megfigyelhető a feltörekvő gazdaságok széles csoportjában, ahol a valutaválságokat az elsőgenerációs válságelméletek által leírt/elemezett fundamentális tényezők (és ezeken belül is elsősorban az államháztartások fenntarthatatlan stock és flow pozíciói) váltották ki: így többek között Brazíliában 1998-1999-ben, Bulgáriában 1996-ban, Szlovákiában 1998-ban, Dél-Afrikában 1998-ban.

Másfelől viszont a folyó fizetési mérleg és nettó devizapozíció fenntarthatatlanságát jelző valutaválságok zöme (így a mexikói peso 1994 decemberi zuhanása, a cseh korona 1997 második negyedévében bekövetkezett válsága, vagy a távol-keleti valutaválságok 1997-1998-ban) nincsenek közvetlen kapcsolatban az államháztartási deficittel. Ezekben a gazdaságokban a folyó fizetési mérleg hiány forrása nem a negatív államháztartás nettó megtakarítások (public sector dissaving), hanem a magánszektor megtakarításait meghaladó jövedelem felhasználása és nettó (deviza)hitelfelvételének növekedése volt. Hasonlóképpen az Európai Monetáris Rendszer (ERM) válsága 1992-1993-ban nem az államháztartási és folyó fizetési mérlegek közötti kapcsolat, hanem az államadósság exogén korlátokkal (fix árfolyam

³ Az ilyen típusú fiskális korrekciók kiváló elemzése Giavazzi-Pagano (1990) munkája.

fenntartásához szükséges magas nominális és reál kamatszínvonal) inkonzisztens alakulása miatt alakult ki⁴.

Az eltérő elméleti megfontolások és empirikus tapasztalatok nyomán különösen érdekes az ikerdeficit elemzése az átalakuló gazdaságokban, mert itt a két változó közötti kapcsolatot befolyásoló, és a fejlett illetve közepesen fejlett jövedelmű gazdaságok esetében kisebb jelentőségű tényező erőteljesen érvényesülnek: így a gazdaságokat az átmenetből fakadóan érő keresleti, kínálati és intézményi sokkok, a jelentős strukturális reformok és a magánszektor átalakuló viselkedése, illetve a gyors pénzügyi liberalizálás. A kelet-európai gazdaságok tapasztalatai is vegyesek, függően a fiskális fegyelem megteremtésére irányuló stabilizációs programok sikerétől, a gazdaságok nyitottságától, a folyó fizetési mérleg pozíciót erőteljesen befolyásoló szerkezeti reformok és nettó tőkebeáramlás mértékétől. A makrogazdasági folyamatokra az 1990-es években Magyarországon is jellegükben és intenzitásukban változó exogén sokkok hatottak, amelyek befolyásolták az államháztartás stock és flow pozícióját, a nettó nemzetgazdasági megtakarítások szintjét és szerkezetét, valamint az ikerdeficit érvényesülését.⁵

Az ikerdeficit jelenségével kapcsolatosan már 1991 óta jelentős vita van a hazai közgazdászok között, amely vita különösen felerősödött az 1995-ös stabilizációs program, valamint az 1998-as exogén sokkokat követő 1999-es folyamatok nyomán. A véleménykülönbségek és a felmerülő kérdések a következő pontokban foglalhatók össze:

1. Milyen tényezők határozták meg az elmúlt években a folyó fizetési mérleg alakulását? Érvényesült-e az államháztartási és folyó fizetési egyenlegek együttmozgása és az államháztartási hiány változása és az ebből eredő közvetlen keresleti és közvetett hatások okozták-e a folyó fizetési mérleg pozíció változását?

2. Miképpen alakult és mennyiben változott a tágabb értelemben vett - a háztartások mellett a vállalati szektort is magába foglaló - magánszektor jövedelmi pozíciója és hozzájárulása a külső egyenleghez?

3. Figyelembe véve a feltárt összefüggéseket megfelelő-e az egyensúlyi problémákra adott gazdaságpolitikai válasz? Ha fennáll, szükséges-e törekedni és milyen mértékben a kettős deficit csökkentésére, illetve kezelésére?

4. Mennyiben változik a külső és belső egyenlegek közötti kapcsolat jellege az idő folyamán az intézményi és szerkezeti változások, valamint a makrogazdasági paraméterek módosulása nyomán? Miképpen hat pl. a tőkebeáramlások növekedése, a tőkeáramlások liberalizálása, az árfolyamrendszer jellege az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlege közötti kapcsolat alakulására? Milyen tényezők befolyásolják az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlegek fenntarthatóságát?

⁴ Ld. Sutherland (1995) és Özkan (1996) tanulmányait, melyekben a valutaválságok kiváltóoka a kamatlábak növekedése, amely a magas államadósság és munkanélküliség miatt fenntarthatatlanná tette a követett monetáris politikát.

⁵ A sokkok között időbeni sorrendben az import- és árliberalizálás, a külső piacok és GDP összeomlása, az intézményi sokkterápia, a konjunktúraciklust felerősítő expanzív költségvetési és monetáris politika, a makrogazdasági stabilizációs program és a tőkemérleghez tartozó műveletek felgyorsuló liberalizálása hatott leginkább.

Jelen tanulmány az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlegek közötti kapcsolat jellegét, az ikerdeficit fennállását, és az ezzel összefüggésben felmerülő makrogazdasági kérdéseket a következő szerkezetben elemzi.

Az első fejezet röviden áttekinti az ikerdeficittel kapcsolatos főbb makrogazdasági összefüggéseket, ahol a kiindulópontot a folyó fizetési mérleg alakulásával kapcsolatosan megfogalmazható nemzetgazdasági azonosságok jelentik. Ennek megfelelően a folyó fizetési mérleg egyenleg levezetésre kerül a nettó devizaeszközök változásaként, az abszorpciós megközelítésből kiindulva a megtermelt és felhasznált GDP különbözeteként, az előbbi megközelítéshez kapcsolódva az elsődleges folyó fizetési mérleg és a nettó devizaeszközök után realizált kamategyenleg összegeként, valamint a magánszektor és az államháztartás megtakarítási és beruházási rátája különbözeteként. A mérlegazonosságok jelzik, hogy milyen tényezők határozzák meg a folyó fizetési mérleg alakulását, illetve hogy milyen kapcsolatban állnak egymással az egyenleg változását előidéző tényezők.

Az elméleti keret alapján a tanulmány második fejezete a folyó fizetési mérlegre felírt négy egyenleg alakulását elemzi a hazai gazdaságban az 1990-1999 között. A különböző elemzési keretek alkalmazásával lehetőség nyílik arra, hogy részletesen vizsgáljuk, hogy milyen makrogazdasági tényezők határozták meg a folyó fizetési mérleg változását és hogy az eltérő elemzési keretek szerint érvényesült-e a belső és külső egyensúly között az ikerdeficit. A négy mérlegazonosságból levont összegzés eredményeit egészíti ki a fontosabb jövedelemtulajdonosok közötti nettó jövedelem-felhasználás alakulásának összesített elemzése.

A tanulmány harmadik fejezete összesítve az egyes időszakokra lebontva elemzi a külső és belső egyensúly kapcsolatát, és vizsgálja, hogy megfelelő volt-e a gazdaságpolitika válasza a felmerülő egyensúlyi problémákra. A levont tanulságok alapján a tanulmány zárófejezete arra keresi a választ, hogy a gazdaságban bekövetkezett liberalizálás, a reál és pénzügyi értelemben vett nyitottság növekedése, az intézményi-szerkezeti reformok eredményeképpen módosul-e és milyen formában a két egyenleg közötti kapcsolat, és ennek nyomán milyen gazdaságpolitikai következtetések vonhatók le az elkövetkező évekre vonatkozólag.

I. Az ikerdeficit makrogazdasági háttere

Az ikerdeficit elemzésének kiindulópontja a folyó fizetési mérleg egyenlegének levezetése a különböző nemzetgazdasági mérlegazonosságokból. Ezek segítségével nyílik arra lehetőség, hogy a folyó fizetési mérleg alakulásában szerepet játszó fontosabb makrogazdasági tényezőket meghatározzuk, különös tekintettel az államháztartás egyenlegére.

A folyó fizetési mérleg egyenlegét a mérlegazonosságokból kiindulva a következő sorrendben határozzuk meg. Először levezetjük a nettó devizaeszközök állományának, illetve a nemzetgazdaság nettó megtakarítási rátájának változásaként. Ezt követően a folyó fizetési mérleget meghatározzuk az Alexander féle abszorpciós megközelítés alapján a megtermelt és felhasznált jövedelem különbözeteként, valamint a kereskedelmi mérleg és a nettó devizaeszközök utáni kamatjövedelem összegeként. Az első elemzési keretben a külső és a

belső egyensúly közötti összefüggést a folyó fizetési mérlegnek a nettó állami devizaadóssággal, a másodikban a közösségi szektor nettó megtakarításával, a harmadikban a közösségi szektor fogyasztásával, míg az utolsóban az államháztartás nettó aggregát keresleti hatásával fennálló kapcsolata teremti meg.

I.1. A folyó fizetési mérleg mint a nettó devizaeszköz állomány változása

A teljes fizetési mérleg nyitott gazdaságban a bruttó devizaeszközállomány változását jelzi. Ha a fizetési mérleg statisztikát vesszük alapul és eltekintünk a nettó hibák és kihagyások tételtől (NEO)⁶, akkor a teljes fizetési mérleg egyenlegének változása meg kell hogy egyezzen a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg egyenlegének összegével. Ha a bruttó devizaeszköz állomány változását korrigáljuk a tőkemérleg egyenlegével, akkor a gazdaság nettó devizaeszköz állományának változását kapjuk meg: ez a korrekció teremti meg a közvetlen kapcsolatot a stock és a flow mutatók között.

A folyó fizetési mérleg egyenlege a gazdaság külfölddel szembeni nettó jövedelmi pozíciójának változását mutatja és ennek alapján tükrözi a nettó devizaeszközök állományában az adott időszakban bekövetkezett változást.

$$(1) CA = B^* - B^{*_{-1}}, \text{ ahol}$$

CA - a folyó fizetési mérleg egyenlege,⁷

B* és B^{*₋₁} - a gazdaság nettó devizaeszköz állománya a folyó és az előző időszakokban.

A gazdaság nettó devizaeszköz állományában bekövetkező - és a folyó fizetési mérleg egyenlegét tükröző - változás szorosan kapcsolódik az államháztartás egyenlegéhez is. A kapcsolat meghatározásánál a kiindulópontot a jegybank egyszerűsített mérlege jelenti, amelynek révén meghatározható a monetáris bázis változása és az ezt okozó tényezők. A monetáris bázis növekedése nyitott gazdaságban három forrásból származhat.

Eredhet egyfelől a jegybank által az államháztartás finanszírozási szükségletének (PSBR)⁸ kielégítése érdekében a kormányzat számára nyújtott hitelekkel. A monetáris bázis változásának második komponense a magánszektorban nyújtott hitelek, míg a harmadik a külföldnek nyújtott finanszírozás, amikor a deviza külföldiek devizaeszközeit a hazai bázispénzre váltják át.

A monetáris bázis változásának ezen három forrását mutatja a következő összefüggés, amelyben eltekintünk attól, hogy a monetáris bázist mint jegybankkal szembeni követelést mérséklék a kormányzat, valamint a privát szektor jegybanknál tartott betétei:

$$(2) M - M_{-1} = [Dgc - Dgc_{-1}] + E [B^* - B^{*_{-1}}] + [Lp - Lp_{-1}], \text{ ahol:}$$

⁶ NEO - net errors and omissions, amely a fizetési mérleg pontosan nem klasszifikálható tételeit tartalmazza.

⁷ A képletekben szereplő mutatók GDP arányosak azokat kivéve, amelyek külön jelezve vannak.

⁸ PSBR- public sector borrowing requirement

M - monetáris bázis,

Dgc - államháztartás finanszírozási szükségletének fedezésére nyújtott jegybanki hitel (amely tartalmazza a jegybank portfóliójába a deficit finanszírozása során került állampapírokat is),

E - nominális árfolyam, amely a külföldi valuta egységének hazai valutában kifejezett értéke,

Lp - jegybank által a magánszektorban nyújtott hitelek állománya.

Az államháztartás finanszírozási szükséglete - amelynek nagysága megegyezik az adósságának két időszak közötti változásával - finanszírozható a jegybank, illetve a magánszektor által nyújtott hitekkel, amit jelez a teljes államadósság változásának megoszlása a jegybank és a magánszektor által nyújtott finanszírozás között:

$$(3) Dg - Dg_{-1} = [Dgc - Dgc_{-1}] + [Dgp - Dgp_{-1}], ahol:$$

Dgc- a jegybank portfóliójában szereplő kormányzati adósság állománya,

Dgp - a magánszektor portfóliójában található kormányzati adósság állománya.

Ha a továbbiakban eltekintünk a magánszektor jegybank által történő közvetlen hitelezésétől⁹ és a monetáris bázis forrásának kizárólag a jegybank által a nettó devizakövetelés és az államháztartás finanszírozási szükségletének kielégítésére nyújtott hitelt vesszük (azaz $[M - M_{-1}] = [Dgc - Dgc_{-1}] + E [B^* - B^*_{-1}]$), akkor az államháztartás hiánya, illetve az adósságállományának ezzel ekvivalens változása az előző két összefüggés alapján a következő képlet segítségével írható fel:

$$(4) Dg - Dg_{-1} = [M - M_{-1}] + [Dgp - Dgp_{-1}] - E [B^* - B^*_{-1}].$$

A fenti összefüggés mutatja az államháztartási hiány finanszírozására pénzügyileg nyitott gazdaságban rendelkezésre álló három eszközt. A deficit finanszírozható közvetlenül a jegybank által részben az általa nyújtott hitekkel, részben az állampapírok elsődleges piacokon történő közvetlen megvásárlásával.¹⁰ Másrészt a hiány finanszírozható a belföldi magán megtakarítások bevonásával a belföldi államadósság növelése révén.

Az ikerdeficit elemzése szempontjából a kormányzati hiány és az adósságállomány változás finanszírozásának harmadik esete releváns, amikor a finanszírozás a nettó devizaeszközök - ezen belül a jegybanki tartalékok - módosulásával történik. Ekkor a kormányzati szektor többlet jövedelem felhasználása a nemzetgazdaság nettó devizaeszköz állományát - illetve a jegybanki devizatartalékok - szintjét csökkenti.

Felhasználva a folyó fizetési mérlegre felírt (1) azonosságot, valamint az államháztartási hiány finanszírozására meghatározott (4) összefüggést, a folyó fizetési mérleg egyenlege kifejezhető a következő összefüggés alapján:

⁹ Ez releváns feltételezés tekintettel azon nemzetközi tapasztalatokra, amelyek szerint az utóbbi 10 évben - összhangban a monetáris politika eszközei között a mennyiségi szabályozáson alapuló közvetlen eszközök háttérbe szorulásával és az indirekt instrumentumokra történő átállással - minimálisra csökkent a jegybank által a magánszektorban nyújtott hitek volumene. A közvetlen és közvetett jegybanki eszközök súlyát, valamint a magánszektor közvetlen jegybanki hitelezését tekintve hasonló folyamat következett be Magyarországon is.

¹⁰Bármelyik módon finanszírozzák is a hiány, ennek során a költségvetés realizálja a pénzteremtésből származó seigniorage bevételeket.

$$(5) Ca = - \{ [Dg - Dg_{-1}] - [M - M_{-1}] - [Dgp - Dgp_{-1}] \} / E .$$

A képlet mutatja, hogy amennyiben az államháztartás finanszírozási szükséglete eltér a jegybank és a hazai magánszektor által biztosított belföldi finanszírozási lehetőségektől, akkor a különbség a folyó fizetési mérleg egyenlegében csapódik le. Ha az államháztartás finanszírozási szükséglete meghaladja a jegybank és a hazai magánszektor nyújtotta finanszírozási szintet, akkor az államháztartási hiány a folyó fizetési mérleg deficiten keresztül finanszírozódik és ez a mérlegazonosság alapján a nemzetgazdaság nettó devizaeszköz állományának csökkenéséhez vezet. Ellenben, ha *ceteris paribus* az államháztartás finanszírozási igénye a rendelkezésre álló belföldi finanszírozási forrásoknál mérsékeltebb, akkor ez a folyó fizetési mérleg többletével párosulhat.

A fenti összefüggés jól mutatja, hogy közvetlen kapcsolat állhat fenn az államháztartás finanszírozási szükséglete és a folyó fizetési mérleg egyenlege között: ha az államháztartási hiány finanszírozása magával vonja a nettó deviza eszközállomány csökkenését, akkor ez kapcsolódik a folyó fizetési mérleg hiányához.

1.2. A folyó fizetési mérleg, mint a nettó nemzetgazdasági megtakarítások¹¹ alakulása

A folyó fizetési mérleg egyenlege felírható a nemzetgazdasági megtakarítási és beruházási ráták különbszeteként is. Az ilyen módon értelmezett külső egyensúly szorosan kapcsolódik az előzőekben meghatározott összefüggéshez, hiszen - rövidtávon, adott megtakarítási és beruházási preferenciák mellett - a megtakarítások és beruházások között a megbomlott egyensúlyt (a folyó fizetési mérleg változó egyenlegét) a külső megtakarítások beáramlása, és/vagy a hazaiak kiáramlása állíthatja helyre (ami a nettó devizaeszköz állomány változásában jelentkezik).

A folyó fizetési mérleg egyenlegének nemzetgazdasági megtakarítási és beruházási ráták különbszeteként történő felírásához a kiindulópontot az egyes jövedelemtulajdonosok jövedelem felhasználási egyenlete jelenti. Az egyes jövedelemtulajdonosok rendelkezésre álló jövedelme egyenlő a folyó időszak jövedelmének és a korábbi időszakra felhalmozott vagyonuk után realizált kamatjövedelem összegével. A jövedelemtulajdonosok vagyonában bekövetkezett változás meghatározásához a rendelkezésre álló jövedelmet korrigálni kell a jövedelem fogyasztásra és beruházásokra fordított részével. Ennek alapján az egyes jövedelemtulajdonosok vagyonának változása a következő összefüggés alapján írható le:

$$(6) Wi - Wi_{-1} = Qi + r Wi_{-1} - Ci - Ii = Ydi - Ci - Ii, \text{ ahol :}$$

Q - a folyó időszak jövedelme,

W - a jövedelemtulajdonosok vagyona,

C, I, Yd - a magánszektor fogyasztása, beruházása és rendelkezésre álló jövedelme,

i- az egyes jövedelemtulajdonosok,

¹¹ A tanulmány által elemzett kérdés szempontjából nettó nemzetgazdasági megtakarítási rátának a bruttó megtakarítások és beruházások (illetve felhalmozás) közötti eltérést tekintjük.

Tekintettel arra, hogy a jövedelemtulajdonosok rendelkezésre álló jövedelmének és fogyasztásának különbözete megtakarításukkal egyenlő, ezért a fenti összefüggés az egyes jövedelemtulajdonos szintjén a keresett formára alakítható át:

$$(7) W_i - W_{i-1} = S_i - I_i,$$

Annak érdekében, hogy az egyes jövedelemtulajdonosoktól eljussunk a nemzetgazdasági szintre a jövedelemtulajdonosok megtakarítását és beruházását összesíteni kell. Zárt gazdaságban a mérlegazonosság alapján a megtakarítási és beruházási rátáknak azonosnak kell lenni, de nyitott gazdaságban különbözhetnek és eltérésük a nettó külső megtakarítások (azaz a gazdaság nettó devizaeszköz állományának) változásában fog lecsapódni:

$$(8) B^* - B^*_{-1} = S - I.$$

A megtakarításokat meghaladó beruházások mellett a külső megtakarítások igénybevétele miatt a gazdaság nettó devizaeszköz állomány pozíciója romlik, miközben a belföldi megtakarítások többlete mellett javul. Mivel a nettó devizaeszközök állományának változása a folyó fizetési mérleggel azonos, ezért a folyó fizetési mérleg felírható a megtakarítások és beruházások különbözeteként, miközben a megtakarítási és beruházási rátákat felbonthatjuk a közösségi és magánszektorok megfelelő mutatóira:

$$(9) CA = S - I = [Sp + Sg] - [Ip + Ig] = [Sp - Ip] + [Sg - Ig], \text{ ahol:}$$

Sp, Ip - a magánszektor megtakarítási és beruházási rátája,
Sg, Ig - a kormányzati megtakarítások és beruházások rátája

A fenti képlettel azon jól ismert összefüggéshez jutottunk el, amely szerint a folyó fizetési mérleg egyensúlyának biztosításához a közösségi és a magánszektor nettó megtakarításainak egymást kiegészítőnek kell lenniük. Az egyensúlyi folyó fizetési mérleg biztosítása érdekében a közösségi szektor esetleges többletjövedelem felhasználását a magánszektor megtakarítási többletének kell ellensúlyoznia. A fenti összefüggés azt is mutatja, hogy a közösségi szektor többletjövedelem felhasználása nyitott gazdaságban - abban az esetben, ha elvetjük a Barro-Ricardo pénzügyi ekvivalencia-tétel érvényességét - a magánberuházások kiszorítása mellett a folyó fizetési mérleg egyensúlyát is rontja (a két hatás együttesen és külön is érvényesülhet).

A folyó fizetési mérleg egyenlegét a két szektor nettó megtakarításainak alakulása határozza meg és a közösségi szektor nettó megtakarításainak elemzése arra is rámutat, hogy miképpen kapcsolódik a kormányzati deficit a folyó fizetési mérleghez és a nemzetgazdasági megtakarításokat meghaladó felhalmozáshoz. Ennek meghatározásához a kiindulópontot az államadósság változásának levezetése jelenti.

Az adott időszakban az államadósság szintjét meghatározza a korábban felhalmozott adósságállomány, valamint az ezen adósságállomány után teljesítendő kamatszolgálat és az államháztartás elsődleges egyenlege (amelyben a következő képletekben külön vettük a folyó

és tőkekiadásokat)¹². Ennek megfelelően az adósságállomány változása az elsődleges egyenleg és a kamatkiadások összegével azonos:

$$(10) Dg = Dg_{-1} + rDg_{-1} + G + Ig - T \Rightarrow Dg - Dg_{-1} = rDg_{-1} + G + Ig - T, \text{ ahol:}$$

r- az államadósságon fennálló átlagos nominális kamatláb,

T- a kormányzati bevételek,

Ig, G- a kormányzat tőke és folyó kiadásai, aminek nyomán a (G+Ig-T) mutatja az elsődleges egyenleget

A kormányzat megtakarítása az adott időszakban mutatja, hogy folyó bevételei mennyire elegendőek folyó kiadásai és a fennálló adósságállomány után teljesítendő kamatszolgálat finanszírozására. A (10) képlet alapján a kormányzati megtakarítások felírhatók a tőkekiadásokkal csökkentett elsődleges egyenleg és a fennálló adósságállomány után teljesített kamatkiadások különbözeteként is:

$$(11) Sg = T - G - rDg_{-1}$$

Az államháztartás egyenlege (flow mutató) tükrözi a kormányzati adósságállomány változását (stock mutató): az egyenleg felírható a kormányzati szektor tőkekiadása és megtakarítása különbözeteként is:

$$(12) PSBR = Dg - Dg_{-1} = Ig - Sg, \text{ ahol:}$$

PSBR - a kormányzat finanszírozási szükséglete

Felhasználva azon azonosságot, amely szerint a folyó fizetési mérleg a közösségi és a magán szektorok megtakarításainak és beruházásainak különbözete, a folyó fizetési mérleg felírható a magánszektor nettó megtakarításai és a kormányzati deficit különbözeteként. Az összefüggés mutatja, hogy a magánszektor nettó megtakarításainak változatlan szintje mellett a folyó fizetési és a kormányzati mérlegek együtt mozognak: a kormányzati hiány növekedése a folyó fizetési mérleg deficitjének növekedésével jár együtt, míg a többlet folyó fizetési mérleg többletet eredményez.

$$(13) CA = [Sp - Ip] + PSBR = Spn + Sgn,$$

-Sgn és Spn- a nettó kormányzati és magán megtakarítások.

A fenti képletet átrendezve megkapjuk, hogy a magánszektor nettó megtakarításait részben a folyó fizetési mérleg, részben a kormányzati mérleg finanszírozására fordíthatja: azaz pozitív nettó megtakarításai mellett vagy a külföldöt finanszírozza növelve vagyonaiban a nettó devizaeszköz állományt, vagy a kormányzati finanszírozási szükségletét finanszírozva állampapírokhoz jut:

$$(14) Sp - Ip = CA + PSBR$$

¹² Itt most eltekintünk az államadósság szintjét befolyásoló privatizációs bevételektől és a nem deficit függő adósságot növelő tényezőktől.

A fenti két összefüggés meghatározó jelentőségű az államháztartás jövedelmi pozíciója és a nettó deviza eszközállomány közötti kapcsolat elemzésében.

1.3. A folyó fizetési mérleg abszorpciós megközelítése

A folyó fizetési mérleg előző megközelítése részben már a nemzetgazdasági abszorpcióhoz kapcsolódott, amennyiben a nemzetgazdasági megtakarításokat meghaladó beruházások többletabzorpció formájában járultak hozzá a folyó fizetési mérleg egyensúlyának megbomlásához. Az abszorpciós megközelítésben azonban a folyó fizetési mérleg egyenlege nem mint a nemzetgazdasági beruházások és megtakarítások, hanem mint a megtermelt és felhasznált jövedelem különbözete szerepel.

Az összefüggés levezetésének kiindulópontja ebben a megközelítésben is a közösségi és a magánszektor megtakarítási rátáinak összegzése, és a kapcsolat meghatározásához a két szektor megtakarítási rátáját befolyásoló tényezők közötti összefüggést kell felírni:

$$(15) Sp = Q + r Bp_{-1} - C - T \text{ és } Sg = T - G - rDg_{-1}$$

Nyitott gazdaságban a magánszektor vagyonát hazai és külföldi kötvények, valamint készpénz között allokálhatja. Ha az egyszerűség kedvéért eltekintünk a készpénz-, illetve a hazai magánkötvények tartásától és feltételezzük, hogy a magánszektor vagyonát állampapírokban, illetve külföldi eszközökben tartja, akkor ez a vagyon a következőképpen alakul:

$$(16) Bp = B^* + Dgp, \text{ ahol:}$$

Bp - a magánszektor vagyona,

A nemzetgazdasági megtakarítások a magán- és a közösségi szektorok megtakarításainak összegével egyenlők (ha az előző képlet átrendezésével felhasználjuk a $B^*= Bp-Dg$ összefüggést):

$$(17) S = Sp + Sg = Q + r B^*_{-1} - C - G, \text{ ahol figyelembe vettük, hogy}$$

$$rB^*_{-1}=rBp_{-1} - rDg_{-1}$$

A (17)-es képlet jelzi, hogy a nemzetgazdasági megtakarítások a rendelkezésre álló jövedelem ($Q+rB^*_{-1}$) és annak fogyasztásra fel nem használt részének különbözete. A folyó fizetési mérleg egyenletéhez visszatérve és azt a megtakarítások és a beruházások különbözeteiként felírva határozható meg az abszorpciós megközelítést jelentő összefüggés:

$$(18) CA = S - I = Q + r B^*_{-1} - C - G - I = Y - C - I - G = Y - A, \text{ ahol:}$$

A - a nemzetgazdasági abszorpció szintje.

A fenti összefüggés rávilágít a folyó fizetési mérlegel kapcsolatos harmadik fontos összefüggésre: a folyó fizetési mérleg egyenlege a megtermelt és a felhasznált jövedelem különbözeteként is értelmezhető. A képlet egyben az ikerdeficit jelentkezését is mutatja: minél nagyobb a kormányzati szektor fogyasztása, annál nagyobb lehet a többi változó változatlan szintje mellett a folyó fizetési mérleg hiánya.

1.4. A folyó fizetési mérleg mint a kereskedelmi mérleg és a nettó devizaeszközök utáni kamatjövedelem összege

A folyó fizetési mérleg kifejezhető az adott időszakban a külfölddel realizált áru- és szolgáltatásáramlás egyenleg és a korábbi időszakokban felhalmozott nettó devizaeszköz állomány után teljesített jövedelemtranszfer összegeként. A flow folyamatokból és a stock pozícióból származó áramlások elválasztása fontos, mert ennek révén el lehet különíteni az örökölt adottságoktól a folyó időszakban követett gazdaságpolitika hatását a folyó fizetési mérlegre miközben az elkülönítés kvantitatív útmutatást nyújt az adott időszakban fenntartható elsődleges fizetési mérleg pozícióhoz.

A folyó fizetési mérleg kereskedelmi mérlegre és kamategyenlegre történő felbontásánál a legegyszerűbb kiindulópontot a nemzeti jövedelem nyitott gazdaságra vonatkozó egyenlete jelenti, amely szerint a nemzeti jövedelem a magán és a közösségi fogyasztás, a beruházások, és a nettó export egyenlegének összegeként definiálható. Ennek alapján a kereskedelmi mérleg meghatározható a megtermelt jövedelem és a belföldi keresleti elemek különbözeteként:

$$(19) TB = Q - C - I - G,$$

Figyelembe véve a (18) képletben felírt összefüggést, a folyó fizetési és a kereskedelmi mérlegek között a következő összefüggés állítható fel:

$$(20) CA - rB^{*,1} = TB \Rightarrow CA = TB + rB^{*,1}$$

A fenti összefüggés mutatja, hogy a folyó fizetési mérleg alakulásánál elkülönítve kell elemezni a folyó makrogazdasági folyamatok hatását mutató kereskedelmi (, illetve ha a devizaeszközök változására gyakorolt hatását vizsgáljuk, akkor az áruegyenleg mellett a szolgáltatási egyenleget is tartalmazó elsődleges folyó fizetési) mérleget és az örökölt nettó devizaeszköz állomány hatását jelző kamategyenleget. A nettó devizaeszközök által gyakorolt jövedelmi hatásokat figyelembe véve a három mutató eltérhet egymástól, eltérő reagálást követelve meg a gazdaságpolitikától.

A folyó fizetési mérleg és az államháztartási egyenleg között a közvetlen kapcsolatot ebben az összefüggésben az államháztartás generálta keresleti hatás mutatja. Ennek során az államháztartás által a nettó exportra gyakorolt hatást az elsődleges egyenleg és az államháztartás magánszektor felé fennálló adóssága után teljesített reál kamatkiadásokat tartalmazó módosított operacionális deficit segítségével mérjük. Ennek változása mutatja azt a

tényleges keresleti többletet, amelyet az adott évben a költségvetési politika gyakorolt, amellyel hozzájárulhatott a kereskedelmi mérleg egyensúlyának változásához.

Másfelől a folyó fizetési mérleg másik két elemére - a szolgáltatások és az egyéb folyó áramlások valamint a jövedelemáramlások egyenlegére - is hatással van a költségvetési politika. A szolgáltatások egyenlegét elsősorban a teljes államháztartási egyenleg, illetve ezen keresztül a folyó és a stock fiskális pozíció fenntarthatóságával kapcsolatos várakozások befolyásolják. A kamategyenlegre pedig a korábbi és a jelenlegi időszak során kialakult nettó devizaeszköz állomány változásából eredő kamathatások gyakorolnak hatást. Mindezek alapján a kereskedelmi mérlegen túlmenően a folyó fizetési mérleg ezen két elemére is kimutatható az államháztartás közvetett hatása.

I.5. Az ikerdeficit a flow of funds séma alapján

II. Az ikerdeficit alakulása a magyar gazdaságban 1990 és 1997 között

A folyó fizetési mérleg változását és az erre 1990-1998 között hatást gyakoroló tényezőket az elméleti keretben lefektetett mérlegazonosságok alapján elemezzük.¹³ A mérlegazonosságok és az ebből levonható kapcsolatok meghatározásánál azonban figyelembe kell venni, hogy az elmúlt 9 évben számos a folyó fizetési és államháztartási egyenleg közötti kapcsolat elemzését és fejlett gazdaságokkal történő összehasonlítását nehezítő tényező hatott. Ebben az időszakban a főbb makrogazdasági változók alakulására ható, az egyes tényezők között leírt elméleti összefüggéseket módosító gazdasági sokkok közül a következő hat volt erőteljesnek tekinthető:

1. A piacgazdaságra történő átmenettel és az ezt kísérő piaci összeomlással kapcsolatos megrázkódtatások, amelyek megnyilvánultak a vagyonhatásban, a gazdasági szereplők viselkedésének gyors átalakulásában, így többek között a külső és belső egyensúly szempontjából kiemelten fontos megtakarítási hajlandóság és várakozások alakulásában.

2. A pénzügyi fegyelem megteremtése érdekében végrehajtott szerkezeti-kínálati sokkterápia, amelynek egyszeri (elsősorban a vállalati/privát szektor nettó pénzügyi pozíciójára gyakorolt) stock hatása mellett jelentős volt a későbbi évekre tovagyűrűző (és ezen szereplők költési hajlandóságát, államháztartási kapcsolatát befolyásoló) flow hatása.

3. Az 1995-ös stabilizációs programot megelőzően követett, kiegyensúlyozatlan fiskális és monetáris politika, amely visszavetette a dezinfláció folyamatát, felerősítette a

¹³ A mérlegazonosságok alkalmazása lehetőséget ad arra, hogy feltárjuk mind az egyes tényezők közötti ok-okozati kapcsolatokat, mind az egyes tényezőkre exogén hatást gyakoroló, harmadik tényezők szerepét is, amelyek hatása a gazdaság gyors átalakulása folytán erőteljes volt.

makrogazdasági változók volatilitását, növelte a folyó fizetési mérleg hiányt és valutaválsághoz vezetett.

4. A fenntarthatatlan egyensúlyi problémák kezelése érdekében alkalmazott árfolyamalapú stabilizációs program hatásai, amelyek jelentkeztek a tőkeáramlások növekedésében és az árfolyamalapú stabilizációs programok szükségszerű makrogazdasági következményeiben (stabilizációt követő recesszió elmaradása, gyors dezinfláció, kamatparitás sérülése), a kötött árfolyamrendszer által gyakorolt fegyelmező hatásban.

5. A tőkeáramlások liberalizálása és ezzel párhuzamosan a gazdaság növekvő pénzügyi nyitottsága, amely felerősítette az exogén hatásokat és gyengítette a hazai jövedelemtermelés és felhasználás együttlátását.

6. A feltörekvő piacokon bekövetkezett valutaválságok nyomán a feltörekvő régiókon végigsöprő pénzügyi pánik, a negatív exogén pénzügyi sokkok rendkívül gyors és erőteljes tovagyűrűzése.

A külső és belső egyensúly közötti kapcsolatot erőteljesen befolyásolta az egzogén sokkok mellett a teljes időszakban az infláció mérsékelt - de éves viszonylatban nagy szóródást mutató - szintje. Az infláció módosította a lakossági szektor megtakarítási rátáját és reál megtakarításait, befolyásolta az államháztartás egyenlegét és keresleti hatását, a kereskedelembe kerülő és nem kerülő javak keresletét és kínálatát. A közvetlen számbavételi hatáson túlmenően az infláció következményei érvényesültek a vagyonhatáson, az inflációs és leértékelési várakozásokon keresztül is, befolyásolva a kettős deficit elemei között feltárt elméleti összefüggéseket.

Végezetül a külső és belső egyensúlyi zavarok közötti kapcsolat alakulására hatott a magánszektor viselkedésének, strukturális paramétereinek gyors átalakulása: módosult a magánszektor részesedése a reál és pénzügyi mutatókban (termelés, nettó devizaadósság, stb.), változott a magánszektor exogén sokkokhoz és gazdaságpolitikai lépésekhez történő alkalmazkodása.

II.1. A folyó fizetési mérleg és a nettó devizaeszközök változásának kapcsolata

A folyó fizetési mérleg egyenlegének a nettó devizaeszközökben¹⁴ bekövetkezett változásként történő vizsgálatát az 1990-1997 közötti időszakban több tényező nehezíti, amelynek nyomán a folyó fizetési mérleg egyenlege nem tükröződik tökéletesen vissza a nettó devizaadósság változásában. Egyrészt figyelembe kell venni, hogy - kiegyensúlyozott tőkemérleg mellett - a tartalékok és ezen keresztül a nettó devizaadósság változása a lebegő árfolyamrendszerben tükrözi a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Ezzel szemben a kötött árfolyamrendszer különböző formáiban a nemzetgazdasági illetve jegybanki tartalékok változása a folyó fizetési mérleg alakulásán túlmenően egyéb tényezőket is tükröz, mint a jegybank biztonságos tartalékszinttel, a várható jövőbeni nettó kamatkidásokkal kapcsolatos várakozásait. Magyarország az 1990-es években a kötött árfolyamrendszer különböző típusait alkalmazta és jelentős nettó devizaadóssággal rendelkezett: ezért a jegybanki tartalékok

¹⁴ Tekintettel arra, hogy 1990-es években Magyarország nettó devizaeszköz állománya negatív volt és jelentős nettó devizaadóssággal rendelkezett, ezért a folytatásban a nettó devizaeszközök változása helyett a nettó devizaadósság változása szerepel.

változása illetve a devizaadósság törlesztésére szolgáló tőkebeáramlás feletti többlet nem szükségszerűen a folyó fizetési mérleg pozíció változását jelezte.

Továbbá a fizetési mérlegen belül jelentősek a nem adósságteremtő tőkeáramlások (mint pl. a közvetlen tőkebefektetések, a privatizációs ügyletek), amelyek rövidtávon anélkül eredményeznek változást a nettó (és a törlesztésre történő felhasználás esetén a bruttó) devizaadósságban, hogy befolyásolják a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Középtávon ezen tőkeáramlások (különösen a közvetlen tőkebefektetések) eredményeképpen módosultak a gazdaság szerkezeti adottságai (külföldi tőke/GDP, importigényesség, a kereskedelembe kerülő javakat előállító szektorok relatív súlya, stb.), amelyek a nettó devizaadósságra gyakorolt hatás nélkül befolyásolták a folyó fizetési mérleg egyenlegét.

Végezetül azt is figyelembe kell venni, hogy a vizsgált időszakban jelentős előrehaladás következett be a tőkemérleg liberalizálásában és a tőkemérleghez kapcsolódó műveletek konvertibilitásában. A növekvő pénzügyi nyitottság nyomán erősödött a tőkemérleg súlya a teljes fizetési mérlegben, valamint ennek hatása a devizaadósság változására. A tőkemérlegen belül növekvő többlet a tartalékok növekedésével és a nettó devizaadósság csökkenésével jár, de ennek tartósága és mértéke a nettó tőkebeáramlás szerkezetének és stabilitásának függvénye.

Az említett tényezők miatt Magyarországon a folyó fizetési mérleg egyenlege nem tükrözte pontosan a nettó devizaadósság változását. [azaz $CA \neq B^* - B^*(-1) \neq d B^*$]. Az elemzés érdekében a nettó devizaadósság változását ezért különböző komponensekre bontottuk, amelyek összege közelítőleg azonos a nettó devizaadósság változásával. Ez lehetővé teszi annak kimutatását, hogy miben tér(t) el a nettó devizaadósság változása a folyó fizetési mérleg egyenlegétől.

A felbontás során a következő egyszerű összefüggéseket vettük figyelembe. A nettó devizaadósság változása - feltéve hogy nem változik számottevően az ország devizakövetelése - közelítőleg megegyezik a bruttó devizaadósság változásának jegybanki tartalékok változásával korrigált értékével:

$$(27) \quad dB^* \approx dGD^* - dRES, \text{ ahol}$$

GD*- a bruttó devizaadósság,
RES- a devizatartalékok nagysága

A bruttó devizaadósság változásában azonban olyan tételek is szerepelnek, amelyek részben a már felhalmozott adósság törlesztéséhez kapcsolódnak. Ezért nekünk azt a bruttó tőkeáramlást kell elemezni, amely a devizaadósság törlesztésén kívüli tételekhez kapcsolódik. Az adósságtörlesztésen kívüli tőkemérleg (KA) egyenlege viszont két tényező változását mutatja: a folyó fizetési mérleg egyenlegét illetve a devizatartalékok változását¹⁵:

$$(28) \quad KA = -CA + dRES$$

¹⁵ Ez az összefüggés egyben azt is mutatja, hogy a tőkemérleg többlete a devizatartalékok növelésére, valamint a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozására használható fel.

A fenti két összefüggés egyesítésével megkaphatjuk a kapcsolatot a nettó devizaadósság változása, a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg között:

$$(29a) \, dB^* = (dGD^* - KA) - CA \text{ illetve}$$

$$(29b) \, dGD^* - KA = dB^* - CA$$

A (29a) képlet mutatja, hogy a nettó devizaadósság változása egyenlő a bruttó devizaadósság változása korrigálva a tőkemérleg egyenlegének folyó fizetési mérleget meghaladó részével. Az átalakítás révén kiderül az is, hogy a nettó devizaadósság változása annyival tér el a folyó fizetési mérleg egyenlegétől, amennyivel nagyobb a bruttó devizaadósság változása az adósságszolgálati kiadásokat nem tartalmazó tőkemérleg egyenlegénél.

Végezetül a nettó adósságállomány alakulását fel kell bontani az állami és a privát nettó devizaadósság változására, amely jelzi a konszolidált állam szerepét a nettó devizaadósság és - kapcsolódva az előző képletekhez - ezzel összefüggésben közvetve a folyó fizetési mérleg változásában.

$$(30) \, dB^* = dBg^* + dBp^*, \text{ ahol:}$$

dBg^* , dBp^* - az állami és a privát szektorok nettó devizaadósság állományának változása.

Az előző képletet a (29a)-val együtt alkalmazva megkapjuk a nettó devizaadósság szektoros bontása és a flow mutatók közötti kapcsolatot:

$$(31) \, dBg^* + dBp^* = (dGD - KA) - CA$$

A következő táblázat tartalmazza a folyó fizetési és a tőkemérleg egyenlegét, a tényleges és az előbb említett módon számított nettó deviza adósságállomány változását (amelyek között az egyes években kisebb eltérés lehet a figyelembe nem vett kisebb tényezők hatása nyomán), valamint a nettó devizaadósság változásának felbontását az állami és a magánszektorok nettó devizaadósságára. A táblázatban szereplő adatok jól mutatják, hogy az 1990-es években a nettó devizaadósság alakulásában egyszerre érvényesült a szerkezeti és a volumen hatás.

A nettó devizaadósság változása jól követte a folyó fizetési mérleg egyensúlyának alakulását és érzékelhetően növekedett az 1990-es évek közepéig, majd 1995-öt követően jelentősen csökkent. Másfelől jelentős szerkezeti átrendeződés is bekövetkezett, amennyiben - jelezve a magánszektor finanszírozási szükségletének növekedését, valamint a fedezetlen kamatparitás sérülését és a hazai és külső finanszírozás eltérő költségeit - módosult az átalakulás kezdetén rendkívül egészségtelen, a devizaadósság szerkezetében a közösségi szektor döntő súlyával jellemzett állapot és fokozatosan növekedett a magánszektor nettó devizaadósságának aránya.

1. Táblázat A nettó és a bruttó devizaadósság, a tőkeáramlás, a folyó fizetési mérleg

kapcsolata Mrd \$-ban

Év	CA	KA	dRES	dGD*	dB*	dB**	dBg*	dBp*
1990	0,13	-0,68	-0,56	0,88	1,30	1,00	1,00	0,00
1991	0,27	2,45	2,85	1,39	-1,38	-1,40	-1,50	0,10
1992	0,32	0,43	0,36	-1,22	-1,50	-1,30	-1,90	0,60
1993	-3,46	6,09	2,36	2,73	1,48	1,30	0,20	1,10
1994	-3,91	3,26	0,06	3,76	3,80	3,80	1,80	2,00
1995	-2,48	7,01	5,24	2,83	-2,90	-2,90	-4,60	1,70
1996	-1,68		-2,26	-4,59	-2,64	-2,50	-2,70	0,20
1997	-0,98		-1,29	-4,40	-3,10	-3,30	-3,40	0,10

A folyó fizetési mérleg és a nettó devizaadósság alakulása 1990-1997 között három eltérő időszakra bontható fel. Az első időszakban (1990 és 1992 között) a folyó fizetési mérleg egyenlege és a nettó devizaadósság változásának iránya konzisztens: a folyó fizetési mérleg 0,7 Mrd \$ többletét a nettó devizaadósság 1,4 Mrd \$ csökkenése kísérte.

A két mutató változásának mértéke azonban jelentősen eltért egymástól: a különbség forrása a tökemérlegben keresztüli beáramlás volt, amelynek elsődleges célja az 1990-re kritikus szintre mérséklődött devizatartalékok feltöltése volt [ezt jelzi az adósságtörlesztéssel nem összefüggő tökemérleg bruttó devizaadósságnál jelentősebb változása]. A nettó devizaadósságon belül ugyanakkor jelentősen csökkent a devizatartalékok felhalmozása nyomán az állami devizaadósság súlya és növekedett a magánszektor deviza hitelfelvétele és a nettó magán devizaadósság aránya.

Az állami nettó devizaadósság csökkenése - amely az államháztartás finanszírozási szükségletének növekedésével párhuzamosan következett be - a nettó devizatartalékok felhalmozásán túlmenően az államháztartási hiány finanszírozásának változó szerkezetével volt kapcsolatban. A deficit finanszírozását jelző (4) képletet felhasználva kimutatható, hogy váltás következett be a korábban meghatározó devizaadósság és jegybanki hitelek által történő deficitfinanszírozásról a belső adóssággal történőre.

Az 1990-es évek elejére ugyanis a nettó állami devizaadósság kritikus és tovább már korlátozottan növelhető szintet ért el, miközben a Jegybanktörvény nyomán nem lehetett a pénzteremtéssel és ezen keresztül a külső eladósodással a korábbi mértékben finanszírozni a költségvetési deficitet. Emellett a jelentős inflációs eltérések miatt a hazai valutában történő eladósodás a nemzetközinnél kisebb reálköltséggel járt: az átalakulással kapcsolatos magas korrekciós infláció nyomán a forint adósság reál kamatterhei kisebbek voltak a devizaadósságon levőnél.¹⁶ A növekvő deficit finanszírozásának reálköltségeivel kapcsolatos megfontolások is növelték a forintban denominált finanszírozás súlyát.

Ebben az időszakban a nettó devizaadósság változását a magánszektor nettó devizaadósságának növekedése ellenére is alapvetően a nettó állami devizaadósság határozta

¹⁶ A jelentős devizaadóssággal rendelkező gazdaságokban szükségszerű folyamat volt a stabilizációs programokkal párhuzamosan az államadósság devizaszerkezetében bekövetkezett váltás a hazai valuta irányába (ld. a latin-amerikai és más közepesen fejlett illetve számos átalakuló gazdaságot az 1980-as illetve 1990-es években). Tekintettel a hazai infláció - részben folyó fizetési mérleg hiányának ellensúlyozására alkalmazott aktívabb árfolyam-politika nyomán is - nemzetközit meghaladó szintjére a nominális kamatkidások és az államháztartás finanszírozási szükséglete meredeken emelkedett, miközben az adósságszolgálat reálterhei - különösen azokban a gazdaságokban, ahol a tőkepiacok, az államadósság kezelése fejletlen volt - viszont mérséklődtek.

meg. A folyó fizetési mérleg többletével konzisztensen alakuló nettó devizaadósság apadásához hozzájárult a devizatartalékok feltöltése és a költségvetési deficit finanszírozásának változó szerkezete.

A magán devizaadósság növekedése még korlátozott volt, amit a konvertibilitás alacsony foka, a tőkeáramlásban és devizagazdálkodásban érvényesített korlátozások okoztak. A magas országgockázati prémium mellett a magánszektor devizaadósságának prémiuma meghaladta az állami devizaadósságét, ami tovább korlátozta a külső privát eladósodást. A költségeken túlmenően a magánszektor nem volt rákényszerítve nettó devizaadósságának növelésére, mert az államháztartás növekvő finanszírozási szükséglete még nem gyakorolt kiszorító hatást, miközben a vállalati szektor nettó hiteligénye is mérséklődött megtakarításainak növekedése mellett.

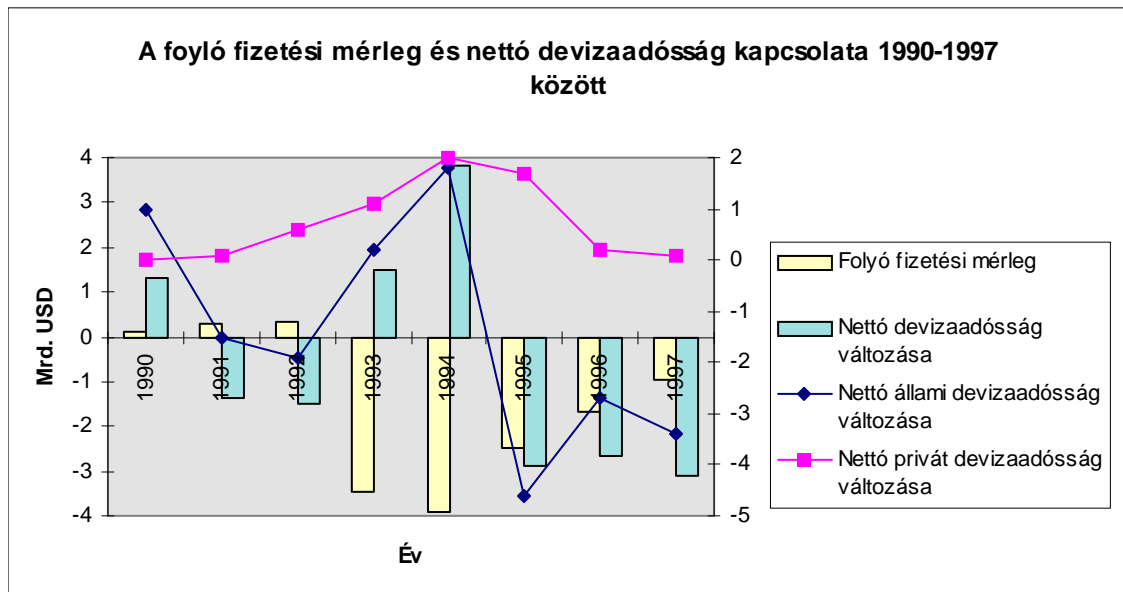
A kiszorító hatás hiányát magyarázza a vállalati szektor felhalmozási rátájának csökkenése, a háztartások megtakarítási rátájának növekedése, valamint a beruházások alacsony kamatérzékenysége is. A magánszektor beruházásai ebben az időszakban erőteljesen csökkentek, reagálva a GDP és a piacok összeomlására, a várt negatív GDP növekedésre, a gazdaság átalakulásával összefüggő szerkezeti átrendeződésekre. Másfelől a háztartások nettó megtakarításai is növekedtek és ez - figyelembe véve a bruttó és a nettó megtakarítási rátában az inflációs korrekciót is - fedezte az államháztartás és a vállalati szektor finanszírozási szükségletét. Végezetül alacsony volt a beruházások kamatérzékenysége, valamint az államháztartási hiány kamatlábakra gyakorolt hatása is eltérően alakult a kiszorítási hatás során feltételezettől: az előbbi a romló banki portfóliók, növekvő hitelezési kockázatok miatt a bankrendszer hitelezésében előtérbe kerülő nem árjellegű szabályozás, a beruházásokra a kamatoknál erőteljesebben ható egzogén tényezők okozták.

A folyó fizetési mérleg és a nettó devizaadósság közötti kapcsolat módosult a következő időszakban (1993-1994), amelyre a folyó fizetési mérleg hiány és a nettó devizaadósság növekedése volt jellemző. A nettó devizaadósság növekedése 1993-ban még elmaradt a folyó fizetési mérleg hiányától, amiben meghatározó szerepe volt a tőkemérleg növekvő többletének, amit a devizatartalékok növekedésében jelentkező privatizációs bevételek eredményeztek. Ezzel szemben 1994-ben a folyó fizetési mérleg növekvő hiányát teljes egészében a nettó (és a devizatartalékok változatlan szintje miatt a bruttó) devizaadósság növekedése kísérte: ebben az évben a privatizációs bevételek nem növekedtek és a tőkebeáramlás zömében adóssággeneráló formában valósult meg. .

A nettó devizaadósság csekély növekedésében 1993-ban szerepet játszott az állami nettó devizaadósság mérsékelt növekedése, mivel az államháztartás finanszírozási szükségleteinek kielégítése belső forrásokból történt. A monetáris politika kamatcsökkentő lépései nyomán átmenetileg csökkent az államháztartás finanszírozási igénye és ezen belül növekedett a forintadóssággal - valamint a jegybanki törvényben meghatározott mértéket meghaladó jegybanki hitelezéssel - történő finanszírozás részesedése.¹⁷ Másfelől ebben az évben realizálódott először jelentősebb privatizációs bevétel, amely növelte a devizatartalékokat és lehetőséget teremtett a deficit részleges finanszírozására is.

1. grafikon

¹⁷ Azaz arányát tekintve nagyobb volt a (4) képletben a B-B(-1) részesedése.



A következő évben az államháztartás növekvő finanszírozási igénye a nettó állami devizaadósság jelentős bővülésével párosult. Az infláció csökkenése mellett mérséklődtek az államháztartás pénzteremtésből származó bevételei, noha az államháztartás jegybanki finanszírozása változatlanul meghaladta a törvényes plafont. A teljes seigniorage bevételek 1993-1994-ben töredék része volt az 1991-1992-nek annak következtében, hogy az infláció csökkenésével mérséklődött az inflációs adóbevétel és csökkent a mérséklődő pénzkereslet nyomán a monetáris bázis reálnövekedéséből fakadó bevétel is.

A devizaadósság növekedését továbbá ösztönözte, hogy a magánszektor megtakarításai az előző évek erőteljes csökkenését követően alacsony szinten stabilizálódtak és elégtelenek voltak az államháztartás finanszírozási igényének kielégítésére. Ez utóbbi gyorsan növekedett, mert az elsődleges egyenleg romlott jelezve a költségvetési politika expanzív hatását. Emellett ekkor kezdett el érvényesülni a konszolidációs lépések kamatvonzata, miközben 1994-ben növekedtek a reálkamatlábak, jelezve az árfolyamrendszer fenntartásának és a hazai valuta iránti kereslet biztosításának növekvő költségeit a forinttal szemben erősödő spekulatív támadások nyomán.

A vizsgált időszakban a nettó állami devizaadósság bővülése mellett is jelentősen növekedett a privát szektor nettó devizaadóssága is, amiben a fiskális és az árfolyam-politika játszott szerepet. Az államháztartás finanszírozási szükségletének növekedése ekkor már egyértelmű kizorítási hatást gyakorolt a magánszektor növekvő felhalmozási kiadásaira.

Az államháztartás növekvő finanszírozási igénye a magánszektor megtakarításainak csökkenésével párosult, miközben hozzájárult - az 1993-as erőltetett kamatsökkentést leszámítva - a kamatlábak növekedéséhez is: a két hatás párhuzamosan rontotta a magán/vállalati szektor finanszírozási feltételeit. Emellett a beruházások kamatérzékenysége erősödött, mivel az átalakulással összefüggő kezdeti keresleti, reálgazdasági sokkok hatása gyengült.

Mindezek eredményeképpen az államháztartás finanszírozási szükségletének növekedése jelentősen hatott a beruházások finanszírozhatóságára és a magánszektor növekvő mértékben volt kénytelen igénybe venni a devizaadóssággal történő finanszírozást.

A nettó privát devizaadósság növekedéséhez hozzájárult az árfolyam-politika is. A devizában történő eladósodást ösztönözte a hazai és külső infláció eltérésénél kisebb leértékelés és az ebből származó reálfelértékelődés nyomán a devizahitelek alacsonyabb forrásköltsége. A magán devizaadósságot tovább növelte a forint ellen 1993 szeptemberre óta erősödő spekulációs nyomás a rögzített de időszakosan kiigazítható árfolyamrendszer fenntarthatóságával összefüggő bizonytalanság miatt. Az ikerdeficit jelentkezése arra készítette a piaci szereplőket, hogy a hazai deviza jelentősebb leértékelésére spekuláljanak, amely várakozások a forint ellen periodikusan visszatérő támadások sikeressége nyomán 1993-ban és 1994-ben is realizálódtak.

A forint védelme érdekében - és a növekvő egyensúlyi zavarokat kiigazító fiskális és jövedelempolitika hiányában - viszont a jegybank az 1993 második félévétől restriktívvá váló monetáris politika miatt növekvő kamatszintet tovább volt kénytelen emelni, amelynek eredményeképpen az infláció és leértékelési ütem különbségét meghaladó eltérések voltak a forint illetve devizahitelek költségeiben. Az árfolyam- illetve kamatlábváltozások nyomán két ellentétes hatás érvényesült. Egyfelől a növekvő árfolyamkockázat, a leértékeléssel kapcsolatos bizonytalanság erősödése korlátozta a devizaadósság növekedését, a devizában történő hitelfelvételeket a növekvő valószínűségű leértékelés devizaadósság forintellenértékét növelő hatása miatt. Másfelől a forint védelme érdekében emelkedő belföldi kamatlábak az eltérő finanszírozási költségek miatt ösztönözték a devizaadósság növekedését. A két ellentétes hatás között az utóbbi hatása erőteljesebb volt: a magánszektor finanszírozási szükségletének fedezéséhez érdemesebb volt devizában eladósodni.

Összességében a nettó devizaadósság változása kisebb késéssel követte a folyó fizetési mérleg alakulását és növekedésének kiváltóoka az államháztartás változó flow és stock pozíciója volt. Az államháztartás bővülő finanszírozási szükségletének kielégítésében növekedett a devizaadósság közvetlen szerepe, miközben a magas finanszírozási szükséglet közvetve olyan makrogazdasági folyamatokat indukált, amelyek a nettó magán devizaadósság növekedéséhez vezettek.

Amikor a folyamatosan növekvő finanszírozási terhek mérséklése érdekében lazult a monetáris politika, ez a privát szektor bruttó megtakarításit csökkentette éppen akkor amikor beruházásai növekedtek és így ezek finanszírozásának forrása a nettó magán devizaadósság növekedése lett. Másfelől az államháztartás finanszírozási igényének növekedése nyomán a belföldi kamatlábak szintjében, az árfolyam alakulásában és az árfolyamrendszer fenntarthatóságában olyan változások következtek be, amelyek a magánszektor a nettó devizaadóssága növelésére készítette. Az említett tényezők nyomán 1993-ban és különösen 1994-ben az államháztartás a nettó magán- és teljes devizaadósság alakulására a közvetlen mellett erőteljes közvetett hatást is gyakorolt.

Az utolsó időszakban (1995-1997) a folyó fizetési mérleg egyenlegének látványos javulásával párhuzamosan a nettó devizaadósságban az 1993-1994-es növekedést meghaladó csökkenés következett be. A csökkenés szerkezete ugyanakkor gyökeresen eltért az 1993-1994-es növekedésétől: kizárólag az állami nettó devizaadósságnak volt köszönhető, miközben a magán devizaadósság növekedése folytatódott, bár üteme 1996-1997-re erőteljesen mérséklődött 1995-höz képest.

A nettó állami devizaadósság csökkenésében meghatározó volt a privatizációs bevételek realizálása, amely 1995-ben a nettó, majd 1996-1997-ben az adósságtörlesztés nyomán a bruttó devizaadósságot is mérsékelte¹⁸. Az állami nettó devizaadósság csökkenésében szerepet játszó másik tényező az árfolyamrendszerben bekövetkezett változás, valamint a hozameltérések növekedése miatt erősödő tőkebeáramlás volt.¹⁹

A tőkebeáramlás inflációs és monetáris bázist bővítő hatásának ellensúlyozása érdekében a devizakonverzió nagyobb részét a jegybank sterilizálta (Oblath(1997), Hamecz-Barabás(1997)). A sterilizálási lépések nyomán erőteljesen változott a konszolidált államadósság devizaszerkezete, mert a nettó devizaadósságot felváltotta a forintadósság növekedése. A tőkebeáramlás nyomán viszont növekedett a magánszektor nettó devizaadóssága, ami részben a külföldiek növekvő hazai spekulatív, portfólió és egyéb adósságnövelő befektetéseivel, részben a magánszektor növekvő külső hitelfelvételével állt összefüggésben.

A nettó állami devizaadósság csökkenését fokozta, hogy jelentősen mérséklődött az államháztartás finanszírozási szükséglete és a privát megtakarítások növekedése elégséges forrást biztosított, kiküszöbölve a devizaadósság további növekedését. Hasonlóan fontos volt a nem adósságeneráló beáramlások növekedése aminek eredményeképpen a folyó fizetési mérleg egyenlegében bekövetkezett javulás mértékét meghaladta a nettó devizaadósság csökkenése. A tőkebeáramlás nyomán erőteljesen növekedtek a jegybank illetve a pénzügyi szektor devizatartalékai, és ezt a devizaadósság mérséklésére lehetett felhasználni.

A privát devizaadósság 1995-öt követően csak kismértékben növekedett, mert csökkent a forint adósságon fennálló kamatprémium, mérsékelve a magánszektor deviza eladósodásának relatív előnyeit. Emellett a magánszektor javára jelentős jövedelemátcsoportosítás következett be 1995-1996-ban és a növekvő vállalati beruházások finanszírozásának forrása a vállalatok növekvő visszatartott nyeresége volt.

A magánszektor nettó devizaadósságának növekedését az is mérsékelte, hogy előtérbe kerültek az 1996-ig korlátozottan alkalmazott finanszírozási formák. Jelentősen növekedett a magánszektorban nyújtott kereskedelmi banki hitelek volumene, aminek forrását a korábbi évekkel összevetve kevésbé a kereskedelmi bankok devizaforrásainak növekedése és inkább a bankok - privatizálásukat követő - saját forrásainak növekedése adta, valamint bővült a tőkebeáramlások nyomán a vállalatok tőkepiaci finanszírozása is. Végezetül a nettó devizaadósság növekedését korlátozta, hogy felerősödött - a portfóliók diverzifikálás érdekében, a tőkeáramlásokkal kapcsolatos korlátozások részleges leépülését követően - a privát szektor által nyújtott devizahitelezés is.

A közvetlen kapcsolat a folyó fizetési mérleg és az állami nettó devizaadósság között 1995-1997 között volt a legegyszerűbb. A folyó fizetési mérleg deficit csökkenésével párhuzamosan csökkent a nettó devizaadósság, ami elsősorban az állami nettó devizaadósság mérséklődésével volt összefüggésben. Ezt egyszerre mérsékelte az államháztartás finanszírozási szükségletének csökkenése, valamint a privatizációval illetve a fedezetlen

¹⁸ A privatizációs bevételek felhasználásának módja közvetlen monetáris, reálgazdasági hatás nélkül csökkentette a devizaadósságot, és közvetlenül nem hatott a folyó fizetési mérleg egyenlegére sem.

¹⁹ A hozameltéréseket növelte az új árfolyamrendszer hitelességének megteremtéséhez szükséges kamatfelár, valamint az államháztartás csökkenő, de változatlanul igen jelentős finanszírozási szükséglete.

kamatparitás megsértésével összefüggő hozamkülönbségek kiaknázásával kapcsolatos tőkebeáramlások devizatartalékokat növelő hatása. A jelentős tőkebeáramlással, valamint a hozamkülönbségekkel összefüggésben növekedett a magánszektor nettó devizaadóssága, de változásának hatása kisebb volt az államháztartásénál és fokozatosan csökkent, ahogy az ezt indukáló tényezők hatása gyengült.

A nettó devizaadósság változása és a folyó fizetési mérleg egyensúlya között irányát és a változás mértékét tekintve szoros kapcsolat volt 1990-1997 között. Kivételt azok az évek képeznek, amikor a folyó fizetési mérleget közvetlenül nem befolyásoló, de a nettó devizaadósságot érintő tőkebeáramlás következett be, mérsékelve a nettó devizaadósságot.

A nettó devizaadósságot 1990-1992 között a nettó állami devizaadósság változása alakította: a jegybanki devizatartalékok felhalmozása mellett szerepet játszott ebben a pénzügyi zártság és a magángazdaság külföldiek által történő hitelezése magas kockázata. Emellett az egyes szektorok jövedelmi pozíciója olyan módon változott, hogy az államháztartás és a vállalati szektor finanszírozási igényeit még ki lehetett elégíteni belső adóssággal és nem volt szükség a devizaadósság növelésére.

Ezt követően azonban a vállalati szektor változó jövedelmi pozíciója, a reál GDP és a hazai aggregált kereslet növekedéséhez kapcsolódó beruházási szándékok, valamint az államháztartási finanszírozási igények töretlen növekedése miatt a belső adóssággal történő finanszírozás lehetőségei kimerültek és mindkét szektor növelte nettó devizaadósságát. Ebben a folyamatban az államháztartási hiány közvetlenül (az állami nettó devizaadósság növelésén át) és közvetve (a magánszektor devizaadósságának magas belföldi reálhozamok, kedvezőtlen árfolyam várakozások miatti növelésével) hatott a nettó devizaadósság és ezen keresztül a folyó fizetési mérleg egyenlegére.

Az 1995-ös stabilizációs programot követően erőteljesebb lett a kapcsolat a teljes és az állami nettó devizaadósság változása (ezen keresztül a folyó fizetési mérleg kiigazítása) között. A csökkenő külső finanszírozási igény, valamint az ezáltal teremtett kamat-, árfolyam-, várakozásbeli változások a nettó devizaadósság mély szerkezeti átrendeződéséhez vezettek annak csökkenő mértéke mellett. A kapcsolat az állami nettó devizaadósság változása és a folyó fizetési mérleg korrekciója között erőteljesnek mondható: a nettó devizaadósság és ezen belül az állami rész alakulása jelezte az államháztartás flow és stock pozíciójában bekövetkezett változásokat. Az említettek alapján jogos az a következtetés, hogy 1990-1997 között a devizaadósság változása alapján kimutatható a fiskális és folyó fizetési mérlegek szoros kapcsolata.

II.2. A folyó fizetési mérleg és a nemzetgazdaság nettó megtakarításai

Az ikerdeficit elemzésének másik eszköze a közösségi szektor nettó megtakarítási rátája és a folyó fizetési mérleg egyenleg közötti kapcsolat elemzése. Nyitott gazdaságban az államháztartási hiányt a magánszektor megtakarításaival és/vagy a külső megtakarításokkal lehet finanszírozni. Ha a magánszektor nettó megtakarítói pozíciója semlegesen vagy gyengén reagál a közösségi szektor nettó megtakarításának változására (azaz nem érvényesül a Barro-Ricardo féle pénzügyi ekvivalencia tétel¹⁾, akkor kimutatható az ikerdeficit a közösségi megtakarítások és a külső megtakarítások változása közötti közvetlen kapcsolat révén.

2. Táblázat A megtakarítási és felhalmozási ráták 1988 és 1998 között a GDP %-ban

Megnevezés	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Bruttó megtakarítás	25,1	25,1	27,3	17,8	15,0	10,5	14,4	18,6	21,4	25,7
-háztartások	6,6	7,9	9,1	15,1	12,9	8,2	9,8	9,7	12,6	12,1
-államháztartás	7,6	5,2	5,1	3,1	0,4	1,0	-1,5	-2,0	-0,7	-0,3
-vállalatok	10,9	12	13,1	-0,4	1,7	1,4	6,2	11	9,5	13,9
Felhalmozások	25,3	26,6	25,4	20,4	16,1	20,0	22,2	22,4	23,3	26,9
-háztartások	4,9	5,2	3,9	5,4	4,9	5,1	4,8	4,3	5,0	4,9
-államháztartás	6,2	5,9	3,6	4,3	5,8	4,9	5,5	3,5	2,8	2,9
-vállalatok	14,3	15,5	18,0	10,7	5,4	10,0	11,9	14,6	15,5	19,1
Nettó megtakarítások	-0,2	-1,5	1,9	-2,7	-1,1	-9,4	-7,8	-3,8	-1,9	-1,4
-magán megtakarítás	-1,7	-1,1	0,4	-1,5	5,9	-4,0	0,4	2,8	2,7	3,1
-államháztartás	1,5	-0,7	1,5	-1,2	-6,9	-5,5	-8,2	-6,6	-4,6	-4,5
Folyó fizetési mérleg	-2,7	-4,5	0,4	0,9	0,9	-9,1	-9,4	-5,7	-3,9	-2,2

Forrás: MNB

Az 1980-as évek végén a magyar gazdaságot negatív nettó megtakarítások és folyó fizetési mérleg hiány jellemezte, mivel negatív volt az államháztartáson kívüli szektorok nettó megtakarítási pozíciója és az államháztartásé is a számottevő elsődleges hiány és a devizaadósság gyors növekedése mellett növekvő kamatkidadások nyomán. Így 1988-1989-ben a növekvő folyó fizetési mérleg hiányt az államháztartás romló nettó megtakarítói pozíciója determinálta, miközben a nem közösségi szektor nettó megtakarításai is negatívak voltak.

A gazdaságot érő sokkok nyomán 1990 és 1992 között a megtakarítási és felhalmozási rátákban jelentős átrendeződés következett be, de a nettó nemzetgazdasági megtakarítások előjele 1988-1989-cel összehasonlítva nem változott, kivéve 1990-et, amikor a háztartások jelentős megtakarítási többlete a nettó nemzetgazdasági megtakarítások szufficitjéhez vezetett. A privát szektor nettó megtakarítói pozíciója volatilis volt és 1991-et leszámítva többlettel, nettó pozíciója fokozatosan romlott.

A nettó megtakarítások alakulásának fontos eleme a háztartások megtakarításainak dinamikus növekedése, amiben szerepet játszott a rendelkezésre álló jövedelmek GDP-nél 10 százalékponttal kisebb mértékű visszaesése 1990 és 1992 között, a lakossági fogyasztás erőteljesebb csökkenése. A kimutatott megtakarításokat tovább növelte az infláció hatása és az ebből származó statisztikai torzítás²⁰ és egyedi tényezők is²¹

A lakossági megtakarítások növekedése mellett a vállalati nettó és bruttó megtakarítások csökkentek a beruházások párhuzamos nagy volatilitása mellett. A vállalati szektor bruttó megtakarításai csökkenését pénzügyi eredményeinek romlása, a bizonytalan stock és flow pozíciójú vállalati kör bővülése, a pénzügyi fegyelmet erősítő csőd- és

²⁰Az infláció nyomán a megtakarítási ráta nevezője és számlálója eltérő ütemben növekszik és így a bruttó megtakarítások növekedésére lehet következtetni a reál megtakarítások változatlan szintje mellett.

²¹ Így a lakás hiteltartozások egyszeri elengedése, amely tartós jövedelmi hatást eredményezett, a változatlan erős óvatossági motívum, a befektetési lehetőségek diverzifikálódása, valamint a lakossági megtakarításokon fennálló pozitív reálkamatlábak. A lakossági megtakarítások alakulását befolyásoló tényezőkkel kapcsolatosan ld. Zsoldos (1996), és Várhegyi - Gáspár (1996) tanulmányait.

felszámolási hullám okozta, míg a beruházásokra a jövedelmek, az aggregált belföldi és 1992-től külső kereslet visszaesése és az ebből eredő kedvezőtlen várakozások okozták.

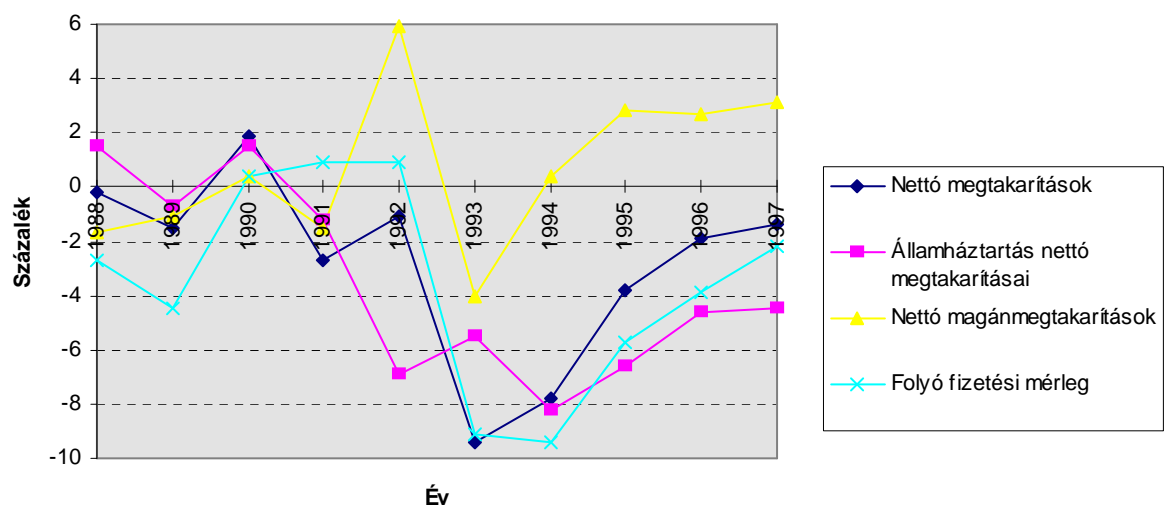
Az exogén sokkok mellett az azokra adott alkalmazkodás volt a vállalatok részéről a dezinvestíció, a korábbi magas készletállomány leépítése, mert a gazdaság forráskorlátosról keresletkorlátossá történő átalakulásával párhuzamosan a korábbi magas input/output ráták nem voltak finanszírozhatóak. Az államháztartás nettó megtakarításai a nem közösségi szektorral szemben folyamatosan csökkentek, kivéve 1990-et, amikor a bruttó megtakarítások változatlan szintje mellett a felhalmozási kiadások aránya 40 százalékkal mérséklődött és a kedvező elsődleges egyenleg lehetőséget adott a növekvő kamatkidadások finanszírozására.

Az átmeneti nettó megtakarítási többletből a következő esztendőben hiány lett, amihez 1991-től az elsődleges deficit átalakulással összefüggő jövedelemvesztéshez kapcsolódó növekedése, míg 1992-től a változó deficitfinanszírozás, a növekvő nominális és reálhozamok nyomán emelkedő kamatkidadások okoztak.

A nemzetgazdasági nettó megtakarítások és a folyó fizetési mérleg egyenleg alakulása között 1991-1992-ben nem mutatható ki kapcsolat, sőt a folyó fizetési mérleg javulása éppen akkor következett be, amikor a nettó megtakarítások romlani kezdtek. A kapcsolat hiányát magyarázhatja, hogy a folyó fizetési mérleg javulásában szerepet játszottak a nettó nemzetgazdasági megtakarítások alakulásától független tényezők: így a nettó kamatkidadások GDP 0,6 százalékpontos csökkenése 1992-ben, vagy a viszonzatlan átutalások közel 1 százalékpontos növekedése (amelyeknek csak kisebb része jelent meg a háztartások megtakarításainak növekedésében). Másrészt a kapcsolat hiányában szerepet játszott a gazdaságot érő sokkok, valamint az időbeli késleltetés hatása is: a negatív nettó megtakarítások a következő időszakban befolyásolták a folyó fizetési mérleg egyenlegét.

2. Grafikon

A nettó megtakarítások és a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulása a GDP százalékában



A nettó nemzetgazdasági megtakarítások és a folyó fizetési mérleg egyenlege közötti kapcsolat egyértelműbbé vált 1993-1994-ben, amikor a nettó nemzetgazdasági megtakarítások romlásával párhuzamosan növekvő folyó fizetési mérleg deficit keletkezett. Az államháztartás

nettó megtakarítói pozíciója tovább romlott és 1994-ben elérte a GDP -8,2 százalékát, miközben a magánszektor korábban pozitív megtakarításai is negatívvá változtak a lakossági szektor csökkenő bruttó megtakarításai illetve a vállalatok növekvő felhalmozásai nyomán. A növekvő belföldi felhasználási többlet szükségszerűen vezetett el a fizetési mérleg jelentős hiányához, amely 1994-ben már a fenntarthatósági kritériumok által jelzett pálya határát súrolta.

Az államháztartás nettó megtakarítói helyzete eltérően alakult: az átmeneti javulást követően 1994-ben jelentősen romlott. A nettó megtakarítói pozíció kezdeti javulását az okozta, hogy az államháztartás felhalmozási kiadásainak visszafogása következtében enyhén mérséklődött az elsődleges deficit, miközben csökkent a kamatkidások relatív súlya is. Az utóbbihoz hozzájárult a hibás monetáris politika, amely a nominális kamatlábak aktuális és várt inflációval, valamint a makrogazdasági folyamatokkal inkonzisztens mértékű csökkentésével kívánta a gazdaság recesszióból történő kilábalását gyorsítani, valamint az államháztartás gyorsan növekvő finanszírozási szükségletét mérsékelni. Mindezek nyomán a növekvő államadósság mellett is mérséklődtek az államháztartás nettó kamatkidásai, ami a változatlan elsődleges hiány mellett javította az államháztartás nettó megtakarítói pozícióját.

A jegybanki lépések az államháztartás nettó megtakarítói pozícióját kedvezően érintő hatásának költségei abban is megnyilvánultak, hogy a reálhozamok csökkenése jelentős átrendeződést eredményezett a magánszektor megtakarítás-beruházás egyenlegében: a vállalati szektor felhalmozásai növekedtek, míg a lakossági megtakarítások csökkentek. A negatív reálkamatlábak nyomán felerősödött a lakossági szektor bruttó megtakarítási hányadának 1992-ben elindult csökkenése és a megtakarítási ráta visszaesett az 1980-as évek végének szintjére. A megtakarítási ráta csökkenésében kisebb szerepe volt még a korábban jelzett inflációs komponens csökkenésének, valamint a lakossági megtakarításokat 1990-1991-ben növelő egyszerű tényezők gyengülésének.

A kamatlábak visszaesése növelte a lakosság és a vállalati szektor felhalmozási kiadásait is. Ennek nyomán 1993-ban a vállalati felhalmozási kiadások mértéke a GDP-ben az előző évi kétszeresére emelkedett, miközben jelentősen növekedtek a háztartások beruházási kiadásai is. A kedvező reálhozamok mellett a beruházásokat növelte a vállalatok bővülő külső hitelfelvételi lehetősége, a korábbi drasztikus GDP és kereslet visszaesés megszűnése.

A nettó megtakarítások csökkenését és a folyó fizetési mérleg hiány növekedését emellett a lakossági fogyasztás növekedése is befolyásolta, amelyre először az 1990-1992 közötti csökkenést követően. Az említett folyamatok eredményeképpen a nettó megtakarítói pozíció 1993-ban több mint 8 százalékponttal romlott, miközben a folyó fizetési mérleg egyenlegének romlása elérte a GDP 10 százalékát.

A nettó megtakarítói és folyó fizetési mérleg pozíció 1994-ben sem változott érdemben, de módosult az egyes szektorok hozzájárulása. Az államháztartás deficitje és nettó megtakarítási hiánya tovább növekedett, amiben szerepet játszott az elsődleges hiány növekedése az elsődleges kiadások bevételeknél kisebb mértékű visszaesése nyomán. (P. Kiss G.(1998)).

Ugyanakkor az elsődleges egyenleg romlásánál jobban érintette a nettó megtakarítói pozíció változását a kamatkidások GDP-ben vett értékének közel 50 százalékos növekedése, amit részben a konszolidációs kötvények kibocsátása révén a deficiten kívüli adósságállomány növekedése, részben a folyó államháztartási hiány finanszírozásának növekvő kamatköltségei

eredményeztek. A növekvő államadósság, az erősödő külső és belső egyensúlyzavarok nyomán növekvő országkockázati prémium, valamint a késve reagáló monetáris szűkítés nyomán emelkedő kamatlábak tovább növelték a kamatkiadásokat. Az államháztartás nettó megtakarítói pozíciója mindezek következtében közel 3 százalékponttal romlott és első alkalommal a bruttó megtakarítások is negatívvá váltak.

3. Táblázat Az államháztartás teljes, elsődleges egyenlegei és kamatkiadásai a GDP százalékában

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Elsődleges egyenleg	0,3	-1,8	-1,2	-2,6	1,8	3,9	3,4
Kamat egyenleg	-3,8	-5,1	-4,4	-5,6	-8,2	-7,8	-8,2
Teljes hiány	-3,5	-6,9	-5,6	-8,4	-6,4	-3,9	-4,8

Forrás: MNB

A valuta elleni támadások kivédése és a reálhozamok növelése érdekében restriktívebbé váló monetáris politika nyomán változott a magánszektor felhalmozás-megtakarítás mérlege is: a lakossági és a vállalati szektor bruttó megtakarítási jelentősen növekedtek. A magánszektor megtakarításainak növekedésében szerepet játszott a növekvő államadósság és a magas államháztartási finanszírozási szükséglet magas reálhozamokon történő finanszírozása, az államadósság finanszírozását támogató adókedvezmények²².

A lakossági szektor bruttó megtakarításainak bővülése a lakossági jövedelmek növekedése ellenére a felhalmozási-fogyasztási kiadások mérséklődésével párosult és ezért a nettó lakossági megtakarítások még dinamikusabban növekedtek. A vállalati szektor felhalmozási kiadásai viszont bővültek: nettó megtakarítói pozíciója ezért kevésbé javult, de a háztartási megtakarítások növekedése nyomán a magánszektor nettó megtakarítási többletet realizált. A nettó nemzetgazdasági megtakarítások hiányának növekedése ezért az államháztartás növekvő deficitjével volt összefüggésben és ez tükröződött vissza a folyó fizetési mérleg hiányának növekedésében.²³

Az említett időszakon belül összességében kimutatható az államháztartás növekvő nettó megtakarítási hiánya, valamint a folyó fizetési mérleg deficitje közötti közvetlen kapcsolat, mely az egyes években eltérő csatornákon keresztül érvényesült. A kapcsolat közvetlen volt

²² Ugyanakkor a lakossági megtakarítások növekedésén belül módosult annak szerkezete, mert növekedett a deviza megtakarítások aránya, jelezve a forint ellen erősödő spekulációt illetve az árfolyampolitikával kapcsolatos bizonytalanságot.

²³ Az államháztartás megtakarítás-felhalmozás egyenlegének romlása által a folyó fizetési mérlegre gyakorolt közvetlen hatás mellett figyelembe kell venni, hogy 1993-1994-ben az elsődleges egyenleg és a reál kamatkiadások összegeként kimutatottnál erőteljesebb volt az államháztartás keresleti hatása, mert a kamatkiadások egy részénél érvényesülhetett a pénzillúzió hatása. A kamatkiadások jelentős és ebben az időszakban növekvő része ugyanis nem a deficit finanszírozásával, hanem a konszolidációs kötvények állományának növekedésével volt összefüggésben. Ezek a kötvények azonban olyan jövedelemtulajdonosokhoz kerültek, akik nem saját megtakarításaikból növelték a portfóliójukban található állampapírok állományát, hanem az állami juttatást követően. Ezen jövedelemtulajdonosok a pénzillúzióval nem rendelkező jövedelemtulajdonosoknál magasabb költési hajlandósággal rendelkeztek, azaz a tényleges keresleti hatás az ő esetükben a reálkamatoknál magasabb volt, mert a jutott vagyomból származó nominális hozam inflációs részét is részben felhasználták a keresletük növelésére. Ezt a flow hatást az sem semlegesítette, hogy a konszolidáció ellenére a bankok és az adósok fenntarthatatlan stock pozíciójuk miatt súlyos válságba kerültek.

1994-ben, amikor az államháztartás finanszírozási szükséglete és nettó megtakarítói pozíciója is jelentősen romlott és a finanszírozási igény kielégítéséhez külföldi megtakarítási többlet igénybevétele volt szükséges.

A kapcsolat 1993-ban áttételesen érvényesült, mert a nettó nemzetgazdasági megtakarítások csökkenése és a folyó fizetési mérleg hiányának romlása közvetlenül a magánszektor megtakarítási-beruházási mérlegének felborulásával állt összefüggésben. Azonban a magánszektor mutatóinak átrendeződése mögött elemzett okok arra mutatnak rá, hogy a nettó nemzetgazdasági megtakarítások változása - a magánszektor pozíciójában bekövetkező autonóm átrendeződés mellett - elsősorban az államháztartás nettó megtakarítási pozíciójában bekövetkezett változás következménye. Az államháztartás közvetett hatása a magánszektor és a nemzetgazdasági nettó megtakarításokra és a folyó fizetési mérlegre a következő módokon érvényesült.

1. Az államháztartás finanszírozási kiadásainak növekedése miatt a fiskális egyensúlyzavarok határozták meg a monetáris politika mozgásterét: ez olyan nominális és reálkamatváltozásokat eredményezett, amelyek a magánszektor (ezen belül elsősorban az előző időszakban már szintén növekvő államháztartási finanszírozási igényt kielégítő lakosság) bruttó és nettó megtakarításait csökkentették.
2. Az államháztartás finanszírozási szükségletének növekedése hatott a pénzügyi liberalizálás felgyorsulására is, amely csökkenő kötöttségek mellett tette lehetővé a vállalati szektor számára külső megtakarítások bevonását. A lakossági nettó megtakarításokkal gyakorlatilag azonos államháztartási finanszírozás igény által gyakorolt kizorítási hatás miatt ezért a külföldi megtakarítások felhasználása szorosan összefonódott a folyó fizetési mérleg növekvő hiányával.
3. Az államháztartás növekvő adósságának szerkezeti átrendeződése (a nem a folyó deficithez, hanem konszolidálásokhoz kapcsolódó adósság növekedése) nyomán növekedett azon adósságállomány, amelyből származó kamatjövedelmek keresleti hatásának számításánál figyelembe vettél nagyobb részét költötte el a magánszektor és ez tovább rontotta a megtakarítási-felhalmozási egyenlegét.

Az 1995 első negyedében meghirdetett stabilizációs program nyomán 1995-ben és 1996-ban a folyó fizetési mérleg és a nettó nemzetgazdasági megtakarítások alakulásában jelentős fordulat következett be. A folyó fizetési mérleg hiánya 1994-1996 között a GDP 9,4 %-ról 3,9%-ra, míg a nemzetgazdasági nettó megtakarítási hiány 8,2%-ról 4,6%-ra mérséklődött. A javulásban az említett időszakon belül eltérő mértékben járult hozzá az államháztartás és a magánszektor nettó megtakarításának átrendeződése.

A nettó megtakarítások és a folyó fizetési mérleg hiányának meghatározó csökkenésére egyaránt 1995-ben került sor és az egyenlegek javulásában egyforma szerepet játszott az államháztartás és a magánszektor megtakarítás-beruházás egyenlegének kedvező változása. Az államháztartás nettó megtakarításai hiányának csökkenésében meghatározó az elsődleges egyenleg korrekciója volt²⁴. Az elsődleges egyenleg 4,4 százalékpontos GDP arányos javulása

²⁴ Figyelembe véve az államadósság szintjét, változásának dinamikáját, az alakulását meghatározó fontosabb makrogazdasági paramétereket (reálkamatlábak, gazdaság reál növekedési üteme, a pénzteremtésből rendelkezésre álló bevételek dinamikája) 1995-ben az államadósság és GFS-egyenleg korrekciójának egyetlen járható eszköze az elsődleges egyenleg javítása volt (az államadósság

- mely egyszerre következett be az elsődleges bevételek növekedése és az elsődleges reálkiadások csökkenése²⁵ nyomán - fedezte a kamatkidások növekedését, amelyeket a meglóduló infláció, a stabilizációs program kezdetén magas kockázati prémium, az államadósság finanszírozásában szerepet játszó állampapírok rövid lejáratú szerkezete és inverz hozamgörbéje, valamint az év második felében meginduló tőkebeáramlás kezelésének nominális kamatszintre gyakorolt hatása növelt.

4. Táblázat A központi költségvetés kiadási és bevételi oldalának reálváltozásai százalékban

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Bevételek	-10,80	-8,90	7,70	-4,70	6,80	1,20
Kiadások	4,00	-1,90	3,40	-1,40	-3,20	1,04
Elsődleges bevételek	-14,80	-11,60	12,80	-6,80	-0,30	1,20
Elsődleges kiadások	2,30	-8,80	9,30	-9,50	-12,90	1,05

Az államháztartás nettó megtakarítói pozíciójához hasonló kiigazítás következett be a magánszektorban is. Ebben meghatározó volt a vállalati szektor nettó megtakarítói egyenlegének javulása, amit ösztönzött hogy a magas reálhozamok miatt a pénzügyi befektetések hozama messze meghaladta a reál befektetéseket, a bruttó megtakarítások növelésére sarkallva ezzel a vállalati szektort.

Ez többek között abban is érvényesült, hogy a hozamkülönbségek kiaknázása végett folytatódó közvetlen külföldi vállalati eladósodás csak részben a vállalati szektor felhalmozásait fedezte: ezek a források nagyobb részt a államháztartás hiányának finanszírozására lettek felhasználva. Emellett - miközben a tehetetlenségi hatás miatt a beruházások még bővültek - a stabilizációs politika folyó és várható belföldi keresletet szűkítő hatásai, valamint a stabilizációs program sikerével kapcsolatos kezdeti kedvezőtlen várakozások 1995-ben visszafogták a vállalati szektor felhalmozási kiadásainak növekedését.

A lakosság esetében 1995-ben nem változott a bruttó megtakarítási ráta csak annak szerkezete, fokozatosan növelve a jelentős kamatkülönbségek és a meghirdetett árfolyampolitika növekvő hitelessége nyomán a forint és csökkentve a deviza megtakarítások relatív súlyát). A háztartások nettó megtakarítása azonban növekedett, hiszen a jövedelem korrekció mérsékelte a felhalmozási kiadásukat.

Összességében 1995-ben az államháztartás nettó megtakarítási pozíciójának javulása erőteljesen befolyásolta a nettó nemzetgazdasági megtakarítások alakulását és a magánszektor növekvő megtakarítási többlete lehetőséget adott az államháztartási finanszírozási igények kielégítésére.

csökkenéséhez és a teljes finanszírozási igény mérsékléséhez fel lehetett természetesen még használni a tőkejövödelmeket is). A költségvetési pozíció alakulása 1995-ben és részben 1996-ban is hűen tükrözte a fenntarthatósági kritériumok által jelzett összefüggéseket.

²⁵ Az elsődleges egyenleg korrekciója során a kiadások csökkenésében a folyó államháztartási kiadások lefaragása mellett szerepet játszott a felhalmozási kiadások csökkenése, amely drasztikus volt, hiszen nem csak a választási ciklus miatt magas 1994-es értékhez, de az 1991-1993 közötti időszak átlagához képest is alacsonyabb szintre csökkent. Ez természetesen a nettó megtakarítói pozíció alakulását is kedvezően befolyásolta.

A következő évben tovább folytatódott a korrekció a folyó fizetési mérleg és a nettó nemzetgazdasági megtakarítási egyenlegben, de ez utóbbi változásában a kizárólagos szerepet már az államháztartás megtakarítási-felhalmozási mérlegének javulása játszotta. Ebben érvényesült az elsődleges egyenleg további javulása (amiben ismételen az elsődleges reálkiadások csökkenése volt meghatározó), valamint a nettó kamatkiadások csökkenése²⁶, amit a kamatbevételek korábbinál magasabb szintje mellett elsősorban a bruttó kamatkiadások csökkenése okozott. Ebben tükröződött a csökkenő devizaadósság, a gyorsan mérséklődő kockázati prémium és kamatszínvonal, a tőkebeáramlás módosuló szerkezetével összefüggésben is változó sterilizációs politika, valamint az államadósság átlagos és határlejáratainak növekedése.

Az államháztartás nettó pozíciójának és finanszírozási szükségletének változása mellett szembevetendő volt a lakosság nettó megtakarítói pozíciójának látványos javulása. Ehhez hozzá járult a jövedelmek és a fogyasztás továbbra is eltérő csökkenése, a várt és aktuális kamatlábak és infláció év során bekövetkezett mérséklődése, az árfolyam-politika erősödő hitelessége amely jelentősen mérsékelte a forintban történő megtakarítások kockázatát miközben a kamatprémium csökkenése lassúbb volt a kockázatnál.

A lakosság nettó megtakarításainak növekedésében további tényező volt az államháztartás nettó megtakarítói helyzetének változása., mert az államháztartási korrekció lakossági jövedelmet csökkentő hatásai érvényesült megtakarításai növekedésében is. A lakosság jövedelmének csökkenésére nem megtakarításai mérséklésével és fogyasztásának időbeli kisimításával, hanem a fogyasztás visszafogásával és a megtakarítási hajlandóságának növelésével reagált.

A lakossági megtakarítások növekedését továbbá befolyásolta a kiigazítás nyomán az államháztartás flow és stock pozíciójának javulása, amely mérsékelte az állampapírok tartásából eredő kockázatot. Ugyanakkor a lejárat és hozamszerkezet átrendeződése, az országkockázat mérséklődése és ennek nyomán az erősödő tőkebeáramlás egy részének lakossági megtakarításként történő megjelenése is a lakossági megtakarításokat bővítette. Végezetül az árfolyampálya növekvő hitelessége, valamint az árfolyam- és a költségvetési politika közötti konzisztencia kedvezően befolyásolta az inflációval, a hozamok alakulásával kapcsolatos várakozásokat, növelve a lakossági szektor megtakarítási hajlandóságát.

Ezt azonban ellensúlyozta a vállalati szektor nettó megtakarításainak visszaesése, amely az év második felében lassan kibontakozó fellendüléssel állt összefüggésben. A vállalati szektor nettó megtakarítói pozíciójának romlása szorosan kapcsolódik teljes és deviza hitelállományának növekedéséhez. A konjunktúrával kapcsolatos várakozások is javultak és ennek nyomán a vállalatok az előző két évnél aktívabb beruházási tevékenységet folytattak, növelve felhalmozási kiadásaik relatív súlyát a GDP-ben. Ez ellensúlyozta a lakossági nettó megtakarítások növekedését és ennek nyomán a magánszektor megtakarítás-beruházás egyenlege nem változott.

A vizsgált időszakban szoros kapcsolat mutatható ki az államháztartás nettó megtakarításai és a folyó fizetési mérleg között. A folyó fizetési mérleg javulásában a döntő szerepet az államháztartás nettó megtakarítói pozíciójának változása játszotta, amely mérsékelte a közösségi szektor külső megtakarítások bevonására gyakorolt nyomását. Az államháztartás nettó megtakarítói helyzetének változása ugyanakkor erőteljesen befolyásolta a

²⁶ A nettó kamatkiadások először csökkentek 1993 után, bár még mindig a GDP 7,7%-át tették ki.

magánszektor változását is: 1995-ben a korrekcióval járó keresleti, jövedelemsokk révén növelte a lakossági és a vállalati szektorok megtakarítási többletét, míg 1996-ban differenciáltan érintette a két szereplő viselkedését.

Az államháztartás nettó megtakarítói pozíciójának hatása a folyó fizetési mérlegre érvényesült a javuló egyensúly által gyakorolt keresleti hatás és az államháztartás flow és stock pozíciója változásának várakozásokra, nominális változókra (elsősorban az aktuális és a várt infláció és hozamok, az árfolyam leértékelődése, stb.) gyakorolt hatásán keresztül.

A nettó megtakarítások alakulásában 1997-ben kisebb változás következett be. A korábbi évekkel összhangban változatlanul növekedett a nemzetgazdaság bruttó megtakarítási rátája, ami az infláció mérséklődése mellett a reál megtakarítások növekedését is mutatja. A növekedés forrása azonban nem az államháztartás és a háztartások bruttó megtakarítói pozíciójának javulása volt, hanem a vállalati szektoré, amelynek megtakarításai a felhalmozási kiadások növekedése mellett olyan mértékben növekedtek, hogy nettó megtakarítói pozíciója érzékelhetően javult.

A nettó nemzetgazdasági megtakarítói pozíció enyhe javulásában kizárólagos szerepe volt a magánszektornak az államháztartás semleges hatása mellett. A vállalati megtakarításokat növelő egyik tényező a vállalatok javára bekövetkező jövedelemátcsoportosítás volt, valamint hogy beruházásaik növekedésének - a banki hitelek növekedése ellenére is - meghatározó forrása saját felhalmozásai voltak, amit a vállalati szektor profitjainak növekedése fedezett. Az államháztartás nettó megtakarítói pozíciójának alakulása megfelel az eredményszemléletű egyenleg változásának: így az államháztartás nettó megtakarításainak változatlansága tükrözte a romló elsődleges egyenleg és a növekvő kamatkidadások, míg másik oldalról a változatlanul számottevő hiányt mérséklő privatizációs bevételek hatását.

Összességében az egyes szektorok nettó megtakarítói pozíciójának elemzése alapján az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlegek között erőteljes kapcsolat mutatható ki az 1988-1997 között. Az elemzés azt mutatta, hogy miközben a magánszektor nettó megtakarítása sajátos pályán mozgott, addig a nettó nemzetgazdasági megtakarításokon belül az államháztartás nettó megtakarítása szorosan együtt változott a folyó fizetési mérleg egyensúlyával.

Az adatok elemzése azt is jelzi, hogy a államháztartás finanszírozási szükségletének változása befolyásolta a folyó fizetési mérleg egyenlegében jelentkező külső finanszírozást és a magánszektor nettó megtakarítói pozíciójában bekövetkezett változás csak felerősítette az államháztartás által elindított folyamatokat, vagy mérsékelte az államháztartás finanszírozási igényének folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatását (mint pl. 1994-ben). Az államháztartás nettó megtakarításának meghatározó szerepét jelzi, hogy ezek közvetlenül és közvetve is determinálták a magánszektor megtakarításának változását.

II.3. A folyó fizetési mérleg és a nemzetgazdasági abszorpció kapcsolata

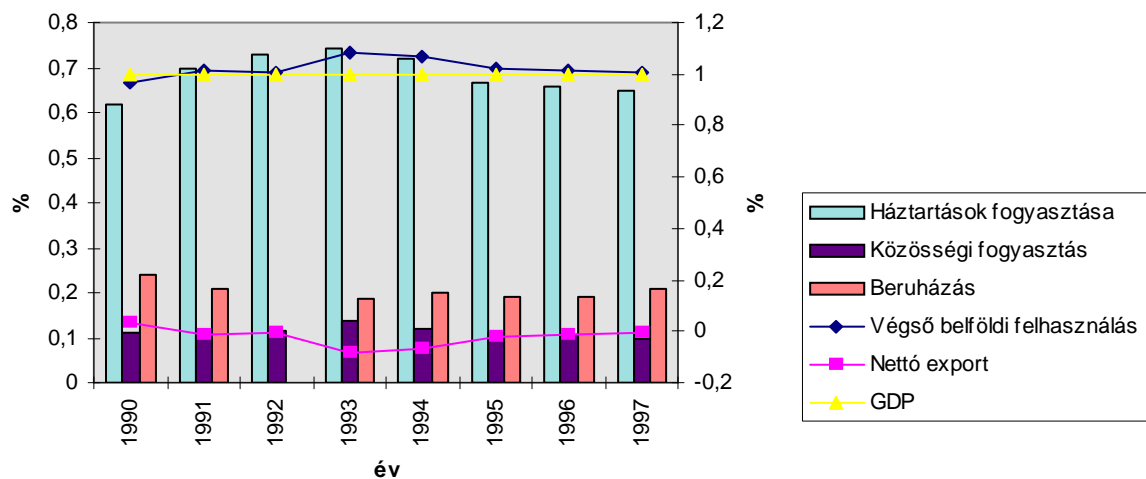
Az egyes szektorok nettó megtakarítói pozíciójának változásához szorosan kapcsolódik a nemzetgazdaság aggregált abszorpciós szintjének változása, amely lehetőséget teremt, hogy a folyó fizetési mérleg alakulását a megtermelt és a felhasznált belföldi jövedelem különbözeteként elemezzük. Az abszorpciós megközelítésben az államháztartási és a folyó

fizetési mérleg egyenlegek változása közötti közvetlen kapcsolatot a közösségi fogyasztás időbeli alakulása adja, míg a közvetetett a fiskális politika belföldi felhasználásra illetve kisebb mértékben megtermelt jövedelmek változására gyakorolt hatása. A korábbi elemzéshez kapcsolódóan az 1990 és 1997 közötti periódust három, jellegzetességeiben jól elkülöníthető időszakra lehet bontani.

Az adatok 1990 és 1992 között azt mutatják, hogy a nettó export²⁷ hozzájárulása a GDP-hez pozitív illetve semleges volt, jelezve a belső felhasználás elmaradását a megtermelt GDP mögött. A változók időbeli alakulása azonban jelzi, hogy a kedvező nettó export pozíció mellett a belföldi felhasználás GDP növekedését egyre nagyobb mértékben meghaladó bővülése jelentkezett. A nettó export még jelentős, a GDP 3-4 % -át elérő többletet mutatott 1988-1989-ben, jelezve a kiigazítási politika felhasználást korlátozó hatását, amiben sajátos volt, hogy a fogyasztás alig csökkent és a korrekció forrása szinte kizárólag a bruttó felhalmozás csökkenése volt.

3. Grafikon

**A GDP és felhasználás egyes elemeinek alakulása a GDP százalékában
1990 és 1997 között**



A megtermelt és felhasznált GDP között 1988-1989-ben kialakult rés elegendő tartalékot biztosított a kedvező egyensúlyhoz az 1990-1992-re is, amikor már a keresleti és átalakulási sokkok nyomán a belföldi felhasználás csökkenése elmaradt a GDP visszaesésétől és a belföldi felhasználás/GDP mutató fokozatosan növekedett. A felhasználás szerkezetének változása azt is jelzi, hogy miért következett be a kiegyensúlyozatlan változás a GDP és a belföldi felhasználás alakulásában.

²⁷ Az abszorpciós megközelítés során használt nettó export mutató eltér a kereskedelmi mérleg egyensúlyának GDP-hez viszonyított és a kereskedelmi statisztikákból meghatározható változásától, aminek elsődleges oka, hogy itt az áruexport mellett a szolgáltatással kapcsolatos nettó export is szerepel. Ezért ez a mutató közbülső helyet foglal el a később elemzendő kereskedelmi mérleg és a folyó fizetési mérleg elsődleges egyensúlya között, mely a szolgáltatás mérleg mellett egyéb folyó jövedelemáramlásokat, illetve a viszonytalan átutalásokat is tartalmazza.

A végső belföldi felhasználás reálcsökkenésén belül gyorsan növekedett a végső fogyasztás és ezen belül is a háztartások fogyasztásának súlya: a GDP visszaesése 1990-1992 között összesen 18%-os, a magán fogyasztás csökkenése 14 %-os volt. Ennek nyomán a háztartások fogyasztásának részesedése a GDP-ben 1989-1992 között 60 %-ról 73%-ra növekedett és a végső fogyasztás aránya - a közösségi fogyasztás súlyának párhuzamosan bekövetkező enyhe relatív növekedése miatt - elérte a GDP 84%-át.

Emiatt a nettó export többletének csökkenését a végső fogyasztás relatív növekedése okozta, hiszen a gazdaság az átalakulással összefüggő sokkokra elsősorban a beruházási illetve a bruttó felhalmozási ráta erőteljes csökkenésével reagált. A végső fogyasztás növekedésének oka a GDP visszaesésénél jóval kisebb jövedelemcsökkenés volt: szemben a többi kelet-európai átalakuló gazdasággal, ahol a reál jövedelmek csökkenése nagyjából követte a reál GDP visszaesését, Magyarországon a kettő között közel 10 százalékpontos rés keletkezett.

Ezen rés - összefüggésben az előző részben megállapítottakkal - részben az inflációs korrekciót is tartalmazó lakossági megtakarítások, részben a háztartási fogyasztás GDP arányos növekedésében jelentkezett. A jövedelmek alakulása párosulva a szerkezeti átrendeződéssel (keresleti sokkok, az importliberalizálással és a belföldi felhasználás változó szerkezetével, a gazdaság növekvő importigényességével) magyarázza azt is, hogy szemben a hagyományos üzleti ciklusokban jelentkező visszaesésekkel az import az exportnál kevésbé csökkent illetve jobban növekedett 1990 és 1992 között, erodálva a kezdeti jelentős nettó export többletet.

A belföldi felhasználás és a nettó export alakulása közötti kapcsolatban meghatározó a magánfogyasztás változása volt, amelynek részesedése jelentősen növekedett a GDP-n belül, mozgatva a nettó export alakulását. A kialakultnál nagyobb nettó export hiányt a csökkenő bruttó felhalmozás akadályozta meg, mert a korábban túlzottan magas készletállomány gyorsan leépült a gazdaság nyitottságának növekedése, a vállalatok pénzügyi helyzetének romlása, a szerkezeti és tulajdonosi átrendeződés, valamint a készletállomány és a beruházások finanszírozásának reálköltségei miatt.

5. Táblázat A GDP és alkotóelemeinek százalékos változása 1990 és 1997 között

Megnevezés	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
GDP összesen	-3,5	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,5	1,3	4,4
Belföldi felhasználás	-3,1	-9,1	-3,6	9,9	2,2	-3,1	0,8	4,2
Magánfogyasztás	-3,6	-5,6	0	1,9	-0,2	-6,6	-3,1	2,6
Közösségi fogyasztás	2,6	-2,7	4,9	27,5	-12,7	-3,0	-5,4	1,1
Bruttó felhalmozás	-4,2	-22,3	-21,4	32,3	19,8	6,3	14,4	9,1
Beruházás	-7,1	-10,4	-2,6	2,0	12,6	-4,3	6,3	
Export	-5,2	-3,1	2,1	-10,1	13,7	13,4	7,4	26,8
Import	-4,3	5,4	0,2	20,2	8,8	-0,7	5,7	25,9

Forrás. MNB, PM

A nettó export egyenlegének tartós romlása tovább folytatódott 1993-1994-ben és jelentős többlet belföldi felhasználást jelzett. A nettó export 9% illetve 6%-s hiánya részben a kereskedelembe kerülő szektorokat érintő sokkokkal, részben a makrogazdasági folyamatok export-import alakulására gyakorolt hatásával állt összefüggésben. A kereskedelembe kerülő javak szektorát ért negatív kínálati sokkok nyomán az export aránya a GDP-ben átlagosan 3,5 százalékponttal mérséklődött. Ugyanakkor az import növekedése ebben az időszakban minden

korábbinál erőteljesebb volt (több mint 20% 1993-ban és 8,8% 1994-ben) és ennek nyomán részesedése a GDP-ben 32%-ról 35%-ra növekedett.

A nettó export növekvő hiányában az 1990-1992 közötti jövedelmi folyamatok késleltetett hatása is érvényesült, hiszen az import növekedése tükrözte a magánfogyasztás súlyában bekövetkezett változást. További tényező volt, hogy - miközben a GDP csökkenése lelassult, addig a közösségi felhasználás dinamikusan növekedett - 1993-ban több mint 10 százalékpontos különbség mutatkozott a GDP és a belföldi felhasználás növekedése között: a GDP 0,6%-os csökkenését a belföldi felhasználás 9,9 %-os növekedése kísérte.

A felhasználás növekedését a döntően a fogyasztás növekedése okozta, amely több mint 6 százalékponttal haladta meg a GDP növekedését. Az előző időszakkal szemben most a magánfogyasztás mellett a közösségi fogyasztás is növekedett, ami részben összefüggésben állt az orosz haditechnikai import növekedésével. A fogyasztás aránya a megtermelt GDP-ben mindezek nyomán tovább növekedve elérte a 88%-ot.

Ugyanakkor 1993-ban - részben a fellendülés várt megindulása, részben a jegybank monetáris politikájának változása miatt - megállt a készletállomány csökkenése és a beruházások is mérsékelten növekedtek. Mindezek nyomán a bruttó belföldi felhasználás összes eleme dinamikusan bővült és ez eredményezte a nettó export hiányának növekedését a GDP 1%-ról 9%-ra.

Az alapvető egyensúlyi folyamatok 1994-ben sem változtak, csak az egyes tényezők súlya módosult. A GDP növekedése meghaladta a belföldi felhasználását és ennek nyomán kissé mérséklődött a nettó export deficitje. Ebben szerepet játszott a korábbi éveknél aktívabb árfolyam-politika, amely az áralapú versenyképességi mutatókat javította. A belföldi végső felhasználás mérsékelt növekedésében a végső fogyasztás csökkenése volt meghatározó: a csökkenés különösen a közösségi fogyasztás esetében volt számottevő, aminek nyomán aránya visszatért az 1989-1992 évek átlagához, míg a lakossági fogyasztás az 1993-as szinten maradt. A végső belföldi felhasználáson belül ugyanakkor dinamikusan növekedett a bruttó felhalmozások nagysága, mely nagyjából egyenlően oszlott meg a készletfelhalmozás és a bruttó beruházások változása között.

A nettó export változásának kedvezőtlen dinamikája, valamint a jelentős külső egyensúly hiány miatti stabilizációs program alapvető változásokat eredményezett a GDP és a belső felhasználás alakulásában. A belföldi felhasználás 1996-1997-ben ismételten növekedett, de a kezdeti kiigazítás hatásai nem semlegesítődtek, mert a GDP és felhasználás növekedése között fokozatosan csökkenő mértékű de pozitív rés maradt fenn.

A nettó exportban jelentkező korrekcióban fontos szerepe volt annak, hogy a jelentős keresleti korlátozás ellenére a GDP nem csökkent 1995-1996-ban, csak a növekedési dinamika lassult, majd 1997-ben erőteljes reál GDP növekedés következett be. A reál GDP kedvező alakulása összhangban van a hozzánk hasonlóan árfolyamalapú stabilizációs programokat alkalmazó fejlett (ld. pl. Dánia) illetve közepes jövedelmű gazdaságokban (ld. latin-amerikai és távol-keleti gazdaságok) szerzett tapasztalatokkal. Az árfolyamalapú stabilizációs programok szokásos tulajdonságai mellett a GDP kedvező alakulásához hozzájárult, hogy a belföldi kereslet visszafogása mellett a relatív árakban is erőteljes kiigazítás következett be az árfolyam leértékelése és a vámpótlék bevezetése nyomán és az export illetve a kereskedelembe kerülő javakat előállító szektorok kínálatának növekedése semlegesítette a belföldi kereslet csökkenését. A nettó export növekedése mellett a

beruházások bővülése is jelentős volt, amihez a tőkebeáramlás erősödése, a reálárfolyam kedvező és a nominális árfolyam kiszámítható alakulása járult hozzá.

6. Táblázat A kereskedelmi mérleg egyes mutatóinak alakulása

Megnevezés	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Export/GDP	19,10	27,70	26,90	20,90	18,30	29,70	32,60	43,10
Import/GDP	18,10	27,10	27,05	29,40	26,90	34,90	38,70	47,00
Ker mérleg/GDP	1,00	0,60	-0,15	-8,50	-8,60	-5,20	-6,10	-3,90
Ker mérleg/Export	5,50	2,00	-0,50	-40,10	-47,70	-19,10	-18,60	-9,00

Forrás: MNB és saját számítások

A GDP növekedése ugyanakkor a belföldi felhasználás erőtejes visszaesésével párosult, amiben a meghatározó szerepe a végső és ezen belül is a lakossági fogyasztásnak volt: a bekövetkezett jövedelem- és fogyasztás csökkenés az 1990-es évek elején kialakult relatív többletfogyasztás visszaszorítása volt és most került összhangba a lakosság jövedelem felhasználása előállított jövedelmével.

A lakossági fogyasztás csökkenését követte a közösségi fogyasztás visszaesése²⁸ is, bár ennek mértéke és a GDP-ben betöltött részesedése miatt a nettó exportra gyakorolt hatása kisebb mértékű volt a lakossági fogyasztásnál. A fogyasztás visszaesésével párhuzamosan kissé mérséklődött a beruházás, de növekedett a bruttó felhalmozás a készletfelhalmozás növekedése miatt (ez a folyamat szintén összhangban állt az árfolyamalapú stabilizációs programokban megfigyeltekkel).

A korábbi évekkel szemben 1995-1997 között a GDP növekedése meghaladta a belföldi felhasználását, amelyen belül elsősorban a vállalati beruházások (tágabb értelemben felhalmozás) növekedtek és a lakossági illetve közösségi fogyasztás mérséklődött. A GDP és belföldi felhasználás eltérő dinamikája is hozzájárult ahhoz, hogy az export növekedési üteme (az egyszeri ütemváltást eredményező 1995-öt követően) tartósan az import bővülése fellett maradt és növekedett a nettó export hozzájárulása a GDP-hez. A nettó export GDP arányos részének növekedése 1997-ben is fennmaradt, amikor a reál belföldi felhasználás az előző két csökkenését illetve stagnálását követően ismételten növekedett.

A folyó fizetési mérleg abszorpciós megközelítésben történő elemzése 1990-1997 között rávilágít az államháztartási egyenleg és fizetési mérleg közötti kapcsolatra. Ez elsősorban a közösségi felhasználás által a felhasználás egyéb elemeire gyakorolt közvetett csatornán keresztül mutatható ki, bár a közösségi szektor fogyasztásának változása is érzékenyen befolyásolta a nettó export változását. Az államháztartás és a nettó export közötti kapcsolat kevésbé mutatható ki 1990-1992 között, bár a lakossági fogyasztás relatív súlyának ugrásszerű növekedésére a jövedelemkorrekció elmaradása mellett a fiskális politika változásai is hatást gyakoroltak (növekvő jövedelemtranszfer a háztartások felé, a közösségi foglalkoztatás és ezzel is összefüggő folyó kiadásainak növekedése, stb.).

Az 1993-1997 között az államháztartási felhasználás belföldi keresletre gyakorolt közvetlen és közvetett hatása egyaránt érvényesült. Az előző elsősorban a közösségi fogyasztás és kisebb mértékben a közösségi felhalmozás - bruttó felhalmozáson belül elkülöníthető - változásában jelentkezett. A közvetett hatás a lakossági szektor jövedelmi

²⁸ Ebben szerepet játszott a közösségi szektor reálbéreinek csökkenése, valamint az államháztartáson belül végrehajtott racionalizálások.

pozícióján és fogyasztásán keresztül hatott a folyó fizetési mérlegre. A lakossági fogyasztás csökkenésében 1995-től szerepet játszott a jövedelemkorrekció, a költségvetési kiigazítás nyomán mérséklődő jóléti transzferek. Ezen hatások közvetlenül érintették a folyó fizetési mérleg korrekcióját, míg a közvetett hatás a közösségi fogyasztás relatív súlyának visszaesésével állt összefüggésben (a korábban már jelzett árfolyam-politikai kapcsolaton át).

II.4. A folyó fizetési mérleg és az államháztartás egyenlege keresleti és közvetett hatásának kapcsolata

A folyó fizetési mérleg kifejezhető a kereskedelmi mérleg és a nettó devizaeszköz állomány után teljesített kamatszolgálat összegeként is. Érdemes elemezni ezért, hogy időben miképpen alakult az ilyen módon bontott folyó fizetési mérleg kapcsolata az államháztartás egyensúlyi pozíciójával. A kapcsolatot a különböző jövedelmi elemeket tartalmazó mutatók kiválasztásával és összekapcsolásával lehet kimutatni.

A folyó fizetési mérleg esetében az elemzésre alkalmazható a teljes és az elsődleges folyó fizetési mérleg, illetve a kereskedelmi mérleg. Az államháztartási egyensúly alakulását jelezheti a GFS-rendszerű, az elsődleges és az államháztartás keresleti hatását tükröző operacionális egyenleg.

A teljes folyó fizetési mérleg azt mutatja, hogy miképpen változott az adott időszakban a gazdaság nettó devizaeszközök iránti kereslete, azaz külső finanszírozási szükséglete. A legtágabb folyó fizetési mérleg kategóriát az államháztartás privatizációs bevételeket nem tartalmazó GFS-egyenlegével vetjük össze, amely az államháztartás teljes finanszírozási szükségletét mutatja. Annak ellenére, hogy a két egyenlegben számos egymással szorosan nem kapcsolódó elem is található,²⁹ a két finanszírozási igény alakulása erőteljesen hathat egymásra.

A folyó fizetési mérlegen belül képzett elsődleges egyenleg mutató nem tartalmazza a kamattörlesztéseket, azaz a korábbi időszakokban kialakult nettó devizaeszköz állomány változásának folyó egyenlegre gyakorolt hatását. Az elsődleges egyenleg ennek következtében csak a folyó tranzakciók és jövedelemáramlások hatását jelzi és ennek révén szorosan kapcsolható az államháztartási kereslet hatásához illetve a költségvetési politika jellegéhez (fiscal stance).

A költségvetési politika ugyanis közvetlenül befolyásolja az államháztartás keresleti hatásán át a kereskedelmi mérleg (és részben a szolgáltatási, ezen belül pedig különösen az idegenforgalmi egyenleg) alakulását, miközben az államháztartás teljes egyenlegével (és ezen keresztül a teljes gazdaságpolitikával) kapcsolatos várakozások hatnak az elsődleges egyenleg többi elemére. Az utóbbi hatás erőteljesen érvényesül az egyoldalú átutalásokkal, valamint kisebb mértékben a folyó fizetési mérleg statisztikákban megjelenő egyéb folyó műveletekkel kapcsolatosan³⁰.

²⁹Ugyanakkor számos ponton a kapcsolat természetesen közvetlenül jelentkezik: elsősorban az államháztartás keresleti hatása és a folyó fizetési mérleg áru- és szolgáltatás egyenlegének változása, valamint a folyó fizetési mérlegben megjelenő kamategyenleg és az államháztartás konszolidált kamatkidadásai között.

³⁰ Ugyanakkor 1996-1997-ben a fiskális folyamatokkal (költségvetési egyenleg, költségvetési politika hitelessége, és konzisztenciája a meghirdetett árfolyampályával, az állampapírokba történő

A kereskedelmi mérleg egyenlege mutatja a gazdaság külső források iránt jelentkező többletigényét, mely közvetlenül a nettó export alakulásában jelentkezik. A fiskális politika és a kereskedelmi mérleg közötti kapcsolat elsősorban az államháztartás keresleti hatásán keresztül érvényesül. Az államháztartás keresleti hatását - és nem elsődleges egyenleget - vetjük össze az elsődleges folyó fizetési mérleg egyenleggel is, mert ez jobban mutatja a fiskális folyamatok folyó tételekre gyakorolt hatását.

A két egyenleg csoport közötti kapcsolatot négy szakaszra lehet bontani: az elsőben (1990 és 1992 között) a kedvező folyó fizetési mérleg egyenleg fokozatosan romló államháztartási egyenlegekkel párosult, a másodikban (1993-1994-ben) a folyó fizetési mérleg egyenlege erőteljesen romlott és fenntarthatatlan szintet ért el és ez az államháztartási egyenlegek romlásával járt együtt, a harmadikban (1995-1996) a folyó fizetési mérleg és államháztartási mutatók egymással szoros összhangban érzékelhetően javultak, míg 1997-ben a javuló folyó fizetési mérleg mutatókkal romló államháztartási egyenleg mutatók párosultak.

7. Táblázat. A folyó fizetési mérleg és azok összetevő a GDP százalékában

Megnevezés	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
A folyó fizetési mérleg egyenlege	0,3	0,8	0,9	-9,1	-9,4	-5,7	-3,9	-2,2
Elsődleges mérleg	4,5	5,0	4,5	-5,9	-6,0	-1,6	-0,7	-0,06
Kereskedelmi mérleg	0,9	0,6	-0,1	-8,6	-8,7	-5,5	-6,0	-3,8
Idegenforgalmi egyenleg	0,9	1,8	1,6	1,3	1,2	1,6	3,0	3,1
Egyoldalú átutalások	2,1	2,9	2,5	1,8	2,2	2,5	2,1	2,1
Egyéb folyó tételek	0,6	0,1	0,5	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	-0,5
Nettó kamat- és tőkejövedelmek	-4,2	-4,2	-3,6	-3,2	-3,4	-4,1	-3,2	-2,1

Forrás: MNB és saját számítás

Az első időszak rendkívül kedvező volt a külső egyensúly alakulása szempontjából, mert - az 1992-öt kivéve, amikor a kereskedelmi mérleg egyenleg enyhe hiányt jelzett - mindhárom mutató aktívumot mutatott. A pozitív folyó fizetési mérleg pozíciót elsősorban az elsődleges egyenleg és ezen belül is a kereskedelmi mérlegen kívüli tételek jelentős többlete eredményezte.

Az átalakulással összefüggő folyamatok (elsősorban a GDP és a jövedelmek visszaesése) asszimmetrikusan hatottak a belső és külső egyensúlyra: kedvezőtlenül érintették az államháztartás egyensúlyát, miközben pozitívan hatottak az elsődleges folyó fizetési mérleg egyenlegre. A kereskedelmi mérleg kedvező alakulása összefüggött azzal, hogy az export és az import dinamikája - kivéve 1991-et - illetve az export és import aránya a GDP-ben hasonlóképpen alakult (elsősorban növekedett a GDP jelentős visszaesése miatt). Ezzel együtt a kereskedelmi mérlegben az 1990-ben még meglévő 1 százalékpontos többletet 1992-re már csekély deficit váltotta fel.

befektetések relatív hozamelőnye a deviza befektetésekkel szemben) kapcsolatos várakozások is befolyásolták az idegenforgalmi mérleget és ezen keresztül az elsődleges egyenleget is.

A kereskedelmi mérlegen felüli tételekben jelentkező jelentős többlet részben egzogén tényezők³¹, részben a makrogazdasági folyamatok tükröződtek vissza. Ezek között a jövedelmek már említett sajátos visszaesése mellett kiemelendő a devizagazdálkodás és a folyó fizetési mérleghez kapcsolódó műveletek liberalizálása, amely elsősorban a szolgáltatások egyenlegét javította.

A viszonzatlan átutalások GDP 2-3%-át elérő többletére hatott a kamatdiszparitás kialakulása a jelentős hazai és külföldi inflációs eltérések valamint a hazai kamatlábak emelkedése. Ezt erősítette hogy az időszak nagy részében a különböző deflátorokkal számított reálárfolyam indexek felértékelődést jeleztek, ami tökenyereség realizálást tette lehetővé a külföldi befektetők számára. Végezetül mivel a tőkemérleghez kapcsolódó műveletek még nem voltak liberalizálva, a tőkebeáramlás is részben ezen a csatornán jelentkezett, javítva a folyó fizetési mérleg egyenlegét.

A folyó fizetési mérleggel szemben az államháztartás mutatói romlottak az egyedien kedvező többletet mutató 1990-hez képest. Az államháztartás teljes egyenlege 1992-re már 6,5%-os hiányra változott, amiben eleinte az elsődleges egyenleg látványos romlása (eltérően esett vissza a centralizációs és redisztribúciós hányad), majd 1992-ben a változó deficitfinanszírozás, valamint a magas kamatlábak és kiforrotlan adósságkezelés miatt növekvő kamatkidadások jelentkeztek.

8. Táblázat A fizetési mérleg és államháztartási deficit a GDP százalékában

Megnevezés	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Fizetési mérleg	0,4	0,9	0,9	-9,1	-9,4	-5,7	-3,9	-2,2
ÁH teljes egyenleg	0,3	-4,4	-6,5	-5,8	-8,2	-6,4	-3,3	-4,8
Elsődleges egyenleg	3,3	-0,6	-0,9	-1,2	-2,7	1,7	4,4	3,4
Kamatterhek	-3,0	-3,8	-5,6	-4,6	-5,5	-8,1	-7,7	-8,2

Ezzel párhuzamosan a keresleti hatást jelző mutató is módosult, mert miközben 1990-ben és 1991-ben a keresleti hatása negatív volt, addig 1992-ben már hozzájárult az aggregát kereslet bővüléséhez. Ebben az elsődleges hiány miatti jövedelemkiáramlás, valamint a magas reálkamatlábak miatti reálkamat jövedelmek is szerepet játszottak.

A vizsgált időszakban szoros kapcsolat csak az államháztartás keresleti hatása és a kereskedelmi mérleg egyensúlya között mutatható ki. Az államháztartás által gerjesztett keresleti többlet befolyásolta a kereskedelmi mérleg egyenlegének romlását, elsősorban az import növekedésére gyakorolt hatáson keresztül (különösen 1991-ben). A folyó fizetési mérleg és az államháztartási egyenlegek kapcsolatára a kereskedelmi mérlegen kívüli tételek alakulása (viszonzatlan átutalások, szolgáltatási egyenleg) is hatott.

A második időszakban (1993-1994-ben) a folyó fizetési mérleg egyenlegének drámai romlása következett be, amely elérte a GDP 10%-át. A romlás mértékét mutatja, hogy a hiány növekedése a kamatszolgálat/GDP - kamatok csökkenése, illetve a nettó devizaadósság mérséklődése miatti - javulása mellett következett be (amely az előző időszak 4%-ról 3,3%-ra mérséklődött).

A folyó fizetési mérleg romlására ható tényezőket jelzi az elsődleges és a kereskedelmi mérleg alakulása. A nettó kamatszolgálat csökkenése mutatja, hogy az elsődleges egyenleg

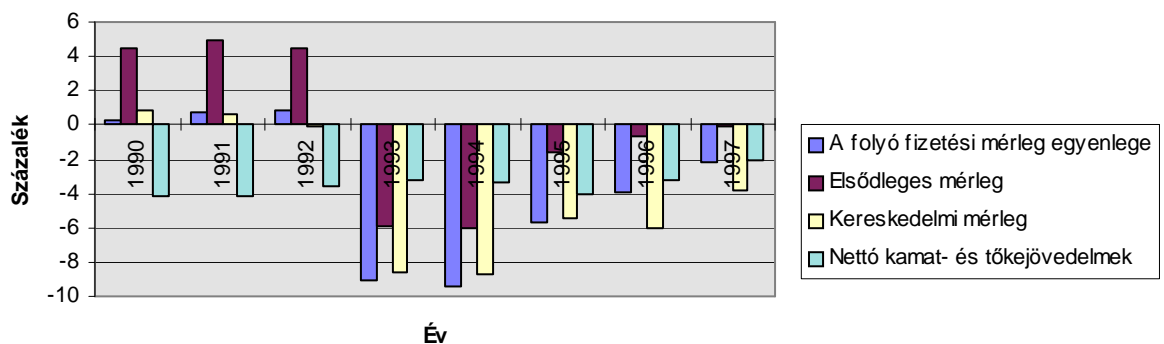
³¹mint pl. az egyoldalú átutalások jelentős többletében a környező gazdaságok politikai és gazdasági folyamatainak érvényesülése.

romlása meghaladta a teljes folyó fizetési és a kereskedelmi mérleg romlását is. Az elsődleges egyenleg romlásához kisebb mértékben hozzájárult, hogy a kereskedelmi mérlegen kívüli tételekben 1990-1992 között megfigyelt jelentős többlet mérséklődött, mind a szolgáltatások, mind a viszonzatlan átutalások tekintetében. Az idegenforgalmi mérlegben és a viszonzatlan átutalásokon megjelenő többlet csökkenése jelezte az árfolyampolitikával, valamint általában a követett gazdaságpolitikával kapcsolatos növekvő bizonytalanságot.

A gyakoribbá váló és növekvő mértékű árfolyam-kiigazítások, a lazuló monetáris politika illetve az inflációs célokkal inkonzisztens fiskális-monetáris mix, a romló makrogazdasági mutatók és kilátások növelték az árfolyamkockázatot amit nem kompenzált a hazai kamatlábak változása. Mindez mérséklete a viszonzatlan átutalásokon keresztül zajló tőkebeáramlást és devizakonverziót, illetve növelte a hazai jövedelem tulajdonosok körében a deviza megtakarítások vonzerejét, rontva a viszonzatlan átutalások egyenlegét.

4. Grafikon

A folyó fizetési mérleg és alkotóelemeinek egyenlege a GDP %-ban 1990 és 1997 között



A folyó fizetési mérleg romlásában a meghatározó tényező azonban a kereskedelmi mérleg hiány növekedése volt, amit párhuzamosan okozott az export csökkenése, valamint az import számottevő növekedése. Az import és az export közötti olló kinyílása 1993-ban volt jelentős, amikor az export aránya a GDP-hez viszonyítva 6 százalékponttal mérséklődött, miközben az import részesedése 2,5 százalékponttal növekedett. Az export és import dinamikája 1994-ben módosult: az export növekedése már meghaladta az importét, de a kettő közötti rés a GDP-ben tovább növekedett az eltérő kiinduló helyzet miatt.

A külső egyensúly romlása az államháztartás egyenlegeinek növekvő hiányával párosult az elsődleges egyenleg romlása és a kamatkidadások növekedése miatt. A kamatkidadások és az elsődleges egyenleg alakulása befolyásolta az államháztartás keresleti hatását, amely 1993-ban csökkent, elsősorban a mérséklődő nominális és negatív reálkamatlábak miatt a kamategyenlegben keresztül kiáramló jövedelmek visszaesése miatt (amit nem kompenzált

hogy ezzel párhuzamosan 1993-ban tovább romlott az elsődleges egyenleg), majd 1994-ben növekedett, megközelítve a GDP 4 százalékát.

A folyó fizetési illetve államháztartás mérlegek elemzése rávilágít arra, hogy az előzővel szemben ebben az időszakban már erőteljesebben és több síkon érvényesült a kapcsolat az államháztartási és fizetési mérleg alakulása között. A folyó fizetési mérleg deficitjének növekedése párhuzamosan jelentkezett az államháztartás teljes egyenlegének romlásával, amely - kapcsolódva a megtakarításokkal kapcsolatosan elmondottakhoz - mutatta, hogy az államháztartás finanszírozási szükségletének növekedése a gazdaság nettó külső finanszírozási igényének növekedésével párosult.

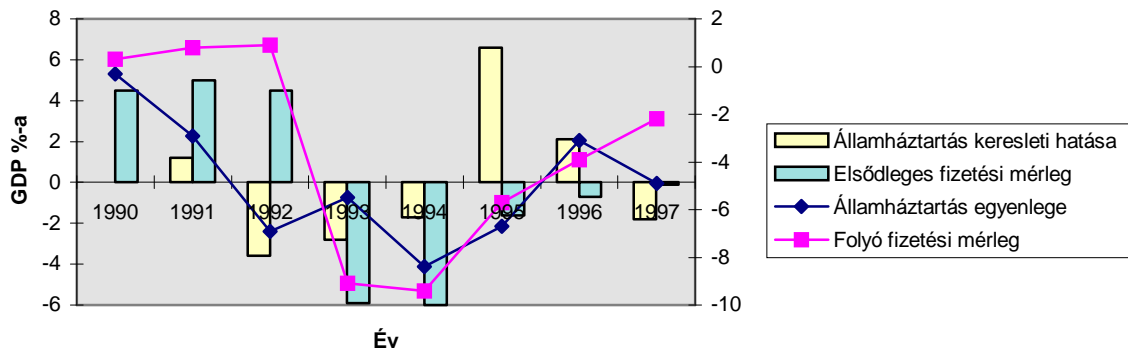
Hasonlóképpen kimutatható a kapcsolat az államháztartás elsődleges egyenlegének romlása illetve keresleti hatása és az elsődleges folyó fizetési és a kereskedelmi mérleg hiány növekedése között. Mindkét külső egyenlegre hatott az államháztartáson keresztüli kereslet növekedése, amely már 1992-ben is jelentős volt mintegy előre jelezve a megtakarítási hajlandóság csökkenése mellett a növekvő jövedelemkiáramlás külső egyensúlyt rontó hatását. A közvetlen keresleti hatás jelentős volt és hozzájárult az ebben az időszakban a folyó fizetési mérleget alapvetően mozgó kereskedelmi mérleg hiány növekedéséhez.

A kereskedelmi és az elsődleges folyó fizetési mérleg egyenlegére más keresleti elemek is hatottak: a személyes fogyasztás jelentős növekedése 1993-ban illetve a közösségi és magán beruházások dinamikus bővülése 1994-ben. Ezek mellett is a külső egyensúly alakulása szempontjából - a bővülés mértékét, a generált kereslet arányát/súlyát tekintve - meghatározó jelentőségű volt az államháztartási hiány növekedése.

A közvetlen keresleti hatás mellett azonban ismételen ki kell emelni a fiskális folyamatok közvetett - várakozásokon, jövedelemáramláson keresztül gyakorolt - hatását. Az államháztartás hiány és az államadósság fenntarthatatlan szintre növekedett: az államadósság stabilizáláshoz szükséges elsődleges egyenleg 1993-ban a GDP 5,3%-kal, míg 1994-ben a GDP 4,1%-kal alakult kedvezőtlenebbül, mint amekkora az adósság/GDP stabilizálásához szükséges lett volna. Ennek következtében növekedett a hazai államadósság-és általában a hazai valutában eszközölt befektetések kockázata, előtérbe került az import elő- és export késleltetett számlázása, valamint a tőkekimenekítés egyéb rejtett és kevésbé rejtett formái, amelyek visszahatottak az elsődleges egyenleg kereskedelmi mérlegen kívüli tételeinek alakulására.

5. Grafikon

Az államháztartás és a folyó fizetési mérleg kapcsolata



A következő időszakban (1995-1996) érzékelhető fordulat állt be a költségvetési és a folyó fizetési mérlegek alakulásában: a folyó fizetési mérleg GDP-hez vetített hiánya 9,4%-ról (1994) 1996-ra 3,9%-ra mérséklődött. A fordulat eltérően érvényesült 1995-ben és 1996-ban, mert az első évben a javulást kizárólag az elsődleges folyó fizetési mérleg számottevő (GDP arányosan 4,4 százalékpontos) javulása eredményezte a kamatmérleg romlása (GDP 0,7%-kal) mellett, jelezve a növekvő finanszírozási szükséglet és kockázat negatív hatását a kamatfelárra.

Ezzel szemben 1996-ban a teljes fizetési mérleg hiányának 1,8 százalékpontos javulása már egyaránt köszönhető volt az elsődleges egyenleg javulásának és a nettó kamatkiadások mérséklődésének. A nettó kamatkiadások csökkenésére hatott a javuló elsődleges egyenleg miatt mérséklődő kamatfelár is, de a fő szerepet a privatizációs bevételek realizálása és külső adósságtörlesztésre történő felhasználása nyomán csökkenő bruttó devizaadósság illetve a tőkebeáramlás felerősödése nyomán bővülő jegybanki devizatartalékok miatt csökkenő nettó devizaadósság játszotta.

Az elsődleges egyenleg javulását 1995-ben a kereskedelmi mérleg korrekciója eredményezte: az elsődleges egyenleg/GDP 4,4 százalékpontos korrekcióján belül 3,4 százalékpontot. A stabilizációs program nyomán az export 13 százalékkal növekedett, míg az import 0,7 százalékkal csökkent, miközben a GDP lassú bővülése, valamint a forint reálleértékelődése nyomán az export részesedése 1, míg az importé 8 százalékponttal növekedett a GDP-ben.

A kereskedelmi és elsődleges folyó fizetési mérleg korrekcióját előidéző legfontosabb tényező az árfolyam- és költségvetési politikában bekövetkezett változás volt. A csúszó leértékeléses árfolyamrendszer kiküszöbölte az árfolyam-politika folyó fizetési mérleg egyenlegét 1993-1994 folyamán már kedvezőtlenül érintő vonásait: kiszámíthatóvá tette az árfolyampálya és az ehhez kapcsolódó fontosabb makrogazdasági paraméterek alakulását, megszüntette a nominális illetve mérsékelte a reálárfolyam variabilitását, valamint kiküszöbölte a hazai valuta elleni spekulációból származó kedvezőtlen hatásokat (export bevételek külföldön tartása, import felül- és export alulszámlázása, stb.). Ennek pozitív hatása jelentkezett a kereskedelmi mérlegben, de a viszonzatlan átutalásokon és a szolgáltatási egyenlegen keresztül érvényesült a folyó fizetési mérleg többi sorában is.

Ugyanakkor az erőteljes árfolyam leértékelés és az árfolyam korrekció csak részleges begyűrűzése az árakba javította a kereskedelemben kerülő javak szektora árversenyképességet, míg az erőteljes jövedelemkorrekció a költség versenyképességet.³²

A kereskedelmi és az elsődleges mérlegre hatást gyakorolt a fiskális korrekció is, amely közvetlenül az államháztartás által gyakorolt aggregát keresleti hatáson keresztül javította a kereskedelmi illetve az elsődleges folyó fizetési mérleg egyensúlyát, míg a közvetett hatása két csatornán keresztül érvényesült. Egyrészt közismert, hogy az államháztartási kiadások nagyobb része a kereskedelemben nem kerülő javakra irányul és ennek révén az államháztartás hozzájárul a kereskedelemben nem kerülő javak árszintjének növekedéséhez és a kereskedelemben kerülő illetve nem kerülő szektorokban bekövetkezett áremelkedés hányadosaként értelmezett reálárfolyam mutató felértékelődéséhez. Magyarországon 1991-1994 között az államháztartási kiadások növekedése elsősorban a kereskedelemben nem kerülő javak szektorát érintette, és szerepet játszott a grafikonon jól látható reálfelértékelődésben is.³³

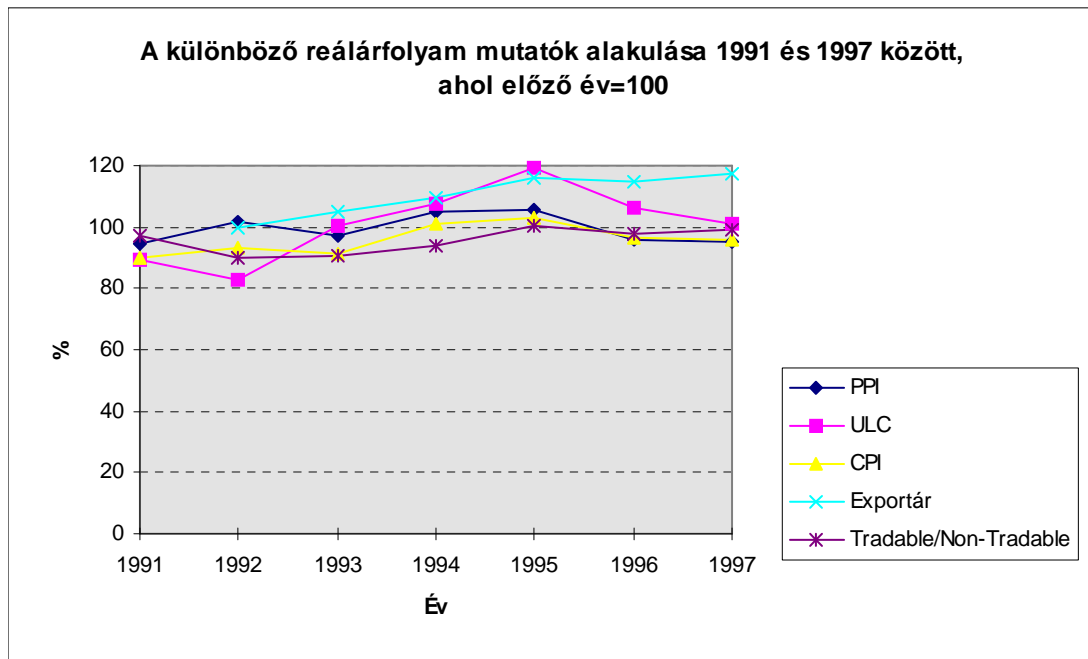
Az 1995-ös költségvetési korrekció meghatározó része az elsődleges kiadások reálértéken közel 12 százalékos csökkenése volt.³⁴ Ennek - és a szolgáltatások árára az 1991-1994 közötti időszakban hatást gyakoroló egyéb tényezők gyengülése (pl a kiskereskedelmi árak növekedése, a profitok növekedése, a közvetett adók növekedése) - nyomán mérséklődött a kereskedelemben nem kerülő szektorokra gyakorolt árnyomás, összevetve a kereskedelemben kerülő javak szektorával: a reálárfolyam leértékelődött és ez a versenyképesség javulását jelezte.

6. Grafikon

³² A javulás különösen erőteljes volt a költség versenyképesség alakulását mutató egység munkaerő költség alapján számított árfolyamindex esetében, mert itt a nominális árfolyam erőteljes leértékelése mellett a termelékenység növekedése és a reálberek csökkenése is a mutató javulását eredményezte.

³³ A reálfelértékelődés ténye akkor sem vitatható, ha természetesen módszertani és mérési problémák mellett a jelzett reálárfolyam index (kereskedelemben kerülő és nem kerülő javak árindex hányadosa) óvatosan kezelendő.

³⁴ A növekvő költségvetési és államháztartási deficit ellenére 1994-ben a központi költségvetés elsődleges kiadásainak reálértéke már 9,5 %-kal mérséklődött.



Az államháztartás hatásának másik csatornája a jövedelemkorrekción keresztül érvényesült, amely a magánszektor fogyasztási kiadásainak visszafogásával mérsékelte az importot és növelte a termelők exportorientáltságát és kényszerét. A jövedelemkorrekció a szolgáltatási egyenlegre is hatott az idegenforgalmi egyenleg javításával.

Az elsődleges egyenleg javulásában 1996-ban kissé eltérő folyamatok játszottak szerepet. A GDP 0,9 százalékaival egyenlő javulást ugyanis a kereskedelmi mérleg hiányának 0,5 százalékpontos növekedése és az egyéb tételek 1,4 százalékpontos javulása eredményezte. Mivel 1996-ban a nettó és bruttó devizaadósság csökkenése, az ország kockázati mutatók javulása illetve a dollár felértékelődése miatt csökkent a kamatszolgálat, ezért a folyó fizetési és a kereskedelmi mérlegek 1990 és 1995 között (kisebb megszakítással 1992-ben) megfigyelhető együttmozgása megszűnt és a két mérleg ellentétesen alakult.³⁵

A kereskedelmi mérleg romlása az export és import növekedési ütemében bekövetkező váltás eredményezte: a növekedési rés az 1995-ös 14 %-ról 1996-ra 6%-ra mérséklődött, elsősorban az import növekedése miatt. A kereskedelmi mérleg romlását befolyásolta az árversenyképesség romlása a vártnál lassúbb dezinfláció miatt, a cserearányok 1995-ös javulással szembeni romlása, valamint a keresztárfolyamok alakulásában a dollár felerősödésével kapcsolatban a kereskedelmi mérleget kedvezőtlenül érintő hatások.

Az elsődleges folyó fizetési mérleg egyenleg javulását elsősorban az idegenforgalmi többletbevétel eredményezte, amiben szerepe van a kiszámítható árfolyampályának, a forintban és devizában képzett megtakarítások relatív hozamai közötti jelentős eltérésnek, valamint a tőkemérleg liberalizálása nyomán az ezen tételre bekövetkező többeáramlásnak.³⁶

³⁵ Ahogy a későbbi elemzés mutatja majd a két mérleg közötti olló növekedését tartós folyamatnak tekinthetjük, mert a szolgáltatások növekvő többlete illetve az alacsonyabb kamatkidadások biztosíthatják a két mérleg közötti - esetlegesen kissé csökkenő mértékű - részt.

³⁶ Itt kerülnek pl. részben elszámolásra a külföldiek által eszközölt hazai ingatlanbefektetések is.

Az idegenforgalmi egyenleg javulása magyarázza részben a viszonzatlan átutalások csökkenését, mert az előzőt kedvezően érintő tényezők itt negatívan hatnak. Az elsődleges egyenleget javította még az egyéb folyó áramlás növekvő többlete, amely kapcsolódik a makrogazdasági és országgokozati mutatók javulásához, és semlegesítette a viszonzatlan átutalásokban bekövetkezett csökkenő konverziót.

A megbomlott külső és belső egyensúlyi pozíció korrekciója, valamint az árfolyamrendszer fenntartása erőteljes fiskális korrekciót igényelt: az elsődleges egyenleg a GDP 7,1 %-val, míg az államháztartás teljes, privatizációs bevételek nélkül számított egyenlege 5 százalékponttal javult 1996-ban 1994-hez képest. A különbözetet a kamatkiadások növekedése jelentette a gyorsuló infláció, az MNB-vel szemben fennálló nem kamatozó leértékelési veszteség kötvényesítése, a jelentős devizabeáramlás és ennek nyomán az állami magán devizaadóssággal történő felváltása miatt (ez utóbbi a másik oldalon a konszolidált állam forintadósságának és ezzel kapcsolatos kamatkiadásainak növekedésében jelentkezett)³⁷.

A nominális és - a csökkenő infláció mellett - a reál kamatkiadások növekedése sem ellentételezte az elsődleges egyenleg korrekcióját és az államháztartás keresleti hatásában beálló fordulatot: míg 1994-ben az államháztartás a GDP 3,7 %-kal növelte az aggregát keresletet, addig 1996-ban már a GDP 3 %-val mérsékelte.

Figyelembe véve az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenleggel kapcsolatosan leírtakat, érvényesült-e az ikerdeficit? A teljes privatizációs bevételek nélkül számított államháztartási hiány nagysága szorosan követte a folyó fizetési mérleg alakulását: ahogy 1994-ben az államháztartási deficit növekedésével a folyó fizetési mérleg hiánya is növekedett, úgy 1995-1996 során a két egyenleg párhuzamosan és közel hasonló ütemben javult.

A hasonló pálya összefügg azzal is, hogy a folyó fizetési mérleg és az államháztartási egyenleg esetében is az alkalmazkodás az elsődleges egyenleg javulásában nyilvánult meg. Az eltérő dinamikát 1995-ben az magyarázza, hogy miközben a devizaadósságon fennálló kamatok összességében csökkentek, addig ezzel szoros összefüggésben a forintadósságon és a teljes konszolidált államadósságon fennálló kamatkiadások növekedtek.

A teljes államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlegek mellett hasonlóan alakult az államháztartás keresleti hatása, illetve a folyó fizetési mérleg elsődleges egyenlege. A kapcsolatot itt részben az államháztartás részéről érkező csökkenő keresleti hatás, részben az elsődleges egyenlegben bekövetkezett korrekció és fenntartható pályához kapcsolódó várakozások változás eredményezte. A kapcsolat az elsődleges folyó fizetési mérleg egyenleg és az államháztartás keresleti hatása között egyértelmű és jól kimutatható mindkét évre.

Az államháztartás keresleti hatása és a kereskedelmi mérleg közötti kapcsolat azonban csak részleges, mert miközben 1995-ben a keresleti hatás visszaesésével összhangban a kereskedelmi mérleg javult, addig 1996-ban a folytatódó fiskális korrekció mellett is

³⁷ Az államadósság deviza szerkezetében bekövetkező váltás kamatkiadásokat növelő hatását tovább erősítette, hogy tekintettel az inflációs célokra, illetve a monetáris politika közbülső kamatcéljaira a deviza beáramlással kapcsolatos likviditásbővülést a jegybank sterilizálta, ami egyfelől a konszolidált államadósság növekedését eredményezte, másfelől gátat szabott a fennálló adósságállomány után fizetett kamatok átlagos szintje csökkenésének.

növekedett a kereskedelmi mérleg hiánya. Tekintettel arra, hogy a kereskedelmi mérleg egyenlege van a legközvetlenebb kapcsolatban az államháztartás keresleti hatásával, ez azt jelzi, hogy a kereskedelmi mérleg hiány növekedésében 1996-ban már a magánszektor többletkeresletének (ezen belül is a beruházások)növekedése játszotta a fő szerepet.

A mutatók összevetése mutatja, hogy 1995-1996 folyamán szorosan együtt mozogtak az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenleg mutatók. Az államháztartás kedvező hatása a folyó fizetési mérlegre különböző csatornákon keresztül érvényesült.

1. Az államháztartás közvetlen keresleti hatása a korábbi évek jelentős többletét követően semleges, majd negatív lett.
2. Az államháztartás finanszírozási szükségletének mérséklődése növelte a meghirdetett árfolyam- és gazdaságpolitika hitelességét, javította a hazai valutában képzett megtakarítások hozamelőnyét megszüntetve az ellene folytatott spekulációt, stabilizálva a gazdasági szereplők várakozásait.
3. Az államháztartási korrekció megállította a teljes és a deviza adósságállomány növekedését, ami lehetőséget adott a nettó devizaadósság utáni kamatszolgálat mérséklésére.
4. Az államháztartási korrekció az árfolyampályával konzisztens költségvetési politikát eredményezett, ami felerősítette az árfolyamrendszer fenntarthatóságába vetett bizalmat és a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer kereskedelemben kerülő javak szektorára gyakorolt pozitív hatásait.

Ezen időszak sajátossága volt, hogy nem csak az államháztartási egyensúly alakulása befolyásolta a folyó fizetési mérlegét, de a fordított hatás is érvényesült. A stabilizációs program keretében a külső egyensúly javítása érdekében bevezetett lépések ugyanis jelentősen növelték az államháztartás bevételeit:³⁸ a vámpótlék számottevő többletbevételt eredményezett, az árfolyam jelentős nominális kiigazítása pedig a forintban számított vetítési alap szélesítésével növelte a szokásos vámbevételét.

Emellett az államháztartásnak addicionális bevétele származott a kereskedelemben kerülő javakat előállító szektorok gyors bővüléséből, mert ezekben a szektorokban növekedett a hozzáadott jövedelem és az ebből származó adóbevétel. A folyó fizetési mérleg korrekciója összességében mind a felgyorsuló export növekedés, mind az importkereslet visszafogásának módja révén segítette az államháztartási hiány csökkentését.

Az államháztartási és a folyó fizetési mérleg egyenlegek között a keresleti hatáson keresztül kimutatható kapcsolatban 1997-ben váltás következett be a korábbi évekkal összevetve, mert ellentétesen alakult a két egyenleg. A folyó mérleg hiánynak további mérséklődése mellett az államháztartási deficit növekedett, részben technikai változások (adósságcsere a jegybank és a központi költségvetés között), részben a költségvetési politika expanzívabb jellege miatt.

³⁸ Emellett ezen többletbevételek hozzájárultak ahhoz is, hogy a központi költségvetés elsődleges bevételei az 1994-es 6,5 százalékos reálcsökkenést követően 1995-ben stagnáltak, majd 1996-ban 1,2 százalékkal növekedtek.

A teljes államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlegek mellett az elsődleges és a kamatmérlegek is különbözően alakultak: a kamatkiadások növekedtek az államháztartás esetében (bár változatlanok maradtak a konszolidált állam szintjén), miközben a folyó fizetési mérlegben szereplő kamategyenleg javult, míg az elsődleges folyó fizetési mérleg pozíció további javulását az államháztartás elsődleges deficitjének növekedése kísérte.

Minek tudható be, hogy 1997-ben elvált a keresleti hatás alapján a folyó fizetési és az államháztartási egyenlegek alakulása? Egyrészt az államháztartás növekvő hiánya és keresleti hatása azért nem eredményezett növekvő folyó fizetési mérleg hiányt, mert a reál GDP gyors növekedésével párosult. A reál GDP növekedése jelezte az aggregált kínálat erőteljes növekedését, amely a külső egyenlegek romlása nélkül felszívta az államháztartás által generált addicionális keresletet.

Másrészt a növekvő reál GDP-n belül relatíve csökkent és szerkezetében is átrendeződött a privát szektor keresleti hatása. A privát szektor relatív keresleti hatása mérséklődött, mert a jövedelmek növekedése nyomán növekedett a magán (ezen belül elsősorban a vállalati) szektor megtakarítási hajlandósága és ez részben semlegesítette az államháztartás keresleti hatásának erősödését. Emellett relatíve növekedett a beruházások és csökkent a fogyasztás. A beruházások növekedése - elsősorban annak következtében hogy a kereskedelembé kerülő javak szektorában volt a legerőteljesebb - kedvezőbben érintette a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg egyenlegét, mint a fogyasztás növekedése tette volna. A kereslet szerkezeti átrendeződése a beruházások javára is csökkentette az államháztartási hiány és keresleti hatás növekedésének folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatását.

Végezetül az államháztartás és a folyó fizetési mérleg egyenlegek közötti keresleti kapcsolat hiányát magyarázza az is, hogy az államháztartás nettó keresletének növekedése időben késleltetve hat a folyó fizetési mérleg egyenlegre. A magasabb nominális kamatkiadások mellett növekvő reál kamatkiadások illetve az elsődleges egyenleg romlásában jelentős szerepet játszó bérkiadások növekedése - figyelembe véve a megtakarítási hajlandóság alakulását - csak késleltetve éreztheti hatását az aggregált keresletre és ezen keresztül a külső egyensúlyra. Az említett tényezők magyarázzák, hogy a korábbi évekkel összevetve miért nem mutatható ki a keresleti csatornán keresztül az ikerdeficit jelensége és hogy a romló államháztartási pozíció miképpen kapcsolódhatott össze a folyó egyenleg javulásával.

Összességében az 1990-es években viszonylag szoros kapcsolat mutatható ki a folyó fizetési mérleg és az államháztartás megfelelő egyenlegei között. A teljes fizetési mérleg és az államháztartás privatizációs bevételeket nem tartalmazó, GFS egyenlege közötti kapcsolat az 1991-1992-et és 1997-et leszámítva végig szoros volt. Hasonlóképpen erőteljes korreláció mutatható ki az államháztartás keresleti hatása és a kereskedelmi valamint az elsődleges folyó fizetési mérleg között. Kivételt itt is csak 1992 és 1996-97 jelent: az előző esetben az államháztartási egyenleg változásának hatása késleltetve érezte hatását, míg a másodikban a külső egyensúly alakulásában az államháztartáson kívüli kereslet változása játszott fontos szerepet. Összességében az államháztartási egyenleg és a folyó fizetési mérleg mutatói között az elemzett időszak zömében szoros kapcsolat volt, jelezve az ikerdeficit érvényesülését ebben a megközelítésben is.

III. Az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlegei közötti kapcsolat: összefoglaló áttekintés

Az előző fejezetek elemezték az államháztartás és a folyó fizetési mérleg egyenleg között a különböző csatornákon keresztül kimutatható kapcsolat alakulását. A következőkben megkíséreljük időben összefoglalni, hogy mikor és milyen tényezők hatására állhatott fenn illetve hiányzott az ikerdeficit a magyar gazdaságban.

Az elemzési időszakot megelőzően, az 1980-as évek végén a gazdaság felgyorsuló liberalizálása és a változó intézményi környezet, valamint az 1987-től szigorodó monetáris politika mellett szoros volt az államháztartási és a folyó fizetési mérleg egyenlegek közötti kapcsolat. Az államháztartási hiány fokozatosan növekedett az ingadozó elsődleges egyenleg és a növekvő kamatkidadások miatt: ennek nyomán erősödött az államháztartás keresleti hatása és romlott nettó megtakarítói pozíciója. Ugyanakkor a nem közösségi szektor megtakarítói helyzete a külső egyensúly romlását követő szigorúbb monetáris és jövedelempolitika hatására javult és ez részben hozzájárult a folyó fizetési mérleg hiány növekedésének mérsékléséhez.

Az államháztartási hiány finanszírozása döntően jegybanki hitelekkel valósult meg, aminek forrását a nettó állami devizaadósság növekedése képezte. Miközben a folyó fizetési mérleg egyenleg alakulását befolyásolták az intézményrendszeri változások (elsősorban az import liberalizálása, valamint a termelési és fogyasztói szubvenciók fokozatos leépítése), addig a növekvő folyó fizetési mérleg hiányban érvényesült az államháztartási túlköltekezés és a nettó megtakarítói pozíció romlásának hatása.

Az államháztartási és a folyó fizetési mérleg közötti kapcsolatot 1990 és 1992 között alapvetően befolyásolták a piacgazdaságra történő átállással összefüggő makro- és mikro-gazdasági folyamatok. A potenciális és az aktuális GDP csökkenése - a visszaesés okainak és dinamikájának sajátossága mellett - hasonlított a hagyományos recessziókhöz: a belföldi jövedelmek csökkenése miatt a folyó fizetési mérleg többlet az államháztartási hiány növekedésével párosult a recesszió államháztartási bevételekre illetve kiadásokra gyakorolt ellentétes hatása miatt. Az exogén sokkok és az ezeket nem semlegesítő passzív költségvetési politika nyomán jelentősen romlott az államháztartási egyenleg: a kiegyensúlyozott elsődleges egyenleg GDP arányosan 2,4%-os deficitté változott 1990 és 1992 között, miközben a pénzforgalmi hiány 0,3%-ról 6,9%-ra, az operacionális hiány 4,7%-ról 5,5%-ra növekedett.

Az államháztartási és a folyó fizetési mérlegek közötti kapcsolatot továbbá befolyásolta, hogy a recesszió és az átalakulással együtt járó bizonytalanság a magánszektor jövedelem felhasználását sajátosan módosította. Ez a lakossági szektornál jövedelme termelésnél kisebb mértékű visszaesésében és megtakarításai növekedésében, míg a vállalati szektornál - a romló finanszírozási-likviditási helyzet és a pénzügyi fegyelem erősödése, valamint a beruházási ráta csökkenése miatt - megtakarításai csökkenésében jelentkezett.

A növekvő államháztartási hiánnyal összefüggésben az állam nettó megtakarítói pozíciója jelentősen romlott a bruttó államháztartási megtakarítások csökkenése miatt és ennek döntő szerepe volt abban, hogy a nettó nemzetgazdasági megtakarítások 1990 után ismételen negatívvá váltak. A növekvő államháztartási hiány finanszírozása a jegybanki függetlenség növekedése és a külső finanszírozás korlátjai nyomán változott, és a korábbi

devizaadóssággal szemben előtérbe került a belföldi kamatozó adóssággal történő finanszírozás.

Az államháztartási egyenlegmutatók közvetlenül és közvetve is hatottak a folyó fizetési mérleg alakulására. Egyrészt az államháztartási deficit növekedése nyomán közvetlen hatásként növekedett a közösségi fogyasztás, míg közvetve a privát szektor fogyasztásának részesedése a GDP-ben. A végső fogyasztás/GDP 1990 és 1992 között 0,73-ról 0,84-re növekedett és a belföldi felhasználás többi elemének csökkenése mellett kizárólagos szerepe volt abban, hogy a belföldi felhasználás visszaesése alatta maradt a GDP csökkenésének. Ezzel összefüggésben a nettó export GDP arányos szintje jelentősen mérséklődött az 1989-1990-es átlagos 0,03-0,04-ről 1991-1992-re átlagosan -0,01-re.

Másrészt a növekvő államháztartási hiány a folyó fizetési mérleg kedvező egyenlegével konzisztensen csökkenő nettó állami devizaadóssággal párosult a változó adósságkezelés és a devizatartalékok növekedése nyomán. Az államháztartás finanszírozási szükségletének növekedése viszont olyan jelentős volt, hogy 1992-ben - a háztartási megtakarítások csökkenése és a beruházások kamatérzékenységének erősödése mellett - enyhe kizorító hatást gyakorolt a vállalati beruházásokra és növelte a magán devizaadósságot.

Az előző tényezők az ikerdeficit meglétét mutatják, de az államháztartás keresleti hatása és a folyó fizetési mérleg egyenleg mutatók ellentétesen alakultak: miközben a romló kereskedelmi mérleg jelezte a keresleti hatás erősödését, az elsődleges és a teljes folyó fizetési mérlegre az egyenleget javító átmeneti tényezők hatottak (a viszonzatlan átutalások növekedése, a kedvező idegenforgalmi mérleg). Az államháztartás és keresleti hatásának folyó fizetési mérleggel való gyenge korrelációjában szerepet játszott a magánszektor nettó megtakarításának növekedése is, amely lehetőséget adott a növekvő deficit finanszírozására. A magán- és a közösségi szektor nettó megtakarítói pozíciójának ellentétes alakulása a nettó jövedelmi pozíció változásában is tükröződik: miközben az államháztartásé meredeken romlott, addig ezt semlegesítette a privát szektor javulása és így a külföld ekkor még nem volt nettó finanszírozó.

Az államháztartás és a folyó fizetési mérleg közötti kapcsolatot néhány tényező gyengítette. Egyrészt az államháztartás hiányának és növekvő finanszírozási szükségletének hatásai csak *késleltetve* érvényesültek a magánszektor megtakarításainak gyors növekedése, az államháztartáson kívüli jövedelemtulajdonosok felhasználásának erőteljes csökkenése és a deficitfinanszírozás szerkezetének módosulása miatt. Az államháztartási hiány finanszírozásának folyó fizetési mérlegre gyakorolt negatív hatása a következő szakaszban bontakozott ki.

A GDP és a rendelkezésre álló jövedelmek csökkenése közötti rés sem gyakorolt még hatást a folyó fizetési mérleg egyenlegre, mert ennek nyomán a lakossági megtakarítások is növekedtek. Az említett rés fennmaradásának makrogazdasági hatásai 1993-tól érvényesültek: a magán- és a közösségi szektor többletfelhasználáshoz (elsősorban fogyasztásának növekedéséhez) vezetett a nettó privát és nemzetgazdasági megtakarítások csökkenése miatt.

A késleltetéshez kapcsolódik, hogy az államháztartás növekvő finanszírozási szükségletét nagy mértékben pénzteremtéssel finanszírozták. A jegybanki finanszírozás hozzájárult ahhoz, hogy a korrekciós infláció nem csengett gyorsan le, hanem a mérsékelt infláció beépült a gazdasági szereplők várakozásaiba, megakasztva 1992-ben a dezinfláció folyamatát. Ennek következtében fokozatosan ellentmondásba került az alkalmazott árfolyam-

politika az inflációs folyamatokkal, aminek következménye a reálárfolyam felértékelődése, a leértékelési várakozások erősödése volt, ami idővel hozzájárult a folyó fizetési mérleg hiányának növekedéséhez.

A két egyenleg közötti kapcsolatot számos átmeneti tényező hatása is gyengítette: a vállalati szektor felhalmozási és megtakarítási hajlandóságának változása, a kereskedelmi és az elsődleges folyó fizetési mérleg egyenlegek közötti rés növekedése, valamint a gazdaság liberalizálása és a forint konvertibilitás mértékének fokozatos szélesítése. Összességében ebben az időszakban az ikerdeficit fennállása csak részlegesen mutatható ki: egyes mutatók jelzik, hogy a folyó fizetési mérleg illetve az ehhez kapcsolódó mutatók (nettó export, nettó devizaadósság) alakulása mögött az államháztartás játszotta a meghatározó szerepet, míg mások nem jelzik vissza az ikerdeficit meglétét.

A következő két évben jelentős volt az együttmozgás a folyó fizetési és az államháztartási mérlegek alakulásában: a folyó fizetési mérleg hiányának növekedésében érvényesültek az 1990-1992 közötti makrogazdasági feszültségek következményei. Emellett mérséklődött az exogén sokkok, viszont felerősödött az államháztartás hatása a folyó egyenlegre. A közvetlen hatás a költségvetési politika további lazulásában nyilvánult meg, amit jelzett az elsődleges deficit folytatódó növekedése, az államháztartás keresleti hatásának erősödése, az államháztartási fogyasztás és redisztribúció magas szintjének fennmaradása. A közvetett hatás a teljes konszolidált államadósság gyors növekedésében és az adósság/GDP ráta stabilizálásával inkonzisztens fiskális egyenlegekben jelentkezett, ami a piaci szereplők várakozásai, az árfolyam és a kamatlábak alakításán keresztül befolyásolta a folyó fizetési mérleg egyenleget. Az államháztartás és a folyó fizetési mérleg egyenlege közötti kapcsolat részletes elemzése alapján egyértelműen kimutatható az ikerdeficit ebben az időszakban.

1. Az államháztartási hiány növekedése a nettó nemzetgazdasági és állami devizaadósság növekedésével párosult. Az államháztartás finanszírozási szükséglete meghaladta a pénzteremtéssel és a belföldi adóssággal finanszírozható szintet és elkerülhetetlen volt a nettó állami devizaadósság fokozottabb igénybevétele. Az államháztartás finanszírozási igényének növekedése a nettó devizaadósság növekedésére közvetve is hatott a privát szektor nettó devizaadósságának növekedésén keresztül. Az államháztartás finanszírozási szükséglete ugyanis akkor növekedett, amikor a megelőző 3 évvel szemben a javuló növekedési kilátások, az enyhülő exogén sokkok nyomán először bővült a vállalati szektor beruházási hajlandósága is. Az államháztartás finanszírozási igénye azonban 1994-ben már olyan mértékben kötötte le a rendelkezésre álló finanszírozási forrásokat, valamint olyan magas belföldi nominális és reál kamatokat eredményezett, hogy a vállalati szektor növelte nettó devizaadósságát. Az államháztartási hiány növekedése ezért mind közvetlenül, mind közvetve döntő szerepet játszott a nettó devizaadósság és a folyó fizetési mérleg hiány növekedésében.

2. Az államháztartási hiány növekedése határozta meg a nettó nemzetgazdasági megtakarítások csökkenését is. Ebben az időszakban a magánszektor nettó megtakarításai is csökkentek, de ingadoztak a lakossági és a vállalati szektorok eltérő viselkedése miatt. A lakosság esetében a monetáris expanzió nyomán negatívvá váló reálkamatlábak miatt előbb csökkent a nettó és bruttó megtakarítási ráta, majd 1994-ben a kedvezőbb reálhozamok, az adókedvezmények hatására növekedett. Ezzel szemben a vállalati szektor esetében a megtakarítások előbb növekedtek (mert 1993-ban még tartott a GDP csökkenése, a várt keresleti feltételek romlása), majd a beruházások növekedését követően csökkentek.

Az államháztartás nettó megtakarítói pozíciója tovább romlott és hiánya 1993-1994-ben a GDP 4%-kal haladta meg az 1990-1992-es átlagot. A negatív nettó nemzetgazdasági megtakarításban a negatív államháztartási megtakarításnak volt meghatározó szerepe. A negatív nettó államháztartási megtakarítást 1992-ben még fedezte a nettó privát megtakarítás, de a vállalati beruházások csökkenése nyomán 1993-1994-ben a privát szektor nettó pozíciójának változása miatt már csak a nettó külső megtakarítások igénybevételével, azaz a folyó fizetés mérleg hiányának növelésével volt fedezhető.

3. Az államháztartási deficit növekedése az államháztartás által generált keresleti hatását is erősítette, ami közvetlenül hozzájárult az összes külső egyensúlyi mutató (kereskedelmi, elsődleges és teljes folyó fizetési mérleg egyenleg) romlásához. A kapcsolat az államháztartási és a folyó fizetési mérleg pozíciók között egyértelmű, amit jelez hogy - szemben az előző időszakokkal - az elsődleges és a teljes folyó fizetési mérleg változása azonos volt, tehát egyéb exogén tényező hatása nem befolyásolta a külső egyensúly alakulását.

Az államháztartás hatása a folyó fizetési mérlegre közvetlenül a nettó aggregát kereslet növekedésén, míg közvetve az árfolyampolitikán keresztül érvényesült. Az államháztartási kereslet növekedése a külső verseny által kordában tartott kereskedelembe kerülő javak árainál gyorsabb ütemben növelte a kereskedelembe nem kerülő szektorok árindexét és ezen keresztül a reálárfolyam felértékelődését. Ez - tekintettel arra, hogy eltérő az export és import reálárfolyam érzékenysége - elsősorban az importkeresletet növelte és ezen keresztül hatott a folyó fizetési mérleg egyenlegre. Ugyanakkor a finanszírozási szükséglet és az államadósság dinamikája kétségeket ébresztett az államháztartási folyamatok fenntarthatóságával és a követett árfolyam-politika konzisztenciájával kapcsolatban, aminek nyomán erősödött a forinttal szembeni spekuláció. Ez a növekvő deviza hitelkeresleten, az export alul- és az import felülszámlázásán, a tőkekimenekítés különböző egyéb csatornáin keresztül negatívan hatott a folyó fizetési mérleg egyensúlyára.

Az államháztartás a monetáris politikára gyakorolt hatásán keresztül is befolyásolta a folyó fizetési mérleg egyenlegét. A dezinflációval és a törvényi előírásokkal is ellentétes közvetlen jegybanki finanszírozás magas seignioraget eredményezett és ez hatott az infláció és ezen keresztül a kereskedelmi mérleg alakulására, míg az államadósság kisebb költségű finanszírozására tett monetáris politikai lépések egyensúlyi zavarok felerősítői lettek.

4. Az államháztartási hiány növekedése a GDP felhasználási szerkezetében is rontotta a folyó fizetési mérleget, mert hozzájárult a nettó export csökkenéséhez, amelynek hiánya 1993-1994-ben a GDP-ben átlagosan 7,5%-ra növekedett. A nettó export kedvezőtlen változásában a belföldi felhasználás gyors növekedése fontos volt és két forrásból eredt: a vállalati szektor felhalmozási kiadásainak növekedéséből és a közösségi fogyasztás bővüléséből. Az államháztartásnak a közösségi és magánfogyasztás alakulásán keresztül közvetlen szerepe volt a nettó export csökkenésében és a folyó fizetési mérleg pozíció romlásában.

5. Végezetül az államháztartás folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatásáról elmondottakat megerősíti a nettó jövedelmi pozíció alakulása is. Az államháztartás pénzforgalmi egyenlegével megegyező nettó jövedelmi pozíciója volt a meghatározó tényező a külföldi finanszírozás alakulásában 1993-1994-ben, bár a magánszektor nettó jövedelmi pozíciójában is jelentős változások mentek végbe, elsősorban 1993-ban a lakossági nettó megtakarítások erőteljes csökkenése nyomán.

Az államháztartási hiány közvetlenül és közvetve is döntő volt az 1995 első negyedévében már a nemzetközi pénzügyi szereplők által is fenntarthatatlannak ítélt folyó fizetési mérleg hiány kialakulásában. Az államháztartási hiány növekedésével összhangban az államháztartás az összes elemzett csatornán keresztül negatívan befolyásolta a folyó fizetési mérleg egyensúlyát. A magánszektor is hozzájárult a külső egyensúly romlásához, de ez az államháztartásnál sokkal korlátozottabb volt és elsősorban az államháztartásban bekövetkezett folyamatokra reagált.

A stabilizációs program meghirdetését követően (1995-1996-ban) egyértelműen kimutatható az ikerdeficit: az államháztartás stock és flow pozíciójának javulása a folyó fizetési mérleg hiányának mérséklődésével párosult. Az államháztartásban a fiskális korrekció és a makrogazdasági folyamatok (elsősorban a felgyorsuló infláció reálkiadásokat csökkentő hatása) nyomán jelentős kiigazítás következett be. A belföldi felhasználás csökkentése valamint a tradable szektor nemzetközi versenyképességének javítása érdekében tett árfolyampolitikai korrekció nyomán az összes fizetési mérleg mutató javult. Az ikerdeficit fennállását ebben az időszakban is bizonyítja a különböző mutatók segítségével végzett elemzés.

A mérséklődő folyó fizetési mérleg hiány csökkenő nettó devizaadóssággal párosult, amiben meghatározó volt a nettó állami devizaadósság mérséklődése. A fiskális kiigazítás eredményeképpen mérséklődött az államháztartás finanszírozási szükséglete és ennek az adósságot növelő hatása. A nettó tőkebeáramlás növekedése és részbeni sterilizálása nyomán növekedtek a konszolidált állam devizakövetelése csökkenve a nettó devizatartozásokat: a tőkebeáramlás nyomán részben a bruttó és nettó devizaadósság közvetlen csökkentésére került sor, részben a devizaadósság alakult át kamatozó belföldivé. A nettó állami (és nemzetgazdasági) devizaadósságot mérséklő harmadik - és az előzővel összefüggő - tényező a privatizációs bevételek illetve a jelentős nem adóssággeneráló tőkebeáramlás volt. Ezt lehetővé tette a nettó állami devizaadósság csökkentését a bruttó devizaadósság mérséklődése mellett.

A folyó fizetési mérleg egyenlegének javulásával konzisztens nettó devizaadósság csökkenésben az állami nettó devizaadósság csökkenésének volt meghatározó szerepe. A privát szektor nettó devizaadóssága 1995-1997 között csak 1995-ben változott számottevően, amikor a jelentős kamatprémium nyomán növekedett a devizahitelek felvétele. Később azonban a tőkeáramlások liberalizálásával és a kamatprémium mérséklődésével párhuzamosan a privát szektor nettó adóssága nem módosult érzékelhetően, miközben a bruttó tartozások és követelések szintje növekedett.

Az ikerdeficit fennállását jelzi a teljes és az elsődleges folyó fizetési mérleg és folyó elsődleges fizetési mérleg hiányának mérséklődése valamint az államháztartás keresleti hatása és finanszírozási szükségletének csökkenése közötti kapcsolat is. A teljes és az elsődleges folyó fizetési mérleg egyenlegek összevetése mutatja, hogy az előző időszakhoz hasonlóan ekkor sem változott a rés a két egyenleg között: a javulás mindezek nyomán a belföldi keresleti hatásokat visszatükröző elsődleges egyenleg korrekciójának tudható be. A folyó fizetési mérleg egyenlegét javító keresleti hatás mérséklődésében szerepet játszott a lakossági fogyasztás jelentős csökkenése és a vállalati beruházások átmeneti stagnálása is, azonban meghatározó súlya az államháztartási kereslet csökkenésének volt.

A folyó fizetési mérleg javulásában döntő volt a nettó export/GDP erőteljes növekedése. Ennek feltétele a belföldi felhasználás csökkenése volt, amiben a meghatározó a végső fogyasztás/GDP csökkenése volt, ami megközelítette az 1990-es évek elejének szintjét.

A fogyasztás visszaszorulásában elsősorban a privát fogyasztás csökkenése játszotta a döntő szerepet, de a közösségi szektor fogyasztás/GDP is csökkent 3 százalékponttal. A végső belföldi fogyasztás csökkenésében közvetlenül, és közvetve a privát fogyasztásra gyakorolt hatásán át a költségvetési politika volt felelős.

Az államháztartási korrekció hatott a magánszektor jövedelmére: a fogyasztási kiadások visszafogása nyomán a GDP felhasználás erőteljesen csökkent és megszűnt a GDP és a rendelkezésre álló jövedelmek közötti rés. Az államháztartás finanszírozási szükségletének változása mértékében és a változás dinamikáján keresztül is hatott a magánszektor jövedelmi helyzetére (elsősorban a privát megtakarítások és fogyasztás változására), amely folyamatok 1995-1996-ban tovább erősítették a fiskális korrekció pozitív hatását a folyó fizetési mérlegre. A belföldi fogyasztás visszaesése olyan mértékű volt, hogy a beruházások GDP arányos növekedése mellett is növekedett a nettó export.

A nettó megtakarítások alakulása is jelzi, hogy az államháztartási stock és flow pozíció befolyásolta a folyó fizetési mérleg egyenleget. A nettó nemzetgazdasági megtakarítói pozícióban jelentős korrekció következett: a nettó megtakarítási hiány 1996-ban az 1994-es mindössze 25%-a volt. A korrekcióban a döntő szerep az államháztartásnak jutott, amelynek megtakarítói pozíciója a fiskális kiigazítás nyomán jelentősen javult, bár ennek egyik makrogazdasági költsége az államháztartási beruházások csökkenése volt. A privát szektor is hozzájárult a nettó nemzetgazdasági megtakarítói pozíció javulásához, de ez inkább a privát szektornak az államháztartási folyamatokra adott válasza volt. A magánszektor nettó megtakarításainak növekedése mögött a bővülő bruttó megtakarítások álltak: a megtakarítási ráta növekedésében a korábbinál kedvezőbb reálhozamok, az államcsőd valószínűségének mérséklődéssel csökkenő kockázat és 1995-ben a még magas államháztartási finanszírozási igény kielégítése játszott szerepet. A vállalati szektor nettó megtakarításai növekedéséhez hozzájárult még a vállalatok javára bekövetkezett jövedelem átcsoportosítás és ennek a vállalati profitokra és saját jövedelemre gyakorolt kedvező hatása.

Az elemzések alapján 1995-1996-ban mind közvetlen, mind közvetett hatásai révén az államháztartási egyenleg változása határozta meg a folyó fizetési mérleg alakulását. A magánszektor mutatói alapvetően a fiskális korrekcióra adott válasz nyomán változtak, bár 1996-ban az előző 4 évvel szemben már erőteljesebb volt a magánszektor hatása a folyó fizetési mérleg egyensúlyának alakulására.

Az ikerdeficit alakulása szempontjából 1997 eltért az előző négy évtől, mert a folyó fizetési mérleg egyenlegének javulása romló fiskális mutatókkal párosult. Ebben az évben az elemzett mutatók eltérően mutatták az államháztartás és a folyó fizetési mérleg közötti kapcsolatot. A nettó nemzetgazdasági megtakarítások, a GDP arányos nettó jövedelmi pozíció és a keresleti hatás alakulása azt jelzi, hogy miközben az államháztartás mutatói romlottak vagy változatlanok maradtak, addig a folyó fizetési mérleg egyenlegének javulása mögött a privát - és ezen belül a vállalati - szektor pozíciójának változása áll.

A vállalati szektor nettó megtakarítói és nettó jövedelmi pozíciójának javulása lehetővé tette, hogy az államháztartás növekvő finanszírozási igényei belföldről legyenek finanszírozva és a növekvő államháztartási hiány mellett is mérséklődjön a külső finanszírozás. A folyó fizetési és az államháztartási mérlegek együtt mozgása csak a nettó devizaadósság változásán keresztül ragadható közvetlenül meg, mert a folyó fizetési mérleg csökkenő hiánya a nettó devizaadósság csökkenésével konzisztens módon alakult és ebben a nettó állami devizaadósság mérséklődésének döntő szerepe volt.

Milyen tényezők játszottak szerepet abban, hogy nem mutatható ki 1997-re az ikerdeficit jelensége, minek köszönhető hogy romló államháztartási pozíció mellett javult a folyó fizetési mérleg, mennyire tekinthető tartósnak vagy csak átementi tényezők hatását tükrözőnek az 1997-ben kialakult kép?

Egyrészt a kapcsolat hiányában figyelembe kell venni, hogy az államháztartási hiány növekedése párhuzamosan következett be a költségvetési politika jellegében beálló változás illetve a kamatkidadások növekedése nyomán. A kamatkidadások növekedésében az adósságcsere túlmenően jelentkezett a csökkenő infláció, az inverz hozamgörbe, valamint az államadósság átlagos lejáratának hosszabbodásából származó kamatkidadásokat növelő hatás: eredményszemléletben a kamategyenleg romlása a pénzeszközök egyenlegénél 1996-1997-ben kisebb volt, ami mérsékelte az államháztartási hiány folyó fizetési mérleg egyenlegre gyakorolt hatását.

Az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlegek közötti kapcsolat hiányát magyarázza továbbá a magánszektor jövedelmi pozíciójában és megtakarításaiban bekövetkezett változás is. A magánszektoron belül a vállalati szektor javára 1995-1996-ban jelentős jövedelemátcsoportosítás jött létre, aminek eredményeképpen növekedett nyeresége, rendelkezésre álló jövedelme és bruttó megtakarítása is. Jövedelmének növekedése olyan mértékű volt, hogy 1997-ben a vállalati szektor a növekvő felhalmozási kiadásai finanszírozása mellett is képes volt semlegesíteni az államháztartás romló nettó megtakarítói pozícióját.

Az államháztartási egyenleg mutatók romlása továbbá nem volt eléggé erőteljes ahhoz, hogy semlegesítse a kereskedelemben kerülő javak szektorában 1995-1997 folyamán bekövetkezett kedvező versenyképességi változásokat. Mivel 1997-ben a reál GDP növekedésének elsődleges forrása az export gyors növekedése és a kereskedelemben kerülő javak szektorában a beruházások bővülése volt, ez lehetővé tette a folyó fizetési mérleg hiányának további mérséklődését a reál GDP növekedésben kisebb szerepet játszó államháztartási deficit növekedése mellett is.

Végezetül az államháztartási és a folyó fizetési mérlegek közötti kapcsolat hiányát 1997-ben magyarázza, hogy az államháztartási hiány és keresleti hatás növekedésének külső egyensúlyra gyakorolt hatásai az elmaradó kiigazítás esetén késleltetve érvényesülnek.

IV. Az ikerdeficit alakulásából levonható gazdaságpolitikai következtetések

Az államháztartási és folyó fizetési mérleg egyenlegek közötti kapcsolat az 1990-es években számos átmeneti intézményi, makrogazdasági feltétel mellett volt elemezve, amelyek egyre kevésbé hatnak a hazai gazdaságban. Ennek ellenére az ikerdeficit jelenségének vizsgálata számos, a gazdaságpolitika számára a módosult makrogazdasági, az átalakuló pénzügyi és reálgazdasági körülmények, a módosuló nyitottság és sokkok mellett is figyelembe vehető tapasztalat leszűrését eredményezi, amelyek a következő pontokban foglalhatók össze.

1. A gazdaságpolitikának tanulnia kell az 1990-es évek első felében elkövetett hibákból és el kell kerülni az ikerdeficit és ezen belül a magas államháztartási és folyó fizetési mérleg hiányok kialakulását. A magyar gazdaság inflációs és növekedési teljesítménye 1992-1997 között egyértelműen rávilágít arra, milyen súlyos makrogazdasági következményekkel jár az ikerdeficit felerősödése valamint az ezt előbb-utóbb követő elkerülhetetlen korrekció. A következmények a jövőben ráadásul erőteljesebbek és gyorsabban érvényesülők lesznek, mint az 1990-es évek első felében, köszönhetően az elmúlt évek valutaválságai során szerzett tapasztalatoknak, valamint a pénzügyi liberalizálás felgyorsulásának. Mindezek következtében a gazdaságpolitikának a folyó fizetési és az államháztartási egyenlegeket mérsékelt keretek között³⁹ és a fenntarthatósági kritériumokat figyelembe véve kell alakítani.

2. Az 1990 és 1997 közötti államháztartási és folyó fizetési mérleg folyamatok elemzése rávilágított arra, hogy Magyarországon eddig nem érvényesült a Barro-Ricardó féle pénzügyi ekvivalencia tétel: a magán- és a közösségi szektorok nettó megtakarítói helyzete egymáshoz képest nem ellentétes irányban változott. A két szektor megtakarítási rátájának változása közötti kapcsolat távol esik az elmélet szerint feltételezett -1-től, sőt két évet leszámítva a kapcsolat előjele pozitív: a közösségi és magánszektor nettó megtakarítói pozíciója azonos irányba változik.

Mindebből adódik az a gazdaságpolitikai következtetés, hogy hibás és makrogazdasági egyensúlyzavarokhoz vezet annak feltételezése, hogy az államháztartási deficit növelése révén teremtett jövedelemtöbblet megeremti ezen deficit finanszírozásnak forrását. A többletjövedelem felhasználása függ a gazdaságpolitikába vetett bizalom alakulásától, a gazdasági szereplők makrogazdasági folyamatokkal kapcsolatos várakozásaitól, a követett jövedelem- és árfolyampolitikától. Az empirikus elemzések azt mutatják, hogy a deficit változása nem a magánszektor megtakarítói pozíciójának, hanem a folyó fizetési mérleg és ezen keresztül a nettó külföldi megtakarítói pozíció alkalmazkodásában csapódik le. Az ekvivalencia tétel érvényesülésének hiánya azt is megerősíti, hogy mivel nálunk sem semleges az adósság és adófinanszírozás közötti átváltás, az államháztartási hiány mértéke befolyásolja a makrogazdasági folyamatokat.

3. A gazdaságpolitikának figyelembe kell venni, hogy az államháztartás pozíciója a közvetlenül érzékelhető egyenleg és keresleti hatáson túlmenően számos közvetett csatornán keresztül is befolyásolja a folyó fizetési mérleg alakulását. A legfontosabb ezek közül a magánszektor jövedelmi pozíciójának a változása a fiskális politika módosulása nyomán. Emellett az államháztartási egyenleg változása befolyásolja a magánszektor várakozásait, elsősorban abban tekintetben hogy az államháztartás pozíciójának változása konzisztens-e az árfolyam- és monetáris politikával. Ez viszont visszahat a magánszektor jövedelem felhasználási döntéseire: a jövedelmeinek időbeli allokálásra, valamint a jövedelmek megtakarítások illetve tágabb értelemben vett fogyasztás közötti felhasználására.

Végezetül az államháztartási egyenleg alakulása befolyásolja az államadósság változását, az aktuális adósságráta finanszírozható és fenntartható szinttel való kapcsolatát, ami hat a magánszektor viselkedésére és ezen keresztül a folyó fizetési mérleg egyenlegére. Az államháztartási egyenleg hatását a folyó fizetési mérlegre ezért csak több mutató figyelembe

³⁹ Ennek számszerű mértékét a gazdaság főbb makrogazdasági paraméterei, növekedési kilátásai befolyásolják. Mindenképpen figyelni kell azonban a folyó fizetési és államháztartás egyenlegek nettó adósság növekedését nem eredményező feltétel mellett megfogalmazott fenntarthatósági kritériumának betartására.

vételével, az államháztartás és a folyó fizetési mérleg egyenlegek közötti összes kapcsolat feltárásával, a közvetett hatások teljes körű figyelembe vételével lehet meghatározni.

4. Az államháztartás és folyó fizetési mérleg egyenlege közötti kapcsolat a gazdaság erősödő nyitottságával és ezzel összefüggésben a tőkebeáramlások mértékének növekedésével változhat. A fokozatos liberalizálás nyomán 1990 és 1997 között erősödött a pénzügyi nyitottság, bár a gazdaság eleinte teljesen, később pedig még részben zártak volt tekinthető. A pénzügyi nyitottság felerősödése viszont tágabb lehetőséget ad a magánszektor számára megtakarításai időbeli allokálására és a külső megtakarítások erőteljesebb igénybevételére. Ennek következtében - szemben a tanulmányban leírt időszakkal - a jövőben erősödhet a magánszektor nettó megtakarítói pozíciója és a folyó fizetési mérleg egyenleg változása közötti kapcsolat és a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulásában mérséklődhet az államháztartási egyenleg hatása és módosulhat a két mérleg eddig megfigyelt szoros kapcsolata.

A kapcsolat különösen akkor változhat, ha a pénzügyi nyitottság növekedése a jövőben is jelentős nettó tőkebeáramlással párosul, amely lehetőséget ad a magánszektor jövedelem felhasználási pályájának módosítására. A folyó fizetési és államháztartási mérlegek közötti kapcsolat lazulása azonban nem csökkenti, hanem növeli a fiskális politika szerepét. A nettó tőkebeáramlások esetében ugyanis figyelembe kell venni, hogy egy gazdaság nem lehet végtelen időszakon át nettó tőkeimportőr és ezért a tőkemérleg egyenlege erőteljesen ingadozhat. Abban az esetben, ha a tőkebeáramlások hatnak a magán megtakarításokra, a fiskális politikának kell a közösségi szektor megtakarításának kiigazításával a tőkebeáramlásra reagálni, annak érdekében, hogy a kiáramlás időszakában szükséges korrekció mértéke kisebb legyen. Nyitott gazdaságban az ingadozások időbeli kisimítása érdekében az államháztartásnak nagyobb alkalmazkodásra van szüksége, ahogy ezt a cseh, mexikói, vagy a dél-kelet ázsiai gazdaságok mostani problémái is mutatják.

5. Az államháztartás és a folyó fizetési mérleg egyenlegei közötti kapcsolat elemzésénél figyelembe kell venni, hogy ez eddig egy változó szerkezetű, kiforratlan pénzügyi rendszer mellett érvényesült. A nemzetközi tapasztalatok azonban rámutatnak arra, hogy kapcsolat változhat abban az esetben, ha pénzügyi rendszer fejlettsége erősödik, és ennek nyomán növekszik a háztartási szektornak nyújtott hitelállomány. Ebben az esetben ugyanis a külső megtakarítások növekvő mértékben finanszírozhatják a lakossági fogyasztás növekedését és ez a magánszektor jövedelem felhasználási többletén keresztül okozhat hiányt a folyó fizetési mérlegben. Az államháztartási egyenleg alakulásában - különös tekintettel a jelentősebb tőkebeáramlások időszakára - erre a kapcsolatra is figyelemmel kell lenni.

6. Az államháztartás és folyó fizetési mérleg egyenlegek eltérő alakulása 1997-ben számos fontos gazdaságpolitikai következtetés levonását teszi lehetővé. Tavaly sajátosan alakultak a folyamatok, mert a folyó fizetési mérleg hiánya a növekvő államháztartási deficit ellenére is mérséklődött, köszönhetően a magánszektor módosuló jövedelem és megtakarítói pozíciójának. Azonban a közeljövőben azzal kell számolni, hogy a magánszektor nettó megtakarítói pozíciója romlik, hogy a GDP-n belül növekedni fog a magánberuházások és a fogyasztás részesedése. Mindezek következtében növekvő lesz a magánszektor nettó finanszírozási igényének hatása a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulására. Ezért miközben a magánszektor felhasználásának növekedését is keretek között kell tartani, a fiskális politikának nagyobb rugalmasságra lesz szüksége, hogy alkalmazkodjon a privát szektor nettó pozíciójában bekövetkező növekvő és időben is nagyobb variáciát mutató

hiányhoz⁴⁰. Ráadásul a magánberuházások növekedésének fizetési mérleg következmények nélkül történő finanszírozásához szükséges az államháztartás finanszírozási szükségletének mérséklése is.⁴¹

Mindezek következtében az ikerdeficithoz kapcsolódóan az államháztartási hiány csökkentése két szempontból is indokolt. Egyrészt figyelembe kell venni, hogy az 1997-es kedvező folyó fizetési mérleg pozíció idővel változhat és a növekvő államháztartási hiány és keresleti hatás a folyó fizetési mérleg deficitjének növekedéséhez vezethet. Másfelől az államháztartási pozíciót azért is kell javítani, mert a privát beruházások és fogyasztás várható növekedése kedvező fiskális pozíció mellett is a folyó fizetési mérleg deficit növekedéséhez vezethet.

7. Az ikerdeficit és az ebből származó makrogazdasági problémák is rávilágítanak arra, hogy milyen fontos makrogazdasági cél a magas nemzetgazdasági megtakarítások elérése és fenntartása. A magas megtakarítási hajlandóság nem csak a reál GDP magas ütemű növekedését finanszírozhatja, de biztosíthatja hogy az állami és/vagy a magánszektor nettó megtakarításainak csökkenését a másik szektor többlete finanszírozza és az átmeneti folyó fizetési mérleg hiány korrigálható legyen. A nemzetgazdasági megtakarítási ráta növekedésének ösztönzése azért is fontos gazdaságpolitikai feladat, mert számos tényező a következő években a nettó megtakarítások csökkenés irányába hathat. Ilyen tényezők lehetnek a lakossági fogyasztás és a privát beruházások tartós növekedése, a vagyoni hatás erőteljesebb érvényesülésével a privát fogyasztás bővülése, valamint a növekvő pénzügyi nyitottság nyomán a várhatóan tartós nettó tőkebeáramlás magán megtakarításokat csökkentő hatása.

A gazdaságpolitika hozzájárulhat a magas nemzetgazdasági megtakarítási ráta eléréséhez közvetlenül a kedvező államháztartási nettó megtakarítói pozícióval, közvetve pedig a pénzügyi elnyomás csökkentésével, a megtakarítások kedvező reálhozamának biztosításával, a megtakarítási hajlandóságot növelő intézményi reformokkal. Természetesen a megtakarítási hajlandóság számos a privát szektor diszkrecionális döntését befolyásoló és a gazdaságpolitika számára exogén tényező függvénye, de a jelzett módon hozzájárulhat a stabil és magas nemzetgazdasági megtakarítási rátához.

⁴⁰ A privát szektor fogyasztásának növekedését elsősorban a jövedelmek növekedése és a korábban elhalasztott fogyasztások realizálása, a beruházások növekedését a versenyképesség javulása, valamint a GDP és belső piac erőteljesebb növekedése valószínűsíti.

⁴¹ Kiváló példája ennek az igényének Lengyelország esete, ahol a növekvő privát beruházások finanszírozása és a túlzott mértékű folyó fizetési mérleg deficit kialakulásának elkerülése érdekében az államháztartás finanszírozási szükséglete folyamatosan csökken 1995 óta.

Hivatkozások

Alesina A.- Perotti R. :” Fiscal adjustment: fiscal expansions and fiscal adjustments in OECD countries” *NBER Working Papers 5214, August 1995,*

Barabás Gy.- Hamecz I. (1997): Tőkebeáramlás, sterilizáció és pénzmennyiség. *Közgazdasági Szemle 1997/7-8 és 1997-9*

G. Calvo-Carlos Vegh (1993) : Exchange rate based stabilisation under imperfect credibility. *In. Worgotter: Open economy macroeconomics (1993), 3-27 p.*

Drazen A.-Helpmann (1987):”Stabilization with Exchange Rate Management” *The Quarterly Journal of Economics 1987/november.*

Giavazzi F.-Pagano M.(1990):”Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small european economies” *NBER Macroeconomics Annual 1990*

Giavazzi F.- Pagano M(1995): ”Non-keynesian effects of fiscal policy changes: international evidence and the Swedish experience”*NBER Working Paper 5332.*

Johnson H. (1973) : The monetary approach to balance of payments. *In: H. Johnson: Further essays in monetary economics. Cambridge MIT Press.*

Kiguel M.- Liviathan N.(1992) :”The business cycle associated with exchange rate-based stabilisations” *The World Bank Economic Review 1992/2*

P.Kiss G.(1998): Az államháztartás szerepe Magyarországon. *MNB Munkafüzetek 1998/4*

Polak J. (1957): „Monetary analysis of payments problems and income formation” *IMF Staff Papers 1957/5*

Roldos J.(1995) :”Supply-side effects of disinflation programs” *IMF Staff Papers 1995/42,*

Özkan (1995):” Policy measures to avoid currency crisis” *Economic Journal 1995/ 7*

Sutherland A. (1995):.”Fiscal crises and demand : Can high public debt reverse the effects of fiscal policy?” *CEPR Discussion Paper no. 1246,*