

KIRÁLY JÚLIA

Király Júlia a Nemzetközi Bankárképző Központ oktatási igazgatója.

Válságspirál, avagy a magyar bankok tőkevesztésének egy lehetséges értelmezése

A monetáris szektor és a reálgazdaság kapcsolatát illetően, úgy tűnik, az elmélet ma bizonytalanabb, mint bármikor korábban. Egy szellemes, a korábbi keynesi, illetve friedmani megközelítésekhez képest alternatív magyarázat az úgynevezett Fisher-féle avagy adósság/deflációs spirál, amelyet újabban sikerrel alkalmaznak a pénzügyi közvetítők reálgazdasági válságok mélyülésében játszott szerepének elemzésekor. Tanulmányomban arra teszek kísérletet, hogy a Fisherspirál alap gondolatának alkalmazásával újraértelmezzem a magyarországi vállalati és bankszektor 1991-ben bekövetkezett tőkevesztését, és néhány pesszimista következtetést fogalmazok meg a közeljövővel kapcsolatban.*¹

A kiinduló hipotézis

Banküzemeltetési tesztek szokásos kérdése, hogy "mit jelent, ha egy bank ROE (saját tőkearányos jövedelmezőségi) mutatója -100 százalék?" A megadott négy válaszlehetőségből a jobb vizsgázók tévedhetetlenül emelik ki a helyes választ: "A bank elvesztette tőkéjét", avagy ugyanez alternatív megfogalmazásban: "a bank tulajdonosai elvesztették tőkéjüket", "a bank veszteségei felemésztették tőkéjét"...

Lehete másként értékelni tehát azt a tényt, hogy Magyarország bankrendszerének ROE mutatója 1993-ban -102,7 százalék volt,² mint hogy a magyar bankrendszer elvesztette tőkéjét, a magyar bankok tulajdonosai elvesztették vagyoniukat? A megrázó ebben a tényben a tétel nagyságrendje, ami a 150 milliárd forintot is meghaladja.

A tőkevesztés lehetséges magyarázata és hatásainak elemzése eddig mindig háttérben maradt a tőkevesztéssel párhuzamosan megvalósuló bankkonszolidációs program elemzése és kritikája mögött (VÁRHEGYI [1993b], [1995], BALASSA [1994]). Nem spórolhatjuk meg magunknak azt a fáradságot, hogy a vállalatgazdaságtani és banküzemeltetési mikro kutatások eredményeit összekapcsoljuk makroökonómiai kérdéseinkkel, és egy közös elemzési keretben próbáljunk meg válaszolni.³ Ez a tanulmány megkísérli elméletileg körvonalazni és a rendelkezésre álló empirikus tényekkel körülbástyázni azt a lehetőséget, hogy *a banki tőkevesztés már valójában 1991-ben bekövetkezett, meghatározó összetevője az ugyanekkor végbement vállalati tőkevesztés volt, következménye pedig a hitelek visszafogása és az esetleges további recesszió lehet.* Ha a bankszektorra nem mint "pénzgyárra", hanem mint "finanszírozási forrásra" tekintünk, azonnal más megvilágításba kerülnek a monetáris restriktióról vallott eddigi nézeteink is. Az elemzés során támaszkodni fogunk a hitelcsatorna makrogazdasági szerepét kiemelő kutatások eredményeire, mindenekelőtt a Nagy Válság Irving Fisher által adott sajátos értelmezésére.

Elméleti háttér⁴

A monetáris szektor és a reálgazdaság kapcsolatát hagyományosan a *pénzcsatorna* működésével, a pénz transzmissziós mechanizmusával szoktuk jellemezni. A pénz az elemzésekben mint exogén, külső tényező jelenik meg. Az elemzések indíttatása lehet monetarista vagy nem monetarista, a vizsgált mechanizmus alapeleme hasonlatos: a pénz külső tényezőként, az állam döntése révén kerül a gazdaságba. A "becsepegtetett" pénz reálhatásai elsősorban az exogén módon szabályozott pénzkínálat jellemzőitől, valamint a gazdasági szereplők informáltságától függenek (BLANCHARD - FISHER [1990]). A pénzügyelmélet ebben a keretben sikeresen vizsgált olyan kérdéseket, mint az infláció, a seigniorage vagy a deficitfinanszírozás.

Ebben a megközelítésben tehát a monetáris és reálszektor kapcsolatát e sajátos "fátyolnak", a pénznek a lebegése határozza meg. Az egyes iskolák más és más választ adnak a pénz reálhatására - azaz hogy a pénzmennyiség változása mennyiben csapódik le az árszínvonal, és mennyiben a reálkibocsátás változásában -, de abban mind egyetértenek, hogy ez az a hatásmechanizmus, amelyen keresztül monetáris és reálszféra kapcsolatát vizsgálni érdemes. Ez az a megközelítés, amely nemcsak a monetáris politika elméletét, hanem gyakorlatát is meghatározta, hiszen a ma jól ismert monetáris restriktív vagy expanzív receptek mind e gondolatvilágból táplálóknak.

Bizonyos kételyek mindenkor felmerültek e mechanizmus egyértelműségével kapcsolatban. Vajon valóban exogénnek tekinthető a pénz, amely gazdaságpolitikai változóként "csepegtethető"? És vajon megfelelő indikátor-e a pénzmennyiség alakulása a reálgazdaság alakulásának? Vajon megbízható-e a monetáris politikai gyakorlat elméleti alapja?

Ezek a kérdések nem pusztán teoretikusak, hiszen a mindennapos gazdaságpolitikai gyakorlat során egyre nyomasztóbban vetődnek fel, például a célként vagy indikátorként használt "megfelelő" monetáris aggregátum megválasztása során. Ezek a kérdések nem is újkeletűek. Már a hatvanas években megfogalmazódtak Gurley és Shaw elfelejtett, majd újra felfedezett elméleti munkáiban (GURLEY-SHAW [1960]). Gurley és Shaw az államadósságot megtestesítő külső pénzt megkülönböztették a gazdasági alanyok egymással szembeni adósságait megtestesítő, a kereskedelmi bankok passzívjaként keletkező belső pénztől és kimutatták a "kétféle pénz" nem egyféle hatását.

Ez a törésvonal vezetett el a finanszírozási csatornák jelentőségét hangsúlyozó monetáris elmélet kialakulásához. Ez a hagyományoshoz képest alternatív megközelítés a monetáris és a reálszektor kapcsolatában nem a pénzt, hanem a hitelt emeli ki (MOORE [1988], BLINDER-STIGLITZ [1983], BERNANKE-BLINDER [1988], LÁSZLÓ [1994]), az elemzésben elsődleges szerepet adva a finanszírozás alternatív formáinak. A "pénzcsatorna" helyett előtérbe kerül a "hitelcsatorna". A "hagyományos" elméletben a bankhitel súrlódásmentesen alkalmazkodik a pénzkínálat változásához, illetve a változás által kiváltott kamatmozgás generálta hitelkereslethez. Ha a hitelcsatornát, nevezetesen a bankhitelek szerepét ki akarjuk emelni a pénzügyi eszközök sokféleségéből, akkor tudnunk kell bizonyítani nem súrlódásmentes működését, nem tökéletes helyettesíthetőségét (BERNANKE [1993]). Ehhez szükség volt a hetvenes években fejlődésnek indult *aszimmetrikus információ alapultó piacok elméletére* (AKERLOF [1970], LELAND - PYLE [1977], VINCZE [1991]).

A hitelviszony az a sajátos információs aszimmetriát tükröző viszony, ahol a hiteladós mindig több információval rendelkezik saját hitelvisszafizető képességéről és szándékáról, mint a hitelnyújtó. A hitelszerződések elmélete nagyjából arról szól, milyen szerződéses elemekkel lehet ezt az aszimmetrikus helyzetet oldani. A hitelpiacot jellemző információs egyenlőtlenséget oldja a hiteladós megfigyelése, az általa adott jelzések "feldolgozása". A hitelpiacon ezért játszanak különleges szerepet a bankok, amelyek intézményesen mérséklék az információs aszimmetriát (DIAMOND [1984], FAMA [1985]). A bank tehát hagyományos funkcióin túl (lejárat transzformáció, kockázatmérséklés) kiemelt szerepet kap - mással nem helyettesíthető csatornává válik - az általa ügyfeleiről birtokolt információ révén (HARMATI [1995]). Ezért gondolják ma már úgy, hogy a dezintermediáció sosem lehet teljes, a pénzügyi piacok nem válhatnak kizárólagos közvetítővé, a bankhitelnek nincs tökéletes helyettesítője.

A bank tehát az a speciális finanszírozó csatorna, amely működése során mérsékli az információs elégtelenséget. A bank ugyanakkor "sérülékeny" üzem, hiszen likvid forrásait fekteti kockázatos illikvid eszközökbe. Ezáltal egy újabb információs aszimmetriát hoz létre: a bank és a betétes között (DIAMOND-DYBVIK [1983]). A betétes sem képes megfigyelni a bank portfólióját, ezért hajlamos arra, hogy "pánikba essen", és a bankok megrohanásával bankszűkület sorozatát és a finanszírozási rendszer összeomlását váltja ki, amelynek mélyreható, negatív reálgazdasági hatásai lehetnek.

A bankhitelek kiemelése a pénzügyi aktívák közül megváltoztatja a monetáris ciklusok hagyományos elemzését. A monetáris recesszió idején nem a pénzmennyiség csökkenése, majd az ezt követő kamatláb-emelkedés vezet a beruházások és így a hitelkereslet csökkenéséhez, hanem a bankok hitelkínálatának szűkülése váltja ki a beruházások csökkenését és így a reálgazdasági aktivitás mérséklődését. A meghatározó tehát nem a *hitelkereslet*, hanem a *hitelkínálat* (BLINDER-STIGLITZ [1983], BERNANKE [1993]). A "hitelcsatorna" elméletének kidolgozása óta számos empirikus elemzés született és születik, amelyek arra utalnak, hogy a gazdasági szereplők által elérhető bankhitelek közvetlenebbül hatnak a reálgazdaságra, mint a bármilyen módon definiált pénzmennyiség. Ennek előbbutóbb a monetáris politikáról vallott elveink felülvizsgálatához kell vezetnie. A releváns kérdés ebben az esetben ugyanis az, hogy mi váltja ki a banki hitelkínálat csökkenését, szabályozható-e és ha igen, hogyan a banki hitelkínálat. Ez a hitelkínálat a vállalati termelőszektorban nyújtott hitelkínálatot jelenti, tehát nem az államdeficit finanszírozását. Bármennyire is hitelpénz a 20. század végének pénze, ne feledjük, hogy a nem államdeficit finanszírozására nyújtott - azaz egyszerűsített "lakosságivállalati" - hitelek és a pénz mennyiségének alakulása elszakadhat egymástól.

A "hitelcsatorna" hangsúlyozása nem a ma már "hagyományosnak" nevezhető pénzügyelméletet felváltó alternatív elmélet: a pénzügykeresleten és pénzügykínálaton alapuló elemzések, amennyiben a pénz fogalmát a külső pénzre korlátozzák, továbbra is kielégítő magyarázatot adnak az infláció, a seigniorage, az államadósság alakulására. A reálgazdaság ingadozásait azonban úgy tűnik inkább a "hitelcsatornán" keresztül tudjuk megérteni.

A huszadik század számos jelentős gazdaságelméleti irányzata az 1929/33-as Nagy Válság továbbterjedésére adott magyarázatokból eredeztethető (KEYNES [1965], FRIEDMAN-SCHWARTZ [1963]). Keynes elemzésében a *kereslet elégtelensége* a Nagy Válság elmélyülésének oka, amin a monetáris politika nem képes segíteni, mivel a kamatokat képtelen a beruházások fellendítéséhez szükséges alacsony szintre lenyomni (KEYNES [1965]). Friedman ugyanerre a jelenségre egy ettől eltérő magyarázatot adott: szerinte az amerikai központi bank, a Fed hibás politikája, a tartalékráta indokolatlan emelése váltotta ki a pénzügykínálat szűkülését, ami a reálgazdasági aktivitás csökkenéséhez vezetett. Friedmannál a hibás monetáris politika képes a recesszió mélyítésére (de ami ennek nem mond ellent: semmilyen monetáris politika sem képes az élénkítésre). Nos, nem meglepő, hogy az általunk részletesen tárgyalt új finanszírozási elmélet, a hitelcsatorna elmélete is egy újabb interpretációját jelenti a Nagy Válság kibontakozásának, ahol a meghatározó szerep a *banki hitelkínálat* csökkenésének tulajdonítható.

Az új iskola elméleti előzményének Irving Fishernek a Nagy Válságról adott sajátos interpretációja tekinthető (FISHER [1933]). A Fisher által munkahipotézisként megfogalmazott adósság/deflációs spirál számos későbbi kutatás kiindulópontja lett. Ezek közül érdemes kiemelni BERNANKE [1983] tanulmányát, amely a friedmani elemzéshez hasonlóan adatokkal gazdagon alátámasztva mutatja ki a hitelkínálat szűkülésének szerepét a Nagy Válság továbbterjedésében. Bernanke bemutatja, hogy nemcsak a Nagy Válság volt hatással a banki hitelkínálat szűkülésére, hanem a hitelkínálat visszaesésének mértéke nagyobb volt, mint amekkora megfelelt a reálgazdasági visszaesésnek, és így hozzájárult a további recesszióhoz.

A Fisherspirál nem a válság kialakulására ad magyarázatot, hanem a bankszektor szerepét emeli ki a válság elmélyülésében. Kiindulópontja a gazdasági növekedés bankhitellel történő finanszírozása, és az ebből következő túladóssodottság. A reálgazdasági válság első szakaszában a túladóssodottság a hitelvisszafizető képesség csökkenéséhez vezet. A bankok portfóliója romlik, megkezdődik a hitelek

kényszerű felszámolása. Erre reagálva megkezdődik a betétek visszavonása, amely hamarosan a bankok "megrohanásához", bankpánikhoz és bankcsődökhöz vezet. Ez kiváltja a pénz forgási sebességének csökkenését, következésképpen csökken az árszínvonal. A csökkenő árak leértékelik a vállalatok eszközeit, ezzel elértéktelenedik a bankhitelek mögötti fedezet értéke, ami további kényszerű banki eszközcsökkenést vált ki, amelynek következtében tovább csökkennek a betétek és a pénz forgási sebessége. A csökkenő árak tovább értéktelenítik az eszközöket, újabb kényszereladásokat váltanak ki, és a spirál önmagát tartja fenn.

Emeljük ki a Fisherspirál lényegi elemeit:

1. a gazdaság finanszírozásában a hiteleknek, nevezetesen a bankhiteleknek meghatározó szerepe van;
2. a gazdaságban hitelből finanszírozott növekedés megy végbe, ami a reálgazdasági ciklus csúcspontján a hitel-visszafizető képességet veszélyeztető túladósodást vált ki;
3. a banki portfólió romlása a bankokat a hitelek kényszerű visszavonására készíti;
4. a bankokba vetett bizalom megrendül, ennek jele a kibontakozó bankpánik - a bankpasszívák visszavonása, ami a pénz forgási sebességének csökkenésén keresztül deflációs hatású;
5. a kibontakozó defláció miatt a bankhitelek mögött álló fedezet, a vállalati eszközök elértéktelenednek, a bankok kényszereszközértékesítést hajtanak végre;
6. a bankok az eszközelértéktelenedésre hitelkínálatuk csökkentésével reagálnak;
7. a hitelkínálat csökkenése tovább mélyíti a recessziót.

A Fisherspirál a reálgazdasági sokk első lépésre nem ad választ: azt nem vizsgálja, hogy miért következik be az "eredendő" visszaesés, miért válik veszélyeztetetté a hitelvisszafizetés, mitől lesz egy vállalat "túladósodott", ezeket a jelenségeket exogén tényezőként kezeli. A vizsgálatot azon a ponton indítja, hogy ha ez bekövetkezik, akkor milyen további következményei lehetnek. Állításának lényege, hogy ha a vállalatok túladósodottak voltak, akkor az eszközök elértéktelenedéséből származó veszteségeket a pénzügyi szektor nem képes felszívni, a banki tőkevesztés is be fog következni, ami tovább mélyíti a recessziót. A spirál endogén elemei a banki eszközök csökkenése és a vállalati eszközök elértéktelenedése.

A Fisherspirál mai válságainkra való alkalmazhatóságának alapvető kérdése: a 4. pontbeli defláció vajon feltétele-e annak, hogy bekövetkezzen az eszközök 5. pontbeli elértéktelenedése? Amennyiben sikerül belátni, hogy az eszközök értékvesztése *inflációs* környezetben is bekövetkezhet, akkor a Fisherspirál alkalmassá válik mai válságaink elemzésére. Amennyiben a vállalati eszközök értékét nem az általános árszínvonal alakulásához, hanem a vállalat jövedelemtermelő képességéhez és a vállalati tőkeköltséghez kapcsoljuk, akkor általános árszintemelkedés mellett is végbemehet az eszközelértéktelenedés. Ebben az esetben a vállalati eszközök értékét a jövőbeli vállalati cash flow tőkeköltséggel diszkontált jelenértékeként értelmezzük. Az eszközök értékvesztését a jövedelemtermelő képesség csökkenése és a tőkeköltség növekedése egyaránt kiválthatja, függetlenül az általános árszínvonal alakulásától. Ily módon *inflációs környezetben is bekövetkezhet az eszközök elértéktelenedése, előfordulhat a bankhitelek mögötti fedezetek értékcsökkenése*, ami a banki portfólió romlását, a hitelkínálat szűkülését eredményezi. Amennyiben a banki hitelkínálat szűkül, akkor ez a tőkeközvetítés költségének emelkedéséhez (BERNANKE [1993]), a vállalati tőkeköltség növekedéséhez és további eszközüértékcsökkenéshez vezet. Az adósságdeflációs spirál továbbra is "működik". A továbbiakban a Fisherspirált ebben a változatban alkalmazzuk.

A Fisherspirál alkalmazása a magyar bankrendszerre

A magyar monetáris szektor és a reálgazdaság közelmúltbeli kapcsolata nem tartozik a tudományos alapossággal tisztázott területek közé. A hagyományos monetáris elmélet alapján megfogalmazott hipotéziseinket a valóság folyamatosan cáfolni látszik. Várhegyi Éva egy szellemes tanulmányában (VÁRHEGYI [1993b]) arra a következtetésre jut, hogy a szokásos változók megválasztásával sem a monetáris politika deklarált céljai nem hozhatók összhangba a szokásos közbenső célok alakulásával, sem e közbenső célok (meghatározott monetáris aggregátumok, kamatok) alakulása nem mutat korrelációt a reálgazdasági mutatók alakulásával. A "pénzcsatornán" alapuló szokásos elemzések, úgy

tűnik, nem adnak kielégítő magyarázatot a monetáris szektor és a reálszektor kapcsolatára. Valójában borzasztó keveset tudunk a monetáris restriktió tényleges hatásmechanizmusáról, reálgazdasági következményeiről.

Tisztázatlan a magyar bankrendszer transzformációs válságban betöltött szerepe, a bankrendszeri tőkevesztés tényleges okainak feltárása, a "bankok gondatlanul hiteleznek" és a "bankok finanszírozás helyett ülnek a likviditáson" megállapítások összeegyeztetése. Számos empirikus elemzésnek köszönhetően többet tudunk a tényleges magyar banküzemről, mint kéthárom évvel ezelőtt, azonban adósak vagyunk a mikro és makrohatások összeegyeztetésével.

A hazai monetáris és reálszektor kapcsolatára, ezen belül a bankrendszer szerepére vonatkozó alternatív magyarázatunk kiinduló hipotézise: a magyarországi gazdasági válság mélyülésében önálló szerepet játszik a banki közvetítés, amelyben a vállalati és a banki tőkevesztés kölcsönösen hatott egymásra, ahol a banki hitelkínálat szűkülése a válságot mélyítő tényezővé válhat. A válság legalább is a visszaesés *mértékét illetően* hasonlóságot mutat a Nagy Válsággal (KORNAI [1993a]), tehát nem minősíthető életidegen ötletnek a Nagy Válság továbbterjedésének egy lehetséges mechanizmusát leíró *Fisherspirál adaptálása*. A "magyar Fisherspirál" csak alapgondolatában hasonlít eredetijére, hiszen a hasonlóságok ellenére a századvégi kelet európai visszaesés más tényezőkre, más mechanizmusokra vezethető vissza, mint századközépi elődje. Amire a figyelmet fel kívánjuk hívni, az a bankszektor működési rendellenességeinek mindkét válságban kimutatható jelentősége.

Szeretném kiemelni, hogy a következő gondolatmenetet egyelőre valóban csak munkahipotézisnek szabad tekinteni, amelyet igazolni ma még csak kevés empirikus adattal tudunk. "Az ebben való hitem valóban csak »hit« a szónak abban az értelmében, hogy kifejtése dogmatikus, a bizonyítás nem teljes, azonban nem »hit« abban az értelemben, hogy általam ismert tényeken nyugszik, és bármikor módosítható, amennyiben egy új tény ezt szükségessé teszi... [ez a hipotézis] inkább egyfajta kihívást jelent mások számára, egyfajta nyersanyagot, melynek segítségével talán egy jobb »végterméket« képesek előállítani" - írta Fisher saját munkahipotézisével kapcsolatban 1933ban.

A "magyar Fisherspirál" a következő elemekből építkezik:⁵

1. A kétszintű bankrendszer kiépülésekor a bankok tőkehiányos, eleve eladósodott vállalati ügyfélkört örökölték. A válság első éveiben a vállalati hitelek visszaesése lassabb volt, mint a gazdaság visszaesése, azaz a gazdaság (vállalatok) bankrendszerrel szembeni eladósodása nem csökkent, hanem fokozódott, amit tőkehiányos transzformációs eladósodásként is értelmezhetünk. Ezt jelzi a banki közvetítés méreteinek 1988-1991 közötti kiterjedése: a bankok mérlegfőösszege a GDP-hez képest 65,8 százalékról 84,6 százalékra, a vállalati hitelek GDP-hez viszonyított aránya 24,6 százalékról 30,8 százalékra nőtt.⁶ Ez recesszió esetén megkérdőjelezi a hitelek visszafizethetőségét.

2. A vállalatok jövedelemtermelő képessége a transzformációs válság következtében jelentősen csökkent, a tőkeköltség megnőtt, azaz a bankhitelek mögött fedezetként álló vállalati vagyon már 1991-re jelentősen leértékelődött. A vállalati szektor jövedelemtermelő képességének csökkenésére utal, hogy a GDP közel 90 százalékát adó vállalatok ROA mutatója az 1989-es 3,88 százalékról 1991-re 0,69 százalékra zuhant, sőt a többségében belföldi és túlnyomórészt állami tulajdoni vállalatok esetében már 1991-ben negatívvá vált (Major [1995]).

3. A vállalatok jövedelemtermelő képességének csökkenése a bankhitelek piaci értékének csökkenését eredményezte, ami a *bankok megrohanása*, azaz *bankpánik nélkül* is a bankok tőkevesztéséhez vezetett. Feltevéseink szerint a bankok tőkevesztése valójában 1991-ben következett be, ám ez a rossz hitelek fokozatos felszínre kerülésén keresztül csak 1993-ra manifesztálódott.

4. A tőkevesztés a bankokat hitelkínálatuk mérséklésére készítette. 1992-től kezdve a bankok a kétes adósoknak nyújtott nettó (kamatfizetéseket meghaladó) kihelyezései nem nőttek, azaz "nem dobtak jó pénzt a rossz pénz után" (BONIN-SCHAFFER [1995]). A hitelkínálat mérséklése megnyilvánul a

banki közvetítés mértékének összehúzódásában: a bankok mérlegfőösszege a GDP 84,6 százalékáról 1994-re a GDP 69,1 százalékára, a vállalati bankhitelek aránya a GDP 30,8 százalékáról a GDP 20,3 százalékára csökkent. Ez a csökkenés akkor következett be, amikor a gazdasági visszaesés már látszólag mérséklődött, tehát semmiképpen sem indokolja az 1992-1994 közötti évek reálgazdasági fejlődése. Megítélésünk szerint ekkor nem a hitelkereslet, hanem egyértelműen a hitelkínálat beszűküléséről beszélhetünk.

5. A hitelkínálat drasztikus visszaesése hozzájárulhat a recesszió további mélyüléséhez. A banki finanszírozási kapacitás radikális csökkenése elvezethet a *tőkeköltség* növekedéséhez, a jövedelemtermelő képesség csökkenéséhez, azaz a vállalat értékének a jövőbeli cash flow diszkontálásán alapuló csökkenéséhez. Ez pedig tovább mélyítheti a recessziót, tehát hozzájárulhat a válság terjedéséhez.

A fenti hipotetikus spirál több olyan elemet, állítást tartalmaz, amelyeket a későbbi kutatásoknak, elemzéseknek feladata pontosítani avagy cáfolni. Ezek közül néhányat a tanulmány hátralévő részében megvizsgálunk.

A vállalati tőkevesztés

A vállalatok kilencvenes évek fordulóján bekövetkezett tőkevesztése ma széles körben elfogadott tény: a vállalati jövedelmezőség csökkenése, a csődtörvény által felszínre hozott fizetésképtelenség utal a tőkevesztés tényére és méretére. A vállalati tőkevesztés meghatározó tényezője az a "külső sokk", amelyen az 1991-es nagyméretű külső piacvesztést értjük. Az 1991-es piacvesztés - mind a mikro, mind a makrostatisztikák tükrében - hozzájárult a relatív túladósodottséghez, a vállalatok tőkevesztéséhez, az eszközök leértékelődéséhez (Kornai [1993a]). 1991-ben a GDP és a beruházás közel 12 százalékkal, az export több mint 15 százalékkal, az ipari termelés 17 százalékkal zuhant. Vállalati vizsgálatok szerint "1991 első félévében az ipari veszteség elérte az előző év teljes összegét, a gazdálkodók negyven százaléka ráfizetéses volt" (Voszka [1994]). A vállalatok a korábbi évekhez képest kiemelten érezték az elégtelen keresletet (1991 második negyedében a vállalatok 70 százaléka említette a termelést hátráltató tényezőként az elégtelen keresletet a korábbi évek 40-50 százalékos átlagával szemben) - (KOPINT-DATORG [1993]).

Az 1991-es zuhanást elemezve, az 1992-es csődtörvény a mai értékelésekben már sokkal inkább úgy jelenik meg, mint ami felszínre hozta, néhol mélyítette a vállalati szektor válságát, de nem lehet annak kiváltó okaként számon tartani. Nem tagadható ugyanakkor a csődtörvény válságot mélyítő szerepe sem, hiszen hatására nemcsak az eladósodott, hanem a más vállalatokat *hitelező*(!) vállalatok is elvesztették piacuk egy részét, és csökkent jövedelmezőségük (BONIN-SCHAFFER [1995]). A banki hitelezés szempontjából érdemes megemlíteni, hogy számos vállalat csődeljárásba "menekült", hiszen ekkor ideiglenesen hitelvisszafizetési moratóriumhoz jutott.

Hipotézisünk szerint ez a külső sokk egy jelentősen eladósodott, túlhitelezett vállalati szektort ért. Ezt az állítást cáfolni látszanak a vállalatok körében végzett vizsgálatok (KORNAI [1993b], KOPINT-DATORG [1993], SZANYI [1994]). Ezekből ugyanis az derül ki, hogy a vállalatok a finanszírozási problémáikat 1990/1991 körül ítélték a legjelentősebbnek, tehát éppen abban az időszakban, amikor a vállalati hitelek GDP-hez viszonyított aránya nőtt.⁷ Vajon összeegyeztethető az akut finanszírozási probléma a bankrendszer kiterjedésével? Vajon a banki hitelezés stagnálása egy reálértelemben szűkülő gazdaságban érzékelhető elégtelen hitelkínálatként?

Megítélésem szerint igen. A megértéshez két elemet kell figyelembe vennünk: az egyik, hogy az átalakuló és újonnan alakuló vállalatok *tartós tőkehiányban* szenvedtek, ami a kérdőíves válaszokban mint *finanszírozási probléma* jelent meg, a bankokat téve felelőssé az elégtelen "pénzellátásért". A másik: a vállalati szektor banki hitelezés szempontjából vett inhomogenitása.

Hipotézisünk szempontjából a vállalati kör releváns csoportképző ismerve a vállalatok

bankkapcsolatainak alakulása: vajon rendelkezette jelentős - finanszírozást is magában foglaló - bankkapcsolattal a vállalat 1987ben, vagy sem, illetve létrejött-e a később jelentős - finanszírozást is magában foglaló - bankkapcsolata, vagy sem. Megfelelően strukturált vállalati adatok hiányában egyelőre elméletileg kísérelünk meg négyféle csoportot elkülöníteni (megengedve, hogy ezen csoportok közül egyik vagy másik később "üres" vagy irreleváns csoportnak bizonyul).

1. csoport: "tartósan túladosodott ügyfelek" - azok a vállalatok tartoznak ide, amelyeknek forrásai között 1987ben adott határtétét meghaladó bankhiteltartozás volt, és ez 1990-1991ig tovább nőtt, vagy jelentősen nem csökkent;

2. csoport: "gyorsan eladósodók" - azok a vállalatok tartoznak ide, amelyeknek forrásai között 1987ben nem volt jelentős bankhitel, és 1990-1991ig ez ugrásszerűen megnőtt;

3. csoport: "bankelhagyók" - azok a vállalatok tartoznak ide, amelyeknek forrásai között 1987ben adott határértéket meghaladó bankhiteltartozás volt, és ez 1990-1991ig jelentősen csökkent. Feltehetőleg ezek a külföldi tőkebevonással gyorsan privatizált, külső forrás felhasználására áttérő vállalatok;

4. csoport: "önfinanszírozók" - a vizsgált periódusban jelentős banki finanszírozási kapcsolatuk nem volt, bár a csoport tagjai nem önfinanszírozók abban az értelemben, hogy bankhitelen kívül más külső finanszírozási forrást felhasználtak. Feltehetőleg számszerűleg ez a csoport alkotja a vizsgált vállalati kör zömét, azonban jelentős súlya ezek közül az alapvetően külföldi forrásra támaszkodó jelentős exportteljesítményt felmutató alcsoportnak van.

Ha ezeknek a csoportoknak a fejlődését nyomon tudnánk követni 1987-1993 között, és meg tudnánk figyelni a GDPből való részesedésüket, eladósodottságukat, bankkapcsolataik alakulását, akkor tudnánk igazolni avagy elvetni a magyar Fisherspirál 1-3. pontjában leírt hipotéziseinket.

Feltételezéseink szerint az első csoport, azaz a bankok "tartósan túladosodott" ügyfeleinek tekinthető vállalatok 1987ben az "állami nagyvállalatok" közé tartoztak. Ez a csoport adta akkor a GDP termelésének 85,3 százalékát. Ez a vállalati kör lett az MNB-ből kivált három nagybank meghatározó ügyfélköre, magukkal hozva korábbi, más logika szerint kialakult bankhitelek állományát. Ez a vállalati kör már 1987ben is túladosodott volt (ANTAL - VÁRHEGYI [1987]), valójában "a »bankreform« során a korábbi beruházási akciók következményeként kialakult adósságállományt allokálták az újonnan megszervezett kereskedelmi bankok között. A bankreform, a hitelek visszafizetési kötelezettsége és az egyre növekvő kamatterhek irracionálisan súlyos teherként nehezedtek a vállalati szektorra, már 1989ben hozzájárulva az állami vállalatok veszteségeinek megjelenéséhez, megalapozva a felhalmozott tőkeállomány leértékelődését, illetve felélését" (MANDEL [1995]). Ez a vállalati kör, amikor elégtelen hitelkínálatra hivatkozik, inkább a korábbi évek bejáratott és megszokott hiteleosztási mechanizmusát hiányolja. A második csoport, a "gyorsan eladósodók" azok a gyorsan társasággá átalakult állami vállalatok vagy újonnan kialakult, belföldi többségi tulajdonú közép- és kisvállalatok, amelyek megfelelő kapcsolatot tudtak kialakítani az 1989-1991ben meglóduló belföldi közép és kisbanki körrel. Alapvetően külső forrásból finanszírozták növekedésüket, és sokkhatásként érte őket az 1990-es évek elejének drasztikusan beszűkülő piaci kereslete.

Valószínűsíthető, hogy túlnyomórészt e két csoport tagjait találjuk a már idézett BONIN-SCHAFFER [1995] tanulmányban megvizsgált 2871 veszteséges magyar vállalat között. A csoporton belül a legveszteségesebb, közel 80 százalékos sajáttőkearányos veszteséget (!) produkáló alcsoport adósság/tőke hányadosa 1991 végén már 1,59 volt, azaz ezek a vállalatok abszolút értelemben is túladosodottakká váltak. Az akut tőkehiányt a "tartósan túladosodott" és az "újonnan eladósodó" vállalatok esetében tehát jelentős részben bankhitel pótolta, olyan magas tőkeáttételű vállalatokat létrehozva, amelyek a gazdasági környezet kis ingadozásának hatására is megremegtek volna, gazdasági földrengéskor pedig természetesen "bedőltek" (kedvenc banki szakzsargonunkat használva).

Egyelőre tehát nincs okunk elvetni a Fisherspirálban megfogalmazottakat: a vállalati szektor 1991 előtt a GDP termelésben meghatározó részének, azaz az első és második csoportnak a jövedelemtermelő képessége 1990-1991ben jelentős mértékben romlott, tőkéje erodálódott. Ugyanez a kör a bankokkal szemben relatíve túladósodott volt, illetve túladósodottá vált, finanszírozási problémája és tőkehiánya egyaránt súlyosbodott. E jelenség a bankok számára azt jelenti, hogy az adósok hitelvisszafizető képessége romlott, a bankhitelek mögött álló fedezet elértéktelenedett.

A banki tőkevesztés

A bankszektor tőkevesztése a statisztikai tényektől függetlenül is "igazolható": ha nem lett volna tőkevesztés, nem lett volna szükség bankkonszolidációra. Természetesen nem minden bank vesztette el tőkéjét (például a vegyes bankok többsége a vizsgált időszak egészében nyereséges maradt), a tőkéjüket elvesztett bankok pedig esetenként tőkéjük többszörösét is elvesztették (például a három nagybank). Nem minden tőkéjét vesztett bank került be a hitel és bankkonszolidációba (például az új tulajdonos által konszolidált WestLB), és nemcsak tőkevesztett bankok vettek részt a programban (például az OTP is ennek keretében jutott alárendelt kölcsöntőkéhez).

Az 1992-1993as években veszteséges, a bankrendszer teljes mérlegfőösszegének mintegy 40 százalékát jelentő, a vállalati hitelezésből azonban ennél nagyobb arányban részesülő 14 bank⁸ e két év alatt 179 milliárd forintnyi (!) veszteséget produkált, míg az ugyanezen időben nyereséges 19 bank össznyeresége alig 23,8 milliárd forint volt (VÁRHEGYI [1995] 51 o.). A bankrendszer tehát "szelektíven" vesztette el a tőkéjét, a tőkéjüket vesztett bankok azonban a vállalati hitelezés meghatározó tényezői voltak. A tőkevesztést elszenvedő bankok két nagy csoportja: az MNBből 1987ben kivált három nagybank [Magyar Hitelbank (MHB), Kereskedelmi és Hitelbank (K&H), Budapest Bank (BB)], valamint az 1987-1990 során létrejövő, avagy korábbi szakosított pénzügyintézetekből, alapokból kinövő többségi belföldi tulajdonú középbankok.⁹

A tőkevesztés ténye általában csak 1993ban jelent meg a banki mérlegekben, de fel kell tennünk a kérdést, hogy *ténylegesen mikor és minek hatására* következett be. A tőkevesztés okainak elemzésében a visszatérő dilemma, hogy a meghatározó elem a makrogazdasági körülményekben (elsősorban a recesszióban) avagy a bankok belső, üzemviteli hibáiban keresendő. Akár ez, akár az a döntő ok, abban egyetértés látszik kialakulni az elemzők között, hogy a magyarországi banki tőkevesztés meghatározó tényezője a bankok hitelportfóliójának romlása volt. A banki portfóliókat a hivatalos statisztikák tükrében vizsgálva, a jelentős portfólióromlás ugyanabban az évben jelenik meg, mint a tőkevesztés, azaz 1993ban (1. táblázat).

1. táblázat

A kétés kinnlevőségek alakulása a bankrendszerben, 1990-1993

Megnevezés	1990	1991	1992	1993
Kétés hitelállomány (milliárd forint)	43,3	87,5	273,1	536,0
Mérlegfőösszeg arányában (százalék)	2,7	4,1	12,0	20,4

Megjegyzés: a portfólió minősítési szabályait csak az 1991 végén életbe lépő pénzügyintézeti törvény és azt követően a bankfelügyeleti szabályok rendezték. A „kétés hitelt” a táblázatban általánosabb értelemben, a nem problémamentes hitelek megjelölésére használom. Az 1991-es évben számos bank – feltehetőleg félreértelmezve az előírásokat – a ténylegesnél kisebb állományt tüntetett fel kétés (nem problémamentes) állományként (a K&H például mindössze 61 millió forintot!). Az 1991-es 87,5 milliárdos kétés állományt a hivatalos elemzések is alulbecsültnek találták, az MNB becslése szerint a kétés állomány akár a 100 milliárd forintot is elérte. Mint látni fogjuk, más szakértők ennél 2,5-3-szor nagyobb kétés kinnlevőséget becsülték már 1991-re. Az 1992-es adatok még a hitelkonszolidációt megelőző állapotot tükrözik, azaz az Állami Bankfelügyelet éves jelentésében közölt összeget növeltem a konszolidáció során állampapírra cserélt állománnyal.

Forrás: MNB [1992] Állami Bankfelügyelet éves jelentés 1992, 1993 (becslés).

Ugyanakkor a banki portfóliók piaci értékének számottevő csökkenése a szakértők számára már 1990-1991ben világossá vált (Szalkai [1993]), becslések szerint a vállalkozói hitelek 33-34 százaléka már 1992 előtt erodálódott, az 1992-es év minősített hiteleinek megugrása nem a frissen nyújtott hitelek következménye, azaz nem flow-, hanem stockprobléma volt (BONIN-SCHAFFER [1995]).¹⁰ Az 1992-1993-as évek hitelezési gyakorlata legfeljebb rontotta, de lényegileg nem módosította az 1991-re kialakult helyzetet, az 1993-ban a mérlegfőösszeg 20 százalékára rúgó nem problémamentes állomány (ami az ügyfelekkel szembeni követelések közel 38 százalékát jelentette) már 1991ben "benne volt a mérlegben". A hitelportfólió romlását egyértelműen jelzi a hitelrészesedés csere: a nem pénzügyi befektetések dinamikus növekedése,¹¹ így például a nagybankok befektetései 1987-1990 között hat és félszeresre nőttek, és a saját tőke 39 százalékát tették ki (MNB [1991]). Ez mutatja a kétes követelésekből a befektetésekbe való előremenekülést, ami a későbbi években már befagyott, zérushozadéku és rendkívül magas kockázatú befektetési állományként jelenik meg.

A banki tőkevesztést meghatározó portfólióromlás tehát 1992 előtt következett be, a banki tőkehelyzet vészes meggyengülése - akárcsak a vállalati szektor esetében - azonban csak a *jogi környezet* megváltozásának hatására került felszínre: ebben a már említett, az adósok tőkevesztését megjelenítő csődtörvény mellett az 1992 decemberében életbe lépő, és a nem termelő hiteleket felszínre hozó pénzügyi törvény is szerepet játszott. A portfólió piaci értékének romlásán keresztül bekövetkező banki tőkevesztés azonban valójában már a csődtörvény és a pénzügyi törvény megjelenését megelőzően 1991ben bekövetkezett. "... az intézményi változások nagyobb részben csak felszínre hozták a hitelportfóliók gazdasági értékének korábbiakban már bekövetkezett komoly csökkenését." (SZALKAI [1995] 194. o.)

A *mikor* kérdésre tehát, úgy tűnik, egyértelműen tudunk válaszolni: a valós portfóliójellemzőket nem tükröző statisztikákkal ellentétben a szakértői becslések alapján állíthatjuk, hogy a banki portfólió piaci (gazdasági) értékének radikális csökkenése és a banki tőkehelyzet megrendülése a vállalatok jövedelemtermelő képességének csökkenésével egy időben már 1992 előtt, az 1990-1991-es látszólagos boom idején bekövetkezett.

Ismét vissza kell térnünk a "*minek hatására*" kérdéshez. Hiszen a portfólió romlásának egyaránt lehet oka a gazdasági recesszió, az adósok helyzetének megrendülése és a nem kellően prudens banki gyakorlat. Anélkül hogy az utóbbi tényező jelentőségét alulértékelnénk, anélkül hogy a banki hitelezésben jelentkező, normál banki működés során kiugró anomáliának számító jelenségek meglétét tagadnánk,¹² most inkább arra szeretnénk felhívni a figyelmet, hogy a bankszektor tőkevesztése - ha nem is a bekövetkezett mértékben - "be volt programozva" a rendszerbe. Az állítást az előző részben, a vállalatok oldaláról, a vállalati tőkevesztés elemzésekor vettük szemügyre. Az állítást most a bankok oldaláról vizsgáljuk. Mint korábban említettük, a tőkevesztést elszenvedő bankok két nagy csoportja: a "nagy hármas" (MHB, K&H, BB), valamint belföldi középbankok voltak.

Feltevésünk szerint a belföldi középbanki kör az előző részben "gyorsan eladósodóknak" nevezett vállalkozói körrel állt szoros kapcsolatban, ahol mind a bankot, mind ügyfelét a villámgyorsan kialakuló, szektorátlagnál magasabb tőkeáttétel jellemezte (noha nem kötvényesített formában, de ez a "junk bonds", a bővlikötvényjelenség). Erre utal, hogy a középbankok vállalati hitelállománya 1987 és 1991 között több mint ötszörösére nőtt. Megfelelő adatok hiányában tanulmányomban e banki kör portfóliójának részletes elemzésére nem vállalkozom.

A banki tőkevesztésben a "főszerepet" az általunk "tartósan túladósodottnak" nevezett vállalatokat finanszírozó "nagy hármas" játszotta. 1990-1991ben "a vállalkozóknak nyújtott éven belüli hitelek 62 százaléka, az éven túli hiteleknek pedig 80 százaléka a nagybanki szektorból, s ezen belül is elsősorban az MNB szervezetéből kivált három nagybanktól származik" (SPÉDER-VÁRHEGYI [1991] 21. o.). A bankszektor hitelportfóliójának romlásában meghatározó tehát a három, 1987ben alakult nagybank¹³ követelésportfóliójának alakulása volt. A nagybankok portfóliójukban meglévő hitelezési kockázatukat bankgaranciák kiadásával tovább növelték: 1991ben a bankgaranciák 95

százalékát a nagybankok vállalták, és jelentős részben a vegyes bankoknak adták! (SPÉDER-VÁRHEGYI [1991]). Azaz a nagybankok saját kihelyezéseiken túl átvállalták a vegyes bankok hitelezési kockázatának egy részét is! A hitelkockázatot mérséklő állami garanciákhoz viszont piaci részesedésnél kisebb arányban jutott ez a banki kör.¹⁴

A három nagybankról rendelkezésre álló információink alapján vélelmezhető, hogy a valójában már 1991-ben bekövetkezett banki tőkevesztést nem az örökölt *hitelállomány*, hanem az örökölt *ügyfélkör* eszközeinek elértéktelenedése okozta. Ezt a különbségtételt nyomatékosan szeretném hangsúlyozni: korántsem azt a sokat cáfolt korábbi nézetet szeretném feleleveníteni, miszerint az MNB-től örökölt rossz hitelek okozták a hitelportfólió leromlását. Azt azonban állítom, hogy az MNB-től örökölt, már az indulás pillanatában túladosodott ügyfelek az 1990-1991 évek során - részben talán szükségszerűen - nem mérséklődő finanszírozása, egyben további túlf finanszírozása járult hozzá döntő mértékben a banki portfóliók romlásához. A kérdés, aminek eldöntésére csak sokkal alaposabb vállalat- és gazdaságszociológiai vizsgálat után lehetne válaszolni: módjukban és érdekükben állta a "hármaknak" időben kiszállni a "tartósan túladosodott ügyfélként" jellemzett vállalati kör finanszírozásából? Megítélésem szerint, minden józan banküzemeltetési megfontolás ellenére irreális lenne számon kérni, hogy a "hármak" a GDP jelentős hányadát előállító, akkor még többségi állami tulajdonú nagyvállalati kör hitellimitjét radikálisan nem csökkentették, folyamatos finanszírozását nem tagadták meg.¹⁵

Az előzőekben leírtakkal kiegészítve, hipotézisünk tehát így hangzik: a GDP meghatározó hányadát 1987-1991 között a "tartósan túladosodott ügyfélkörnek" nevezhető, alapvető állami nagyvállalatok adták. Ezek, a relatív értelemben túladosodott vállalatok tőkevesztése meghatározó jelentőségű volt a vállalati szektor válsága szempontjából. E vállalatok alapvetően a "nagy hármast" (MHB, K&H, BB) finanszírozta. A bankszektor válságát e három bank portfóliójának romlása és tőkevesztése alapvetően meghatározta. Mindehhez még hozzájárult a "gyorsan eladósodó" vállalati kör és a belföldi középbankok kapcsolata, ami a magas tőkeáttételen keresztül mind a vállalati, mind a banki szektort rendkívül sérülékennyé tette.

Hipotézisünk szerint tehát a vállalati szektor megroppanása szükségszerűen vezetett a banki szektor megroppanásához. Ezt a folyamatot nem gyengítette, hanem erősítette a bankok hitelezési, kockázatkezelési gyakorlata.

A hitelcsatorna és alternatívái

Az előző fejezetben a magyar Fisherspirálnak nevezett hipotézis két lényeges alapelemét vizsgáltuk meg: a vállalati és a banki tőkevesztés körülményeit, valamint a köztük lévő kapcsolatot. Bemutattunk arra vonatkozó empirikus adatokat, hogy mind a vállalati, mind a banki tőkevesztés nagy valószínűséggel már 1992 előtt megtörtént. A vállalati szektort érő meghatározó erejű külső sokk mellett a vállalatok relatív túladosodása is hozzájárult összeomlásukhoz, ami a banki hitelportfólió leértékelődését és a bankok tőkevesztését okozta. Mindebben felfedezni véljük a hitelcsatorna jelentőségét, azaz a reálgazdaság és a pénzügyi közvetítő szektor közötti kapcsolat erősségét.

Az eredeti Fisherhipotézis szerint a válság továbbterjedésében meghatározó szerepe van a bankok tőkevesztése által kiváltott *bankpánikoknak*, a bankok megrohanásának, a bankpasszívák látványos csökkenésének, a készpénz/betét arány növekedésének. A bankpánikok és a recessziós válságok összefüggésének későbbi elemzése is (GORTON [1985], STEINHESS-HUVENEERS [1994]) szívesen mutatták be a reálgazdasági recesszió és a bankpasszívák zuhanása közti szoros kapcsolatot. Ez egyben sugallja is az egyik lehetőséget a spirálon való lecsúszás megállítására: a betétbiztosítás bevezetése megakadályozza a szektor egészére kiterjedő bankpánik kialakulását, ezáltal megvédi a banki passzívákat és megakadályozza a deflációt.

Noha az első fejezetben utaltunk arra, hogy a banki eszközök elértéktelenedése inflációs környezetben is végbemehet, azaz a bankpasszívák csökkenése, a pénz forgási sebességének a növekedése, a defláció nem feltétele a válság továbbterjedésének, mégis érdemes megvizsgálnunk azt a szokatlan

jelenséget, hogy a magyarországi banki tőkevesztést nem jelezte előre sem a bankok "megrohanása" (bankpánik), sem a bankpasszívák látványos csökkenése.¹⁶ Megítélésünk szerint Magyarországon bankpánik nélküli bankválság ment végbe, a bankszektor iránti bizalmatlanság - ha létezik - nem a "szokásos" formában valósult eddig meg. Így az Országos Betétbiztosítási Alap létrehozása sem tölthette be ugyanazt a szerepet, mint az amerikai betétbiztosítási rendszer, az FDIC létrejötte 1933ban (HARMATI [1995]).

A vállalati betétek alakulásában csak 1993 után mutatkozott némi visszaesés, a lakossági betéteknek pedig csak a korábbi dinamikus növekedése állt meg 1992 után, ám ez egybeesett a lakossági megtakarítási ráta csökkenésével. A bankpánikok egyik legjellemzőbb jele a készpénz/betét állomány ugrásszerű növekedése. A magyar bankválság azonban egybeesett a nem készpénzes fizetési módok fokozatos elterjedésével, ennek következtében a készpénz/betét állomány nemhogy nem nőtt, hanem éppen ellenkezőleg: 35-36 százalékról 26-27 százalékra csökkent. A bankrendszer egészébe vetett bizalom 1994 előtt nem rendült meg annyira, hogy az esetlegesen egyik bankból elvitt számla ne egy másik bankban találjon helyet, illetve egy magyarországi banknál tartott forintbetétből ne ugyancsak egy magyarországi banknál tartott devizabetétbe meneküljön. A készpénzállománynak a *forintbetétekhez* viszonyított aránya ugyan némileg nőtt a vizsgált periódusban, azonban azt hiszem belemagyarázás, vagyis inkább félremagyarázás lenne, ha azt feltételeznénk, hogy a bankpánik "forintpánik" formájában jelent meg: a forinttól való menekülés valószínűleg nem a bankrendszer iránti bizalmatlanság, hanem a magas infláció, a forintba vetett bizalom hiányának a jele.

A bankpánik nélküli bankválság, a betétállomány zuhanása nélküli hitelválság (credit crunch) felhívja arra a figyelmünket, hogy a monetáris politika szempontjából kiemelt jelentőséggel bíró monetáris aggregátumok közül a hitelvolumen és a pénzvolumen alakulása - a pénzmennyiség külföldi komponensétől eltekintve is - elszakadhat, sőt Magyarországon 1987-1994 között jelentős mértékben el is szakadt egymástól. A szokásos szóhasználattól eltérően természetesen hitelvolumenen itt nem a teljes belföldi hitelállományt, hanem annak egy részét, elsősorban a teljes vállalati hitelállományt értem. A monetáris politika egyik szokásos közbenső cél változója a teljes belföldi hitelállomány (miként ez Magyarországon is volt a nyolcvanas évek végén, kilencvenes évek elején), azonban ez az aggregátum egyre nagyobb arányban tartalmazza az államháztartásnak nyújtott hiteleket, így egyre kevésbé jó indikátora az általunk hitelcsatornának nevezett közvetítőrendszer méretének. Ha a reálgazdaság és a monetáris szektor közötti kapcsolat erősségét akarjuk mérni, akkor a hitelcsatorna "finanszírozási kapacitását" jellemző hitelállományt kell figyelembe vennünk, ez pedig az üzleti szektornak nyújtott hitelekkel mérhető. Eddigi vizsgálódásaink alapján úgy tűnik, hogy a vállalati hitelmennyiség és a reálgazdaság, a reál GDP alakulása között szorosabb a kapcsolat, mint a pénzmennyiség alakulása és a reál GDP között. A monetáris restriktió meghirdetésekor könnyen előfordulhat, hogy a pénzmennyiség visszafogása az államháztartás finanszírozási igényének növekedése miatt nem a tervezett mértékben sikerül, miközben a restriktió hatására a vállalati szektornak nyújtott bankhitelkínálat kényszerűen csökken. A pénzaggregátumok alakulását szem előtt tartó monetáris restriktió fenntartása bizonyos körülmények között tehát a pozitív mellékhatások kibontakozása nélkül okozhatja vállalati bankhitelkínálat olyan mértékű csökkenését, amelynek reálgazdasági hatása az önmagát erősítő recessziós spirál lehet.

E kitérő után térjünk vissza a magyar Fisherspirálhoz, amelyről tehát megállapítottuk, hogy bankpánik nélküli bankválság volt. Ez a válság a bankok tőkevesztését követően a hitelvolumen nagymérvű, a reál GDP visszaesését meghaladó méretű visszaesését okozta: 1992-1994ben a hitelállomány minden mércével mérve lassabban nőtt (nominálérték), illetve gyorsabban csökkent (reálérték), mint a GDP, tehát a Fisherspirál logikáját követve (BERNANKE [1983]) várhatnánk, hogy ez a további recessziót vetíti előre.

Ennek a hipotézisnek, úgy tűnik, ellentmond az ipari termelés második éve tartó és a GDP 1994. évi növekedése. Nem zárhatjuk ki annak lehetőségét, hogy Fisherspirálunk féloldalas marad: a hitelösszeomlást kiváltotta a reálgazdasági sokk, de a hitelkínálat relatív (sőt 1992-1994ben abszolút) visszaesése nem okoz további recessziót. Mivel a növekedést valamiből finanszírozni kell, meg kell vizsgálnunk a bankhitelek lehetséges alternatíváit.

Eddigi elemzéseink azon alapultak, illetve azt igyekeztek sugallni, hogy a bankhitelcsatorna a reálgazdaság és a monetáris szektor kapcsolatában meghatározó - a bankhitelcsatorna mással nem helyettesíthető. A teljesség kedvéért meg kell vizsgálnunk a szóba jöhető alternatívákat. Ez az elemzés ebben a tanulmányban nem lesz részletes, inkább a további lehetséges kutatási irányokat igyekszünk megfogalmazni.

Megint csak feltevésekre, szórványos empirikus adatokra támaszkodva, nem tartjuk valószínűnek, hogy a bankhitelből történő finanszírozást a saját tőke váltotta volna fel vagy válthatja fel a közeljövőben: a működőtőkebeáramlás 1994ben visszaesett, a hazai tőkeakkumulációt jelentős részben elszívta az államháztartás adósságának finanszírozása. Nincs számottevő jele annak, hogy a tőkepiaci finanszírozási lehetőségek ugrásszerűen javultak volna az elmúlt években, így egyelőre a "dezintermediáció" erről az oldalról nem fenyegeti a bankrendszert. Sőt, a tőkepiaci fejlődésnek azt kell jelentenie, hogy a tőkepiac a jelenleginél jobban rászorul a bankrendszerre: a bankok rendelkezésére álló, az ügyfelekre vonatkozó információ, az ezen alapuló piaci vállalatmegítélés meg kell hogy akadályozza a további bővlikötvények megjelenését.

Az elmúlt két évben egyetlen olyan finanszírozási csatorna volt, amely jelentős szerepet játszott a belföldi bankhitelek kiszorításában: a közvetlen külföldi finanszírozás. A vállalatok nem monetáris hitelfelvétele két éve folyamatosan nő.¹⁷ A külföldi hitelekhez nem minden vállalatcsoporthoz fér hozzá: ezek elsősorban a külföldi rész tulajdonban lévő nagy exportáló vállalatok. Egy Kopint-Datortanulmány elemzése szerint 1994ben az exportáló vállalatok körében a külföldi bankhitelből finanszírozott beruházások átlagvolumene volt a legnagyobb. A 1995/96os év nagy kérdése hogy a külföldi hitelcsatorna képes-e részlegesen kiszorítani a hazait, és az ily módon forráshoz jutó vállalatcsoporthoz termelése képes-e kiszorítani a belföldi bankhitelre támaszkodó vállalatok termelés-csökkenését. Ha a válasz pozitív, akkor a Fisherspirál pesszimista előrejelzése kevésbé fenyegető, hiszen a finanszírozás-csatornaváltás dinamizálást és nem visszaesést hoz magával.

Amennyiben a fenti feltevés nem teljesül, a külföldi hitelből, külföldi tőkéből finanszírozott vállalatcsoporthoz dinamikája nem váltja ki a belföldi bankrendszer relatíve csökkenő finanszírozási képessége miatti visszaesést, akkor a recesszió mélyülése nem kerülhető el. A válságsektorokban ugyanis nem szűnt meg a további tőkevesztés lehetősége, sem a tőkéjét veszített vállalati szektor, sem a tőkéjét veszített bankrendszer tőkehiánya nem csökkent az elmúlt két évben. A bank és adóskonzolidáció egyik oldalán kényszerűen a redisztribúció nyílt és rejtett formáinak újraéledéséhez (VOSZKA [1995]), másik oldalán kényszerűen a bankok visszaállamosításához vezetett, azonban a tőkehiányt és a tőkehiány kiváltó okát nem szüntette meg.¹⁸ A bankok formálisan eleget tesznek a nemzetközi biztonsági követelményeknek, a 8 százalékos tőkeegfelelési mutatóknak, ám alacsony piaci értékű állampapírba fagyott forrásaik továbbra is - kellően ellentmondásosan - kockázatos és kevésbé jövedelmező működésre kényszerítik őket, ténylegesen továbbra sincs a biztonságos működéshez elegendő tőkéjük.¹⁹ A magyar bankrendszer tőkehiánya nem valószínű, hogy külföldi tőkeemeléses privatizáció nélkül megoldható, és ennek érdekében az államnak bármilyen további kirakatpolitikát (*window dressing* technikát) érdemes vállalnia, amennyiben a *window dressing* nem keveri össze a tényleges megoldással.

Kiinduló hipotézisünk elvetésére egyelőre nincs okunk. A vállalati tőkevesztésben ha nem is meghatározó, de jelentős szerepet játszott a vállalatok tőkehiánya, túladósodottsága. A vállalati tőkevesztés a bankhitelek mögötti fedezet erodálásán keresztül elvezetett a banki portfóliók romlásához, a banki tőkevesztéshez. Mindez előrevetíti a bankhitelcsatorna további szűkülését és ezen keresztül a recesszió elmélyülését. A recessziós spirál megtörése pedig a monetáris politikának is elemi érdeke kell hogy legyen.

Függelék

Magyar bankrendszer, 1987–1994.

Megnevezés	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Nominálértékek (milliárd forint)</i>							
GDP nominálértéke	1554,8	1859,6	2255,2	2491,7	2935,1	3537,8	4310,0
Bankok mérlegfőösszege	1023,0	1247,0	1620,5	2108,7	2276,0	2630,5	2979,0
Vállalati hitelek	382,8	494,0	638,3	766,8	771,7	761,9	875,7
ebből: kisvállalkozások		18,7	44,0	61,4	76,2	85,7	89,2
devizahitelek		11,2	27,8	47,3	61,8	72,2	93,3
kétes állomány	6,7	22,6	43,3	87,5	273,1	536,0	
Vállalati betétek	160,5	180,0	277,7	324,4	395,5	499,7	522,9
ebből: devizabetét		13,7	49,5	65,8	63,2	125,0	111,3
Kisvállalkozói betétek		23,9	36,6	57,5	61,8	33,2	31,4
Lakossági betétek		273,3	323,9	432,0	582,4	696,0	872,8
ebből: devizabetét		20,4	62,5	129,5	152,6	204,7	293,7
Pénzállomány (M2)	620,3	707,2	909,9	1168,9	1481,8	1758,7	1995,0
Forintbetét		443,1	526,2	618,6	823,9	899,2	1022,1
Devizabetét		34,1	112,0	195,3	215,8	329,7	405,0
Kézpénz	164,4	180,5	209,8	260,2	322,4	371,3	411,5
Átlagos mérlegfőösszeg		1135,0	1433,8	1864,6	2192,4	2453,3	2804,8
Átlagos vállalati hitelállomány		438,4	566,2	702,6	769,3	766,8	818,8
<i>Árindexek (százalék)</i>							
a) Ipari termelői árindex	104,5	114,6	120,9	131,5	110,7	111,0	111,3
b) Fogyasztói árindex	115,5	117,0	128,9	135,0	123,0	122,5	118,8

Megnevezés	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Volumennövekedési indexek</i>							
<i>(százalék)</i>							
Mérlegfőösszeg reálértéke*		6,37	7,49	-1,04	-2,50	4,12	1,75
Mérlegfőösszeg reálértéke**		4,18	0,82	-3,61	-12,25	-5,65	-4,67
Vállalati hitel reálállománya*			6,87	-8,65	-9,09	-11,05	3,27
Vállalati hitel reálállománya**			0,24	-11,01	-18,18	-19,40	-3,25
Pénzállomány (M2) (a)		-0,52	6,42	-2,31	14,52	6,92	1,92
Pénzállomány (M2) (b)		-2,56	-0,18	-4,84	3,06	-3,11	-4,52
GDP reálértéke		0,74	-3,50	-11,90	-3,00	-0,80	2,00
<i>Nominál növekedési ütemek</i>							
<i>(százalék)</i>							
GDP		19,61	21,27	10,49	17,80	20,53	21,83
Mérlegfőösszeg		21,90	29,95	30,13	7,93	15,58	13,25
Vállalati hitelállomány		29,05	29,21	20,13	0,64	-1,27	14,94
Pénzállomány		14,01	28,66	28,46	26,77	18,69	13,44

Relatív mutatók

Megnevezés	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Aggregátumok a GDP arányában</i>							
<i>(százalék)</i>							
Mérlegfőösszeg	65,8	67,1	71,9	84,6	77,5	74,4	69,1
Vállalati hitelek	24,6	26,6	28,3	30,8	26,3	21,5	20,3
Ebből: kisvállalkozások		1,0	2,0	2,5	2,6	2,4	2,1
devizahitelek		0,6	1,2	1,9	2,1	2,0	2,2
kétes állomány	0,4	1,2	1,9	3,5	9,3	15,2	
Vállalati betétek		9,7	12,3	13,0	13,5	14,1	12,1
Ebből: devizabetétek		0,7	2,2	2,6	2,2	3,5	2,6
kisvállalkozói betétek		1,3	1,6	2,3	2,1	0,9	0,7
Lakossági betétek		14,7	14,4	17,3	19,8	19,7	20,3
Ebből: devizabetétek		1,1	2,8	5,2	5,2	5,8	6,8
Átlagos mérlegfőösszeg	0,0	61,0	63,6	74,8	74,7	69,3	65,1
Átlagos hitelállomány	0,0	23,6	25,1	28,2	26,2	21,7	19,0
Pénzmennyiség (M2)	39,9	38,0	40,3	46,9	50,5	49,7	46,3
<i>Egyéb mutatók (százalék)</i>							
ROE	46,4	53,0	51,7	16,9	-1,8	-102,7	11,0
Vállalati hitel/mérlegfőösszeg	37,4	39,6	39,4	36,4	33,9	29,0	29,4
Kétes állomány/mérlegfőösszeg	0,7	1,8	2,7	4,1	12,0	20,4	
Devizahitel/összes vállalati hitel		2,4	4,7	6,7	8,9	10,7	11,9
Készpénz/betét	36,1	34,3	30,0	28,6	27,8	26,8	26,0
Betét/M2		64,1	66,1	64,7	66,0	68,0	70,0
Készpénz/forintbetét		40,7	39,9	42,1	39,1	41,3	40,3
Forintbetét/M2		62,7	57,8	52,9	55,6	51,1	51,2
Devizabetét/M2		4,8	12,3	16,7	14,6	18,7	20,3

* Ipari termelői árindex alapján.

** Fogyasztói árindex alapján.

Megjegyzés: A statisztikai táblázatok a dolgozatban felhasznált adatok, mutatók teljes körét tartalmazza 1988-1994 közötti évekre. A módszertani változások okozta töréseket - ahol lehetett - a relatív változások alapján korrigáltam.

A kurzív számok azokat az adatokat jelzik, amelyek forrása nem valamely hivatalos statisztika, avagy nem vethetők össze a későbbi évek adataival. Dölnen szerepel valamennyi 1994-es adat is, mivel az eddig publikált értékeket előzetes adatoknak tekintettem.

Az alapadatok forrása:

Ipari termelői és fogyasztói árindex: MNB: Éves Jelentés, 1994.
GDP nominálértéke: Magyarország Nemzeti Számlái 1991-1993.
KSH, 1995. Bankok mérlegfőösszege 1987-1990., 1994: NYERS-LUTZ [1992].
Bankok mérlegfőösszege 1991-1993: Állami Bankfelügyelet Éves jelentés 1991, 1992, 1993. Vállalati hitelek 1988: NYERS-LUTZ [1992].
Vállalati hitelek 1989-1994: MNB Éves Jelentés, 1994.
Vállalati betétek 1987-1988: SZALKAI [1995].
Vállalati betétek 1989-1994: MNB Éves Jelentés, 1994.
Pénzállomány 1987-1988: SZALKAI, [1995].
Pénzállomány 1989-1994: MNB Éves Jelentés, 1995/6.
ROE mutató 1988-1990, 1994: NYERS-LUTZ [1992].
ROE-mutató 1991-1993: Állami Bankfelügyelet: Éves jelentés, 1991, 1992, 1993.

Hivatkozások

AKERLOF, G. [1970]: The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism. Quarterly Journal of Economics, 84. augusztus, 488-500. o.

ANTAL LÁSZLÓ-VÁRHEGYI ÉVA [1987]: Tőkeáramlás Magyarországon. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.

Állami Bankfelügyelet: Éves jelentések, 1991-1993.

ÁBEL ISTVÁN-SIKLOS, P. L. [1994]: A vállalatok likviditási gondjai és ennek a pénzügyi szektorra gyakorolt hatása Magyarországon. Külgazdaság, 2. sz.

BALASSA ÁKOS [1994]: A bankrendszer konszolidációjának utolsó szakasza. Bankszemle, 3. sz., 14-26. o.

BERNANKE, B. [1983]: Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. American Economic Review, 73, június, 257-276. o.

BERNANKE, B. [1993]: Credit in the Macroeconomy. FED of New York Quarterly Review, tavaszi szám, 1992-1993, 50-70. o.

BERNANKE B.-BLINDER, A. S. [1988]: Is it Money, Credit or Both or Neither? American Economic Review, május, vol. 78. 435-439. o.

BÍRÓ GERGELY-KARLI PÉTER [1995]: Aszimmetrikus információ és a pénzügyi közvetítőrendszer. TDKdolgozat.

BLANCHARD, O.-FISHER, S. [1990]: Lectures on Macroeconomics. 4dik kiadás. The MIT Press, Cambridge, Mass.

BLINDER, A.-STIGLITZ, J. [1983]: Money, Credit Constraints and Economic Activity. American Economic Review, 73, 297-302. o.

BONIN, J. P. - SCHAFFER M. E. [1995]: Bank, Firms, Bad Debts and Bankruptcy in Hungary 1991-

1994. Kézirat.

DIAMOND, D. W.- DYBVIK, P. H. [1983]: Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity. *Journal of Political Economy*, június, 401-419. o.

DIAMOND, D. [1984]: Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*, 393-414. o.

FAMA, E. [1985]: What is Different About Banks? *Journal of Monetary Economics*, január.

FISHER, I. [1933]: The Debt Deflation Theories of Great Depressions. *Econometrica*, 1. sz.

FRIEDMAN, M.-SCHWARTZ, A. [1963]: A Monetary History of the US (1967-1970). Princeton University Press. Magyarul a könyv 676-700. oldalainak fordítása megjelent *M. Friedman: Infláció, munkanélküliség, monetarizmus.* (szerk.: *Riesz Miklós*), Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 73-99. o.

GORTON, G. [1985]: Banking Panics and Business Cycles. *Oxford Economic Papers*, 15, március 177-193. o.

GURLEY, J. G.-SHAW, E. S. [1960]: Money in the Theory of Finance. The Brookings Institution, Washington D. C.

HARMATI LÁSZLÓ [1995]: Bankpánikok és a betétbiztosítás, Egyetemi szakdolgozat.

KARSAI JUDIT [1993]: Fedőneve: reorganizáció. *Közgazdasági Szemle*, 9. sz.

KEYNES, J. M. [1965]: A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete. *Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó*.

KIMDLESBERGER, CH. P. [1978]: Maniacs, Panics and Crashes: a History of Financial Crises. New York, Basic Books.

KIRÁLY JÚLIA [1994]: A hazai bankrendszer mint pénzügyi közvetítő. (Kérdések és ellentmondások). *Közgazdaság*, 10. sz.

KOPINT-DATORG [1993]: Ipari konjunktúrateszt eredmények.

KORNAI JÁNOS [1993a]: Transzformációs visszaesés. *Közgazdasági Szemle*, 7-8. sz.

KORNAI JÁNOS [1993b]: Útkeresés. *Századvég*, Budapest.

LÁSZLÓ GÉZA [1992]: Sorbanállások, kereskedelmi hitelek és a pénz. Doktori értekezés.

LÁSZLÓ GÉZA [1994]: Rendhagyó finanszírozási csatornák és a gazdasági átalakulás. Kandidátusi értekezés, kézirat.

LÁSZLÓ GÉZA-ZSÁMBOKI BALÁZS [1995]: Pénz, pénzügyi közvetítők és a reálgazdaság. *Közgazdasági Szemle*, 7-8. sz.

LELAND, H.-PYLE, D. [1977]: Informational Asymmetries Financial Structure and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 37, 275-287. o.

Magyar Nemzeti Bank: Havi jelentések és Éves jelentések 1987-1995.

Magyar Nemzeti Bank [1991]: A bankrendszer fejlődése a bankmérlegek alapján. Előterjesztés az elnökség részére, augusztus.

Magyar Nemzeti Bank [1992]: A bankrendszer fő jellemzői az 1987-1991. évi mérlegbeszámolók alapján. MNB Előterjesztés az igazgatóság részére, május.

MANDEL MIKLÓS [1995]: Válasz a Külgazdaság körkérdésére. Külgazdaság, 1. sz.

MAJOR IVÁN [1995]: A magántulajdon terjedése és a vállalatok gazdasági teljesítményei 1988 és 1992 között. Közgazdasági Szemle, 2. sz.

MÁTRAI MIKLÓS [1994]: Konszolidáció, privatizáció, struktúra. Bankszemle, 7. sz.

MOORE, B. J. [1988]: Horizontalists and verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge University Press, Cambridge.

NYERS REZSŐ-LUTZ GABRIELLA [1992]: A bankrendszer főbb jellemzői az 1987-1991. évi mérlegbeszámolók alapján. Bankszemle, 9. sz.

PIPER, R. ÉS SZERZŐTARSAI [1994]: A pénzügyi szektor reformja a piacgazdaságra való átmenet időszakában Magyarországon. Magyar Nemzetközi Kékszalag Bizottság 4. sz. gazdaságpolitikai tanulmány.

RAJNAI ATTILA [1995]: Válságkezelés banki szempontból. Szakdolgozat, Nemzetközi Bankárképző Központ.

RUSZNÁK TAMÁS [1994]: Gondolatok a bankkonszolidációról. Bankvilág, 6. sz.

SPÉDER ZOLTÁN-VÁRHEGYI ÉVA [1991]: A második bankreform küszöbén. Kézirat, Pénzügykutató Rt.

STARK, D. [1994]: Új módon összekapcsolódott régi rendszerek. Közgazdasági Szemle, 11. sz.

STEINHERR, A.-HUVENEERS, CH. [1994]: On the Performance of Differently Regulated Financial Institutions: Some Empirical Evidence. Journal of Banking and Finance, 18, 271-306. o.

"Szabásminták I-VIII", Bank és Tőzsde, 1995. február-június.

SZALKAI ISTVÁN [1993]: A magyar hitelkonszolidáció nagybanki szemszögből. Kézirat.

SZALKAI ISTVÁN [1995]: A monetáris irányítás. Nemzetközi Bankárképző Központ, Budapest.

SZANYI MIKLÓS [1994]: Magyar iparvállalatok alkalmazkodási törekvései. Közgazdasági Szemle, 11. sz.

TARDOS MÁRTON [1993]: A rendszerváltás és a közgazdaságtan. Közgazdasági Szemle, 9. sz.

TÖRÖK ÁDÁM [1992]: Vállalati magatartási minták az átmeneti gazdaságban. Közgazdasági Szemle, 3. sz.

URSPRUNG JÁNOS [1995]: A kétszintű bankrendszer fejlődése Magyarországon. Kézirat.

VÁRHEGYI ÉVA [1993a]: A monetáris politika a gazdasági folyamatok tükrében. Közgazdasági Szemle, 5. sz.

VÁRHEGYI ÉVA [1993b]: A monetáris politika jellege és hatása 1987-1992 között. Kézirat. Pénzügykutató Rt., Budapest.

VÁRHEGYI ÉVA [1995]: Bankok versenyben. Pénzügykutató Intézet, Budapest.

VINCZE JÁNOS [1991]: Fejezetek az információ közgazdaságtanából. Közgazdasági Szemle, 2., 3., 4. sz.

VOSZKA ÉVA [1994]: A redisztribúció újrakezdése. Közgazdasági Szemle, 1. sz.

VOSZKA ÉVA [1995]: Az agyaglábakon álló óriás. Pénzügykutató Rt., Budapest.

ZSÁMBOKI BALÁZS [1993]: Pénzügyi közvetítők és a monetáris politika hatékonysága, TDK dolgozat, BKE.

* A tanulmány a XXXIII. Közgazdász Vándorgyűlés Pénzügyek és privatizáció szekciójában 1995. június 15-én, Miskolcon elhangzott előadás alapján készült. Első változatát a Rajk László Szakkollégium fennállásának 25. évfordulója alkalmából szervezett tudományos előadássorozat 1995. április 26-i Bankügyek c. szekciójában vitatták meg. A tanulmány az OTKA 293. számú A gazdasági folyamatok előrejelzésének kérdése c. kutatási program támogatásával készült.

¹ *Kornai János* három évvel ezelőtt kért fel egy tanulmány megírására az átmenet makroökonómiájáról, a beruházások, monetáris szektor, infláció, növekedés kapcsolatáról. Ezzel a tanulmánnyal adós maradtam, mert úgy éreztem (utólag úgy gondolom, helyesen), hogy megszokott elemzési eszközeink nem segítenek a kérdés megválaszolásában. Ez év tavaszán *Tardos Márton* kérdezett rá a bankszektor szerepére egy olyan gazdaságban, ahol a nemzeti vagyon elértéktelenedése több mint 50 százalékos volt öt év alatt. Mind *Tardos*, mind *Kornai* többször utalt rá, hogy a jelenlegi visszaesés talán még a Nagy Válságnál is mélyebb, figyelmünket a Nagy Válság elemzésére irányítva. A nyolcvanas években kibontakozó alternatív pénzelmélet, pontosabban finanszírozási elmélet jelentőségéről - hosszú viták közepette - *László Géza* győzött meg. Egyetemi tanítványaim már jóval korábban "felfedezték" ezt az elméleti irányzatot, így gyakorlatilag elvégezték helyettem az irodalmazás nehéz munkáját, és számos problémát már nálam jóval korábban végiggondoltak. *Várhegyi Éva* bankrendszer elemzéseit lehetővé tették, hogy kialakult, sokak által elfogadott empirikus háttérre támaszkodhassak hipotézisem megfogalmazásakor. A tanulmány első írásos változatához számosan fűztek számomra az átdolgozást elősegítő lényegi észrevételt. Ezúton szeretnék mindnyájuknak köszönetet mondani.

² Éves jelentés, Állami Bankfelügyelet, 1993, 85. o. Ugyanerre a mutatóra más - de hasonló nagyságrendű - adat is található: például VÁRHEGYI [1995] (49. o.) -103,9 százalék. Ez nem annyira meglepő, mivel a magyar bankrendszer múltja (ami a számokat illeti) néha nehezebben előrejelezhető, mint a jövője. A tanulmány végén közölt táblázatok adatait igyekeztem a legutóbb publikált műlthoz igazítani.

³ Meglepő, hogy a "vállalatgazdász", illetve a "pénzügyes" szakirodalom mennyire elszakad egymástól: "vállalati" cikkben csak elvétve találunk "pénzügyes elemzésre" történő utalást, és *vice versa*. Hasonlóképpen elvétve találunk csak áthallást az, "üzemgazdaságtani" és a makrogazdasági irodalom között. Üdítő kivételnek számít például ÁBEL-SIKLOS [1994].

⁴ A fejezetben megfogalmazottak jelentős mértékben támaszkodnak *László Géza*: Rendhagyó finanszírozási csatornák című kandidátusi értekezésére (LÁSZLÓ [1994]).

⁵ Az általam "magyar Fisherspirálnak" nevezett jelenségegyüttest előttem már többen összerakták különféle elemzésekben. Hadd utaljak itt *Antal Lászlónak* ugyancsak a XXXIII. Közgazdász

Vándorgyűlésen elhangzott előadására, amely a válság leglényegesebb elemeként a vállalati jövedelemtermelő képesség csökkenésén alapuló vállalati tőkevesztést jelölte meg, ebből eredeztetve a banki tőkevesztést és előre vetítve a további recesszió lehetőségét.

⁶ A tanulmányban felhasznált főbb adatok összefoglalása és forrásuk megjelölése megtalálható a Függelékben.

⁷ SZANYI [1994] idézi egy vállalati felmérésből, hogy a válság mélyülésének időszakában, 1989-1991ben a vállalatok által 2. helyen megjelölt legsúlyosabb probléma a "hitelek hiánya és a túl drága hitelek" volt, míg ugyanez az akadály 1992ben a 10. helyre szorult.

⁸ A két év együttes vesztesége szerinti növekvő sorrendben rendezve (zárójelben a két év alatti elszorított veszteség szerepel millió forintban, szembeállítva a bank 1992. évi jegyzett tőkéjével): Corvinbank (-17; 3202), Investbank (-236; 1245), Leumi (-74; 1400), Konzumbank (-325; 1143), Innofinance (-1055; 500), Iparbankház (-2118; 1070), ÁVB/WestLB (-4475; 2220), Agrobank (-4895; 1505), Dunabank (-5995; 1000), Mezőbank (-8863; 2361), Takarékbank (-11191;1357), BB (-13524; 7593), K&H (-47627!; 13534), MHB (-79160!; 15285) (Forrás: VÁRHEGYI [1995] 50-51. o.) A felsorolásban nem szerepel az Ybl Bank, mivel időközben megszűnt, illetve maradványán a Budapest Bank létrehozta a Polgári Bankot. A felsorolt bankok közül az Investbank és a Leumi kivételével mindenki részt vett az 1992/93as hitel és adószolidációban. A feltőkésítést jelentő bankkonszolidációban nem vett részt a Corvinbank; a Konzumbank, az Investbank, az időközben megszűnt Innofinance, az Általános Vállalkozói Bank (az ÁVBt megvétele után a WestLB tőkésítette fel), valamint csak közvetve (az MHBn keresztül) vett részt a Leumi Bank. A bankkonszolidációban részt vevő nyolc bank 150 milliárd forintnyi államkötvényben megtestesülő "tőkéhez" jutott.

⁹ Az ebbe a csoportba sorolt bankok: Agrobank (1984; 600 milliós betéti társaság,1987: 1,5 milliárdos kereskedelmi bank), Általános Vállalkozási Bank (1985: 2,2 milliárdos szakosított pénzügyintézet,1988: kereskedelmi bank), Dunabank (1987: MHB 1 milliárdos befektetési leány bankja,1989: kereskedelmi bank), Investbank (1983: Műszaki Fejlesztési Pénzügyi Egyesülés, 1991: 1,2 milliárdos kereskedelmi bank), Iparbankház (1984: 150 milliós Ipari Szövetkezeti Fejlesztési Bank, 1990: 1,1 milliárdos kereskedelmi bank), Konzumbank (1986: 400 milliós Szövetkezeti Fejlesztési Bank,1988:1,1 milliárdos kereskedelmi bank), Mezőbank (1986: 1,2 milliárdos mezőgazdasági fejlesztési pénzügyintézet, 1989: 2,4 milliárdos kereskedelmi bank), Takarékbank (1989:1,4 milliárdos kereskedelmi bank), Ybl Bank (1983: innovációs alap,1989: 1,2 milliárdos kereskedelmi bank), Leumi (1990: 1,4 milliárdos kereskedelmi bank, a Leumi formálisan vegyes bank, ám története a magyar középbankokkal mutat több rokonságot), Innofinance (1980: Innovációs Alap, 1985: 500 milliós szakosított pénzügyintézet), Corvinbank (1984: Ipari Innovációs Alap, 1988: 3,2 milliárdos szakosított pénzügyintézet).

¹⁰ BALASSA [1994] is kiemeli, hogy "1992-től kezdve a bankok hitelezési gyakorlata határozott fejlődésen ment keresztül. A bankok hitelnyújtási gyakorlata lényegesen óvatosabbá vált, egyre inkább tartózkodtak a kockázatos kihelyezésektől." Hozzáteszi azonban: "E tekintetben bankonként bizonyos mértékig eltérő gyakorlat volt tapasztalható, hiszen egyes bankok - ha túl kockázatos új hiteleket nem is nyújtottak - rendszeresen megújították a lejáró régi hiteleket a kétes adósoknak is." (BALASSA [1994] 14-15. o.)

¹¹ A bankrendszer egészére vonatkozó megbízható idősoros adatokkal nem rendelkezünk. SPÉDER-VÁRHEGYI [1991] tanulmányából tudjuk, hogy a *reálszférába* történő befektetések 1989-ről 1990-re 12,6 milliárdról 22,3 milliárd forintra nőttek. A bankszektor *összes* befektetése az 1987-es 6,2 milliárdról 1991-re 50,3 milliárd forintra nőtt, és ha ebből le is számítjuk a pénzügyintézeti befektetéseket, ijesztően gyors befektetésnövekedést kapunk: míg 1987ben a befektetett eszközök a saját tőkének 11 százalékát tették ki, 1990ben 26 százalékát, a nagybankoknál pedig a saját tőke 39 százalékát (MNB [1991]).

¹² A prudens működést szinte lehetetlenné tevő, a nemzetközi gyakorlatban szinte ismeretlen jelenség az első számú vezető (gyakran egy személyben elnök és vezérigazgató) *egyszemélyi aláírási joga* akár jelentősebb kötelezettségvállalások esetében is. De említhetnénk a dokumentáció nélküli hitelezési gyakorlatot is egykét bank esetében. Az így született szerződések, illetve szerződés nélküli kötelezettségvállalások "jó" vagy "rosszhiszeműségét" *bizonyítani* lehetetlen utólag. A bankok általános szabályozatlanságára utal, hogy számos esetben a megfelelő szabályra való hivatkozás az akadály a későbbi felelősségre vonásnak: nem létező szabály megszegése nem büntethető cselekmény. A hiányzó hitelezési kézikönyvek, a controlling és belső ellenőrzés kiépítése nélküli döntéscentralizálás, az érdekeltségi rendszerben meglévő ellentmondások, a nem kellő hitelezői felkészültség hatását korábban már számosan elemezték.

¹³ A Magyar Hitel Bank 1987-1994 közötti működésének talán egyszer megvalósuló részletes feldolgozása az adott korszak megértéséhez elengedhetetlen. Ennek igazolására csak egy apró tényre hivatkozunk: a "piszkos tizenhárom" szinte kivétel nélkül az MHB ügyfele volt (vagy még ma is az), az 1993-as adókonszolidáció során az MHB több mint 20 milliárd forintnyi befagyott követelésüket adta el, tehát a VOSZKA [1995] (170-190. o.) által leírt redisztribúciós folyamat "harmadik oldala" az MHBs dossziékban keresendő.

¹⁴ Az állami garanciavállalásról, miként bármely állami szerepvállalásról megoszlanak a vélemények. Egyik nézőpont szerint felelőtlen hitelezésre ösztönöz, más megítélések szerint recessziós helyzetben banki hitelezés nem megoldható nélküle. Voszka Éva egészen más nézőpontból redisztribúció visszaépülésének jelét látja a bővülő állami garanciavállalásban (VOSZKA[1994])

¹⁵ Kétségtelenül ebben szerepet játszottak a korábbi nemzeti bankos, tervhivatalos reflexek: a finanszírozást a bankvezetők egy része (talán jelentősebb része) nemcsak banküzemeltetési, hanem gazdaságpolitikai döntésnek is érezte (megkockáztatom: érzi ma is). Egy Videotont, egy Rábát, egy Csepelt, egy Ikarust "bedönteni", azaz (túl)finanszírozását, tőkepótló finanszírozását nem vállalni a tömeges munkanélküliséggel, a magyar ipar jelentős részének leállásával járt volna együtt. Mindez nagyjából így is bekövetkezett - ám végül is demonstrálható külső sokkhatásra. A "túl nagy, hogy bedőljön" (*too big to fail*) nagybankok megmentésére alkalmazott elve a nagybankok nagyvállalat-finanszírozásának alapveleként funkcionált ebben az esetben.

¹⁶ Elemzésünk az "Agrobank előtti időkre" vonatkozik, ám az agrobankos válságot is magukba foglaló idősorok sem mutatják a banki passzívák látványos csökkenését - az Agrobankból kimenekült 6-8 milliárd más bankokban talált helyet magának.

¹⁷ Ez a tendencia 1995ben is folytatódott: "Az 1995. januári folyó fizetési mérleg hiányának 500 millió dollárt közelítő értékéből mintegy 400 millió dollár származott a magyar bankrendszeren kívül bonyolított fizetési forgalomból. A közvetlen vállalati hitelfelvételre vonatkozó statisztikákból származó információk alapján pedig majdnem 100 millió dollárral magasabb az árudevizaimport fizetési mérlegben megjelenő érteke a kereskedelmi bankok ilyen címen megadott követeléseinél" (MNB: Havi jelentések, 1995. 4. sz. 14. o.)

¹⁸ A bankkonszolidációról, mint azt a bevezetőben jeleztem, számtalan kiváló elemzés született (BALASSA [1994], MÁTRAI [1994], RUSZÁNK [1994], VÁRHEGYI [1995]), így ezek megállapításait nem tartom szükségesnek részletesen elismételni.

¹⁹ A tőke megfelelés azt hivatott mérni, hogy elegendő puffer áll-e a bankok rendelkezésére a hitel és más kockázatok vállalásából származó veszteségeik fedezésére. Önmagában a 8 százalékos formális teljesítése egyetlen bankot sem tesz biztonságossá. Sajnálatos módon a magyar bankrendszer államigazgatási megítélésekor a 8 százalékos már oly mértékben mitizálódott, hogy Orwell Állatok farmja jut eszünkbe: a "négy láb jó, két láb rossz" mintájára bégetjük, hogy "nyolc százalékos jó, annál kisebb rossz", noha pontosan tudjuk, hogy ez a 8 százalékos messze nem jó!