

Kun János

Seigniorage és az államadósság terhei II.

A magyar eset

A tanulmány első része a seigniorage fogalmának történelmi fejlődését ismertette. Bevezette az ún. monopol seigniorage fogalmát, amely a szerző szerint alkalmasabb a pénzteremtésből származó monopoljövedelem meghatározására, mint a hazai szakirodalomban gyakrabban használt monetáris seigniorage.

Ez a rész az 1991–1995. évi konkrét adatok alapján vizsgálja az MNB bevételeit és ráfordításait, köztük a magyarországi seigniorage keletkezését és felhasználását. A seigniorage a vizsgált években a GDP 3-4 százalékát tette ki, ami nemzetközi összehasonlításban nem tekinthető kiemelkedően magasnak. Ennél jóval nagyobb bevételt biztosított a jegybank számára az átértékelési különbözet növekedése. A bevételek legnagyobb részét a költségvetésnek nyújtott jegybanki hitelek kamatszubszidiálására használták fel. Ez az oka, hogy a jegybank nyeresége csak töredéke a seigniorage-jövedelemnek.

A tanulmány legfontosabb megállapítása, hogy a magyar gazdaságban a jegybank, illetve az állam nem nyer a magasabb infláció miatt növekvő seigniorage-bevételen, mivel az államadósság magasabb, mint a monetáris bázis.

Monetáris bázis Magyarországon

Mielőtt a seigniorage keletkezésének és felhasználásának hazai vizsgálatára rátérnénk, tisztázzuk, mit értünk, mit értsünk Magyarországon monetáris bázison. A magyar gyakorlatban a fogalom két meghatározása él. Mindkettő szerint a monetáris bázisnak része a jegybankon kívüli, más szóval a forgalomban lévő bankjegy- és érmeállomány. Az *első*, szélesebb meghatározás szerint a bankjegy- és érmeállományon kívül része a monetáris bázisnak a valutabelföldiek által a jegybanknál elhelyezett összes betét, az államháztartás betétei kivételével, tehát a külföldi pénznemben elhelyezett betétek is. A halmozódás elkerülése érdekében e definíció szerint a swap és devizabetétszere-konstrukcióban a pénzügyintézeteknek nyújtott jegybanki hitel csökkenti a monetáris bázist. A *második*, szűkebben vett meghatározás szerint csak a jegybanknál forintban elhelyezett betétek tartoznak a monetáris bázisba. (E meghatározás szerint a swap és devizabetét-konstrukcióban nyújtott jegybankhitellel a monetáris bázist nem kell csökkenteni.)

A monetáris bázis fogalmára két célból van szükség. Használja ezt a monetáris aggregátumot a monetáris politika, és lényeges a seigniorage meghatározása szempontjából. Vizsgáljuk meg, hogy e két célnak inkább melyik definíció felel meg!

A monetáris bázisnak a monetáris politika számára kiemelt jelentősége van. A pénzmultiplikátoron keresztül határt szab a gazdaságban lévő pénzmennyiségnek, a forgási sebességen keresztül befolyásolja a gazdasági aktivitást, változása jelentős hatást gyakorol az inflációra és a kamatszínvonalra.

Magyarországon törvény tiltja, hogy belföldiek egymásnak külföldi pénznemben fizetést teljesítsenek, s ez a gyakorlatban is csak egészen elvétve fordul elő, akkor is készpénzben, magánszemélyek között. Hazai bankok ugyan nyújthatnak hitelt belföldi vállalatoknak devizában, de ezt a belföldi vállalat vagy forintba váltja, vagy importbeszerzésre fordítja. Ezért a Magyarországon lévő devizabetétek nem multiplikálódnak. A monetáris bázisnak sem azt a részét, amely a kereskedelmi bankokban lévő devizabetétek miatt elhelyezett kötelező tartalék,¹ sem azt a részét, amely a pénzüintézetek által a jegybankban elhelyezett devizabetét, a monetáris politikai döntésekhez nem célszerű figyelembe venni. A devizabetétek miatt a jegybankban elhelyezett kötelező tartalék monetáris szempontból olyan, mintha a jegybank a pénzmennyiségnek ezt a részét például jegybanki letéti jeggyel semlegesítette volna.

A devizabetéteknek a monetáris bázisban történő szerepeltetése mellett felhozható, hogy ezek potenciálisan multiplikálódhatnak, mivel bármikor forintba válthatók. Ez csak részben igaz, mivel a kereskedelmi bankok nyitottpozíció-korlátja gátat szab annak, hogy a devizabetéteket határ nélkül forintba váltsák. A forintba váltás különben is csak háromnapos késéssel lehetséges, éppen azért, hogy a jegybank a megnövekvő monetáris bázis semlegesítésére felkészülhessen. A potenciális monetáris bázis figyelemmel kísérése egyébként érdekes lehet, de ennek nem csupán a jegybankban lévő pénzüintézeti devizabetétek a nyitottpozíció-korlát által meghatározott forintba váltható részének számbavételét kell jelentenie, hanem a pénzüintézeteknél lévő, repóba potenciálisan bevonható állampapír-állomány, a pénzüintézetek által külföldön tartott, bármikor hazahozható deviza, valamint a pénzüintézetek által nem igénybe vett külföldi hitelkeretek számbavételét is.

A seigniorage szempontjából sem célszerű beleszámítani a monetáris bázisba a jegybankban tartott pénzüintézeti devizabetéteket. Elsősorban azért nem, mivel a seigniorage pénzteremtéssel kapcsolatos jövedelem, s ha egy pénzüintézet a jegybankban devizabetétet helyez el, nem történik pénzteremtés. Ekkor azonban még keletkezhetne a jegybanknak monopoljövedelme, ha előírná a pénzüintézetek számára, hogy devizájukat nála helyezték el, s ezekre a betétekre a piacinál alacsonyabb kamatot térítene. Létezik ugyan előírás, amely korlátozza a pénzüintézetek számára a deviza külföldön tartását, viszont a jegybank a nála elhelyezett devizabetétek után piaci kamatot térít. Ezt az bizonyítja, hogy a pénzüintézetek nem használják ki azt a lehetőséget, hogy devizájukat külföldön tartsák: az előírtnál több devizát tartanak a jegybanknál.

A seigniorage szempontjából a monetáris bázis részének kell tekinteni a pénzüintézetek devizabetéteik után képzett kötelező tartalékát, mivel a kötelező tartalék elhelyezése érdekében pénzteremtés történt. Indokolja ennek az aggregátumnak a számbavételét az is, hogy a jegybank e betétek után a piacinál alacsonyabb kamatot térít, jöllehet a kamat itt magasabb, mint a forintforrások után képzett kötelező tartalék esetén. (Amennyiben a devizaforrások után elhelyezett kötelező tartaléokra fizetett kamat magasabb lenne a pénzpiaci kamatnál, nem keletkezne seigniorage, hanem seigniorage-felhasználás történné. A vizsgálat során azonban ezt is figyelembe kellene venni.)

A magyarországi készpénzpénzforgalom sajátossága, hogy a Magyar Posta emissziós tevékenységet is végez. E tevékenysége során a Posta úgy működik, mintha az MNB kirendeltsége lenne. A Postánál lévő emissziós készpénz fizikailag a jegybankon kívül van, ezért a jegybank mérlegében a forgalomban lévő készpénz részeként szerepel, s

¹ A devizabetétek miatti kötelező tartalékot is forintban kell elhelyezni.

jelenleg minden definíció szerint része a monetáris bázisnak. Ez azonban több szempontból célszerűtlen. A monetáris politika oldaláról azért, mivel ez a készpénzmennyiség az MNB és a Posta közötti megállapodás módosulása vagy a Posta által bevezetett szervezési változtatások, esetleg csak egy nagyobb mennyiségű készpénz jegybankba történő beszállítása esetén egyik napról a másikra jelentősen változhat, ami a monetáris bázis jelentős változását idézi elő. Egy ilyen változás a monetáris politika számára téves információt továbbít. A seigniorage számítása szempontjából az emissziós készpénz számbavétele a monetáris bázis meghatározása során azért nem célszerű, mivel erre a készpénzre a Posta a jegybanktól kamatmentes hitelt kap, s ezért a készpénzállománynak ezen a részen nincs seigniorage-jövedelem.

Összefoglalva: A seigniorage számításához a monetáris bázist úgy definiálom, hogy az a forgalomban lévő készpénzt tartalmazza a postai emissziós készpénz kivételével, s tartalmazza a jegybankban forintban elhelyezett kötelező és szabad tartalékot. Javaslom, hogy a monetáris politika egy ennél is szűkebb monetáris bázist használjon: ne vegye figyelembe a pénzüintézetek devizaforrásai után képzett kötelező tartalékot sem.

Azt gyanítom, félreértés következménye az a magyar gyakorlat, amely szerint a monetáris bázishoz hozzátartoznak a jegybankban elhelyezett devizabetétek. A külföldi tankönyvek a monetáris bázist úgy definiálják, hogy a belföldi pénzüintézeteknek a jegybankban elhelyezett összes betéte része a monetáris bázisnak. Nem tartják szükségesnek megjegyezni, hogy csak a hazai pénznemben elhelyezett betétekről van szó, mivel a fejlett országokban a jegybankok nem fogadnak el hazai pénzüintézetektől idegen pénznemben betéteket.

A seigniorage keletkezése Magyarországon

Vessünk egy pillantást az MNB 1995. évi mérlegére! Ne az általában publikált mérleget vizsgáljuk, amely csak a külföldi és belföldi eszközök és források szerint csoportosít, hanem az úgynevezett pénzüintézeti mérleget, amely a deviza- és forinteszközöket és forrásokat is elkülöníti.

1. táblázat

A Magyar Nemzeti Bank mérlege, 1994. december 31.
(milliárd forint)

Eszközök (A) (forint)		Forrás (L) (forint)	
Hitel államháztartásnak		Betét államháztartástól	398,1
kamatozó	1129,5	Betét pénzüintézetektől	291,2
nem kamatozó	2023,3	Készpénz (Posta nélkül)	481,5
összesen	3152,8	Posta kamatmentes nettó betét	3,14
Hitel pénzüintézeteknek	244,7		
Forint összesen	3397,5	Forint összesen	1173,9
<i>Deviza</i>		<i>Deviza</i>	
hitel belföldieknek	59,7	belföldiek betétei	903,9
hitel külföldieknek	1808,3	külföldiek betétei	3088,4
Deviza összesen	1868,0	Deviza összesen	3992,3
Egyéb	154,9	Egyéb	252,8
		Adózott eredmény	1,4
Mindösszesen	5420,4	Mindösszesen	5420,4

A mérleget átrendezve, a megfelelő tételeket nettósítva a következő mérleget kapjuk.

2. táblázat

A Magyar Nemzeti Bank mérlege, 1995. december 31.

(milliárd forint)

Eszközök (A) (forint)		Forrás (L) (forint)	
Hitel államháztartásnak (nettó)*	2754,7	Betét pénzüintézetektől	291,2
Hitel pénzüintézeteknek	244,7	Készpénz (Posta nélkül)	484,6
Egyéb nettó**	-99,3		
<i>Nettó devizakövetelés</i>	-2124,3		
<i>Mindösszesen</i>	<i>775,8</i>	<i>Mindösszesen (monetáris bázis)</i>	<i>775,8</i>

* Az MNB adózott eredményével csökkentve.

** Postai emissziós készpénzzel együtt.

A fentiekből látható, hogy az MNB-nek az államháztartás részére nyújtott hitelei jelentősen meghaladják a monetáris bázis értékét, sőt az államháztartásnak nyújtott nem kamatozó hitelek is a monetáris bázisnak több mint a felét teszik ki. Magyarország esetében tehát az I. rész A monetáris seigniorage kritikája című pontban kifejtettekén túl a monetáris seigniorage azért sem használható, mert a monetáris bázis növekményét nem foghatjuk fel úgy, hogy ez többlet ingyenpénzt jelent az államháztartás részére, hiszen az államháztartás a jegybanktól több ingyenhitelt kap, mint amekkora a monetáris bázis. Másképpen fogalmazva: az MNB-nek az államháztartás részére nyújtott hiteleit csak kisebb részben fedezi a monetáris bázis, nagyobb részben az MNB devizaadósság-állománya fedezi. A devizaadósság-állomány kamatterheit az MNB-nek ki kell gazdálkodnia, s ebben a seigniorage-nak nagy szerepe van. De nem a monetáris, hanem a monopol seigniorage-nak.

Ezért a magyarországi seigniorage keletkezését az opportunity cost, illetve a monopoljövődélem fogalma alapján, az I. részben szereplő (3), illetve a (11) képlet gondolatmenetét követve közelítem meg. Az 1991–1995. évekre vonatkozóan végeztem számításokat. Éves átlagos adatokat használok.

A seigniorage leglényegesebb forrása a forgalomban lévő készpénzmennyiség, a postai emissziós készpénz kivételével. Mivel Magyarországon az érmekibocsátás is az MNB monopóliuma, az érmekibocsátásból származó monopoljövődélem is a jegybanknál jelentkezik.

A seigniorage további lényeges forrása a pénzüintézeteknek a jegybankban elhelyezett kötelező tartaléka. Az MNB különböző mértékű kamatot fizet a forint- és a devizaforrások után elhelyezett kötelező tartalékokra. A devizaforrások után elhelyezett kötelező tartalékokra fizetett kamat magasabb, de általában még ez is elmarad a pénzpiaci kamattól, ezért a seigniorage számítása során a devizaforrások után elhelyezett kötelező tartalékokra fizetett kamatot is figyelembe kell venni.

Előfordul, hogy valamilyen számítási hiba vagy óvatosság miatt egyes pénzüintézetek több pénzt tartanak a kötelezőtartalék-számlán, mint amennyit a kötelező tartalék rátája indokolna. A többletelhelyezés után az MNB nem térít kamatot. Tehát a többlettartalék-elhelyezés miatt az MNB többletseigniorage-bevételhez jut. Olyan esetek is előfordulnak, hogy a pénzüintézetek az előírtnál kevesebbet tartalékolnak, s ezt az MNB szankcionálja: az elmaradt tartalékokat utólag egy nem kamatozó, úgynevezett szankciós betétszámlára utaltatja. Ekkor is többletseigniorage-bevétel keletkezik. Ezeket a bevételeket nem tudtam számszerűsíteni. Az ebből származó hiba azonban nem jelentős.

A monetáris szabályozás sajátos eszköze volt 1992-ig az importfedezeti letét, illetve a külkereskedelmi célbetét. E betéteknek az MNB-ben történt elhelyezésére – a kötelező tartalékhoz hasonlóan – az MNB monopóliuma következtében került sor, e betételhelyezés miatt pénzteremtés történt, s az MNB e betétekre is a piaci kamatoknál kevesebbet térített. Ezért e betétek után is képződött seigniorage-jövedelem.

Végül figyelembe kell vennünk a pénzüintézeteknek az MNB-ben tartott elszámolási számláik átlagos állományát is. Erre az állományra az MNB nem térít kamatot. Ezt a számlát 1994 októberében összevonták a kötelező tartalék számlájával, ezért az 1994. évi átlagos állománya a korábbi évinél alacsonyabb, s a jövőben a seigniorage e forrásával már nem számolhatunk.

3. táblázat
A seigniorage komponensei Magyarországon

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995
Éves átlagos forgalomban lévő készpénzállomány (milliárd forint)	246,9	299,8	368,0	423,8	450,7
Éves átlagos postai emissziós készpénzállomány (milliárd forint)	26,6	31,4	32,7	20,5	1,7
Seigniorage-termelő készpénzállomány (1.–2.) (milliárd forint)	220,3	268,4	335,3	403,3	449,0
MNB pénzüintézetek forintforrásai utáni kötelező tartalékszámájának éves átlagos állománya (milliárd forint)	90,8	159,3	158,7	150,4	186,1
Forintforrások utáni kötelező tartalékszámájának éves átlagos kamatlába (százalék)	19,8	8,7	2,0	4,7	14,5
MNB pénzüintézetek devizaforrásai utáni kötelező tartalékszámájának éves átlagos állománya (milliárd forint)	15,8	25,7	15,1	19,6	43,9
Devizaforrások utáni kötelező tartalékszámájának éves átlagos kamatlába (százalék)	32,2	19,8	19,6	17,1	26,9
Importfedezeti letét/külkereskedelmi célbetét (éves átlagos állomány, milliárd forint)	16,4	5,2	..	..	..
Importfedezeti letétre (külkereskedelmi célbetétre) fizetett kamat (százalék)	22,5	21,9	..	..	..
Pénzüintézetek éves átlagos elszámolási számla állománya a jegybanknál (milliárd forint)	16,8	19,0	14,0	6,6	..

A seigniorage számításához a monopol seigniorage gondolatmenete alapján három kamatláb között választhatnánk. Tekinethetnénk reprezentatív kamatlábnak a jegybank tárcájában lévő államadósság kamatlábát. Mivel ennek jelentős része nem piaci kamatozású, tekinthetnénk a piaci kamatozású államkötvény-állomány kamatlábát. A vizsgált időszakban azonban előfordult, hogy az MNB-nek vásárlási kötelezettsége volt, így nem biztos, hogy a hozzá került államkötvény-állomány valóban piaci kamatozású. Másik lehetőség, hogy a devizaeszközök – a leértékelési nyereséggel növelt – kamatlábát vegyük alapul. Látni fogjuk azonban, hogy a vizsgált időszakban a belföldi kamatláb jelentős kockázati prémiumot tartalmazott, ezért ennek a kamatlábnak az alkalmazása félrevezető eredményt adna. Marad a harmadik lehetőség: a pénzüintézeteknek piaci feltételekkel

nyújtott hitelek kamatlába. Ez az MNB által a pénzüintézeteknek nyújtott átlagos éven belüli repó- és betétcserehitel kamatlábát jelenti. Lehetséges lenne még a három kamatlábból valamiféle átlagot számolni, de ez csak tompítaná a két előbbi kamatláb körüli problémákat.

A seigniorage számításához alkalmazott kamatlábat és az ennek alapján számított seigniorage-t a 4. táblázat tartalmazza.

4. táblázat
A seigniorage-jövedelem összetevői és összege
(milliárd forint)

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995
Kamatláb (százalék)	31,9	29,2	21,3	26,4	32,8
Seigniorage					
– Éves átlagos készpénzállomány miatt	70,3	78,4	71,4	106,5	147,3
– Forintforrások utáni kötelező tartalék miatt	11,0	32,7	30,6	32,6	34,1
– Devizaforrások utáni kötelező tartalék miatt	-0,0	2,4	0,3	1,0	2,6
– Importfedezeti letét, külkereskedelmi célbetét miatt	1,5	0,4	..	..	..
– Pénzüintézetek elszámolásiszámla-állománya miatt	5,4	5,5	3,0	1,7	..
Monopol seigniorage összesen	88,1	119,4	105,3	141,8	184,0
Nominális GDP	2498,3	2942,7	3548,3	4364,8	5500,0
Seigniorage a GDP százalékában	3,5	4,1	3,0	3,3	3,3

A 4. táblázatból látható, hogy a vizsgált években seigniorage a GDP 3-4 százalékát tette ki. Az adatokat az I. rész I. táblázat adataival összevetve megállapítható, hogy a magyarországi opportunity cost vagy monopol seigniorage az Európai Unió országainál magasabb, de az eltérés Görögországhoz és Spanyolországhoz képest nem jelentős. Ennek oka, hogy ezekben az országokban is viszonylag magas az infláció, s viszonylag magas a készpénztartás.

A 4. táblázat szerint a GDP százalékában mért seigniorage 1992-ben 1991-hez viszonyítva 0,6 százalékponttal nőtt. A növekedésben a tartalékráta-emelés és a tartalékra fizetett kamatok jelentős csökkenése játszott a legnagyobb szerepet. 1993-ban a seigniorage 1,1 százalékpontos csökkenése következett be. Ennek elsődleges oka a kamatok csökkenése volt.

A magyarországi seigniorage keletkezésében legnagyobb szerepet a készpénz játssza. A készpénzállomány miatt létre jövő seigniorage a különböző években kétharmados-háromnegyedes arányt képvisel az összes seigniorage-jövedelemben.

A nagyobb készpénzhasználat természetesen növeli a jegybank költségeit, mivel több pénzt kell nyomtatni, több pénz kopik. Ennél azonban jóval jelentősebb a készpénzhasználat miatti seigniorage-jövedelem. A készpénz előállítás költsége ugyanis csak a kisebb címletű érméknél haladja meg a névértéket, s minél nagyobb a címlet, annál nagyobb az előállítás költsége és a névérték közötti különbség.² A készpénzmennyiség növekedése általában teljes egészében a legnagyobb címletű papírpénz iránti igény növekedésében jelentkezik. Csak hiperinfláció esetén fordul elő, hogy a készpénz előállítás költsége meghaladja a seigniorage-t.

² Egy ötezer forintos bankjegy előállítás költsége például 13 forint, s egy ilyen bankjegy mintegy három évig marad forgalomban.

A világban az a jellemző, hogy a jegybankok nem nyereségérdekelték, a seigniorage-bevételhez passzívan viszonyulnak, a magasabb gazdaságpolitikai célokat, például a minél alacsonyabb inflációt, a feketegazdaság szűkítése érdekében a készpénzforgalom korlátozását előnyben részesítik, még akkor is, ha ezek következtében a seigniorage-jövedelem csökken. A seigniorage csökkenését eredményező jegybanki, illetve kormányzati lépések azonban általában nem öncélúak. A kormányzatok minden bizonnyal mérlegelik, hogy például a készpénzben történő nagy összegű kifizetések megtiltása miatt javuló adózási fegyelem, illetve adóellenőrzés többletbevételei, valamint a feketegazdaság visszaszorítása miatt javuló állampolgári közérzet több haszonnal jár, mint a csökkenő seigniorage miatti veszteség.

A magyar gyakorlatban azonban öncélúnak tűnik az a terv, amely szerint a kormányzat kötelezővé tenné, hogy a közalkalmazottak fizetésüket ne készpénzben, hanem bankszámlára kapják. Egy ilyen előírás racionális lehet, ha a pénzszállítás, pénzszámlálás költségeit összevetnénk a közalkalmazottak minden bizonnyal csökkenő készpénztartásából eredő seigniorage-bevétel csökkenésével, s az adódna, hogy a bankszámlára utalás gazdaságosabb. Ilyen számítás azonban nem történt. (Ha egy közalkalmazott kifejezetten kéri, hogy keresetét vagy annak egy részét közvetlenül bankszámlájára utalják, ezt a kérést, ha technikailag lehetséges, teljesíteni kell. Ez jelenti a kormányzat semleges hozzáállását a seigniorage-bevételhez.)

Az MNB egyéb bevételei

A jegybank seigniorage-on kívüli bevételeit az előző – I. – részben számba vettem. Az ott leírtak a Magyar Nemzeti Bankra is vonatkoznak. A jegybank jövedelmeit az I. rész (13) egyenletének gondolatmenete alapján csoportosítom. Létezik azonban az MNB-nek egy olyan rendkívül jelentős bevétele, amelyről az I. részben nem szóltam, mert speciális magyar jelenség. A számbavételt ezzel kezdem.

Az átértékelési különbözet

Az átértékelési különbözet keletkezése a tervgazdaság időszakába nyúlik vissza. Akkor alakult ki az a ma is élő gyakorlat, hogy az állam nem közvetlenül vesz fel hiteleket külföldön, hanem a Magyar Nemzeti Bankon keresztül. Az állam nem fizeti ki kamat formájában a forrásköltségeknek azt a részét, amely az MNB devizatartozásainak a forint leértékelése, valamint a keresztárfolyamok változása miatt történő növekedéséből adódik. Ezt átértékelési különbözet (más szóval árfolyam-különbözet, leértékelési veszteség vagy átértékelési veszteség) címen fizeti ki. Erre a kifizetésre az MNB a kialakult szabályozás szerint automatikusan hitelt nyújt az államnak. Az adósságtérheknek ez a része nem jelenik meg a költségvetés folyó kiadásai között, így az adósságteher teljes súlya még a döntéshozók jelentős része előtt sem ismert, s a költségvetés hiánya külföld számára is jobban prezentálható.

Ráadásul: az MNB a költségvetésnek e címen nyújtott hitelei kamatmentesek és lejárat nélküliek. A jegybanktörvény 1994. évi módosítása tartalmaz első ízben előírásokat arra vonatkozóan, hogy az e címen kapott hiteleket a költségvetés fokozatosan piaci kamatozású, lejáratral rendelkező kötvényekre váltsa át.³ A (13) egyenlet a speciális magyar viszonyok között tehát a következőképpen módosul.

³ 1994-ben 57,1, 1995-ben 72 milliárd forintot kötvényesítettek. (Ezt a számítások során figyelembe veszem, az éves növekményhez hozzáadom.)

$$S + (FL - FA)[i^* - (i_{FL} + e)] + OR + (FL - FA)e = \\ = NG (i^* - i_{NG}) + B (i^* - i_B) + FA (i_{FL} - i_{FA}) + OE + P.$$

Az átértékelési különbözet ily módon történő kezelése a monobankrendszerben, az első olajárrobbanás után, a hetvenes évek közepén alakult ki. Akkor a jegybank csak az államnak, illetve állami vállalatoknak nyújtott hiteleket. A nettó devizatartozást a jegybank tehát csak az államnak kölcsönözte tovább. Mindegy volt, hogy az állam a kamat egy részét, a leértékelési veszteséget explicit formában, vagy az „asztal alatt” átértékelési különbözetként biztosítja a jegybanknak. Azt a megoldást választották, hogy a költségvetés explicit formában csak a külföldi forrásköltségeket fizette. Az elszámolást tovább egyszerűsítette, hogy a jegybank a kamat egy részére, az átértékelési különbözetre, automatikusan hitelt nyújtott. A költségvetés elsődleges egyenlege általában úgyis negatív volt, a kamatfizetés tehát mindenképpen hitelből történt volna. A fenti egyenlet a monobankrendszerben tehát a következőképpen egyszerűsödött:

$$S + OR = FA(i_{FL} - i_{FA}) + OE + P.$$

A következő feltételezéseket tettük:

$$NG = FL - FA, \\ i_{FL} = i_{NG}, \\ B = 0.$$

Érthető volt, hogy az átértékelési különbözet révén keletkezett államadósságra az állam nem fizetett, illetve (mivel jegybanki önállóságról nem lehetett beszélni) a jegybank nem kért kamatot, s e hitelnek nem volt lejárat. Abban az időben a kimutatott hazai infláció alacsonyabb volt a külföldinél, és általában felértékelő árfolyam-politikát folytattak. A rendszer megalkotói úgy vélhették, hogy hosszabb távon is a forint felértékelődésével lehet számolni, s ezért ez az adósságelem eltűnik. (Az átértékelési nyereséget ezen adósságelem csökkentésére kell fordítani.)

A forint tartós felértékelődésére vonatkozó elgondolás nem igazolódott. Az árértékelési különbözet 1995 végén már a monetáris bázis két és félszeresét is meghaladta.⁴

A nettó devizaforrások továbbkölcsönzése miatti nyereség

A korábbiakban láttuk, hogy a magyar államadósság-kezelés speciális körülményei miatt a jegybank forrásai között a deviza jóval nagyobb súllyal szerepel, mint az eszközök között. A jegybank a devizaforrásokat forintban továbbkölcsönzi. A nettó devizaforrások forintban történő továbbkölcsönzéséből jelentős nyereség származik. Ez a nyereség a magyar viszonyok között explicit formában – a seigniorage-hoz hasonlóan – nem jelentkezik, mivel az MNB forinteszközei után az esetek jelentős részében nem piaci kamatot kap. Számba kell azonban vennünk, hogy a kamatszubszidió forrásait megkapjuk. E nyereség számításához szükséges adatokat az 5. táblázat tartalmazza. Alapvető a külföldi eszközök kamatlábának (i_{FL}) kiszámítása. A kamatláb meghatározásához figyelembe vettük a nem kamatozó forrásokat (IMF-betét) és a forrásszerzéssel kapcsolatos egyéb költségeket (a kötvénykibocsátás költségeit) is.

A forintleértékelések és a keresztárfolyam-változások hatását (e) az 1992–1994. évek-re vonatkozóan úgy számszerűsítettem, hogy az átértékelési különbözet éves növekményét elosztottam az éves átlagos nettó devizatartozással. 1994-re és 1995-re vonatkozóan

⁴ Az államnak az MNB devizaforrásainak átértékeléséből adódó adósságáról egy korábbi tanulmányomban egyébként más közelítésben részletesen írtam (Kun [1994]).

az átértékelési különbözet éves növekményéhez hozzáadtam az abban az évben piaci kamatozású kötvényre átváltott átértékelési különbözetet.

5. táblázat
A külföldi és belföldi kamatláb közötti kapcsolat
(százalék)

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995
Devizataralékokra kapott kamat (i_{FA})	6,4	6,4	6,3	4,2	6,3
Devizaforrásokért fizetett átlagos kamat (i_{FL})	8,0	8,0	7,2	6,7	6,9
$i_{FL} - i_{FA}$	1,6	1,6	0,9	2,5	0,6
Leértékelési veszteség (e)	18,4	8,3	18,0	15,3	24,6
$i_{FL} + e$	26,4	16,3	25,2	22,0	31,5
Seigniorage számításához alkalmazott kamatláb (i^*)	31,9	29,2	21,3	26,4	32,8
Belföldi kockázati prémium [$i^* - (i_{FL} + e)$]	5,5	12,9	-3,9	4,4	1,3

A vizsgált években 1993 kivételével a seigniorage számításához alkalmazott kamatláb magasabbnak bizonyult, mint amit az adott évben ténylegesen végrehajtott leértékelések *ex post* indokoltak. Ez azt jelenti, hogy a forintmegtakarításokon kockázati prémium realizálódott. Ezt a prémiumot a jegybank realizálta, amennyiben továbbkölcsönzött forintban külföldi valutában felvett hiteleket. 1993-ban viszont a devizaforrások továbbkölcsönzésén veszteség keletkezett.

Abból a tényből, hogy 1993-ban a belföldi kamatszínvonal éves átlagban alacsonyabb volt, mint amit a külföldi kamatok és a leértékelés indokolt, nem vonható le az a következtetés, hogy abban az évben pénzügyi elnyomás történt volna annak érdekében, hogy a költségvetés alacsonyabb kamattal jusson hitelhez. A kamatok csökkenése 1992-ben a pénzügyi törvény, a számviteli törvény és a csódtörvény bevezetése miatt óvatossá vált hitelezési tevékenység következtében kezdődött el. A monetáris politika nem tartotta szükségesnek, hogy a kamatalakulást befolyásolja, mivel az infláció csökkenésében bízott, s a folyó fizetési mérleg 1990 és 1992 között aktívumot mutatott. A fizetési mérleg problémái a statisztika hiányosságai miatt csak késve, 1993-ban váltak nyilvánvalóvá (Tarafás [1994]).

Az 6. táblázatban számba vettem a jegybank összes bevételét, köztük az egyéb bevételeket is. E sorban nem vettem figyelembe a külföldi értékpapírok árfolyamnyereségét, mert ez számítási módszerem szerint a devizataralékok hozamát növeli.

6. táblázat
Az MNB bevételei a GDP százalékában

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995
Átértékelési különbözet növekedése	10,4	3,8	8,3	7,2	11,9
Nettó devizatarozás továbbkölcsönzése miatti nyereség	3,1	5,9	-1,8	2,1	0,6
Egyéb bevételek	0,8	1,2	1,2	1,4	1,1
Seigniorage	3,5	4,1	3,0	3,3	3,3
Összes bevétel	17,7	14,9	10,7	14,0	16,9

Az MNB ráfordításai

Az MNB ráfordításait két csoportba sorolhatjuk. Az első csoportba azok a támogatások tartoznak, amelyeket a jegybank a gazdaság egyéb szereplőinek: az államháztartásnak, a pénzintézeteknek, és a pénzintézeteken keresztül a vállalkozásoknak nyújt. Ezek a ráfordítások általában kamattámogatás formáját öltik, a jegybank a piaci kamatszínvonal alatt, illetve kamatmentesen nyújt hiteleket. A támogatások másik formája díjmentes vagy a tényleges költségeket nem fedező díjért nyújtott szolgáltatások. (Például az MNB részvétele az állampapír-forgalmazásban, valuták beszerzése, terítése, szaktanácsadás pénzintézetek, vállalatok részére világbanki hitelek felvételéhez.) E ráfordításokat itt nem tudtam számba venni, ezek a működési költségek között szerepelnek.

A ráfordítások másik csoportja az MNB működésével kapcsolatos kiadások.

1. Az MNB leglényegesebb ráfordítása az államháztartásnak nyújtott kamattámogatás. Ennek meghatározásához át kell tekintenünk az MNB és az államháztartás kapcsolatrendszerét.

Az MNB az államháztartásnak kamatozó és kamatmentes hiteleket nyújt. A kamatozó hitelek két részből tevődnek össze: az alacsony kamatozású, ún. régi hitelekből, s az MNB tárcájában lévő állampapírokból. Ez utóbbi állomány esetében is lehet szó kamattámogatásról, mivel a hosszabb lejáratú állampapírok egy része piaci kamatozás alatti. A hitelek másik része kamatmentes hitel. Ennek döntő része az úgynevezett átértékelési különbözet, de 1994 októberétől 1995 végéig élt egy másik fajtája is: a számla-visszacsatolás következtében létrejött hitel. Technikailag ez azt jelentette, hogy az MNB a központjában vezetett költségvetési intézményi számlák pozitív egyenlegének 60 (1995 februárjától 80) százalékának megfelelő kamatmentes hitelt nyújtott a központi költségvetésnek. Ez az eljárás azonban nem változtatott azon, hogy pótlólagos hitelnyújtás történt. A támogatásjellegét hangsúlyozza, hogy a kamatmentes hitel olyan számlák visszacsatolása eredményeképpen is létrejött, amelyek után az MNB kamatot térített.

Az MNB-nek 1991-ben 59,9 milliárd, 1992-ben 60,9 milliárd forint nem kamatozó transzferábilisrubel-követelése volt. E követeléseket az állam 1992 végén megvásárolta az MNB-től, helyette közel piaci kamatozású értékpapírokat adott. E követelések az állam irányította KGST-kereskedelem következtében jöttek létre. E hitelek keletkezése „az állam bűne”. Ezért e hiteleket 1991-ben és 1992-ben az államadósság részeként szerepeltetem.

Az MNB és az államháztartás közötti kapcsolat másik ága, hogy az MNB vezeti a költségvetési intézmények és az államháztartás egyéb alrendszereinek a számláit, tőlük betéteket fogad el. A számlák egy része után kamatot térít.

Az MNB és az államháztartás kapcsolatának része még, hogy az állam egyes, nemzetközi szervezetektől felvett devizahiteleket az MNB-nél betétként elhelyezi. Az MNB által e hitelek után térített devizakamatok megegyeznek azzal, amit az állam a hitelnyújtónak fizet. E hitelek következtében jövedelemtranszfer nem történik, ezért ezekkel nem foglalkozom.

7. táblázat

Az MNB és az államháztartás kapcsolata
(éves átlagos állomány milliárd forintban)

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995
Átértékelés miatti államadósság	706,3	825,9	1064,7	1310,6	1962,6
Hitelszámla-visszacsatolás miatt	..	..	..	5,6	77,2
Kamatmentes transzferábilisrubel-követelés	59,9	60,9	..	..	..
Államháztartás nem kamatozó betétje	123,9	165,0	88,4	110,5	118,0
Nettó kamatmentes hitel államháztartásnak	642,3	721,8	976,3	1205,7	2000,7
Kamatozó államadósság	824,5	855,0	978,2	1071,9	1150,6
Államháztartás kamatozó betétje	33,6	62,3	48,4	17,6	24,5
Nettó kamatozó hitel államháztartásnak	790,9	792,7	929,8	1054,3	1047,2
Nettó kamatozó hitel kamatlába (százalék)	9,7	10,3	10,5	13,7	16,1

2. A pénzüzeteknek nyújtott kedvezményes kamatozású hitelek egy része deklaráltnak is kedvezményes kamatozású: a privatizációval, az új vállalkozások indításával, az exporttal, az idegenforgalommal kapcsolatosak, s ide tartoznak az 1991 előtt nyújtott refinanszírozási hitelek. Létrejön azonban kamatszubszidió azoknál a hiteleknel is, amelyek deklaráltnak nem kedvezményes kamatozásúak, a hitelezés alapkamaton történik. Ilyen például a világbanki hitelek továbbkölcsonzése. Ennek okát abban kell keresni, hogy az MNB a vizsgált időszak egészében az infláció mérséklődését hirdette, s ennek alátámasztására negatív hozamgörbét alkalmazott.

3. Számba veszem az I. rész (13) képlete alapján a devizatartalék-tartás költségeit is. Az MNB tartalékai után kevesebb kamatot kap, mint amennyibe a tartalék képzéséhez szükséges hitel felvétele kerül. Csökkenti a tartalékokért kapott kamatot, hogy az MNB eszközei egy részét nem kamatozó formában: aranyban, valutában, nem kamatozó IMF-betétben tartja.

Az IMF egyébként az MNB-ben is tart nem kamatozó betétet. Ez a devizahitelek átlagos kamatlábát csökkenti. Ez utóbbi betét általában kevesebb, mint Magyarország nem kamatozó betéte az IMF-nél. Tehát az IMF-tagság költsége ezen a soron szerepel.

A devizatartalékok között nem vettem figyelembe az 1991-ben és 1992-ben az MNB könyveiben szereplő nem kamatozó transzferábilisrubel-követeléseket, mivel ezt az államadósság részeként vettem számba.

8. táblázat

A devizatartalék-tartás költségeinek meghatározása

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995
Devizaforrás és -eszköz kamatláb-különbsége ($i_{FL} - i_{FA}$), (százalék)	1,6	1,6	0,9	2,5	0,6
Teljes követelésállomány (FA), (milliárd forint)	389,0	581,2	783,5	1143,4	1755,4
Devizatartalék-tartás költsége [$FA(i_{FL} - i_{FA})$], (százalék)	6,2	9,3	7,4	28,8	10,5

4. A további ráfordítások az MNB eredménykimutatásából kiolvashatók. A pénzforgalommal kapcsolatos ráfordítások a Postának, a Pénzverőnek és a Bankjegynyomdának fizetett térítések tartalmazzák. A készpénzkezeléssel kapcsolatban az MNB-n belül fel-

merülő költségek a banküzem működési költségei között szerepelnek – együtt az MNB egyéb költségeivel. A céltartalékképzés az egyéb ráfordítások és veszteségek általában legjelentősebb tétele.

5. Végül a 9. táblázatban szerepeltetem az MNB adózás előtti eredményét. Szempontunkból érdektelen, hogy az MNB adót vagy nyereséget fizet-e a költségvetésnek.

9. táblázat
Az MNB ráfordításai a GDP százalékában

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995
Kamatszubszenció					
államháztartás nem kamatozó hiteleire	8,2	7,2	5,9	7,3	11,9
államháztartás kamatozó hiteleire	7,0	5,1	2,8	3,1	3,4
pénzüintézeteknek nyújtott hitelekre	1,1	0,8	0,2	0,4	0,6
Devizataralék-tartás költsége	0,2	0,3	0,2	0,7	0,2
Pénzforgalommal kapcsolatos ráfordítások	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Banküzem működési költsége	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Egyéb ráfordítások és veszteségek	0,4	1,0	0,9	0,6	1,0
Adózás előtti eredmény	0,4	0,3	0,4	1,0	0,1
Összes ráfordítás	17,7	14,9	10,7	13,4	17,5
Hiba	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,6

A 9. táblázatból látható, hogy a vizsgált években az államháztartásnak nyújtott kamatszubszenció a ráfordítások mintegy háromnegyed részét tette ki. A szubszenció növekvő része a nem kamatozó hitelekre nyújtott kamatszubszenció. Míg ez 1991-ben az államháztartásnak nyújtott szubszenció alig több mint felét tette ki, az arány 1994-re 70 százalékra nőtt. Az ok elsősorban az, hogy a nem kamatozó hitelek állománya jelentősen növekedett a vizsgált időszakban. Az államháztartásnak nyújtott kamatszubszenció a GDP 9-15 százalékát érte el.

A többi kiadás az államháztartásnak nyújtott kamatszubszenciónál nagyságrenddel kisebb. Említést érdemel a pénzüintézeteknek nyújtott hitelek szubszencionálásának csökkenése 1993-ig, ami az 1991 előtt nyújtott refinanszírozási hitelek csökkenő állományával magyarázható. 1994-ben a kamatszubszenció növekedésnek indult, a kedvezményes kamatozású privatizációs hitelek növekvő aránya következtében.

A devizataralék-tartás költségei 1994-ben jelentősen nőttek. Ez nagyobb részben az eszköz- és forráskamatlábak növekvő különbségével magyarázható, kisebb részben a növekvő tartalékokkal.

A pénzforgalommal kapcsolatos költségek 1994-ben több mint duplájára növekedtek. Ennek oka az érmecsere.

A bevételek és a ráfordítások összevetése

A bevételeket és kiadásokat bemutató 6. és 9. táblázatot összevetve, megállapítható, hogy az MNB egyéb bevételei – tehát a jegybank pénzteremtéssel nem összefüggő monopol- és nem monopol jellegű bevételei – csaknem teljes egészében fedezetet biztosítanak a pénzforgalommal kapcsolatos ráfordításokra, az MNB működési költségeire és egyéb ráfordításaira, veszteségeire s a devizataralék költségeire is. Ha az MNB-nek nem lennének kamatszubszencionálási feladatai, a seigniorage a vizsgált években csaknem teljes egészében a jegybank nyereségét növelte volna.

A legnagyobb kamatszubszió terhe az MNB-nél lévő államadósság s ezen belül is a nem kamatozó államadósság miatt keletkezik. Az átértékelési különbözet növekedése és a nettó devizatartozás továbbkölcsönzése miatti nyereség erre együttesen sem biztosít fedezetet. A seigniorage nagyobb részét felemészti az államadósság kamatterhe. Emellett kisebb részben a pénzintézeteknek nyújtott kedvezményes kamatozású hitelek szubszióálására fordítódik.

Míndez azt eredményezi, hogy az MNB eredménye a seigniorage-nál nagyságrenddel kisebb, s az MNB-n keresztül megvalósuló jövedelemtranszferhez képest elenyésző. A jegybanki nyereség borotvaélen táncol. 1993-ban a jegybank ténylegesen veszteséges lett volna, s ezt csak úgy lehetett elkerülni, hogy az állam az utolsó pillanatban többletkamatfizetést teljesített. (1996-ra jelentős veszteség várható.)

Az infláció hatása a seigniorage-ra és a jegybank eredményére

Az I. rész Inflációs adó című fejezetének gondolatmenete alapján vizsgáljuk meg, hogy a seigniorage 1991 és 1995 között mennyiben tekinthető inflációs adónak! Az infláció mérésére a GDP-deflátort használom.

10. táblázat

Az infláció és a seigniorage közötti kapcsolat
(százalék)

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995
Alkalmazott kamatláb (i^*), (1)	31,9	29,2	21,3	26,4	32,8
GDP-deflátor, (2)	25,4	21,6	21,3	19,5	24,1
Reálkamatláb (1)–(2)	6,5	7,6	0,0	6,9	8,7
A kamat inflációtartalma (2)/(1)	79,6	73,9	100,0	73,9	73,5

A 10. táblázatból látható, hogy a vizsgált években – 1993 kivételével – az MNB által alkalmazott kamatláb mintegy háromnegyede az inflációt kompenzálta, tehát a seigniorage háromnegyede inflációs adónak tekinthető. Más szóval: ha nem lett volna infláció, s a reálkamatláb változatlan lett volna, a seigniorage negyede lett volna a ténylegesnek. 1993-ra ez a gondolatmenet nem alkalmazható, mivel erre az évre nulla reálkamatláb adódott. A gondolatmenet szerint, ha ebben az évben nem lett volna infláció, a jegybank a repóhiteleket kamatmentesen nyújtotta volna, ami elképzelhetetlen.

Végül megvizsgáltam, hogyan alakult volna a jegybank eredménye, ha nem lett volna infláció 1991 és 1995 között. A bevételek jelentősen csökkentek volna. Láttuk, hogy a seigniorage negyedére esett volna. Ennél is jelentősebb kiesés lett volna, hogy mivel nem lett volna leértékelés, nem nőtt volna az átértékelési különbözet. Ez – mint láttuk – a jegybank legnagyobb bevételi forrása volt. Lényegesen csökkentek volna azonban a kiadások is, mivel lényegesen kevesebbet kellett volna kamatszubszióra fordítani, különösen az államháztartásnak nyújtott hitelek szubszióálására.

A vizsgálat legfontosabb megállapítása, hogy az infláció megszűnése vagy jelentős csökkenése esetén az erőteljesen csökkenő seigniorage-bevétel nem sodorná a jegybankot veszteségbe. Az államháztartásnak nyújtott kamatszubszió ugyanis a seigniorage csökkenésénél még nagyobb mértékben csökkenne. Ez abból következik, hogy az MNB

által a költségvetésnek nyújtott kamatmentes hitelek állománya nagyobb, mint a monetáris bázis.

Az infláció csökkenésénél nagyobb érvágást jelentene az MNB nyereségére, ha csökkenne a nettó devizaforrások továbbkölcsönzése miatti nyereség, tehát ha csökkenne a belföldi kamatokban a külföldi kamatokhoz képest megmutatkozó kockázati prémium. Ez azonban azt jelentené, hogy csökkenne az állam kamatterhe. Nemcsak a költségvetés jegybankkal szemben fennálló kamatterhe csökkenne, hanem a jegybankon kívüli államadósság kamatterhe is. Az így felszabaduló forrásokat az költségvetés felhasználhatná arra, hogy csökkentse a jegybanknál lévő kamatmentes adósságát, és ez helyreállíthatná a jegybanki mérleg egyensúlyát.

A vizsgálat megállapítását másképpen fogalmazva: a magyar körülmények között az infláció növekedése nem eredményez állami többletbevételt. Ennek nem az I. rész Inflációs adó című fejezetben leírt jelenség az oka: hogy a jegybankpénz-kereslet infláció szerinti rugalmassága negatív lenne. A seigniorage-bevétel az infláció növekedésével nő. Nő azonban a jegybanknál lévő államadósság szubvencionálási igénye is, s ez felemészti a seigniorage-bevétel növekedését.

A fenti megállapítás akkor is igaz lenne, ha az államadósság döntő része nem a jegybanknál lenne. Ekkor az infláció növekedése miatt magasabb seigniorage-t ugyan átutálná a jegybank a költségvetésnek, ez azonban nem eredményezne a költségvetés számára elosztható többletjövédelmet az államadósság terheinek növekedése miatt.

Hivatkozások

DEDÁK ISTVÁN [1996]: Seigniorage, költségvetési deficit, aggregált kereslet. *Közgazdasági Szemle*, 2. sz.

KUN JÁNOS [1994]: Külső adósságkezelés – mi változna, ha változna? *Közgazdasági Szemle*, 9. sz.
MNB[1992]: A minimális tartalékok szabályozása az OECD-országokban. Magyar Nemzeti Bank, nemzetközi pénzügyi elemzések osztálya, június, kézirat.

OBLÁTH GÁBOR–VALENTINYI ÁKOS [1993]: Seigniorage és inflációs adó. *Közgazdasági Szemle*, 10., 11. sz.

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

TARAFÁS IMRE [1994]: Monetáris politika, árfolyam-politika – perspektívában. *Külgazdaság*, 10. sz.