

Nagy Pongrác

## A magyarországi pénzügy – 1989-1999<sup>1</sup>

### MONETARIZMUS

A legújabb kor magyarországi pénzügyének megértéséhez elengedhetetlenül szükséges annak a gazdaságpolitikai irányzatnak a megismerése, amely „monetarizmus” néven került be a közgazdasági gondolkodásba.

#### Történelmi visszpillantás

##### A klasszikusok és Marx

Adam Smith (1723-1790) azt írta, a piacon mindenki saját hasznát, méghozzá maximális hasznát keresi úgy, hogy a lehető legtöbb áru eladásával növeli piaci részesedését. Ezt azzal próbálja elérni, hogy csökkenti árait, javítja a minőséget. Ez a híres smithi „láthatatlan kéz”, amely úgy intézi a dolgokat, hogy az egyéni nyereszkeség vágyából, káprázatból közjó, vagyis olcsó, bőséges és jó minőségű árumennyiség származzék.

Az elmélet más szóval azt jelenti, hogy a piaci verseny a lehető legnagyobb jólétet teremti, feltéve, hogy a „láthatatlan kéz” munkáját emberi

---

<sup>1</sup> Részlet a szerző készülő könyvéből, melynek címe: **Gazdaságpolitika mindenkinek – avagy a rendszerváltás gazdaságpolitikája a piacgazdasági gazdaságpolitika tükrében**

beavatkozás nem gátolja. Vagyis a verseny legyen teljesen szabad minden piacon. A termelők ne szövetkezzenek az árak rögzítésére, se a munkások magasabb bérek kiharcolására, és a kormány se módosítsa a piaci verseny tisztaságát adókkal, vámokkal, behozatali tilalmakkal, valamint a gazdaságba való egyéb beavatkozással.

„*Laissez faire, laissez passer*”, hagyjátok, hogy (a piac szereplői) csinálják (a dolgukat), hagyjátok, hogy (az árak szabadon) áramoljanak (egyik országból a másikba): ez volt a klasszikus közgazdászok jel-szava, mely főként a kormánynak szólt.

Jean-Baptiste Say (1767-1832) Smith tanait tovább fejlesztve megpróbálta kimutatni, hogy, mivel a termelés minden jövedelme a háztartásokhoz kerül, a háztartások ezt részben elvásárolják, részben megtakarítják. Az elvásárolt jövedelem: fogyasztási javak és szolgáltatások iránti kereslet, a megtakarított jövedelemből pedig beruházási javak iránti kereslet lesz. A jól működő, állami beavatkozástól mentes piacgazdaságban tehát nem lehet túltermelési válság, mert a termelés megteremtí a termékek iránti keresletet – mondja Say.

A klasszikus közgazdászok elképzelése arról, hogy a piac, ha hagyják, a lehető legnagyobb jólétet teremti, talán a közgazdasági vetülete Leibniz (1644-1716) világképének, miszerint a világon Isten irányította harmónia uralkodik, melyet Voltaire figurázott ki a *Candide*-ban („Minden a legtökéletesebb a világok eme legtökéletesebbikében.”)

A klasszikus közgazdászok eme tételén egy klasszikus közgazdász ütötte az első és igen nagy rést. Malthus (1766-1834) kimutatta, hogy a szabad (munka-) piacon, ha a munkások több bért kapnak, mint amennyi éppen a létfenntartáshoz elég, akkor elkezdenek szaporodni. A munkaerő-kínálatnak a kereslethez viszonyított ilyen növekedése lenyomja a béreket az éhbér színvonalára. Így a piacgazdaságban, évszázados távlatban, a bérek vissza-visszaesnek az éhbér színvonalára.

Malthusnak és a klasszikus közgazdászok követőinek erre nem volt más orvossága, mint a nemi önmegtartóztatás a munkások részéről. Ez

meglehetősen elméleti tanács egy olyan réteg számára, amelynek a nemmi élet az egyetlen kellemes és ingyenes időtöltése. Malthus után még jó száz évig „lehangoló tudomány”-nak (*dismal science*) nevezték a közgazdaságtant.

A klasszikus közgazdaságtan tehát zsákutcába került – főként azok szemében, akik nem tudták elfogadni természetesnek és megváltoztathatatlanak a munkásság állapotát, életkörülményeit, amelyeket a *laissez faire* szószerinti alkalmazása teremtett a XVIII. század végén és a XIX. század első évtizedeiben Angliában és Nyugat-Európa iparosodó országaiban.

A marxi lázadás gyökeres volt és radikális. Marx szerint csak a munka termel értéket. Ha a munka gépek, tehát tőkejavak, segítségével termel több értéket, akkor ezt a többletet is munka termeli, hisz a gép nem más, mint gép formájában megtestesült, felhalmozódott korábbi munka. A megtermelt érték tehát teljes egészében a munkást illeti. Ha a tőkejószág tulajdonosa ebből valamit elvesz, az kizsákmányolás. Hogy ez ne történhessen meg, a tőkejavakat állami tulajdonba kell venni. Marx kortársa, később ellenfele, a francia Proudhon még ennél is tovább ment, mert a magántulajdon teljes eltörlését követelte. („A magántulajdon lopás.”)

A tőkét semmilyen javadalmazás sem illeti meg, hisz önmagában nem produktív, produktivitása a benne testet öltött munka produktivitása. A fináncsőket a tőkejavak tulajdonosának, az immár egyetlen vállalkozónak, az államnak kell a vállalatok rendelkezésére bocsátani, természetesen ingyen.

Követői, főként a szovjet közgazdászok a XX. század harmincas éveitől kezdve végig mentek azon a logikai úton, amelyen Marx elindult. Eltörölték a piacgazdaságot és megalapozták – a hivatalosan „tervezgazdaságnak” hívott – parancsgazdaságot. Az állam – és nem a piaci kereslet és kínálat – dönti el, hogy miből, hol, mennyit termeljenek és azt

mennyiért adják tovább; ki, hol, mit dolgozzon és mennyiért; hová irányuljon az ingyenes pénzügy és így tovább.

A polgári közgazdászok számára természetesen a proudhoni anarchia és Marx-Engels szocializmusa nem volt elfogadható megoldás. Jobb megoldásuk a *laissez faire* által okozott állapotok orvoslására nem volt. Inkább rámutattak arra, hogy az „érték” szubjektív fogalom, s érték helyett figyelmünket az árakra összpontosították. Ezzel persze megingatták a marxi kapitalista kizsákmányolás elméleti alapjait, hiszen, ha nincs objektív érték, nincs értékelvétel és nincs kapitalista kizsákmányolás. Német nyelvterületen Gossen, angol nyelvterületen W. S. Jevons megfogalmazta a határhaszon elméletet, amelyet azután az úgynevezett „Bécsi Iskola” (Böhm-Bawerk, Menger stb.) fejlesztett tovább. Ezzel óriási lépés történt a kereslet és kínálat elméletének és az ár-elméletnek a kidolgozása felé úgy, ahogy azt ma a mikroökonómiában tanítják.

Közben egy óriási és hosszantartó gazdasági válság (1885-1899) győzte meg a világot arról, hogy a klasszikusok által olyannyira értékelt és ajánlott *laissez faire* nemcsak a munkások számára nem teremt optimális állapotokat, de időnként a tőkejavak tulajdonosai, sőt az egész társadalom számára sem.

## A neoklasszikusok

A klasszikus közgazdaságtan túlélését az angol Alfred Marshall (1842-1929), az újklasszikus gazdasági iskola vagy az úgynevezett „Cambridge-i Iskola” megalapítója biztosította – újabb negyven esztendőre. Marshall a gazdasági elmélet számos, ma is használatos tételét fogalmazta meg: csökkenő határhaszon, fogyasztói nyereség (amikor a fogyasztó olcsóbban megkap olyasvalamit, amiért többet is hajlandó volna fizetni), rövid és hosszú távú egyensúly és a többi. Lernerrel együtt ő volt a rugalmassági elemzés megalapítója. A klasszikus *laissez faire* túlélését azzal biztosította – cambridge-i kollégája, Arthur Cecil Pigou segítségével –, hogy kimondta: a gazdaság a piac működése folytán minden beavatkozás nélkül kilábal a depresszióból.

- Depresszióban leesnek az árak és ezzel nő a megtakarított pénz, illetve a felhalmozott vagyon reálértéke. Ez arra ösztönzi a megtakarítások és a vagyonok tulajdonosait, hogy növeljék kiadásait, így nő a fogyasztási kereslet.
- Mivel nincs beruházás, olyannyira leesnek a kamatlábak, hogy a beruházás olcsóvá válik. Megindul tehát a beruházási javak iránti kereslet növekedése is.

A kereslet ilyenén általános növekedése kimotozítja a gazdaságot a depresszióból. *Laissez faire!* Állami beavatkozásra nincs szükség!

Közben azonban, a XIX. és XX. század fordulója körül, a legtöbb nyugat-európai országban engedélyezték a szakszervezeteket és törvényessé vált a sztrájk. Ezzel nagy rés támadt – gyakorlatilag, ha nem is elméletileg – azon a klasszikus/liberális közgazdasági tételen, hogy a kereslet és kínálat piaci szabad érvényesülését nem szabad befolyásolni. A munkások szervezetbe való tömörülésének és e szervezet által elrendelt és irányított sztrájkoknak ugyanis éppen az volt a célja, hogy a béreknek a

kereslet és kínálat alapján történő kialakulását a kínálat szervezett megvonásával a munkások javára befolyásolja.

Ugyanakkor Pigou (1877-1959), a jóléti gazdaságtan megalapítója, volt talán az első „szalonképes” polgári közgazdász, aki kifejtette, hogy az általános, elérhető jólét maximalizálása érdekében indokolt lehet az adók és támogatások útján történő jövedelem-átcsoportosítás a gazdaságban.

A tetszetős elméletet, miszerint a piac minden állami beavatkozás nélkül „kiemeli” a gazdaságot a válságból, azt az 1929-ben kezdődő általános gazdasági válság cáfolta meg.

- Az árak csökkenésével nőtt ugyan a megtakarítások és a felhalmozott vagyon reálértéke, de ez azt a kisebbséget érintette, amelynek jelentős megtakarítása vagy vagyona volt. A többség bérből és fizetésből élt, s a bérek és fizetések az árakkal arányosan csökkentek. Nem volt hát azonnali, automatikus fogyasztási keresletnövekedés.
- Hiába csökkentek a kamatlábak, nem lendült fel a beruházás: minek új gépeket vásárolni, gyárat építeni mindaddig, amíg a régiek kapacitása-kihasználása az egy harmadot sem éri el és stagnál a fogyasztási kereslet?

A kereslet, melynek Marshall és Pigou szerint egy idő után növekednie kellett volna, stagnált, sőt tovább csökkent. A válság elhúzódott. Amerikában Hoover elnök, s nyomában egyes európai kormányok is, a költségvetés egyensúlyának fontosságát hangsúlyozták. Később a fejlett országok egymással versengő leértékeléssel, „szomszédnyomorító” politikával próbálták országaikat – szomszédjaik rovására – a válságból kiemelni, de sikertelenül, hiszen szomszédjaik azonnali leértékeléssel közömbösítették fáradozásukat. Azután 1933 januárjában az Egyesült Államokban hatalomra került F. D. Roosevelt elnök, Németországban pedig Hitler. Mindkettő hatalmas arányú állami költségekbe kezdett.

Az első főként közmunkákat kezdeményezett. Hitler közmunkákon kívül nagyarányú fegyverkezésbe fogott. Mikor a mind az amerikai, mind a német gazdaság kezdett kilábalni a depresszióból, más országok követték példájukat az állami kiadások növelésével.

## **Keynes**

Ami gyakorlatban már bevált, azt támasztotta elméletileg alá John Maynard Keynes 1936-ban megjelent úttörő munkájával: *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete*, amely alapvető eltérés volt a klasszikus gazdaságtantól.

Keynes szerint a kormány feladata, hogy kiadásai növelésével mesterségesen növelje a keresletet és kimozdította a gazdaságot a depresszióból. Ha kell, a megnövekedett költségvetési kiadásokat a nemzeti banktól felvett kölcsönökkel, tehát a bankópréssel, kell finanszírozni. Addig ugyanis a pénzszaporításnak nem lesz inflációs következménye, amíg a gazdaságban alacsony a kapacitáskihasználás. A pénzszaporítás csak a teljes kapacitáskihasználás megközelítésekor gerjeszt inflációt.

Keynes elmélete már a II. világháború kitörése előtt a gazdaságpolitika credo-jává vált úgyszólván valamennyi fejlett országban, a háború után pedig a hetvenes évek közepéig uralta a közgazdasági gondolkodást. Elfogadott tétellé vélt, hogy a kormánynak a gazdaságba való beavatkozása nemcsak kívánatos, de kötelesség is. A kormány elsődlegesen felelős a gazdaságért. A kormány feladata már nem korlátozódott arra, hogy mesterséges keresletet teremtve kiemelje a gazdaságot a válságból vagy recesszióból, hanem feladatává vált a kereslet szinte napról-napra való szabályozása. Akkor – a második világháborút követő két évtizedben – alakult ki a keresletszabályozásnak máig is használt eszköztára. A gondos kormánynak nincs szüksége erélyes, drasztikus lépésekre – ez volt az általánosan elfogadott tétel. A kormányokban vezető szerepet kaptak a pénzügyminiszterek – helyenként a gazdasági miniszter. Ezek szinte napról-napra figyelték a gazdasági mutatókat,

melyeknek naprakészége a statisztikai szolgálatok fontos feladatává vált. Újabb mutatókat fejlesztettek ki. Ekkor alakult ki az utólagos, egyidejű, előrejelző mutatóknak a rendszere. A mutatók hétről hétre, hónapról hónapra való alakulását követve a kormányzat olyan apróbb intézkedésekkel szabályozta a kereslet alakulását, mint az alapkamat fél vagy negyed százalékponttal való növelése, csökkentése, néhány százaléknyi adókulcsemelés, -csökkentés, kisméretű, ideiglenes pótdólok kivetése, kincstárjegy-kibocsátás, -bevonás és így tovább. Jelszóvá vált a keresletnek „finom ráhatásokkal” (*fine tuning*) való folyamatos szabályozása.

Itt említjük meg, hogy a kormány gazdasági szerepének jelentős növekedését a keynesi tanok terjedésén kívül a szocializmus térhódítása is növelte. A szocialista pártok programjában, a kommunistákétól eltérően, nem szerepelt valamennyi termelőeszköz államosítása, csak a kulcsiparoké: bankok, energia, nyersanyagellátás és a kulcspozícióban lévő nagyvállalatoké. A szocialisták nem kívánták felszámolni a piacot, és fenn akarták tartani a piaci versenyt. Vegyes gazdaságot akartak létrehozni, melyben állami és magánvállalatok versenyeznek egymással.

Programjukban volt a „jóléti állam” létrehozása, melyben az állam minden polgárától gondoskodik: ingyenes vagy olcsó egészségügyi szolgálat, állampolgári jogon járó öregségi járulék, lakáshoz juttatás kedvezményes áron, családi pótlék, ingyenes oktatás 16 éves korig, ingyenes vagy majdnem ingyenes egyetemi oktatás és így tovább.

Franciaországban már a háború előtt hatalomra került egy szocialista-kommunista koalíció („Népfront”), amely néhány év alatt létrehozta a világ talán első jóléti államát.

A második világháború után az Egyesült Királyságban a Munkáspárt került hatalomra, mely ugyan szocialistának mondta magát, de ideológiáját nem Marxtól származtatta. Nagyarányú államosításokat hajtott végre – bányászat, vas- és acélipar stb. – és jóléti államot teremtett.

Franciaországban a szocialisták az egymást követő koalíciókon belül érvényesítették befolyásukat. A német megszállókkal való együttműködés ürügy volt nagyarányú államosításra. Ekkor került az állam tulajdonába a Renault autógyár, valamint a

bankszektor nagyobbik része. A Népfrent által teremtett jóléti államot tovább fejlesztették.

Németországban államosításokra nem került sor, de tovább fejlesztették a jóléti államot, amelynek alapjait még Bismarck rakta le.

Nem került sor nagyarányú államosításokra a kisebb nyugat-európai országokban – Belgium, Dánia, Hollandia, Luxemburg, Norvégia, Svédország –, de ezek is jóléti államokká váltak szocialista kormányok irányítása alatt, vagy a szocialistáknak az egymást követő koalíciókon belüli befolyása, vagy egyszerűen a környező államok hatására.

A jóléti állam természetesen azt jelenti, hogy adók formájában a költségvetés begyűjti a bruttó hazai termék 40-45, néha 50%-át, s ebből nemcsak a közigazgatást és a honvédelmet finanszírozza, mint a *laissez faire* korában, hanem a nagyobbik részét újra elosztja ingyenes oktatás, szociális juttatások, ingyenes egészségügyi szolgálat, valamint közületi beruházások finanszírozásával. Még nagyobb a kormány gazdasági szerepe ott, ahol jelentős az állami szektor. És mindezekon felül a kormány feladata volt a keynesi konjunktúrapolitika: az élénk, de fenntartható gazdasági növekedésnek és a majdnem teljes foglalkoztatottnak biztosítása alacsony infláció és külgazdasági egyensúly (vagy fenntartható egyensúlyhiány) biztosítása mellett.

Ez a gazdasági rend legalább húsz éven keresztül kitűnően működött az ötvenes és hatvanas években. A fejlett országok gazdaságai még a háborús újjáépítés befejezése után is évi 4-5%-kal nőttek, a munkanélküliség – mai mércével mérve – 5-6% körül volt, az infláció 4-5% körül. Ritkán volt gazdasági visszaesés, akkor is csak enyhén és rövid ideig – hála a keynesi keresletszabályozásnak. Több nyugati gazdaság már olyan érzékenyen reagált ezekre a „finom ráhatásokra”, hogy a gazdaság irányítói úgy érezhették, olyan finom mozdulatokkal irányítják a gazdaságot, mint a karmester a szimfonikus zenekart.

A hetvenes évek elején mindez összeomlott.

- 1971-ben összeomlott a 27 évvel korábban Bretton Woods-ban létrehozott, rögzített árfolyamokon alapuló nemzetközi pénzügyi rendszer. Ez lelassította a világkereskedelem növekedését, holott az addig az egyik legfontosabb ösztönzője volt a gazdasági növekedésnek. (A megelőző 21 évben a világkereskedelem volumene 280%-kal, az összeomlást követő 21 évben 166%-kal nőtt.)
- 1973-ra – a háború után először – valamennyi fejlett ország gazdasága egyszerre vált túlfűtötté és inflációjuk az év végére már a 10%-ot is meghaladta, szemben az előző évi 4,9%-os átlaggal.
- 1973 végére már nyilvánvaló volt, hogy súlyos recesszió fenyegeti az ipari országok összességét. 1974. január 1-jén pedig bekövetkezett az első olajárrobbanás: a kőolaj ára a korábinak a három és félszeresére emelkedett. Ezzel természetesen romlott az ipari országok cserearánya a kőolajexportáló országokkal szemben, s a cserearányromlás mélyítette a már folyamatban lévő gazdasági visszaesést.
- A fejlett országok úgy csökkentették a cserearányromlást, hogy az energiaárak növekedését hagyták áterjedni az egész gazdaságra és az inflációnak illetően való felgyorsulását a pénzmennyiség egyszeri növelésével támogatták.

E két folyamat eredményeképpen 1974-re az ipari országok gazdasági növekedése megállt, inflációs rátájuk viszont 13,5%-ra emelkedett. E jelenség teljes ellentétben állt a keynesi elmélettel, miszerint az infláció csak túlfűtött gazdaságban gyorsul fel, recesszió idején lelassul. Már pedig a gazdaság most stagnált, az infláció mégis felgyorsult. A közgazdászok szókincsét pedig egy új szó gazdagította: „stagfláció”, vagyis stagnációval párosult infláció.

- A hatalmukban megnövekedett és folyamatos béremeléshez szokott szakszervezetek a gazdaság stagnálása idején is béremeléseket harcoltak ki. Ezeket a kormányok újból és újból a pénzmennyiség növelésével támogatták, úgy gondolva, hogy nem gerjeszthet inflációt a gazdaság stagnálása idején. Keynest meghazudtolva gerjesztett. A vállalatok ugyanis a béremeléseket azonnal fogyasztókra hárították áremelés formájában. Így a kormányzat által a recesszió idején gazdaságba „injekciózott” pénz nem a keresletet növelte, hisz a béremelést az áremelés azonnal közömbösítette, hanem csupán az inflációt táplálta. A stagfláció maradandó jelenségek bizonyult. Az 1973 és 1982 között eltelt kilenc év során a fejlett ipari országokban a BHT évi átlagban 2,1%-kal növekedett, mialatt az átlagos infláció 10% volt.

Az olajárrobbanás után általánossá vált költségajtotta infláció és a vele párosuló lassú gazdasági növekedés volt talán a legfontosabb oka a keynesi gazdasági világrend összeomlásának. Helyét a hetvenes évek végén a „monetarizmus”-ként ismert gazdaságpolitikai irányzat vette át.

### **A monetarizmus lényege és korlátai**

A monetarista gazdaságpolitika megfogalmazása Milton Friedmannak, a chicagói egyetem professzorának a nevéhez fűződik, aki főként ezért kapott 1976-ban Nobel díjat. Tulajdonképpen sok újság nincs benne. Nem más, mint a pénz mennyiségi elméletének gazdaságpolitikai alkalmazása. A pénz mennyiségi elmélete maga a megtestesült evidencia (feltéve, ha elfelejtkezünk a pénz forgási sebességéről, vagy azt változatlanak tételezzük fel): ha a pénzmennyiség gyorsabban növekszik, mint az árumennyiség, az árak emelkedni fognak, még hozzá a két mennyiség növekedése közötti százalékpontos különbséggel. (Ha a BHT nő 2%-kal, a pénzmennyiség 10%-kal, akkor az árszint növekedése – változatlan forgási sebességet feltételezve – körülbelül 8% lesz, illetve pontosan  $[(1,10/1,02-1) \times 100 = ]7,84\%$ ). A kormányzatnak tehát a

pénzmennyiséget úgy kell növelni, hogy az megegyezzen a BHT várható reálnövekedésével.

Friedman már a hatvanas évek közepe óta hirdette a monetarista elméletet, de jó tizenöt esztendeig tartott, amíg tanai eljutottak azokig a szentélyekig, ahol a gazdaságpolitikát csinálják. Azután a monetarizmus egyszerre két ugyancsak számottevő országban vált a gazdaságpolitika vezérelvévé. Az Egyesült Államokban Paul Volker a Federal Reserve – az amerikai nemzeti bank – 1979-ben kinevezett elnöke, az Egyesült Királyságban pedig Margaret Thatcher konzervatív kormánya tette őket – majdnem ugyanabban az időben – magáévá.

A monetarista politika legfőbb eszköze mindkét országban kamatlábak felhajtása útján történő hitel-megszorítás volt (1. táblázat).

**Jelek és rövidítések a táblázatokban**

b: becslés

rb: részleges becslés

0: zéró vagy elhanyagolható

-: az adatnak az adott összefüggésben nincs jelentősége

n.a.: nincs adat

A tanulmány a 2000 márciusában rendelkezésre álló adatokat tartalmazza.

## 1. Monetarista politika az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban

Eszköz	Egyesült Államok		Egyesült Királyság	
	Év vagy időszak <sup>1)</sup>	%	Év vagy időszak <sup>1)</sup>	%
1. Hitelkamat <sup>2)</sup>	1976	6,84	1975	9,00
2.	1981	18,87	1980	16,17
Eredmény		Százalékos növekedés		Százalékos növekedés
3. Bérek <sup>3)</sup>	1976-1981	53	1975-1980	99
4.	1981-1986	22	1980-1985	53
5. Infláció <sup>4)</sup>	1976-1981	60	1975-1980	96
6.	1981-1986	20	1980-1981	42
7.	1980	13,5	1980	18,0
8.	1986	1,9	1986	3,4
<b>Ár: 3 éves recesszió</b>				
9. BHT volumene	1979-1982	-0,3	1979-1982	-1,7

1) A jelek szerint az Egyesült Királyságban a monetarista politika szigorú alkalmazása valamivel korábban kezdődött, mint az Egyesült Államokban. Ez okozza az egy éves eltérést a feltüntetett időszakokban.

2) Éves átlagok; kiváló hitelminősítésű adósnak nyújtott 3 hónapos hitel éves kamata.

3) Névleges bruttó bérek. Egyesült Államok: óránkénti kereset a feldolgozóiparban; Egyesült Királyság: átlagos napi kereset az egész gazdaságban.

4) Fogyasztói árak. Az infláció mindkét országban 1980-ban volt a legmagasabb és 1986-ban érte el a szigorú monetáris politika eredményének tulajdonítható mélypontot.

Forrás: IMF: International Financial Statistics, Yearbook 1999

Az Egyesült Államokban a hitelkamat 1976 és 1981 között 6,8%-ról 18,9%-ra, az Egyesült Királyságban 1975 és 1985 között 9%-ról 16,2%-ra nőtt. Rövid, 1-2 éves távon lelassult a pénzmennyiség növekedése és a gazdasági hitelek állományának reálnövekedése is. Ennek eredményeképpen mindkét országban lelassult a bérinfláció (1. táblázat,

3-4. sor), s mivel az infláció mindkét országban költséghajtotta volt, erősen lelassult az ár-infláció is (5. és 6. sor). Ez utóbbi az Egyesült Államokban az 1980-as 13,5%-os csúcstről 1986-ra 1,9%-ra, az Egyesült Királyságban 18%-ról 3,4-ra esett vissza (7., 8. sor).

Mindennek a hároméves gazdasági stagnálás, illetve visszaesés (9. sor) csak az egyik ára volt. Ezzel járt természetesen a munkanélküliség növekedése is, erről azonban nincsenek adataink. A másik ára a nemzetközi adósságválság volt, melyet részben az adósságszolgálati terhek ugrásszerű megnövekedése okozott, amely növekedés viszont a kamatláb emelkedésének volt a következménye.

A monetarista politikának az infláció megfékezése terén elért vitathatatlan sikere két élvonalbeli fejlett országban azt eredményezte, hogy a monetarista politikát úgyszólván valamennyi ország és nemzetközi pénzügyi és gazdasági intézmény – például a Nemzetközi Valutaalap és a Világbank – magáévá tette, ez az irányzat uralkodik az Európai Unióban is. A monetarizmus a nyolcvanas évektől a gazdaságpolitikának éppolyan credója, mint volt a keynesianizmus az 1936-ot követő negyven esztendőben.

A monetarista gazdaságpolitika sok évig liberális, *laissez faire* gazdaságfilozófiával párosult, s így visszatérés volt a klasszikusokhoz a keynesi eltávolodás után.

A monetarizmusról az elmúlt mintegy 20 év gyakorlata során több minden kiderült.

- Eddig nem sikerült eldönteni, melyik az a pénzmennyiség-mutató, amelynek növekedését a pénzügyi politika szabályozni kell úgy, hogy ne haladja meg a BHT várható reálnövekedését. Kiderült, hogy a kérdéses mutató
  - országonként más és más, aszerint, hogy milyen a helyi pénz-és tőkepiac, valamint általában a gazdaság szerkezete;

- egy-egy országon belül is változhat egyik időszakról a másikra, ha módosul a gazdaság szereplőinek a magatartása. Például, amikor a Federal Reserve  $M_1$  növekedését szabályozta, az amerikai bankok elkezdtek látra szóló betétekre is kamatot fizetni. Eredmény: a szabályozott  $M_1$ -ben alig maradt más, mint a váltópénz, míg a felduzzasztott  $M_2$  korlátlanul nőhetett.

E két körülmény eredménye némi kapkodás lett. A nemzeti bank hol  $M_1$ -et, hol  $M_2$ -öt, hol  $M_3$ -at vagy  $M_4$ -et, hol pedig a belföldi hitelállomány növekedését szabályozta. Ha a nemzeti bank nem hibázott rá arra, ami igazán számított, a pénzadagolás ellenére felgyorsulhatott az infláció.

- De még ha azt szabályozta is, ami számít, a *laissez faire*-rel párosult pénzadagolás nem eredményez automatikusan egyenletes gazdaságnövekedést és alacsony munkanélküliséget; nem zárja ki a gazdaság túlfűtötté válását, illetve visszaesését, vagyis az infláció felgyorsulását és a tömeges munkanélküliséget, hiszen a pénz forgási sebessége egyik évről a másikra jelentősen változhat. Kormány-beavatkozásra tehát szükség van.
- A monetarista gazdaságpolitika, ha nem zárja ki a gazdaságba való állami beavatkozás lehetőségét, kiválóan alkalmas lehet a keresletelőrefutás okozta infláció megfékezésére a fejlett országokban, ahol a gazdaság előre látható módon reagál a gazdaságpolitikai intézkedésekre. Óriási tévedés azonban
  - általános és egyetlen gyógyírként alkalmazni mindenféle gazdasági probléma megoldására;
  - kritikátlanul és automatikusan alkalmazni fejlődő és parancsgazdaságról piacgazdaságra áttérő országokban, ahol a gazdaság a pénz- vagy hiteladagolásra nem úgy reagál, mint fejlett piacgazdaságban;

- automatikusan alkalmazni olyan infláció megfékezésére, amelyet nem keresletelőrefutás, hanem a kínálat visszaesése, gazdaságpolitikai intézkedés vagy külső behatás okozott.

Ilyen esetekben a restriktív pénzügy több kárt okozhat, mint az az infláció (vagy egyéb gazdasági probléma), amelynek orvoslására alkalmazták. A Magyar Nemzeti Bank a restriktív pénzügyt a Nemzetközi Valutaalap nyomására és annak irányítása alatt egyetlen gyógyírként automatikusan és kritikátlanul alkalmazta hét éven keresztül a kínálati hiány okozta infláció megfékezésére. E politikával az inflációt nem sikerült megfékezni, vagy akár számottevően csökkenteni, a magyar gazdaságnak viszont e politika óriási károkat okozott. Erről szól e tanulmány utolsó két fejezete.

### **Újabb irányzatok; történelmi tanulságok**

Befejezésül még csak annyit, hogy egyetemi berkekben, elméleti közgazdászok körében a monetarizmus ma már túlhaladott gazdaságpolitikai irányzat és megindult a kutatás új, ennél jobb gazdaságpolitika kidolgozására. Az új irányzatok közül kettőt érdemes megemlíteni.

Kínálatösztönző gazdaságpolitika. Keynes óta a gazdaságpolitika célja a keresletszabályozás. A kínálatösztönző gazdaságpolitika hívei a keresletről a kínálatra terelik a figyelmet és intézkedések hosszú sorát javasolják – adott kereslet mellett – a kínálat növelésére, amely természetesen az árak csökkenését vonja maga után. A javasolt intézkedések célja a termelés, a termelési tényezők, valamint a különböző piacok – áru, munkaerő, termelési tényezők mennyiségének növelése.

Az újkeynesiánusok száma egyre növekszik. Ezek visszatérést hirdetnek Keynes-hez, illetve megpróbálják tanait a megváltozott körülményekhez idomítva újra fogalmazni.

Az elmondottakból talán két tanulságot lehet levonni.

Az első az, hogy valamennyi piacgazdaságtani irányzat – klasszikus, neoklasszikus, monetarista, keynesi stb. – igaz volt a maga idejében és célravezető volt a reá alapozott gazdaságpolitika. Azután lassacskán megváltozott a gazdaság szerkezete és/vagy módosult a gazdaság szereplőinek magatartása, s attól kezdve az irányzat/elmélet nem igaz többé, s nem célravezető a reá alapozott gazdaságpolitika. Ilyenkor nem a régihez kell ragaszkodni, hanem új megoldások után kell kutatni.

A második pedig az, hogy a gazdaságpolitikában talán az eklektikus magatartás a legcélravezetőbb: pontosan megállapítani a probléma okozóját s kiválasztani a legcélravezetőbb eszközt az ok megszüntetésére vagy valamely cél elérésére. Például a pigou-i újraelosztásra ma is szükség van a társadalom békéjének és harmonikus fejlődésének a biztosítására; a keynesi kormányköltekezés ma is a legjobb módja annak, hogy a gazdaság kiemelkedjék a recesszióból; a monetarista pénzgazdálkodás máig is a leghatékonyabb módszer a keresletelőrefutás által okozott infláció megfékezésére a fejlett piacgazdaságú országokban és így tovább.

Magyarországon a szocializmus örökségeként még él az egyetlen, minden mást kizáró igazság, gazdasági irányzat és gazdaságpolitika keresése; közgazdászok, gazdaságpolitikusok beskatulyázása vagy önbeskatulyázása „keynesianista”, „neo-keynesiánus”, „monetarista” stb. című skatulyákba. Így nagy szükség volna ideológiától mentes pragmatikus megközelítésre a gazdaságpolitikában.

## **A MAGYAR NEMZETI BANK PÉNZPOLITIKAI ESZKÖZTÁRA**

### **A magyarországi gazdaságpolitika céljai**

A nyolcvanas évek első fele óta a Nemzetközi Valutaalap irányította Magyarország gazdaságpolitikáját, mi azonban itt csak a rendszerváltás óta diktált gazdaságpolitikával foglalkozunk. Ekkoriban mind a Valutaalapon, mind pedig más nemzetközi gazdasági és pénzügyi intézményeken belül, mind pedig a fontosabb fejlett országok – például az Egyesült Államok – kormányköreiből az volt az uralkodó felfogás, hogy gazdasági növekedés csak külső és belső egyensúly esetén lehetséges. Ha ilyen egyensúly nincs, előbb azt kell helyreállítani, s csak ezután kerülhet sor a gazdasági növekedésre. A belső egyensúlynak két mérése van:

- a) a kereslet és kínálat egyensúlya, vagyis árstabilitás vagy legalábbis alacsony infláció,
- b) a költségvetés egyensúlya, vagy (A BHT-hoz viszonyított) csekély hiánya.

A külső egyensúly mérése a folyó fizetési mérleg egyensúlya vagy fenntartható, tehát távlatilag finanszírozható, hiánya. Magyarország esetében a külső egyensúly kérdését az ország túladósodott helyzete bonyolította. Mivel a rendszerváltást követő években még nem volt számottevő működőtőke-beáramlás, az adósságnak legalább a kamatait az országnak önerőből kellett fizetnie, hogy ne súlyosbodjék a túladósodás. Ez azt jelentette, hogy a folyó fizetési mérlegnek (zéró) egyensúlyban kellett lennie.

A rendszerváltáskor és az azt követő években a költségvetési egyensúllyal nem volt probléma. Az infláció kétszámjegyű volt és gyorsult, de ezt nem keresletelőrefutás, hanem főképpen a piacgazdaságra való

áttéréssel kapcsolatos kormányintézkedések okozták. A Nemzetközi Valutaalap azonban mégis szigorú kereslet-visszafogó politikát írt elő. Ennek bevallott célja kettős volt: az infláció megfékezése és a folyó fizetési mérleg egyensúlyának fenntartása. Az első cél mondva csinált volt, hisz az infláció olyan természetű volt, amely ellen a kereslet-visszafogás nem hatékony. A kereslet-visszafogó politikának tehát csupán egyetlen valós célja volt: a folyó fizetési mérleg egyensúlyának fenntartása, vagyis a kamatfizetés folytonosságának a biztosítása.

Érdeemes megemlíteni, hogy a szigorú kereslet-visszafogó politika ellenére – bizonyos esetekben éppen annak következményeként – felborult mind a költségvetés, mind a folyó fizetési mérleg egyensúlya, az infláció pedig csökkenés helyett felgyorsult. A kormányzat pedig – a Valutaalap útmutatását követve – rámutatott a hármass egyensúlyhiányra, s még szigorúbban folytatta azt a gazdaságpolitikát, amely ezt a hármass egyensúlyhiányt nagyrészt okozta.

A kereslet-visszafogó politikának négy vetülete volt: a szigorú pénzpolitika, a szigorú költségvetési politika, a szigorú jövedelempolitika és a deflációs árfolyam-politika. A négy közül a pénzpolitika volt a legszigorúbb.

A pénzpolitika célja a gazdaság hitelállományának szabályozása. Így a pénzpolitika mércéje a gazdaság hitelállománya. A rendszerváltás óta követett magyarországi pénzpolitikát az az egyedülálló tény jellemezi, hogy a rendszerváltást követő hét év során a magyar gazdaság nem hitel nélkül, hanem – egy rövid megszakítással – folyamatos hitelkivonás mellett működött, illetve próbált működni.

A jelek arra mutatnak, hogy a tárgyidőszak első éveiben (1990. január – 1993. szeptember) a fő eszköz a hitel adminisztratív adagolása, később pedig a hitelkamat felhajtása volt olyan piacokonform eszközökkel, mint:

- a magas tartalékráta,
  - magas alapkamat,
  - nyíltpiaci műveletek,
  - magas MNB-kamat ~ devizabetétekre  
~ passzív repóra
- } közvetlenül emeli a hitelkamatot
- } közvetve emeli a hitelkamatot a kínálat csökkenésével

### **Hiteladagolás, 1990. január – 1993. szeptember**

#### **Tagadva, de előre bejelentve**

Adminisztratív hiteladagolás hivatalosan nem létezett a rendszerváltás óta. Valójában az MNB írásban is elismerte ennek létezését, amikor egy-egy év végén közzétette a következő évi pénzügyi irányelveit. Az MNB 1992. decemberi Havi jelentésében például „Az 1993. évi monetáris politika” című cikkben a 122. oldalon ezt olvashatjuk: „A belföldi vállalkozói hitelek állománya 10-12%-kal (...) növekedhet.” Ugyanott a lakossági hitelek növekedését a jegybank 4-6%-ban jelölte meg. Ugyanakkor az MNB 1993-ra 9-13%-os termelői árszint- és 14-18%-os fogyasztói árszintnövekedést várt, ami azt jelenti, hogy a jegybank csökkenteni kívánta mind a vállalkozói, mind a lakossági hitelek állományának reálértékét. Ugyanez a tanulmány a 123. oldalon számszerűsíti a vállalkozói hitelállomány lehetséges növekedését: 80-100 milliárd forint.

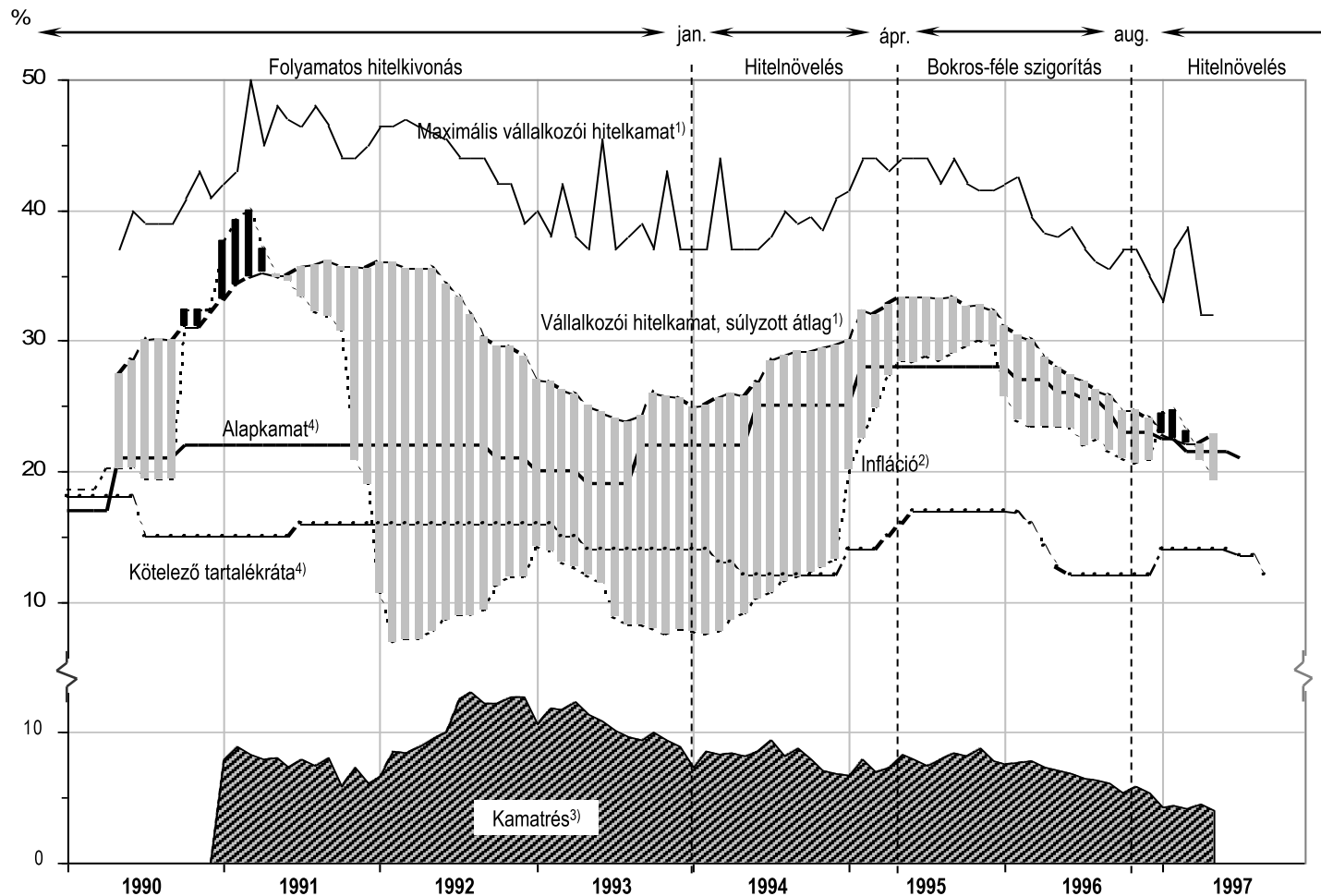
1993-ban a vállalkozói hitelek állománya ténylegesen csupán 60 milliárd forinttal, azaz 8%-kal nőtt. A lakossági hitelek állománya nagyobb mértékben nőtt az előirányoztnál. Mindent összevetve az MNB teljesítette előirányzatát. E szerint 1993 végére a gazdaságnak nyújtott hitelek állományának 990 és 1010 milliárd forint között kellett lennie. Ott is volt 1002 milliárd forinttal.

A hiteladagolás azt jelenti, hogy a bankok az általuk nyújtható hiteleket gyakorlatilag elárverezik: az kap hitelt, aki magasabb kamatot tud fizetni. Ezzel magyarázható, hogy a jelzett időszakban (1990. január – 1993. szeptember) a vállalkozói hitelkamat teljesen elszakadt mind a

kötelező tartalékrátától, mind pedig az alapkamattól (2. grafikon). Az időszak nagyobbik részében a vállalozói hitelkamat és az alapkamat közötti különbség meghaladta a 12 százalékpontot is, holott – mint a grafikonból a későbbi időszakot vizsgálva kiderül –, a „normális” különbség 2 és 6 százalékpont között van.

Jegyezzük meg, hogy a grafikonban feltüntetett maximális vállalozói hitelkamat analitikai jelentősége nem elhanyagolható. Ez az a kamatláb, amellyel a bankok az átlagosnál valamivel rosszabb hitelképességű vállalatnak, vállalozónak hajlandók hitelt nyújtani. Amikor ez a kamat a negyven százalékot is meghaladja, mint Magyarországon több, mint két éven át (1990 októbere – 1993 márciusa), akkor az ilyen kamatu hitelt csak igen kevesen tudják igénybe venni, így e magas kamatláb súlya a (volumennel) súlyozott átlagos kamatlábban igen csekély, s ez kedvezőbb (alacsonyabb) átlagkamatot eredményez. Ezt nem árt szem előtt tartani, amikor a kamatrést és a reálkamatot a súlyozott átlagos hitelkamat alapján számítjuk és aszerint tárgyaljuk.

## 2. Kötelező tartalékráta, alapkamat, vállalkozói hitelkamat, kamatrés és reálkamat



- 1) Egy éven belüli hitelek...
- 2) Az ipar belföldi értékesítési árjai: százalékos növekedése az egy évvel korábbihoz viszonyítva.
- 3) Az egy éven belüli vállalkozói hitelek és az egy évvel korábban lekötött vállalkozói hitelek kamata közötti különbség.
- 4) A szintváltózást jelzőknek függőlegesnek lenniük. Számításuk azonban ennek megjelölésére képtelen és gyengéért a Nyájas Olvasó elnézését kéri.

- Pozitív reálkamat
- Negatív reálkamat

### **Kötelező tartalékráta és alapkamat**

Fejlett piacgazdaságban, ahol a bankok versenyben vannak egymással és a kötelező tartalékráta 4-6% között van, a kamatrés nem haladja meg a 4 százalékpontot. Magyarországon ebben az időszakban a kamatrés meghaladta a 7 százalékpontot, sőt 1992 júniusa és 1993 júliusa között (14 hónap) 10 és 16 százalékpont között váltakozott. Ebben a 15-16%-os tartalékrátának csak másodlagos szerepe volt. A jelenség fő oka az volt, hogy az adminisztratív hiteladagolás s az ebből származó hitelárverés, a hitelkamatot 25-36% között tartotta.

Amint az alábbi táblázat mutatja, a fejlett piacgazdaságú országokban a kilencvenes évek elején a kötelező tartalékráta csak három országban érte el, haladta meg – meghatározott típusú betétek esetén – a 10%-ot: az Egyesült Államokban, Kanadában és a Német Szövetségi Köztársaságban.

Amint a 2. grafikonról látható, Magyarországon a kötelező tartalékráta a tárgyidőszak alatt sosem volt kevesebb, mint 12% (1999 végén is annyi volt), s néha 16, 17, sőt 18%-ra is emelkedett. (18% volt 1990 első felében, 17% nyolc hónapig a Bokros-féle szigorítás idején.)

Az alapkamat egy rövid megszakítással 20%-on felül volt az egész időszak alatt, 1995 februárjától kezdve pedig 12 hónapon át 28% volt.

Mindazonáltal a hiteladagolás időszakában nem volt összefüggés egyfelől a hitelkamat, másfelől az alapkamat és a tartalékráta között. A hitelkamatnak az alapkamattal való összefüggése csak 1993 októberétől, a tartalékrátával való összefüggése pedig csak 1995 februárjától kezdve figyelhető meg (2. grafikon).

### 3. Kötelező tartalékráta külföldön

Ország	Megjegyzés	%
Ausztria		4,5 – 9,0
Egyesült Államok	látra szóló	10
	kis bankok	3
	lekötött	0
Franciaország	látra szóló	2
	lekötött (időtartalomtól függően)	0; 0,5; 1,0
Görögország		9,0
Hollandia		0 – 2,4
Japán		0,05 – 1,3
Kanada		1,0 – 10,0
Egyesült Királyság		0,35
Német Szövetségi Köztársaság	látra, a betét nagysága szerint	6,6 – 12,1
	lekötött	2,0
Svájc		4,5 – 9,0
Spanyolország		3,0

Forrás: MNB: Éves jelentés 1992, 72-73. oldal (Az MNB az adatokat a Nemzetközi Elszámolások Bankjától <BIS> kapta.)

---

### **A hitelkamat fejhajtása piackonform eszközökkel, 1993. október – 1996. augusztus**

Az MNB 1992 végén kijelentette, hogy „1993-ban a jegybanki monetáris politika érvényesítésének legfőbb eszközévé a nyíltpiaci műveletek válnak”. (Havi jelentés, 1992. december, 119. oldal) E szándék 1993 szeptemberétől kezdve az adatok tanúsága szerint valóra is vált. A nyíltpiaci műveletek legfontosabb eszköze a kincstárjegy. A kincstárjegy-kibocsátás nemcsak a pénzintézetek likviditását „itatja fel”, hanem az egész gazdaságét, hiszen kincstárjegyeket nemcsak bankok tartanak lejáratig, hanem (mint másodlagos vásárlók) a többi gazdasági szereplő is, főképpen intézményi befektetők és vállalkozások.

A kincstárjegyek állománya 1990 végén még csak 10 milliárd forint volt, 1991-re már 60 milliárd, 1998 végére 690 milliárd, 1999 októberére pedig 876 milliárd. A kincstárjegy vétele/eladása útján lebonyolított nyíltpiaci műveletek tehát igen fontos eszközei a pénzpolitikának 1991 óta. 1993 utolsó negyedétől 1995 végéig talán ez volt a legfontosabb eszköz, s 1998 óta megint a legfontosabbnak látszik.

### **Külföldi tőkeáramlás, 1996-1997**

Két pénzpolitikai intézkedés jelentős következményekkel járt, s további pénzpolitikai intézkedést tett szükségessé. 1995. március 16-tól kezdve a Nemzeti Bank megkönnyítette a forintárfolyam előreláthatóságát azáltal, hogy előre közölte: naponta milyen mértékben fogja a forintot leértékelni a valutakosárral szemben. 1996 január elsejével pedig a forint bizonyos ügyletek tekintetében konvertibilissé vált, vagyis szabadon lehetett más devizákra átváltani.

A fent említett intézkedés eredménye az volt, hogy a forintnak a valutakosárral szembeni árfolyama több hónapra, akár egy évre is kiszámítható lett. Ez természetesen még nem tette pontosan kiszámíthatóvá a forint és az egyes devizák közötti jövőbeli árfolyamot, de megkönnyítette annak felbecsülését. Azelőtt fel kellett becsülni az egyes devizák piaci árfolyamának alakulását és az MNB-nek a forint valutakosárral szembeni alkalmoszerű leértékelést. Az utóbbi ezen túl adva volt. A dollár/deviza keresztárfolyamok becslésétől egyszerű matematikai képlet alapján adódtak a forint/devizák jövőbeli alakulásának becslései. Annyi bizonyos: a forint a devizakosárral szembeni leértékelésének előreláthatósága nagy lökést adott a Magyarországon már a nyolcvanas évek második felétől létező, de még gyermekcipőben járó határidős devizapiac fejlődésének.

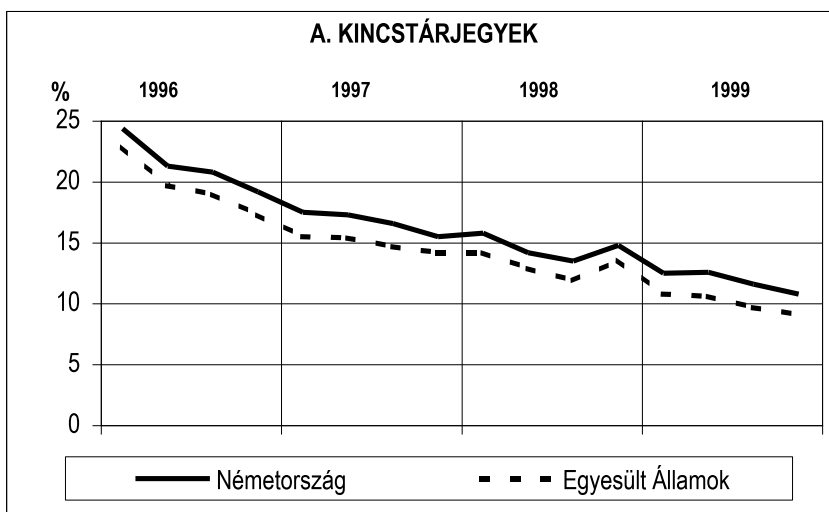
A forint konvertibilitása azt jelentette, hogy a külföldi, aki magyarországi értékpapírba fekteti pénzét, tőkét, a nyereséggel együtt szabadon hazatelepítheti, vagyis visszaválthatja saját devizájára.

Ettől kezdve külföldi számára vonzó lett a magyarországi befektetés, sőt a magyarországi spekuláció is.

A 4. grafikonból látható, hogy 1996 elején 24,3 százalékpont volt a különbség a magyarországi és a németországi kincstárjegyek éves hozama között, az Egyesült Államokhoz viszonyítva pedig 22,8 százalékpont volt. 1999-re a különbség fokozatosan csökkent, de még az év végén is 10,7, illetve 9 százalékpont volt. Ugyanez volt a helyzet az államkötvények hozama tekintetében: tárgydőszak elején közel 20 százalékpont, tárgydőszak végén még mindig 7-8 volt.

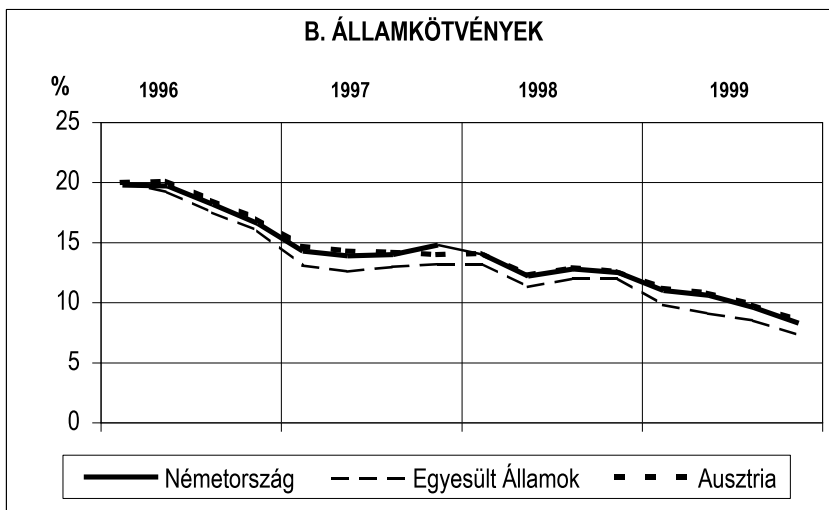
---

#### 4. Kamattöbblet Magyarországon<sup>1)</sup>



*A grafikon folytatása a következő oldalon!*

## A 4. grafikon folytatása.



1) Az értékpapír magyarországi éves kamata, mínusz a megfelelő külföldi értékpapír éves kamata. Negyedéves súlyzott átlagok.

Forrás: MNB: Havi jelentés, 2000/I.

IMF: International Financial Statistics

A márkatulajdonos – magyarországi vagy külföldi – 1996 elején például így gondolkozhatott: márkáját átváltja forintra, a forintért vesz magyar kincstárjegyet az akkori 30%-os évi hozammal. Az MNB bejelentette, hogy 1996 folyamán 15,4%-kal fogja a forintot leértékelni a devizakosárral szemben. Ha az év végén a forintot visszaváltja márkára, még mindig lesz  $(30 - 15,4 =) 14,6\%$ -os haszna márkában. Természetesen egyáltalán nem biztos, sőt nem is valószínű, hogy a márkával szemben is 15,4% lesz a forint leértékelése. Ezt a kockázatot tehát vállalnia kellett, de ekkora kecsegtető haszon mellett vállalni lehetett, illetőleg elkerülhetett minden kellemetlen meglepetést azáltal, ha a lejáratkor esedékes forintot már előre eladta márkáért a határidős devizapiacra.

A valóságban 1996 folyamán a dollár felértékelődött csaknem valamennyi más devizával szemben. Így a valutakosáron belül a forint a dollárral szemben 15,4%-ot meghaladó mértékben (18,3%-ban), a márkával szemben ennél kisebb mértékben (9,0%-kal) értékelődött le.

A valóságban tehát a következőképpen alakult annak a márkatulajdonosnak a nyeresége, aki nem biztosította be magát előre a határidős devizapiacon:

1996. január elején átváltott 1000 márkát forintra:

$1000 \times 97,38 = 97.380$  Ft. Ezért vett 30%-os hozamú kincstárjegyet, amelynek értéke évvégére ( $97.380 \times 1,30 =$ ) 126.594 forintra nőtt. A forintot az 1996 év végi árfolyamon visszaváltva márkára, kap ( $126.594 / 106,17 =$ ) 1.192 márkát. Haszna tehát márkában 19,2%, amely ugyancsak nagyobb annál a 3,4%-nál, amelyet akkor kapott volna, ha márkáját német kincstárjegybe fekteti, illetve magyar márkatulajdonos esetén, ha márkáját magyar bankban 1 évre leköti. Ez utóbbi esetben a kamat valószínűleg nem haladta volna meg az 5,0-5,5%-ot.

Másképpen alakult annak a haszna, aki ugyanebben az időpontban dollárt fektetett be magyar kincstárjegybe. Vesz 1000 dollárért ( $1000 \times 139,47 =$ ) 139.470 forintot, ezért 30%-os éves hozamú magyar kincstárjegyet, melyet év végén bevált ( $139.470 \times 1,30 =$ ) 181.311 forintra. Azt dollárra visszaváltva kap ( $181.311 / 164,93 =$ ) 1099 dollárt. Haszna tehát dollárban 9,9%, vagyis pontosan duplája annak, amekkora akkor lett volna, ha pénzét amerikai kincstárjegybe fekteti (4,95%), és jóval nagyobb annál is, amelyre akkor tett volna szert, ha pénzét magyar bankban tartja lekötött betétként (6,0-6,5%).

Az államkötvény magyarországi kamattöbblete valamivel kevesebb volt, mint a kincstárjegyé (4. B grafikon). Ez esetben azonban spekulatív megfontolások is vonzhatták a devizatulajdonosokat. Fel lehetett ugyanis tételezni, hogy a magyarországi infláció csökkenni fog, ezzel

együtt csökkennek a kamatlábak, s így a kamatbevétel mellett tőkenyereségre is szert tehetnek.

A 4. grafikon a magyarországi kamattöbbleten kívül több más dolgot is elárul.

- A fejlett országok pénzügyi integrációjára jellemző, hogy a kamatkülönbség igen csekély, mert különben a kamatarbitrázs nagyarányú tőkeáramlást idézne elő. Például a kincstárjegy kamatkülönbsége Németország és az Egyesült Államok között a négyéves időszak alatt 1,5-2 százalékpont. (Az osztrák pénzpiac a jelek szerint nem ismeri a kincstárjegyet.) A kötvények kamatkülönbsége – Németország - Egyesült Államok – még ennél is kisebb. Az osztrák és a német tőkepiac úgy látszik annyira integrált, hogy a kamatkülönbség néhány tized-százalékpontot sem haladhat meg.
- Hogy a magyarországi kamattöbblet még a várható forintleértékeléssel korrigálva is meghaladta az időszak kezdetén a 14, az időszak végén pedig a 3-4 százalékpontot, tehát a fejlett országokban lehetséges különbség többszörösét, az valószínűleg szándékos volt azzal a céllal, hogy deviza-beáramlást idézzen elő, s így lehetővé tegye a külföldi adóssággá való átváltozását.

A fennálló rendelkezések szerint külföldi lakos nem vásárolhat magyar kincstárjegyet. Ezt azonban igen könnyű megkerülni. Elég egy magyarországi kft-t létrehozni, s ez annyi kincstárjegyet vásárol külföldiek számára, amennyit a külföldi akar. Vagy a külföldi anyavállalat tulajdonosi hitelt nyújt magyarországi leányvállalatának – ezt a magyar fizetési mérleg működőtőke-beruházás vagy tulajdonosi hitelként könyveli el –, s utasítja leányvállalatát, vásároljon számára magyar kincstárjegyet. Valóban, 1996-ban a bruttó tulajdonosi hitelek állománya 485 millió dollárral növekedett az előző évi 304 milliós növekedéssel szemben.

Hogy volt-e deviza-beáramlás kincstárjegy vásárlására vagy sem, azt nem tudhatjuk. Annyi bizonyos, hogy erre – kis kerülővel – megvolt a

lehetőség és az is bizonyos, hogy megvolt rá a várható nyereség formájában az ösztönzés.

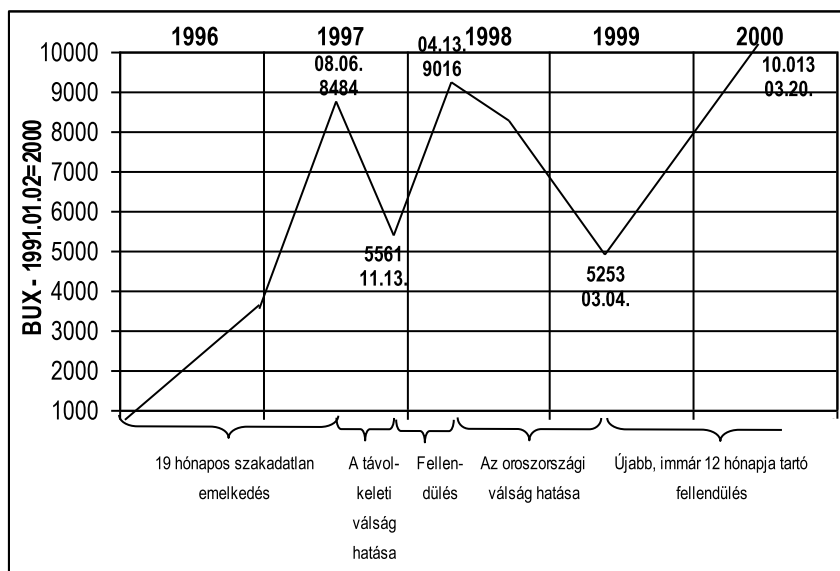
Azt sem tudjuk, hogy a magyarországi devizatulajdonosok éltek-e a többlethaszonnak ezzel a lehetőséggel, vagy sem. Ha éltek volna, akkor azt a banki devizabevételek csökkenése vagy legalábbis növekedésük 1996-tól kezdődő lelassulása mutatná. Ilyesmit azonban az adatok nem mutatnak (8. táblázat, 1. sor). Hogy nem éltek a lehetőséggel, az talán azzal magyarázható, hogy e devizabevételeknek több, mint kétharmada kis tételű lakossági betét, s Magyarországon a lakosság körében még nincs meg sem a tőkeerősség, sem a szakértelem efféle devizaügyletek lebonyolítására.

A külföldnek elég lassan támadt fel a magyar államkötvények iránti érdeklődése. Adatok erről csak 1997 vége óta vannak. Akkor még csak 4,2% volt a külföldi tulajdonban lévő államkötvények aránya. Azóta azonban mind az arány, mind a befektetés értéke rohamosan növekszik. 1998 decemberében az arány 12,7%, 1999 szeptemberében 13% volt. Vagyis a külföldi tulajdonban lévő államkötvény értéke 2 év és 9 hónap alatt 79 milliárd forintról 352 milliárdra, dollárban 387 millióról 1457 millióra növekedett (MNB: Havi jelentés, 2000/1., 215. oldal). E számok nem azonosak a kötvényvásárlásra beáramló devizával. Az MNB adatai ugyanis a kötvények piaci értékét mutatják, s így tükrözik a korábban megvásárolt kötvényeknek a kamatsökkenés miatt bekövetkezett értéknövekedését. Annyi bizonyos, hogy a beáramlás – valószínűleg 1997 eleje óta – igen jelentős volt.

A legnagyobb méretű külföldi tőkebeáramlás spekulatív jellegű volt, s részvények vásárlását célozta. Főként a külföldi spekulatív tőkebeáramlás eredményeképpen a Budapesti Értéktőzsde indexe (BUX) az 1995. december végi 1529 pontról 1996 végére 4134 pontra, 1997 augusztusára 8484 pontra emelkedett. Ezeket és a további fejleményeket az 5. grafikon mutatja. Volt ugyan két, külső események által okozott visszaesés, de a növekedés hat és félszeres négy év és 3 hónap alatt, s ezt

elsősorban a külföldi tőkebeáramlás okozta. Már 1997 végére piaci érték szerinti bontásban külföldi tulajdonban volt a budapesti tőzsdén jegyzett részvények 68 százaléka, 1999 szeptemberére pedig 77 százaléka. Ezek olyan arányok, amelyeket nehéz volna más országokban fellelni. Már 1997 végén 2052 milliárd forint (10 milliárd dollár) volt a külföldi tulajdonban lévő részvények piaci értéke. 1999 szeptemberéig a forintérték 2514 milliárdra nőtt, a dollárérték azonban alig változott (10,4 milliárd). (Itt ismét hangsúlyozni kell, hogy a beáramló spekulatív tőke jóval kevesebb volt, mint 10 milliárd dollár, hisz a számok a részvények piaci értéknövekedését is tükrözik.)

## 5. Spekulációs hullámok a Budapesti Értéktőzsdén



Forrás: MNB: Havi jelentések  
Sajtó

Annyi bizonyos, hogy a tőkebeáramlás mind 1996-ban, mind 1997-ben igen nagy volt. 1996-ban a beáramlás – működőtőke + értékpapír-vásárlás – 3,76 milliárd dollárra (574 milliárd forint), 1997-ben 3 milliárd dollárra (550 milliárd forint) becsülhető. Ennek legnagyobb részét közböcsíteni, sterilizálni kellett, különben felgyorsította volna az inflációt.

### **Sterilizáció: állampapír-kibocsátás és passzív repo**

A sterilizálás fő eszköze 1996-ban a nyíltpiaci művelet – állampapír-kibocsátás – és a passzív repo volt. 1996-ban a központi költségvetés privatizációs bevételekkel számított hiánya 77 milliárd forint volt. Ugyanakkor abban az évben a központi költségvetés hiányt finanszírozó adóssága 371 milliárddal, ezen belül a nyíltpiaci műveletekre elsősorban használt kincstárjegyek állománya 267 milliárddal nőtt.

Mivel a költségvetési hiányt nem volt célszerű ennél nagyobb mértékben túlf finanszírozni, az MNB alkalmazta a passzív repót. Ennek átlaga 1995-ben még csak 15 milliárd volt, 1996-ban pedig már 220 milliárd.

Repo: angolból: „*repurchase agreement*”, visszavásárlási megállapodás 1 napos, 1 hetes, 2 hetes, 1 hónapos határidőre. Passzív repo: a kereskedelmi bankok – állampapír-garancia ellenében – meghatározott forintösszeget letétbe helyeznek (kamatra) a Nemzeti Bankban. Aktív repo: Nemzeti Bank állampapír-garancia ellenében rövidlejáratú hiteleket nyújt (kamatra) a kereskedelmi bankoknak. Az aktív repónak csak 1993 márciusa és 1996 januárja között volt (szerény) szerepe. Éves átlagok: 1993 (10 hónap): 50 md. Ft; 1994: 72 md. Ft; 1995: 39 md.

1997-ben is volt költségvetési túlf finanszírozás, hiszen a központi költségvetés hiánya 178 milliárd forint volt, a költségvetési hiányt finanszírozó adóssága viszont 407 milliárd forinttal, ezen belül a kincstárjegy állománya 215 milliárddal nőtt. Ebben az évben a passzív repo átlagos állománya az előző évnek majdnem a duplájára, 418 milliárd forintra nőtt (6. táblázat).

## 6. A passzív repo évi átlagos állománya (milliárd forint)

1995 <sup>1)</sup>	15	
1996	220	Mivel a passzív repo futamideje egy nap és egy hónap között változik, az állomány egyik hónapról a másikra föl-le ugrál több száz milliárd forintos tételekben. A pénzügyi elemzése szempontjából tehát az állomány éves átlaga a jellemző adat
1997	418	
1998	494	
1999 <sup>2)</sup>	411	

1) 1995 előtt a passzív repót az MNB csak elhanyagolható mértékben használta.

2) Az év első 11 hónapjának átlaga.

Forrás: MNB: [Havi jelentések](#)

1997 közepére az MNB-nek fogytán volt az állampapírja. Ezt kétféleképpen hidalta át avégett, hogy folytathassa a sterilizációs műveleteket. Ez év júniusa óta saját nevében bocsátott ki folyamatosan 1 éves lejáratú, úgynevezett „MNB kötvényt”. Ezek állománya piaci értékben (!) az év végére 152 milliárd forintra, 1998 decemberére 298 milliárdra nőtt. 1999-ben az MNB ezt az eszközt nem alkalmazta, s a korábban kibocsátott kötvényeket szeptemberig visszaváltotta.

A másik módszer a passzív repo megreformálása volt olyképpen, hogy október 6-tól kezdve az MNB nem ad többé a bankoknak biztosítékképpen állampapírt.

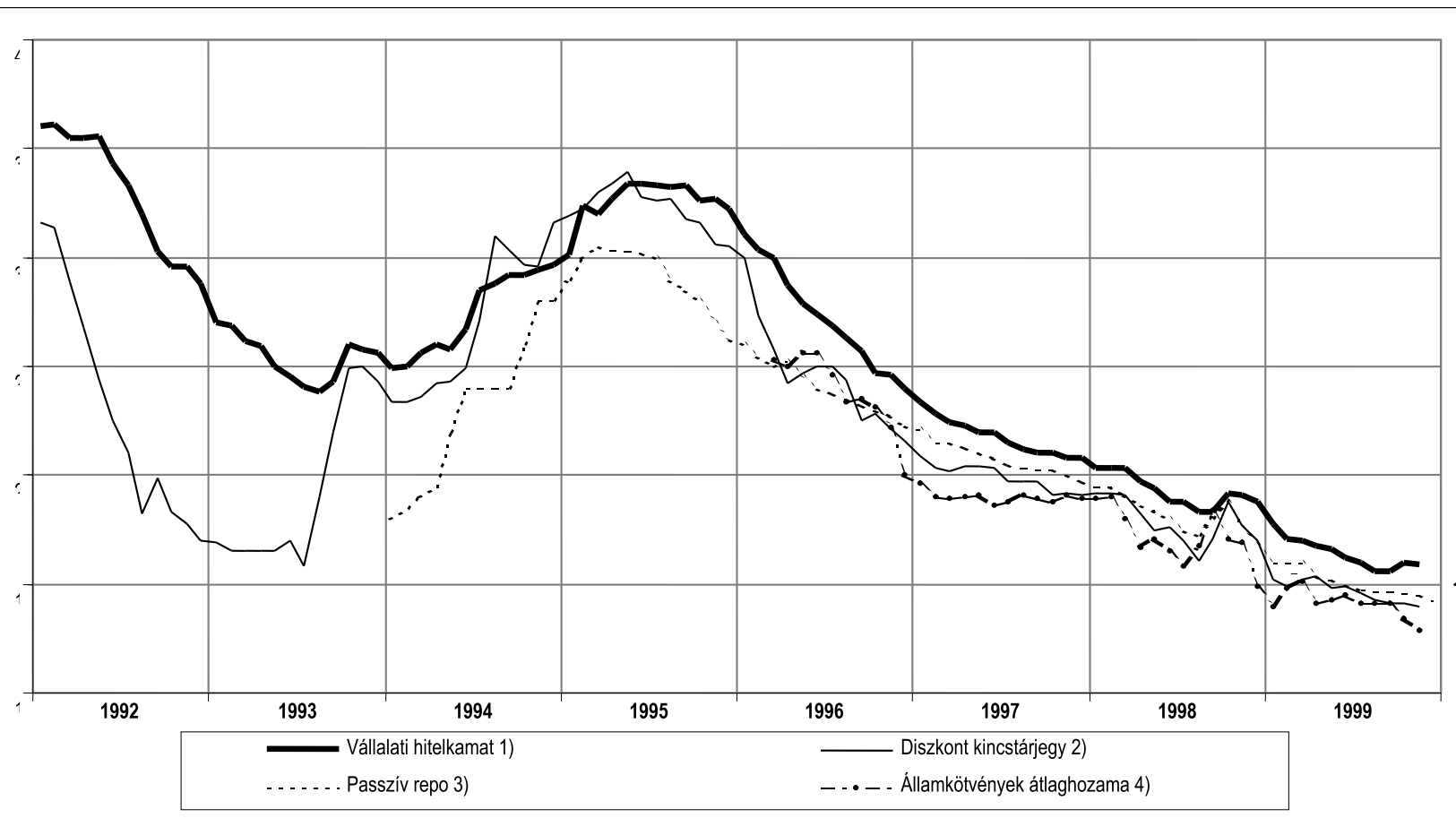
Mindezen műveletek eredményeképpen a bankok állampapír és MNB kötvény állománya 1996-ban mintegy 200 milliárd forinttal nőtt, míg 1997-ben csaknem ugyanannyival csökkent (9. táblázat, 3. sor), évi átlagos repo állományuk 1996-ban 205 milliárd forinttal, 1997-ben pedig csaknem 200 milliárddal nőtt (6. táblázat).

Kérdés, mivel vette rá az MNB a bankokat, hogy állampapírt vásároljanak és passzív repót használjanak? Kizárólag piaci eszközökkel, lásd a 7. grafikont. 1993 szeptemberéig a hiteladagolás felhajtotta a vállalkozói hitelkamatot, s így nem volt összefüggés közte és a diszkont kincs-

tárjegy hozama között. Ezután szoros összefüggés látható a kettő között.

Ugyancsak látható az összefüggés a vállalati hitelkamat és a passzív repo kamata között 1994. júniustól kezdve. 1996 júniusától kezdve pedig egyfelől a vállalati hitelkamat, másfelől a diszkont kincstárjegy és az államkötvény hozama, valamint a passzív repo kamata közötti különbség úgyszólván sosem haladja meg a 3 százalékpontot. Természetesen, ha a bankoknak az a választása, hogy x kamatra hiteleznek a vállalkozói szektornak vagy 1-2-3 százalékponttal kevesebbet, de kockázatmentesen hiteleznek az államnak, akkor a marginálisan kevesebb haszonnal járó, de kockázatmentes állami hitelezést fogják vállalni.

# Politikai szempontból fontos éves kamatlábak



...li lejárat, súlyozott átlag.  
 ...ny legnagyobb részét kitevő lejárat éves hozama. Tehát:  
 ...ár – március: 90 napos  
 ...ilis – november: 180 napos  
 ...ember – 1995. szeptember: 90 napos

- 1995. október – 1996. január: 180 napos
- 1996. február – 1999. november: 360 napos
- 3) 1 hónapos futamidő éves kamata, kivéve amikor ilyen futamidő nem volt:
  - 1995-ben: 1 hetes
  - 1999. március – november: 2 hetes
- 4) Két éves futamidő. 1996: hozzávételleges

Feltételezhetően ugyancsak az MNB által fizetett magas kamat volt az, amely a vállalati és lakossági devizabevételeket a jegybankba vonzotta ahelyett, hogy forintra átváltva a gazdaságnak nyújtott hiteleket finanszíroztak volna. A másik fontos ok az volt, hogy az MNB a nála elhelyezett devizabetéteket elfogadta kötelező tartalékként. A 8. táblázat első sora a pénzügyintézetekben elhelyezett vállalati és lakossági devizabetéteket mutatja. A pénzügyintézetek ezek egyre növekvő hányadát kölcsön adják a vállalatoknak devizahitel formájában (2. sor). A többit letétbe helyezik a Nemzeti Bankban (3. sor). Csakhogy a vállalati devizahitelek és a nemzeti banki letétek összege jelentősen meghaladja a pénzügyintézetek belföldi devizaforrását (vö. az 1. és 4. sort). Az MNB és a vállalatok nyilván olyan magas kamatot fizettek a betétekért, illetve kölcsönökért, hogy a pénzügyintézeteknek kifizető volt külföldön deviza hitelt felvenni azért, hogy belföldön a vállalatoknak és a jegybanknak (!) adják kölcsön (5. sor). A jegybanki devizabetét 1995 decemberében volt a legmagasabb – 675 milliárd forint –, azóta csökken, mert az MNB 1996 végén megszüntette azt a kedvezményt, hogy a hiteleket elfogadja kötelező tartalékként a bankokban lévő forintbetétek után is.

# Pénzüntézetek devizaforrásai és azok felhasználása

ár forint; időszak vége

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999. 11.
<b>Devizaforrások</b>											
Banki és lakossági devizabetétek <sup>1)</sup>	34	112	195	216	330	406	627	689	756	847	900
<b>Devizafelhasználás</b>											
Devizahitelek a vállalatoknak	11	28	47	62	66	93	218	350	508	633	765
Devizahitelek a Nemzeti Bankba	<u>74</u> <sup>2)</sup>	<u>192</u>	<u>292</u>	<u>280</u>	<u>387</u>	<u>519</u>	<u>675</u>	<u>497</u>	<u>319</u>	<u>473</u>	<u>360</u>
Devizahitelek összesen (2+3)	85 <sup>b</sup>	220	339	342	453	612	893	847	827	1106	1125
<b>Devizafelhasználás</b>											
Devizahitelek felvétel (4-1)	51 <sup>b</sup>	108	144	126	123	206	266	140	68	259	225

1) A devizahitelek között szerepelnek a pénzüntézetek, nem nyereségérdekeltségű szervezetek, sőt maga a jegybank is elhelyezhet devizát a pénzüntézeteknél. E három tétel összege azonban olyannyira elenyésző, hogy a bankstatisztika fel sem tünteti. 1999. november 31.

MNB: [Havi jelentések](#)

9. Kísérlet<sup>1)</sup> a pénzüzetek bruttó belföldi kihelyezés einek az elemzésére

Milliárd forint, időszak vége

	1989 <sup>2)</sup>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
	M i l l i á r d f o r i n t										
1.1 Tágabb értelemben vett pénzállomány (M <sub>3</sub> )	775	1009	1370	1748	2017	2279	2736	3351	4009	4620	5199
1.2 A Nemzeti Bank kihelyezései a pénzüzetekhez	<u>256</u>	<u>355</u>	<u>418</u>	<u>293</u>	<u>369</u>	<u>406</u>	<u>303</u>	<u>230</u>	<u>185</u>	<u>179</u>	<u>179</u>
1. Belföldi források összesen (1.1 + 1.2)	1031 <sup>b</sup>	1364	1788	2041	2386	2685	3039	3581	4194	4799	5378
2. Ebből: Betétek a jegybanknál	170	294	511	530	600	722	1029	1099	1340	1462	1611
2.1 Deviza	74	192	292	280	387	519	675	497	319	473	522
2.2 Passzív repo	8	8	10	2	0	5	55	426	508	338	338
2.3 Egyéb	88	94	209	248	213	198	299	176	513	651	751
2.3.1 Kötelező tartalék	43	65	166	204	180 <sup>3)</sup>	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
3. Hitelek a kormánzatnak <sup>4)</sup> (1-2-4)	50 <sup>b</sup>	97	299	527	779	806	742	961	777	898	996
4. A gazdaságnak nyújtott hitelek <sup>5)</sup>	811	973	978	984	1007	1157	1268	1521	2077	2439	2767
<b>Belföldi felhasználás</b>	A z ö s s z e s b e l f ö l d i f o r r á s s z á z a l é k á b a n										
5. Belföldi források összesen	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
6. Betétek a jegybanknál	16 <sup>b</sup>	22	29	26	25	27	34	31	32	30	30
7. Hitelek a kormánzatnak <sup>4)</sup>	5 <sup>b</sup>	7	17	26	33	30	24	27	19	19	19
8. A gazdaságnak nyújtott hitelek <sup>5)</sup>	79	71	54	48	42	43	42	42	49	51	51

1) Kísérlet, mert az MNB nem közli a jegybanktól elkülönítve a kereskedelmi bankok és egyéb pénzüzetek összesített mérlegét.

2) Az 1.2, 2, 2.1, 2.2, 2.3 és 2.3.1 tételek az 1990. január 31-i állapotot rögzítik.

3) 1994 januárja óta az MNB nem közli külön a kötelező tartalékok adatait.

4) Központi költségvetés (főként állampapír) és önkormányzatok. Az önkormányzatoknak folyósított hitelek állománya a tárgyidőszak alatt sosem haladta meg az 50 milliárd forintot.

5) Vállalkozások, háztartások és nem nyereségérdekeltségű szervezetek hitelei. Az utóbbiak hitelei a tárgyidőszak alatt sosem érték el az 50 milliárd forintot.

Forrás: MNB: [Havi jelentések](#)

## **Összefoglalás**

### **A hitelpolitikai módszerek eredménye**

Az ebben a tanulmányban ismertetett műveletek végeredményét a 9. táblázat mutatja a rendszerváltás óta. A kereskedelmi bankok és egyéb hitelintézetek összes belföldi forrásának a jegybankban elhelyezett része az 1989-es 16%-ról 1995-re 34%-ra emelkedett, s még 1999 novemberében is 31% volt (6. sor). Ez nemzetközi összehasonlításban hihetetlenül magas arány. A tágabb értelemben vett kormánynak nyújtott bankhitelek aránya ugyanez idő alatt mintegy 5%-ról 27%-ra nőtt. Ez magyarázza azt, hogy a gazdaságnak nyújtott hitelek aránya 79%-ról 42%-ra csökkent. Itt kapcsolódik elemzésünk ahhoz, amely a 11. táblázatból kiszámítható. 1989 decembere és 1996 augusztusa között a gazdaságnak nyújtott hitelek volumene 59%-kal csökkent (7. + 11. sor, 1996. augusztus az 1989 decemberi állomány százalékában). A gazdaság nem hitel nélkül, de folyamatos hitelkivonás mellett próbált működni.

1996 szeptemberében változott a hitelpolitika. A gazdaságnak nyújtott hitelek aránya 1999 novemberére 55%-ra nőtt – főként azért, mert a kormány részesedése csökkent (8. és 7. sor).

### **A hitelpolitikai módszerek ára**

Végül, de nem utolsó sorban, feltehető a kérdés, hogy mibe kerültek a restriktív pénzügyi politika felsorolt módszerei a magyar adófizetőknek.

Hogy maga a restriktív pénzügyi politika mibe került Magyarországnak, azt a következő fejezetben fogjuk látni: 3 évi bruttó hazai termék kiesése, általános elszegényedés, a gazdaság szétzilálása, társadalmi feszültségek stb. Az itt felsorolt eszközök használata bizonyos pénzügyi veszteséget okozott az adófizetőknek. Itt most erről van szó.

A költségvetési hiány túlf finanszírozás a szükségesnél nagyobb mértékben növelte a költségvetés belső adósságát és ez növelte a költségvetés kamatterheit. Erről részletesebben a költségvetésről szóló tanulmányban lesz szó.

A passzív repo és az „MNB-kötvények” utáni kamatot a Magyar Nemzeti Banknak kellett fizetnie. Ez volt a fő oka annak, hogy – a nemzetközi gyakorlatban egészen kivételes jelenségként – a jegybank 1996-ban deficitessé vált. Ugyancsak a költségvetésről szóló tanulmányban elemezzük, hogy ez mibe került az adófizetőknek.

Láttuk, hogy a Magyar Nemzeti Bank olyan magas kamatot ajánl a bankoknak a nála elhelyezett devizabetétekre, hogy ezeknek jó üzlet devizahiteleket felvenni külföldön, s a devizát a Nemzeti Bankba betenni. A Nemzeti Bank a nála elhelyezett devizát beszámítja az ország devizatartalékaiba. Külföldi bankokba kihelyezi, s kevesebb kamatot kap érte, mint amennyit a bankok, amelyek ennek egy részét kölcsönként felvették, a hitelező külföldi bankoknak fizetnek. A kamatkülönbséget természetesen az MNB fizeti. Hogy ez évente mibe kerül az MNB tulajdonosának, a magyar államnak, azt a külső adósságproblémáról szóló tanulmányban becsültük fel (Gazdaság és társadalom. Budapest, 1999/1-2., 57. oldal és F.6. táblázat).

Hogy e pénzügyi eszközök alkalmazásának eredményeképpen milyen volt az ország hitelezhetősége 1989 és 1999 között, azt a következő fejezet ismerteti.

## A MAGYAR GAZDASÁG HITEL- ELLÁTOTTSÁGA 1989-1999

### Négy korszak

1989 óta a háztartások bruttó hitelállományának reálértéke folyamatosan csökkent, egészen 1997 decemberéig. Ettől kezdve megállapodott – az 1989 decemberinél 83%-kal alacsonyabb szinten (10. táblázat, 8. sor). A háztartásokkal kapcsolatos hitelpolitikában tehát 1989 óta nem következett be fordulat.

Aszerint, hogy a vállalkozói szektor nettó hitelállományának reálértéke nőtt vagy csökkent, a magyarországi pénzügypolitikában a rendszerváltás óta négy korszakot különböztünk meg (lásd a 10. és a 11. táblázatot).

A táblázatok adatsorai nem teljesen összehasonlíthatók. Klasszifikációs változások és a hitelkonszolidáció hatása 1992. december 31. és 1993. január 1. között közel 60 milliárd forinttal csökkentette a nettó hitelállományt (10. táblázat, 1 sor), 1995. január 1-től pedig a felgyülemlett, de ki nem fizetett kamatok és járulékok beszámítása közel 100 milliárddal növelte (lásd a 10. táblázat 1)-es és 2)-es jegyzetét). Az adatbázis e módszerbeli változásai ellenére megközelítő pontossággal ugyan, de megállapíthatók a magyarországi pénzügypolitika irányváltozásai.

## 10. A magyar gazdaság hitelellátottsága

*Időszak vége*

	1989	1990	1991	1992	1993. jan. 1.	1993	1994	1995. ápr. <sup>1)</sup>	1995	1996. aug.	1996	1997	1998
1. A vállalkozói szektor nettó bankhiteltartozása folyó áron, md. Ft	289	322	383	311	252 <sup>2)</sup>	229	319	458	349	314	459	736	934
2. Index, 1989=100	100	111	132	108	87	79	110	158	120	109	159	254	323
3. Az ipar belföldi értékesítési árai; Index, 1989=100	100	132 <sup>rb.</sup>	155 <sup>rb.</sup>	174	174	188	213	249	277	320	334	398	424
4. Lakossági bruttó bankhitelek, folyó áron, md. Ft	314	330	281 <sup>3)</sup>	288	–	319	353	336	333	300	313	319	346
5. Index, 1989=100	100	105	90	92	–	102	113	107	106	96	100	102	110
6. Fogyasztói árak; Index, 1989=100	100	135	180	219	–	265	321	376	412	473	494	585	645
7. A vállalkozói szektor nettó bankhiteltartozása összehasonlító áron; Index, 1989=100 (2/3)	100	84	85	62	50 <sup>2)</sup>	42	52	63	43	34	48	64	76
8. A háztartások bruttó bankhiteltartozása összehasonlító áron; Index, 1989=100 (5/6)	100	78	50	42	–	38	35	28	26	23	20	17	17

1) 1995-től kezdve az adatok tartalmazzák a felgyülemlett, de ki nem fizetett kamatokat és jutalékokat is.

2) 1993-tól kezdődően klasszifikációs változások miatt az adatok nem teljesen összehasonlíthatók a korábbi adatokkal. 1993-tól az adatok tükrözik a hitelkonszolidáció hatásait.

3) 1991-től az adatok tartalmazzák a kormány által átvállalt 79 milliárd forint lakáshitelt.

Forrás: MNB: Havi jelentések

# Magyarországi hitelpolitika összefoglalása

zak vége

	<u>Megszorítás</u>		<u>Expanzió</u>		<u>Megszorítás</u> (Bokros-csomag)	<u>Expanzió</u>
	1989. dec. – 1993. dec.		1994. jan. – 1995. ápr.		1995. máj. – 1996. aug.	1996. szept. →
<b>GY FÁZIS</b>	1989. dec.	1993. dec.	1995. ápr.		1996. aug.	1999. jún.
Állalkozói szektor nettó bankhiteltartozása összehasonlító áron; Indexek						
1989. dec. = 100	100	42				
1993. dec. = 100		100		150		
1995. ápr. = 100				100	54	
1996. aug. = 100					100	253
<b>SZEOGLALÁS – 1989. dec. – 1996. aug.</b>	<b>1989. dec.</b>				<b>1996. aug.</b>	
Állalkozói szektor nettó bankhiteltartozása folyó áron; md. Ft	289				314	
par belföldi értékesítési árai; Index, 1996. aug. = 100	31				100	
Állalkozói szektor nettó bankhiteltartozása, md. Ft; 1996. aug.-i áron (5/6)	932				314	
alkivonás 1996. aug.-i áron; md. Ft.; 1990. jan. – 1996. aug.					618	
össági bruttó hitelek folyó áron; md. Ft	314				300	
nyasztói árai; Index, 1996. aug. = 100	24				100	
össági bruttó hitelek 1996. aug.-i áron; md. Ft	1308				300	
alkivonás 1996. aug.-i áron; md. Ft.; 1990. jan. – 1996. aug.					1008	
szes hitelkivonás; 1990. jan. – 1996. aug.; 1996. aug.-i áron, (8+12), md. Ft					1626	
F folyó áron, 1996					6894	
szes hitelkivonás; 1990. jan. – 1996. aug.; 1996. aug.-i áron az 1996-os BHT %-ában					24	
alkivonás éves átlagban (1990-1996) a BHT százalékában					3,4	

MNB: [Havi jelentések](#),

KSH: [Magyar Statisztikai Évkönyvek](#)

10. táblázat

### 1990. január – 1993. december

A vállalkozói szektor nettó bankhitelállományának reálértéke ez alatt a négy év alatt több, mint 50%-kal csökkent (10. táblázat, 7. sor). A nettó bankhitelállomány még névértékben is csökkent (2. sor).

Főként a pénzügyi restriktió, kisebb mértékben az azzal párosuló fiskális restriktió volt az oka annak, hogy 1989 és 1993 között a bruttó hazai termék volumene 18,3 %-kal csökkent, nagyobb mértékben, mint a harmincas évek nagy gazdasági válsága idején.

Az akkori pénzügyminiszter azonban a leghatározottabban állította: nincs sem monetáris, sem fiskális restriktió Magyarországon:

*„Sokan azt állítják, hogy a gazdaság visszaesésének fő oka a fiskális és monetáris restriktió. Holott a tények alapján állítható, hogy Magyarországon 1991-ben és 1992-ben sem a fiskális, sem a monetáris politika nem volt restriktív.”* (Kupa Mihály: Következtesen és rugalmasan – Figyelő, 1993. január 14.)

Amint a 10. táblázat mutatja (7. sor), 1991-ben és 1992-ben az üzleti szektornak nyújtott bankhitelek volumene 26%-kal csökkent. A miniszter szerint ez nem tekinthető pénzügyi restriktiónak.

### 1994. január – 1995. április

A Boross-kormány a közelgő választásokra való tekintettel 1994 januárjától kezdve nagyarányú gazdaságélénkítésbe kezdett. Ez a késői kezdet meglehetősen amatőr megközelítés volt; mire a gazdaság élénkítése lakossági szinten érezhetővé vált – körülbelül 1994 nyarán –, az új kormány már régen átvette a hatalmat. Érdekes, hogy az 1994 januárjában kezdődő hitelexpanzió az új kormány alatt is folytatódott – egészen 1995 áprilisáig. (A Bokros-csomag hitelpolitikai irányváltoztatását májustól kezdve érzékeltetik a mutatók.) Ez alatt a 14 hónapos időszak alatt a vállalkozói szektornak nyújtott bankhitelállomány nettó reálértéke 50%-kal nőtt (11. táblázat, 2. sor).

A Boross-kormány a hitel folyósításán kívül még nagyarányú állami építkezésekkel is igyekezett – a közelgő választásokra való tekintettel – a gazdaságot fellendíteni. 1994 első negyedévében a mélyépítő ipar volumene – 1993 első negyedévéhez viszonyítva – 84,5%-kal, a magasépítő-iparé 26,8%-kal nőtt. Mivel ez alatt az időszak alatt a lakásépítés marginálisan csökkent, a magasépítő-ipar növekedését teljes egészében az állami építkezések okozták. Mindez természetesen túl későn jött ahhoz, hogy megakadályozza a kormány súlyos választási vereségét.

Valószínűleg a hitelfolyósítás megindításának és a nagyarányú állami építkezéseknek volt köszönhető, hogy 1994-ben a gazdasági visszaesés megállt. A BHT volumene ebben az évben 2,9%-kal, az ipari termelése 9,5%-kal nőtt.

### **1995. május – 1996. augusztus**

A hitelmegszorítás, amely része volt a Bokros-csomagnak, 1995 májusában kezdődött és minden előző megszorításnál kíméletlenebb volt. A vállalkozói szektor nettó bankhitelállományának reálértéke 16 hónap alatt 46%-kal csökkent (11. táblázat, 3. sor), és az 1989 decemberi szint egyharmadára zsugorodott (10. táblázat, 7. sor). 1996 augusztusa volt a megszorító pénzügyi politika mélypontja.

A Bokros-csomagon belül főként a hitelezés csökkentésének volt köszönhető, hogy a BHT volumennövekedése 1995-ben és 1996-ban 1,5, illetve 1,3 százalékra csökkent, az ipari termelése pedig 4,6, illetve 3,4 százalékra (miközben az infláció felgyorsult).

### **1996. szeptembertől**

1996 nyárutóján valami történt. Több megnyilvánulásból (lásd például Matolcsy Györgynek, az akkor újonnan kinevezett gazdasági miniszternek a nyilatkozatát a Magyar Nemzet 2000. január 22-i számában), arra lehetett következtetni, hogy mérvadó nemzetközi köröknek, elsősorban a Valutaalpnak, megváltozott a véleménye az eddigi Magyarországról.

számára előírt gazdaságpolitika helyességéről, s így az MNB és a kormány megkapta a zöld lámpát növekedésközpontú gazdaságpolitika alkalmazására. Azóta a vállalatok hitelezése rohamosan növekszik és reálértékben nem egész három év alatt két és félszeresére növekedett (11. táblázat, 4. sor). Mindazonáltal 1999 júniusában még 14%-kal maradt el az 1989. december 31-i szinttől (10. táblázat, 7. sor).

### **Összefoglalás, 1990. január – 1996. augusztus**

Megjegyzések a 11. B táblázathoz:

- Az alcímben jelzett időszakban – nem egészen hét év alatt –, a Magyar Nemzeti Bank összehasonlító áron számítva kivonta az országból az 1989. december 31-én létező hitelállomány 73%-át, amely az 1996-os bruttó hazai termék 24%-ának felel meg (15. sor).
- Ez alatt az időszak alatt a hitelkivonás éves átlagban a BHT 3,4%-a volt (16. sor).
- Ilyen arányú hitelkivonás valószínűleg példátlan a világgazdaság újkori történetében.
- Az ország gazdasági vezetése főként e hitelkivonással idézte elő mesterségesen Magyarország újkori történetének súlyosabb gazdasági válságát.

Érdekes a magyar gazdaság hitelezhetőségének összehasonlítása nemzetközi viszonylatban.

## 12. A gazdaságnak nyújtott bruttó bankhitelek a BHT százalékában

	1989. dec.	1996. aug. vagy szept.	1999 <sup>rb.</sup> jún. <sup>1)</sup>
<b>FEJLETT ORSZÁGOK</b>			
Egyesült Államok	97	107	136
Japán	195	207	203
Ausztria	90	90	101
Franciaország	93	80	80
Németország	94 <sup>2)</sup>	101	104
Olaszország	54	51	68
<b>ÁTALAKULÓ ORSZÁGOK</b>			
Csehország	77 <sup>3)</sup>	81	60
Lengyelország	28	17	24
<b>Magyarország</b>	<b>47</b>	<b>19</b>	<b>22</b>
Szlovákia	–	45	57
Szlovénia	17 <sup>b4)</sup>	28	31
1) Vagy 1999 júniusához legközelebbi dátum, amelyre hitelállományra vonatkozó adat rendelkezésre állt 1999 novemberében. Valamennyi BHT-adat becslés.			
2) Német Szövetségi Köztársaság			
3) Csehszlovákia			
4) 1991 decembere			

**Forrás:** IMF: International Financial Statistics,

MNB: Havi jelentések

Megjegyzések a 12. táblázathoz:

- A magyar gazdaság hiteleshelyettesége 1989 végén még megközelítette az olasz gazdaságét, amely e tekintetben talán a legkedvezőtlenebb helyzetben volt a fejlett országok sorában. Később már nem hasonlítható össze egyetlen fejlett országgal sem.
- 1996 augusztusára a magyar gazdaság hiteleshelyettesége Lengyelországgal együtt a legkedvezőtlenebb volt a táblázatban feltüntetett öt élenjáró átalakuló ország közül.
- 1999 júniusára, közel 3 évi gyors növekedés után, a magyar gazdaság hiteleshelyettesége még meg sem közelíti az 1989. decemberi állapotot és immár a legkedvezőtlenebb az öt átalakuló ország közül.

„A HITEL HÍJA MINDEN MOZGÁST ELAKASZT.”

*Gróf Széchenyi István*

2000. március