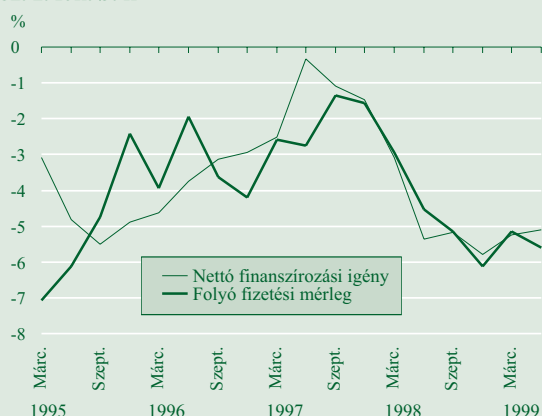


V. A külső egyensúly

A nettó finanszírozási igény és a folyó fizetési mérleg szezonálisan igazított hiányának alakulása a GDP százalékában



1. A nettó megtakarítói pozíció

A folyó fizetési mérleg a gazdaság megtakarítási és beruházási egyensúlyának mutatója. A megtakarítási-beruházási egyensúly egy „elméleti” folyó fizetési mérleget határoz meg, *egyenlegét* a nemzetközi szóhasználatnak megfelelően *nettó finanszírozási kapacitásnak/szükségletnek*¹ nevezzük. Ez a mutató a fizetési mérleg statisztika alapján aktuálisan kimutatottól eltér,² de jobban tükrözi a gazdasági szereplők viselkedésének a külső egyensúlyi pozíció jövőbeli alakulását meghatározó változásait.

Az év első két negyedéve alapján megállapítható, hogy a gazdaság egyensúlyi helyzetének tavalyi évre jellemző gyorsan romló folyamata lelassult. A *külföldi finanszírozási igény* – a GDP százalékában mérve – 1999 második negyedévében az előző negyedévhez képest tovább csökkent és tavalyi év azonos időszaki szintjén van.

A kedvezőbb első félévi helyzet annak köszönhető, hogy a magánszektor finanszírozási igénye az előző év azonos időszakát jellemző mértéknél visszafogottabb volt és ez részben ellentételezte a magasabb állami finanszírozási igényt. Az államháztartás első negyedévi extra pozícióromlása növelte a magánszférára, és azon belül is elsősorban a vállalatok saját forrásait, de a magánszektor a többletforrások ellenére sem változtatta meg beruházási, illetve fogyasztási terveit, hanem növelte nettó megtakarításait (finanszírozási kapacitását). A második negyedévre mérséklődött a magánszektor nettó megtakarítása, de az államháztartás finanszírozási igénye csökkent.

¹ Az előző inflációs jelentésünknek megfelelően, de más korábbi MNB publikációtól eltérően a gazdasági szereplők pozícióját operacionális, azaz infláció-szűrt szemléletben adjuk meg, ami könnyebben értelmezhető összefüggésben áll a pozícióváltozásokat meghatározó reálgazdasági döntésekkel. Ez azt jelenti, hogy míg korábban a nettó pénzügyi vagyon inflációs értékvesztése miatti kompenzációt jövedelemként illetve folyó megtakarításként számoltuk el, ebben az elszámolásban csak a kamatok inflációs kompenzáció feletti részét tekintjük jövedelemnek, illetve a pénzügyi vagyon inflációs értékmegőrzés feletti részét megtakarításnak.

² A publikált és az elméleti folyó fizetési mérleg közötti eltérés abból származik, hogy a magyar fizetési mérleg statisztika jelenleg még pénzáram alapú, azaz azon rezidensek és nem rezidensek közötti tranzakciókat, melyek nem járnak pénzmozgással nem rögzíti, míg előfordulhat olyan eset, hogy közgazdasági értelemben átértékelődésnek tekinthető pénzáramokat tranzakcióként rögzít. Ezen felül a reálfolyamatok és a pénzfolyamatok között időbeli eltolódás is lehet. Minél kisebb a mért időintervallum, annál nagyobb lehet az eredménysszemléletű és a pénzforgalmi szemléletben mért adatok között a relatív eltolódás, illetve a kilengések mértéke, mint ahogyan ez a folyó fizetési mérleg és a nettó külföldi finanszírozási igények negyedévenkénti adataiban is megjelenik.

A háztartások finanszírozási kapacitásának csökkenését elsősorban az okozta, hogy a lakosság a pénzügyi befektetések felől a reálfektetések felé fordult; így pénzügyi megtakarításaik növekedése lecsökkent, miközben az ingatlanpiacon egy erőteljes keresleti hatás volt tapasztalható. A megtakarítási formák közötti éles váltásnak alapvetően szabályozási okai voltak, aminek az is a következménye, hogy a lakosság tavalyi elhalasztott és az idén bepótolt felhalmozási kiadásai a tavalyi nettó megtakarítói pozíciót és fizetési mérleget javították, az ideit pedig rontják.

A vállalkozások jövedelmezőségének alakulását negyedévenként – részletesebb statisztikai információk hiányában – nehéz megítélni. A rendelkezésre álló közvetett adatok alapján az valószínűsíthető, hogy finanszírozási igényük az első negyedéhez képest nőtt, azonban még így is jóval elmaradt az 1998-as év azonos időszakának (GDP arányos) szintjétől. Ennek kettős oka volt:

- A vállalatok rendelkezésre álló jövedelme az előző évet meghaladó volt. Nőtt a termelékenység és a pénzügyi szabályok változásai (adók-támogatások, társadalombiztosítás) segítették a vállalati jövedelmezőség javulását. A külföldiek profitkivonása kisebb volt a tavalyinál, ami a külföldi befektetői bizalom megerősödésére is utal. Ez a visszaforgatott profit növelte a vállalatok bruttó megtakarításait.
- A rendelkezésre álló források növekedése ellenére a vállalatok beruházási aktivitása, bár továbbra is a GDP növekedési ütemét meghaladó mértékben bővült,³ nem érte el a tavalyi évre jellemző, kiugróan magas értéket. Ebben szerepe lehetett annak, hogy az első hónapokban a külpiacon növekedésére vonatkozó jelzések nem voltak határozottak, a tőzsdei árfolyamok továbbra is ingadoztak, továbbá az ország egyes körzeteiben az árvíz fékezte a fejlesztési lehetőséget/kedvet.

A vállalatok helyzetére és várakozásaira utaló konjunktúra tesztek alapján ellentmondásos a kép, és polarizálódás tapasztalható mind a növekedési kilátások, mind a jövedelmezőség terén. Mindezek mellett a felgyorsult belföldi fogyasztási kereslet, a globális gazdasági élénkülést valószínűsítő külföldi hírek a vállalati termelési lehetőségek növelésére utalnak. A vállalatok GDP arányos jövedelmezőségének javulására azonban az év végéig nem számítunk, mivel a visszaforgatott profit átmeneti forrásnövelő hatása nem tekinthető tartósnak,⁴ az év egészében közelítheti az 1998-ashoz hasonló nagyságrendet a profit repatriálása. Az előző év második felét jellemző árfolyamhatás, ami a nettó exportőr vállalatoknál profitnövelő volt, idén nem mutatkozik, mivel a tavalyi, második félévet átmenetileg jellemző reál-leértékelődéssel szemben idén a forint kis mértékű felértékelődése tapasztalható. A gazdasági fellendülés természetes velejárója ugyanakkor a vállalkozói finanszírozási igény növekedése. Mivel az ezt ellentételező lakossági finanszírozási kapacitás tartós növekedése biztonsággal nem valószínűsíthető, ezért a növekedés gyorsulása esetén a külső egyensúlyi pozíció romlását az államháztartás keresleti hatásának mérséklésével lehet elérni.

³ E megállapításban a beruházásban nem szerepel az ingatlanadások beruházási kiadásokat mérséklő hatása (negatív beruházás).

⁴ Az oszlaték kivétele azonban nem mutat egyenletes szezonális képet, ezért ennek hatását nem tudjuk kiszűrni.

Inflációszűrt megtakarítások és felhalmozások nemzetgazdasági szektoronként a GDP százalékában*

	1997. év	1998. I.n.év	1998. II.n.év	1998. év	1999. I.n.év	1999. II.n.év
Bruttó hazai termék	100	100	100	100	100	100
+fizetési mérleg nettó jövedelemátutalások	-3,1	-3,2	-5,4	-4,0	-2,1	-4,0
+viszonyzatlan átutalások	2,2	1,8	2,1	2,2	1,6	1,8
Rendelkezésre álló jövedelem	99,1	98,6	96,8	98,1	99,5	97,8
-háztartások	70,4	76,3	69,7	70,9	76,2	70,8
-vállalkozások	13,0	10,4	12,3	13,4	13,4	12,8
-államháztartás	15,6	12,0	14,7	13,8	10,0	14,3
Nemzetgazdaság végső fogyasztása	72,6	80,0	71,4	72,9	79,3	73,3
-háztartások fogyasztása	62,0	68,8	60,6	62,1	67,4	61,5
-közösségi fogyasztás	10,5	11,2	10,8	10,8	11,8	11,8
Bruttó megtakarítás**	26,5	18,6	25,4	25,2	20,3	24,6
-háztartások megtakarítása	8,4	7,5	9,2	8,7	8,7	9,3
-vállalati megtakarítás	13,0	10,4	12,3	13,4	13,4	12,8
-államháztartás megtakarítása	5,1	0,8	3,9	3,0	-1,9	2,5
Nettó tőketranszfer						
-háztartások	0,5	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,1
-vállalat	1,1	1,0	0,9	1,2	0,9	1,4
-államháztartás	-1,6	-1,2	-1,0	-1,4	-1,0	-1,3
Felhalmozások	27,4	22,4	30,6	29,2	25,1	29,9
-háztartások beruházása	4,8	4,9	4,1	4,2	4,9	6,7
-vállalati beruházás és készletfelhalmozás	18,7	14,7	22,6	21,2	17,8	19,9
-államháztartás beruházása	3,9	2,8	3,9	3,9	2,4	3,2
Nettó megtakarítás	-0,9	-3,7	-5,2	-4,0	-4,8	-5,3
Háztartások megtakarítása	4,1	2,8	5,2	4,8	3,9	2,5
Vállalati megtakarítás	-4,6	-3,3	-9,3	-6,5	-3,5	-5,8
Államháztartás megtakarítása	-0,4	-3,2	-1,1	-2,2	-5,3	-2,1

Megjegyzés: MNB becslés.

A korábban közöltékhez képest az adatok visszamenőlegesen is változtak, mivel becsléseink szerint az időközben megismert legújabb információk a jövedelemeloszlási és felhasználási arányokra hatással vannak.

Kerekítésből eredően a részek összesen a táblában szereplő összesentől eltérhet.

* A mutatók eredmény szemléletet közelítőek. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét és hitelállományokon az árfolyamváltozásból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében (GFS szemléletű hiány – privatizáció) a kamatkidadások eredmény szemléletűek.

** Bruttó megtakarítás = rendelkezésre álló jövedelem (bruttó, azaz az adott évi amortizáció értékét is tartalmazza) mínusz végső fogyasztás. A rendelkezésre álló jövedelem tartalmazza az adott időszak bruttó hazai termék értékének és a külföld felé, illetve külföldről Magyarországra irányuló jövedelemtranszferek és viszonzatlan átutalások (fizetési mérleg szerinti) egyenlegének összegét.

A második negyedévben az *államháztartás* operacionális hiánya csökkent, közelíti az év egészére várt értéket. Az előző év azonos időszakánál azonban még mindig rosszabb. Fontos ezért, hogy a költségvetési törvényben előírt deficit követelmény megvalósuljon és az év hátralevő részeiben a költségvetés lényegesen kisebb külső finanszírozási igényt generáljon.

2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

A folyó fizetési mérleg alakulását meghatározó külső-belső tényezők 1999 második negyedévében nem változtak lényegesen az első negyedévhez képest. Jugoszlávia ezen időszakra eső bombázása a szolgáltatás-külkereskedelmet (szállítás, turizmus) ugyan érintette, de ennek hatásai a korábbi, túlzónak bizonyult becslésekkel szemben mindeddig kezelhető keretek között maradtak. Így a félév folyamán a folyó fizetési mérleg adatainak alakulására a szokásos szezonális eltéréseken túli rendkívüli komponensek nem hatottak. A folyó fizetési mérleg 1,2 milliárd dollárt kis mértékben meghaladó hiánnyal zárt 1999 első hat hónapjában. Ez nagyjából megfelelt az előzetes várakozásoknak, az 1998. évi deficitet⁵ pedig mintegy 300 millió dollárral múlta felül.

A folyó fizetési mérleg hiánya a szezonális kiigazításból nyert trend alapján a második negyedévben is az első negyedévhez képest az előző negyedévben megfigyeltekhez hasonlóan enyhén romlott. A félév egészében a növekvő hiány három tényező együttes, várakozásaink szerint az év első felére koncentrálódó, hatását tükrözi. Ezek közül az első az orosz válság, amely 1998 első félévében még csak mérsékelten éreztette hatását. A másik két tényező a CEFTA-országokban a múlt év folyamán kibontakozott recesszió illetve az Európai Unió-beli konjunktúra lassulása. Ezen hatások az év második felében részben megszűnnek (a CEFTA-országok egy részében már tapasztalható élénkülés), részben pedig mérséklődnek, így várakozásaink szerint további egyenlegrontó hatásukkal nem vagy csökkenő mértékben kell számolni.

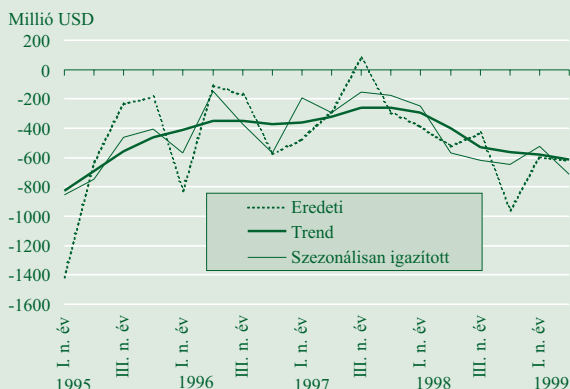
A folyó fizetési mérleg hiányát mindkét negyedévben fedezte az ún. nem-adóssághékpő nettó tőkebeáramlás (a közvetlen tőkebefektetéseken belül a nettó külföldi részvény- illetve tulajdonosi részesedés-szerzés, továbbá a portfólió befektetéseken belüli nettó külföldi részvényvásárlás). A félév egészében az 1,2 milliárd USD-s folyó fizetési mérleg hiánnyal szemben a nem-adósság jellegű finanszírozás 1,6 milliárd USD-t ért el. 1998 első félévében a választások évében általában tapasztalható bizonytalanságok miatt a második negyedévben a részvénycsatornán nettó kiáramlás volt megfigyelhető, és külföldi működőtőke beáramlás is alacsony volt, így a nem adósság generáló tőkebeáramlás nem fedezte a folyó mérleg hiányt. 1998-hoz képest vál-

⁵ Itt hívjuk fel a figyelmet, hogy 1999-től a nem-rezidensek nem-konvertibilis folyószámláján történt jóváírások már nem az idegenforgalom kiadási oldalán, hanem az importnál vannak elszámolva. Hogy az 1998-as adatokkal való összehasonlíthatóságot biztosítsuk, visszamenőleg elvégeztük ezt a korrekciót a múlt évre is. Így természetesen a korábbi publikációkban napvilágot látott számok az import valamint az idegenforgalom kiadási adatait tekintve változtak. A folyó fizetési mérleg egyenlegét a változás nem érinti, hiszen csak annak összetevői közötti átrendezést jelent.

A folyó fizetési mérleg legfontosabb tételei

	1998. I. n. év	1998. II. n. év	1998. I. félév	1999. I. n. év	1999. I. n. év	1999. I. félév
I. Áruk	-373	-456	-830	-517	-529	-1 046
Bevétel (export)	4740	5044	9784	5217	5064	10 282
Kiadás (import)	5114	5500	10614	5735	5593	11 328
2. Szolgáltatások	126	304	429	-31	166	135
Idegenforgalom, egyenleg	251	414	664	230	394	624
Egyéb szolgáltatások, egyenleg	-125	-110	-235	-261	-228	-489
3. Jövedelmek	-321	-624	-945	-234	-475	-709
Adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-296	-227	-523	-236	-169	-405
Nem adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-25	-397	-422	2	-306	-304
4. Folyó átutalások	187	253	440	183	219	402
Folyó fizetési mérleg (1+2+3+4)	-382	-523	-905	-598	-619	-1 218

A folyó fizetési mérleg alakulása



tozás az is, hogy az állampapír-csatornán lényegesen alacsonyabb a külföldi forrásbevonás.

Elsődlegesen az ÁKK külföldi kibocsátásai révén az MNB és a kormányzat nettó külső forrásbevonó volt a félév folyamán. Ennek mértékét csökkentették az MNB intervenciós devizavásárlásai, melyekre a főleg a második negyedévben tapasztalható erőteljes tőkebeáramlás következtében került sor.

A magánszektor, a második negyedévi magasabb forrásbevonása révén a finanszírozás fő forrását adja. Ez elsősorban részvénybefektetési céllal érkezett az országba, a hitelbevonás egyenlege nem jelentős. A hitelforgalomban a tavalyi évvel ellentétes tendenciák érvényesültek. Míg 1998-ban a hitelintézeti rendszer jelentős külső forrásbevonó volt, a vállalkozói szektornál nettó tőkekiáramlás volt tapasztalható. Idén ismét a közvetlen vállalati hitelfelvétel került előtérbe, miközben a hitelintézeteknél nettó tőkekiáramlást figyelhetünk meg.

A közvetlen tőkebefektetések részét képező tulajdonosi hiteleknel a félév egészében ugyan még mindig tőkekiáramlás zajlik, ennek mértéke azonban csökkenő: a mintegy 200 millió USD-ből 180 millió az első negyedévet terheli. Míg a közvetlen befektetéseken belüli erőteljesebb részvényvásárlások és tulajdonszerzések a nem-rezidens befektetők hosszabb távú érdeklődését, elkötelezettségét jelzik, addig a tulajdonosi hitelek körében a lassuló kiáramlás azt sejteti, hogy a külföldi működőtőke-befektetők a rövidtávú kilátásokat illetően is kedvezőbb megítéléssel vannak Magyarország iránt.

A korábbi évekkal ellentétben a tőkemérleg is negatív egyenleget (120 millió dolláros hiányt) mutat, mivel azonban az összes finanszírozás a folyó mérleg hiányát több mint 400 millió dollárral haladja meg, az egyenlegező hibák és kihagyások (NEO) tétel is mínuszban van.

3. A külföldi tartozás- és követelésállomány alakulása

A külfölddel szembeni nettó pozíció 29,4 milliárd dollárról 29,3 milliárd dollárra csökkent. Az állomány alakulását erősen befolyásolták az időszak közben bekövetkezett keresztárfolyam-változások, mindenekelőtt a dollár jelentős erősödése az euróval szemben, mivel - ceteris paribus – a pozíció változásának a folyó fizetési mérleg egyenlegével kellene megegyeznie, ami az első félévben 1,2 milliárd dolláros hiányt mutatott. A bruttó külföldi tartozásaink 45,1 milliárd USD-ről 46 milliárd USD-re nőttek, miközben a bruttó külfölddel szembeni követeléseink 15,7 milliárd USD-ről 16,7 milliárd USD-re emelkedtek.

A bruttó külföldi tartozások növekedése legnagyobb részben a külföldiek portfólió célzatú részvényvásárlásainak köszönhető, kisebb mértékben a működőtőke állománya, a külföldiek állampapírállománya és a devizában denominált külföldi adósság is emelkedett. A külfölddel szembeni bruttó követeléseket növekedésében a külföldön történt adósságjellegű befektetéseink állományának növekedése, valamint a külföld felé nyújtott tulajdonosi hitelek állományának növekedése játszott szerepet, de a nemzetközi tartalékok is nőttek.

A folyó fizetési mérleg finanszírozása

	Millió USD					
	1998. I.n.év	1998. II.n.év	1998. II.félév	1999. I.n.év	1999. II.n.év	1999. II.félév
(1) Folyó fizetési mérleg hiánya	382	523	905	598	619	1218
(2) Összes finanszírozás	311	231	542	803	840	1644
– nem-adósság jellegű (=2b.2+2c.1)	805	–49	756	647	962	1610
– adósság jellegű (=2a+2b.1+2c.2)	–494	280	–214	156	–122	34
(2a) MNB és kormányzat	–1298	–53	–1351	301	13	315
(2a.1) Hitelforgalom	–31	105	74	186	716	902
– ebből állampapírok	621	579	1199	79	81	160
(2a.2) Nemzetközi tartalékok	–1267	–158	–1425	116	–703	–587
(2b) Magánszektor	1280	–247	1033	221	550	771
(2b.1) Hitelforgalom	836	–19	817	36	–123	–88
– Hitelintézetek	930	264	1193	9	–191	–182
– Vállalkozói szektor	–93	–283	–376	27	67	94
(2b.2) Részvényforgalom	443	–228	216	185	674	859
– Hitelintézetek	–1	–10	–10	–8	2	–6
– Vállalkozói szektor	444	–218	226	193	672	865
(2c) Közvetlen tőkebefektetések	329	531	860	282	277	558
(2c.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	362	179	540	462	289	751
(2c.2) Tulajdonosi hitelek	–32	352	320	–180	–12	–193
(3) Tőkemérleg	43	61	104	–12	–127	–139
NEO (=1–2–3)	28	231	259	–193	–94	–287

A külföldi tartozás- és követelésállomány

	Milliárd USD		
	1998. dec.	1999. jún.	Változás
(1) Bruttó külföldi tartozás (=1a+...+1d)	45,1	46,0	1,0
(1a) Devizában denominált külföldi adósság	23,2	23,3	0,1
– Portfólió adósság	11,0	11,4	0,5
– Egyéb adósság	12,3	11,9	–0,4
(1b) Forintban denominált külföldi adósság	1,3	1,3	0,1
(1c) Közvetlen külföldi tőkebefektetések Mo-n	18,3	18,4	0,1
– Részvény és tulajdonosi részesedés	16,0	15,8	–0,1
– Tulajdonosi hitelek	2,3	2,5	0,3
(1d) Külföldiek TMP* befektetései Mo-n	2,3	3,1	0,7
(2) Bruttó külföldi követelések (=2a+...+2d)	15,7	16,7	1,1
(2a) Külföld Mo-gal szembeni adóssága	4,9	5,6	0,7
– Portfólió adósság	0,2	0,6	0,4
– Egyéb adósság	4,7	5,0	0,3
(2b) Nemzetközi tartalékok	9,3	9,4	0,0
(2c) Mo. közvetlen tőkebefektetései külföldön	1,3	1,6	0,4
– Részvény és tulajdonosi részesedés	1,2	1,2	0,1
– Tulajdonosi hitelek	0,1	0,4	0,3
(2d) Mo. TMP* befektetései külföldön	0,1	0,1	0,0
Nettó külföldi tartozás (=1–2)	29,4	29,3	–0,1
Devizában denom. nettó külf. adósság (=1a–2a–2b)	8,9	8,3	–0,7

* TMP: tulajdonviszonyt megtestesítő portfólió.

A devizában denominált külföldi adósság szektorok szerint

	1998. december		1999. június		Változás	
	milliárd USD	%	milliárd USD	%	milliárd USD	%
(1) Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)	23,2	100,0	23,3	100,0	0,1	0,3
(1a) MNB és Kormányzat	13,1	56,6	13,3	57,1	0,1	1,1
MNB	11,7	50,3	10,2	43,9	-1,5	-12,6
Kormányzat	1,5	6,3	3,1	13,2	1,6	109,7
(1b) Magánszektor	10,1	43,4	10,0	42,9	-0,1	-0,7
Hitelintézetek	5,5	23,5	5,2	22,3	-0,3	-4,8
Vállalkozói szektor	4,6	19,8	4,8	20,6	0,2	4,1
(2) Nettó külföldi adósság (=2a+2b)	8,9	100,0	8,3	100,0	-0,7	-7,3
2a) MNB és Kormányzat	3,3	36,6	3,1	37,2	-0,2	-5,8
MNB	2,3	25,8	0,5	5,8	-1,8	-79,3
Kormányzat	1,0	10,8	2,6	31,5	1,6	169,9
(2b) Magánszektor	5,7	63,4	5,2	62,8	-0,5	-8,3
Hitelintézetek	2,2	24,2	1,8	21,8	-0,4	-16,6
Vállalkozói szektor	3,5	39,2	3,4	41,0	-0,1	-3,1

A devizában denominált bruttó külföldi adósság a fél évvel ezelőtti 23,2 milliárd USD helyett idén június végén 23,3 milliárd USD-n állt. Az állomány megközelítőlegesen szinten maradása a keresztárfolyam-változások 1,7 milliárd USD-s csökkentő hatása mellett következett be. A külfölddel szemben devizában fennálló nettó adósság 8,9 milliárd USD-ről 8,3 milliárd USD-re csökkent. A keresztárfolyam-változások hatása a csökkenésből csaknem 1 milliárd USD, vagyis a tranzakciók és árváltozások önmagukban a nettó külföldi adósság növekedése irányában hatottak volna.

Szektorok szerint részletezve a devizában denominált külföldi adósságállományt, komolyabb átrendeződésről nem beszélhetünk, illetve az egyetlen jelentősebb változás a korábbi évek elszámolási módjának megváltozásához köthető.⁶ Mivel ez a magánszektor külföldi adósságát nem érinti, az az év elejéhez hasonlóan a bruttó külföldi adósságnak továbbra is mintegy 43, a nettó külföldi adósságnak pedig 63%-át adja.

⁶ 1999-től a kormányzat (az ÁKK) a szuverén hitelfelvevő, vagyis közvetlenül a kormányzat könyveiben jelennek meg az újonnan felvett hitelek. Tulajdonképpen eddig is minden külfölddel szembeni devizaadósság végső soron az állam adóssága volt, csak hogy a hiteleket az MNB vette fel, majd teljesen azonos feltételű és azonos összegű devizahitelt nyújtott a kormányzatnak. A külfölddel szembeni adósság tehát az MNB-nél került kimutatásra. Ezen a gyakorlaton változtatott az 1999-től hatályos módosítás.