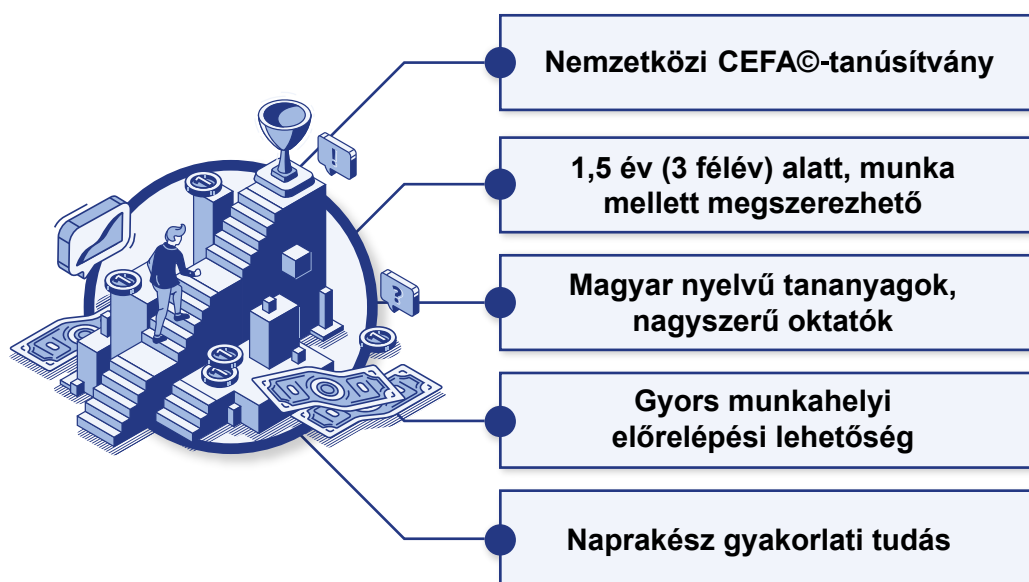


CEFA© BEFKETETÉS-ELEMZŐI DIPLOMA BELÉPŐ A HAZAI ÉS NEMZETKÖZI TŐKEPIACOKRA!

A Befektetés-elemző képzés sikeres elvégzésével a hallgatók megszerzik az **Európai Befektetéselemzők Szövetsége** (EFFAS, European Federation of Financial Analyst Societies) által kibocsátott, **nemzetközileg széles körben elismert CEFA© (Certified European Financial Analyst)** képesítést.

A Bankárképző 1995-ben indította el az első CEFA©-oktatást és vizsgákat, azóta mintegy 300 hallgató szerezte meg a képesítést és alapozta meg karrierjét a befektetések világában.



www.bankarkepzo.hu

bankárképző 
TANÁCSADÁS ÉS OKTATÁS

2022. JÚNIUS
9. ÉVFOLYAM 2. SZÁM

GAZDASÁG és PÉNZÜGY

IN MEMORIAM RIECKE WERNER

KIRÁLY JÚLIA

A Rajktól a tizenötökig

ÁBEL ISTVÁN

A piacgazdaságra való áttérés és a modern monetáris politika

SZÁZ JÁNOS

A Marshall-Lerner-feltételtől a közép-ázsiai állampapírpiacokig

NEMÉNYI JUDIT

Monetáris politika és adósságmenedzselés

TÉTÉNYI TAMÁS

Válság és kilábalás

LÁSZLÓ CSABA

Egy úttörő az euróhoz vezető úton

BIHARI PÉTER

Időutazás az adósságfinanszírozás körül

BOKROS LAJOS

A halk szavú német magyar

OBLATH GÁBOR

Valutaárfolyam és adósságkezelés

GAZDASÁG ÉS PÉNZÜGY • 2022 JÚNIUS



A SZERKESZTŐBIZOTTSÁG ELNÖKE

Kovács Levente

A SZERKESZTŐBIZOTTSÁG TAGJAI

Benedek József

Berlinger Edina

Bod Péter Ákos

Csaba László

Győry Máté

Kocziszky György

Lukács János

Magyar István

Móra Mária

Mikolasek András

Pan, Guangwei

Pandurics Anett

Pásztor Szabolcs

Pleschinger Gyula

Savchenko, Taras

Sredojevic, Sladjana

Száz János

Szovics, Peter

Vass Péter

Veresné Somosi Mariann

Zéman Zoltán

FELELŐS SZERKESZTŐ

Marsi Erika

OLVASÓSZERKESZTŐ

Király Katalin

SZERKESZTŐSÉG

Alapítvány a Pénzügyi Kultúra Fejlesztéséért

1011 Budapest, Szalag utca 19.

tel: +36 1 224 0700

email: gp@apkf.eu

HU ISSN 2415-8909

ELŐFIZETÉS

magyar 2000 Ft/lapszám

angol 3500 Ft/lapszám

előfizetés: gp@apkf.eu

NYOMDAI MUNKÁLATOK

Europrinting Kft.

Felelős vezető: Endzsel Ernő

ALAPÍTÓ KIADÓ



TÁRSKIADÓ



„Az ötletekben
bővelkedő kollégáknál
a banki tudás nem elég
letisztult és épp ez a gátja
az együttműködésnek...”

„A beosztottja nem látja át a
bank működését, csak a saját
végrehajtandó feladatait...”

„Az informatikus nem
érti, mire gondol az
üzleti terület...”

ÖNÖKNÉL IS ELŐFORDULT MÁR?

A MEGOLDÁS: FEBI ONLINE

- A banki folyamatokban még nem jártas kollégákat hatékonyan és gyorsan „képbe hozzuk”.
- 5 gyakorlati modul, tudásfókuszú tananyag.
- 12 hónap alatt elsajátítható átfogó bankszakmai képzés.
- A Hpt.-ben elismert végzettséget ad a Bankszövetséggel közös tanúsítvány.



TARTALOM

IN MEMORIAM RIECKE WERNER

- 115 KIRÁLY JÚLIA**
A Rajktól a tizenötökig – Riecke Werner (1953-2021) szakmai életútja
Szubjektív emlékezés
- 118 ÁBEL ISTVÁN**
A piacgazdaságra való áttérés és a modern monetáris politika
Riecke Werner élete és munkája a magyar gazdaságpolitikában
- 131 SZÁZ JÁNOS**
A Marshall–Lerner-feltételtől a közép-ázsiai állampapírpiacokig
Werner Riecke (1953–2021)
- 139 NEMÉNYI JUDIT**
Az érem két oldala:
monetáris politika és adósságmenedzselés
- 148 TÉTÉNYI TAMÁS**
Válság és kilábalás
Riecke Werner emlékezetére
- 152 LÁSZLÓ CSABA**
Egy úttörő az euróhoz vezető úton
- 154 BIHARI PÉTER**
Időutazás az adósságfinanszírozás körül
- 159 BOKROS LAJOS**
A halk szavú német magyar
Riecke Werner emlékére
- 161 OBLATH GÁBOR**
Valutaárfolyam és adósságkezelés –
Riecke Wernerhez kötődő szakmai emlékek



Fotó: HVG

Riecke Werner

(1953–2021)

A RAJKTÓL A TIZENÖTÖKIG – RIECKE WERNER (1953–2021) SZAKMAI ÉLETÚTJA

Szubjektív emlékezés

Király Júlia¹

Riecke Wernerről és *Ábel Istvánról* már akkor legendák keringtek, amikor mi beléptünk a Rajk Szakkollégiumba, pedig csak két évvel jártak felettünk. De annyi közös TDK (tudományos diákköri) dolgozat és annyi TDK-díj volt már a tarso lyukban, hogy az újonnan felvettek közül a legtöbben mindig „*A gazdasági növekedés modellezése*” című belső szemináriumukra jelentkeztek. Ezekről a szakkollégiumi évekről szól *Ábel István* visszaemlékezése.

Én már végzés után kerültem közel Wernerhez, amikor Chikán Attila létrehozta a Nemzetközi Készletgazdálkodási Tudományos Társaságot (International Society for Inventory Research) és egyből meg is rendezte az első világkonferenciát, amelynek nem kisebb egyéniség volt a díszvendége (egyben a társaság díszelnöke), mint a Nobel-díjas *Kenneth Arrow*. Nos, ezen a konferencián Werner nemcsak előadott, hanem ő volt az Attila által kinevezett magyar–német–angol nyelvű tolmács is. Ez nem volt gond, hiszen német volt az anyanyelve, magyarul mindig egy jól felismerhető, de nagyon aranyos akcentussal beszélt, angolul pedig szinte anyanyelvi szinten. Az orosz nyelvvel viszont élete végéig nem tudott megbarátkozni. Így aztán megfértem mellette mint a konferencia egyáltalán nem hivatalos angol–oroszmagyar nyelvű tolmácsa. És természetesen a szokásos konferencia-kiránduláson mindketten beálltunk pincérnek is a szentendrei Görög kancsóban. Werner igencsak sokoldalú egyéniség – állapítottuk meg.

Innentől kezdve többször is keresztezte egymást a pályánk – de együtt soha nem dolgoztunk, együtt csak vitakoztunk éjszakába nyúlóan, és vitorlázunk hosszú, szélmentes napokon.

Werner éppen akkor ment el a hetvenes-nyolcvanas évek legendás *Szokolczai*-laboratóriumából (pontosabban a Számítógép-alkalmazási Kutatóintézet Ökonometriai Főosztályáról), amikor én egyetemista gyakornokként odakerültem. A korosztályunkhoz tartozó, későbbi ökonometriai modellezők közül kevesen vannak, akik ne fordultak volna elő az Ökonometriai Laboratóriumban: *Hunyadi László, Kovács Álmos, Lovrics László, Neményi Judit, Marjanek Katalin, Bagdy Gábor, Losonczy Sári...* és hosszan lehetne sorolni még a neveket. Az akkori in-

¹ *Király Júlia* egyetemi tanár, közgazdász. E-mail: jkiraly@ibs.b.hu.

formatika mellett az akkori ökonometriai módszerekkel negyedéves előre jelző modellt építeni nem volt kis merészség – de sokat lehetett tanulni belőle.

A Laboratóriumból egy rövid, Werner által nagyon nem kedvelt árhivatali kitérőt követően 1982-ben *Surányi György* csábította át Wernert a Pénzügykutatóba (Pénzügykutató Intézet), ahol a reálnövekedés és a készletgazdálkodás helyett már a kis, nyitott gazdaságok működése kezd el izgatni, a fizetési mérleg monetáris megközelítése, az árfolyam- és fizetésimérleg-elméletek. Ebből születik a legendás, már csak antikváriumokba kapható *Riecke – Szalkai – Száz: Árfolyam-elméletek és pénzügypolitika* című könyv, amelyre többek között Száz János emlékezik e lapszámomban. A pénzügykutató éveket *Bokros Lajos* eleveníti fel. E korból származik Wernernek és *Antal Lászlónak* az utóbbi haláláig tartó barátsága – a sörözők mélyén kavargó cigarettafüstben két eltökélt, fejben modelleket megoldó reformer próbálta jobbra tenni a körülöttük csikorogva botladozó szocialista gazdaságot.

1987-ben, amikor *Medgyessy Péter* pártnyomásra a rendszerváltó műnek számító *Fordulat és Reformot*² követően bezárja a Pénzügykutatót, Werner már a Pénzügyminisztériumban van, a költségvetési és adóreformok *Kupa Mihály* vezette boszorkánykonyhájában. 1988-ban lépnek életbe a személyijövedelem-adóról és az általános forgalmi adóról szóló törvények – a megelőző három év intenzív erőfeszítései eredményeként. Ezeknek a reformoknak Werner már aktív résztvevője. Ezt a forrongó, pezsgő pénzügyminisztériumi reform utáni–fordulat előtti korszakot villantja fel *László Csaba*.

1988/89-ben, közvetlenül a rendszerváltást megelőzően kormányfőtanácsos volt a kor legjobb közgazdászaiból válogatott Gazdaságpolitikai Titkárságon. Többek között erre az évre emlékszik vissza *Tétényi Tamás*.

1990-ben ismét *Surányi György* hívta Wernert – ezúttal a jegybankba. Ekkor kezdődött az a 15 éves munka, ami talán a leginkább meghatározta Werner szakmai pályafutását. A monetáris eszköztár, monetáris programozás főosztályvezetőjéből lassan alelnök lett, a jegybanki döntések, a Monetáris Tanács meghatározó szereplője. A szakmai pálya más állomásaival is összekapcsolva erről ír *Neményi Judit*, *Oblath Gábor* és *Bihari Péter*.

A jegybanki karriert követő másfél évtizedben nemzetközi szervezetek (ENSZ, IMF) tanácsadójaként dolgozott a világ ezernyi pontján Biskektől Doháig. Viccelődve mondta, hogy ahova ő megy tanácsot adni, ott előbb-utóbb fegyverek ropognak. Ám a fegyverropogás közben is volt türelme és kitartása állampapírpiacon építeni, monetáris politikai tanácsot adni, figyelni és segíteni a Magyar-

2 ANTAL LÁSZLÓ et al. (1986): *Fordulat és Reform*. Budapest: magánkiadás.

országnál is hátrányosabb helyzetű és elmaradottabb országokat. Száz János írt ezekről az évekről is visszaemlékezésében.

Kár, hogy itthon egyre kevesebbet hívták. A hatalom szívesen megfedkedzik a nagy tudású és nem mindig simulékony tanácsadókról. Amikor 2020-ban *Mellár Tamás* kezdeményezésére megalakult a pandémiára adott kormányzati reakciót elemző „tizenötök” csoportja, nagy örömmel fedeztük fel újra Werner töretlen munkabírását és vitakedvét. Sajnos, csak egy ideig csatlakozhatott. A betegség erősebb volt nála.

Mindazok, akik bármikor együtt dolgoztak Wernerrel, mindig mint barátira is emlékeztek rá. A szakmai vita számára baráti beszélgetés is volt – közvetlen stílusa azokat is magával ragadta, akik talán épp vele ellentétes állásponton voltak.

Különleges ember volt. Nagyon fog hiányozni.

A PIACGAZDASÁGRA VALÓ ÁTTÉRÉS ÉS A MODERN MONETÁRIS POLITIKA

Riecke Werner élete és munkája a magyar gazdaságpolitikában

Ábel István¹

1. A BÁTORSÁGRÓL ÉS A BARÁTSÁGRÓL

Riecke Werner az NDK-ban született, Erfurtban járt középiskolába, utána ösztöndíjasként tanult Budapesten a Marx Károly Közgazdaságtudományi Egyetemen. 1972 óta élt Magyarországon. Idetartozott. Egyetemi évei alatt 1974-től 1978-ig a Rajk Szakkollégium tagja volt. A kollégiumban szobatársak voltunk, az egyetemen pedig csoporttársak. Az életre szóló barátságok ilyen helyen kötődnek. A matematikai gazdaságtan szakon végeztünk. Az egyetemen lehetőségünk volt az akkor tervgazdasági matematikai tárgyakra tartott lineáris programozás és optimalizálás mellett más fontos matematikai kurzusokat is végezni, azonban a közgazdaságtan modern elméleteit, a makroökonómiát és ennek pénzügyi, gazdaságpolitikai ágait a szakkollégiumban szervezett kurzusokhoz kapcsolódóan, egyénileg sajátítottuk el. Az egyéni munka fontos része volt, hogy az eredményekről, egy-egy részterület áttekintéséről tudományos diákköri dolgozatokat készítettünk. E munka hozzájárult ahhoz, hogy végzősként és munkahelyeinken kezdőként is rangos folyóiratokban szócikkeket tudtunk megjelentetni. A szakkollégiumi munkához kapcsolódóan a végzés után is együtt dolgoztunk közös publikációkon a munkahelyi feladatok mellett, vagy éppen attól teljesen függetlenül (Ábel–Riecke, 1980).

Ebben nagyon sokat segített *Chikán Attila*, aki ekkor indította útjára az azóta is sikeres Nemzetközi Készletgazdálkodási Tudományos Társaságot (*International Society for Inventory Research*), melynek konferenciáira a makrokészletviselkedéssel foglalkozó tanulmányokkal készültünk (Chikán–Ábel–Riecke, 1980; Ábel–Riecke, 1981). A vállalati készletgazdálkodás nemzetközileg is kiterjedt kutatási témának számított, a makro (nemzetgazdasági) készletalakulással azonban akkor még nagyon kevesen foglalkoztak. E témának nálunk két sajátos tényező adott nagyobb jelentőséget. Az egyik a hiánygazdálkodásból adódó sajátos vállalati készletviselkedés (inputkészletek halmozása és alacsony késztermékkészletszint), amely makroszinten a piacgazdaságokban megszokott-

¹ *Ábel István*, egyetemi tanár, Budapesti Gazdasági Egyetem. E-mail: Abel.Istvan@uni-bge.hu.

nál összességében relatíve magasabb készlet szinteket eredményezett. Ez amiatt alakult ki, mert a készletezés nem a terméket termelő, viszonylag kevés vállalatnál koncentrált, hanem a termék nagyszámú felhasználói igyekeztek inputkészleteket felhalmozni annak érdekében, hogy a hiányjelenségek ellenére folyamatosan tudjanak termelni. A másik ok, ami miatt e témát nálunk nagy érdeklődés övezte, hogy a vállalatok inputkészlet-felhalmozási törekvését a pénzügyi helyzetük korlátozta. A makropénzügyek készletfinanszírozási összefüggésein keresztül a makropénzügyi érdeklődésünk alkalmazására adódott egy kiváló téma.

Az 1980-as években Werner több munkahelyen végzett makroelemzési és az ehhez használható számítógépes (*mainframe*) programozói munkákat. Így dolgozott a Szokolczai György által vezetett Ökonometria Laboratóriumban (INFELOR-Számki²), a tervhivatal számítóközpontjában és az Országos Anyag- és Árhivatalban. Ezt sokan nem tartották Werner számára vonzó munkahelynek, azonban ebben az időszakban az Árhivatal egyik elnökhelyettese Nagy Márta volt, aki érdeklődéssel követte Werner makrokészlet-modellezési kutatásait, azokat jól ismerte, és az Árhivatalban általa keresztülvitt modernizációban az ilyen jellegű kutatások fontos szerephez jutottak. Ezekben a munkahelyeken értékelték Werner hozzáértését és lelkesedését, és ő maga is hasznosnak érezhette magát, fontos problémákon dolgozhatott, de kötött munkaidőben, napi jelenlét mellett. Nem élhetett a kutatói szabadság előnyeivel a munkába járás terén. Mivel a felesége Székesfehérváron dolgozott, és az ő szüleinél laktak, így Werner vonattal járt be naponta Budapestre. Ez akkoriban észszerűnek tűnt, mert a kezdő fizetésből az albérllet nehezen jött volna ki, az útiköltséget viszont támogatta a munkahely.

Nagy változást hozott az életében az, hogy 1982-ben a Pénzügyminisztérium Pénzügykutatási Intézetében kapott munkát. Az intézetet ekkor Hagelmayer István vezette, és a rendszerváltást előkészítő reformmunkákban az ország egyik legjobb műhelyét hozta létre. Itt az infláció és az árfolyamelmélet volt Werner fő kutatási területe. Együtt dolgozott Szalkai Istvánnal és Száz Jánossal (Riecke-Szalkai-Száz, 1981; 1985). Az intézet vezető munkatársa volt Surányi György későbbi jegybankelnök³ is. Az intézet helyettes vezetője, majd Hagelmayer után vezetője Kupa Mihály későbbi pénzügyminiszter volt. Riecke Werner Kupa Mihály mellett 1987 és 1989 között részt vett a személyi jövedelemadó és az általános forgalmi adót is magában foglaló, modern adórendszer kidolgozásában. Az igazi

2 Az INFELOR egy különleges hely volt, ahol olyan kiemelkedő és később fontos pozíciókat betöltő kollégákkal dolgozhatott együtt, mint Kovács Álmos, Neményi Judit, Rabár Ferenc és Stahl János.

3 Bartha Ferenc 1998. június 15-től 1990. június 30-ig, Surányi György 1990. július 1-jétől 1991. november 30-ig, majd 1995. március 1-jétől 2001. március 1-jéig töltötte be a jegybank elnöki funkcióját, Bod Péter Ákos pedig 1991. december 9-től 1994. december 14-ig volt a Magyar Nemzeti Bank elnöke.

nagy lehetőséget számára azonban az 1990-es év hozta el, amikor Surányi György jegybankelnök a Magyar Nemzeti Bankban ajánlott neki munkát.

Werner munkastílusát jól jellemzi *Farkas Zoltán* a megemlékezésében: „*Nem szélsőséges jelzőkkel operált, inkább találó, olykor gunyoros metaforákkal jellemezte a helyzetet. Tisztelték tudását, szerették stílusát, egyike volt azoknak a kevésbé ismert, széles műveltségű pénzügyeseknek, akik különböző korokban és különböző pozíciókban oly sokat tettek az országért*” (Farkas, 2021). Farkas Zoltán idézi Kupa Mihály reakcióját Werner halálhírére: „*Remek gyerek volt, és még mindig fiatal harcos.*” Talán arra vonatkozik ez a megjegyzés, hogy Werner következetesen a szakmailag megalapozott igazság mellett állt ki, és ez azokban az időkben is gyakran eltért a „hivatalos” felfogástól. Ezt képviselte, és szerényen, de határozottan kiállt emellett még akkor is, ha ezzel gyakran hátrányos helyzetbe hozta magát.

2. ÖNÁLLÓ MONETÁRIS POLITIKA ÉS A FÜGGETLEN JEGYBANK

Riecke Werner 1990-től 2004-ig az MNB munkatársaként fontos szerepet játszott a monetáris politika keretrendszerének átalakításában. Munkáját Surányi György jegybankelnök tanácsadójaként kezdte, majd a Pénzpolitikai főosztály vezetője lett. A Pénzpolitikai főosztály napi munkáját szoros figyelemmel követte, és aktívan közreműködött abban azután is, hogy 1995-től ügyvezető igazgató, majd 1998-tól alelnök lett. Az 1990-es évek a modern magyar jegybank kialakulásának időszaka volt. *Juliet Johnson* a korszak és a bankrendszer átalakulása főbb szereplőinek tevékenységét kutatva arra jutott, hogy a kelet-európai bankrendszerek átalakulásának sikeréhez nagyban hozzájárult a jegybankárok nemzetközi összefogása, valamint a nemzetközi pénzügyi szervezetek segítsége. A jegybankárok közösségét hittérítőként (a prosperitás papjaiként) jellemzi (Johnson, 2016), amelyet a meggyőző képességre támaszkodó befolyás tett sikeressé (*Piroska*, 2017:448).

A jegybankok mindennapi tevékenységét vezérlő elméleti kereteket egységes szakmai kultúra jellemezte (*Piper*, 1994; *Riecke–Antal*, 1993). Werner Riecke és Surányi György hamar elismert szereplőivé váltak a jegybankok közötti nemzetközi együttműködésnek, ami jó hátteret biztosított e korszerű tudás hazai alkalmazásához (Johnson, 2016:3).

Riecke Wernernek a jegybanknál végzett munkája a Magyar Nemzeti Bank modern jegybankká válásának időszakára esik, közel másfél évtizedet ölel át. Mielőtt azonban részletezném e tevékenységének főbb elemeit, dióhéjban tekintsük át, hogy milyen jogi és szervezeti keretek között folyt ez a munka.

A jegybankok tevékenységét két fő elv alakította az 1990-es években. Az egyik az árstabilitás elve, a másik a jegybanki függetlenség elve volt. Ennek az alapján a

jegybank fő feladata az árstabilitás megőrzése, és ennek érdekében olyan eszközöket alkalmazhat, amit jónak lát, mindenféle egyéb politikai cél és befolyás zavaró körülményeit figyelmen kívül hagyva. *Borio* (2011) kifejezésével élve, egyfajta „szűken értelmezett jegybanki feladatkör” vezérelte a jegybankokat nemcsak az 1990-es években, hanem utána is a 2007-től felépülő, globális pénzügyi válság előtt. A piacgazdaság önszabályozó képességével kapcsolatos nézetek foglalták keretbe az árstabilitás fenntartásához szükséges teendőket és megközelítéseket. A jegybanki függetlenség garantálásának ebben fontos szerepe volt, hiszen az esetleges politikai befolyásolás kizárása nélkül a jegybank nem kötelezhette volna el magát hitelesen az árstabilitás fenntartása mellett. A függetlenség lényegében két fontos elemet jelent. Egyrészt a monetáris politika alakítását szakmai kérdésnek tekintik, másrészt megteremtik ennek intézményes, szabályozási biztosítékait. Ennek az elvnek a magyar gyakorlatba való átültetéséről szolt a jegybanktörvénynek az 1990-től 2000-ig folyó átalakulása.

A jegybanki függetlenség a jegybank és a Kormány kapcsolatát leíró és sok tényezőre támaszkodó fogalom (*Siklos*, 1994). Ennek egyik mérőszáma a *Cukierman* (1992) írásában használt módszer alapján határozható meg, amely mutató alapvetően a jogi státusz jellemzőit fogja át. E mutatószám alapján *Karádi* (1999) három szakaszt különböztet meg a Magyar Nemzeti Bank esetében. Az első szakasz az 1991 előtti időszak, amikor a jegybanki függetlenség Magyarországon még kialakulatlan volt. A jegybank a Kormánynak alárendelten működött, teljes körű kereskedelmi banki jogosultsággal rendelkezett, és a központi banki funkciók mellett kereskedelmi banki funkciókat is ellátott. Ez lényegében az egyszintű bankrendszer működési modellje volt.

A második szakasz az 1991 és 1995 közötti időszak, amikor az 1991-es jegybanktörvény kijelölte a monetáris irányítás helyét és szerepét a piacgazdaság kereteiben. Ennek értelmében a jegybank az Országgyűlésnek tartozott beszámolósi kötelezettséggel, és nem a Kormánynak alárendelt szervezetként határozták meg. A jegybank függetlensége tehát jogilag garantált volt, ez azonban meglehetősen korlátozott maradt. Ez a törvény egyfelől létrehozta a független, az államigazgatás kormányzati struktúráján kívül elhelyezkedő szervezetként működő jegybankot, másrészt viszont feladatául szabta, hogy „az MNB a rendelkezésére álló monetáris politikai (pénz- és hitelpolitikai) eszközökkel támogatja a Kormány gazdaságpolitikai programjának megvalósulását” (1991. évi LX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról).

A monetáris politikában nagy hangsúlyt kaptak a külső egyensúly elérése és megőrzése érdekében bevezetett intézkedések (*Beaumont*, 1999a, 1999b; *Surányi-Vincze*, 1998). Mivel ezeket „a nemzeti fizetőeszköz belső és külső vásárlóerejének védelme” érdekében hozták meg, értelmezhető úgy, mint az árstabilitásra vagy

legalábbis a minél alacsonyabb inflációra való törekvés implicit követelményként való megjelenése.

Ugyanakkor 1991-től a jegybanktörvény széles értelmezhetőséggel meghatározta azokat az eszközöket, amelyekkel az MNB szinte bármilyen keretbe illesztett monetáris politikát és ahhoz tartozó célrendszert sikeresen követhet.

A Magyar Nemzeti Bank függetlenségét meghatározó tényezők szerinti értékelésben a harmadik szakasz kezdetét a csúszó leértékelés 1995. márciusi bevezetése jelentette (*Kopits, 1995; Jakab–Szapáry, 1998; Szapáry–Jakab, 1998*). Ez azonban nem a jogalkotás terén bekövetkező változással függött össze. A jegybanktörvény 1994-ben elfogadott módosítása⁴ tételesen meghatározta azokat a kereskedelmi banki tevékenységeket, amelyeket az MNB végezhet, és pontosította a központi költségvetéssel kapcsolatos jegybanki feladatokat is. A kereskedelmi banki funkciók leadása olyan kötelezettségektől szabadította meg az MNB-t, amelyek zavaró tényezők voltak a monetáris politikai mozgástér és függetlenség szempontjából.

A szűk sávcsúszó leértékelési rendszert egy tágabb gazdasági stabilizációs intézkedéscsomag keretében vezették be más adó- és vámintézkedésekkel együtt. Mindez hatását tekintve a korábbinál nagyobb költségvetési szigorrt érvényesített.⁵

Idekívánkozik egy megjegyzés egy másik olyan kezdeménnyel kapcsolatban, amely kétségek nélkül előremutató volt, ugyanakkor az adott helyzetben mégis meglepőnek volt tekinthető. Nevezetesen az, hogy az MNB 1998 novemberében megjelentette angolul és magyarul is a „Jelentés az infláció alakulásáról” című elemzését (MNB, 1998). Ezt követően ezt a kiadványt rendszeresen publikálták. Egy ilyen dokumentum az inflációs célkövetési rendszerek alapvető elemzési dokumentuma, és minden inflációs célkövető rendszerben nagy hangsúlyt fektetnek rá.

Az 1998-as inflációs jelentés korai megjelenése jelezte, hogy ekkorra az MNB-ben megszilárdult az az elemzési munka, ami a modern jegybanki tevékenység alapfeltétele. A jelentés rendszeres publikálásának indoka azonban így is meglepő.

Az inflációs jelentésnek az inflációs célkövetés rendszerében van szerepe, a magyar monetáris politika keretrendszere azonban nem ilyen volt. Az árfolyam-alakulás jegybanki féken tartásához fűződő szándékok felismerhetőek az inflációs célkövetés 2001-ben bevezetett magyar rendszerében is, ami éppen emiatt ellentmondásos volt (*Siklós–Ábel, 2001*).

4 Az 1994. évi IV. törvény a Magyar Nemzeti Bankról szóló 1991. évi LX. törvényt és a központi költségvetés gazdálkodásának egyes szabályait módosította.

5 A 2001. évi jegybanktörvény 13. paragrafusa szerint az árfolyam megállapításának és befolyásolásának rendjét a Kormány az MNB-vel egyetértésben állapítja meg. A szűk sávcsúszó leértékelés rendszerben ezt az egyetértési jogot már csak a főbb keretekre lehetett értelmezni, de a jegybanki döntésekre igazából nem.

Az 1990-es éveket elemezve Karádi (1999) a jegybank jogi függetlenségének mérésére Cukierman (1992) módszertanát alkalmazva arra jutott, hogy az MNB az 1996-os törvénymódosítással (harmadik szakasz) közel került a Bundesbank függetlenségét kifejező index értékéhez. Az index maximális értéke 1, ez a Bundesbank esetében 0,67, míg az MNB esetében az index 1979-ben 0,24, 1991-ben 0,45, 1996-ban pedig 0,63 értéket mutatott (Karádi, 1999:991).

Az intézményi és jogi (*politikai*) értelmezés mellett a függetlenség valódi érvényesülésének felméréséhez fontos lehet a jegybanki eszközök alkalmazása terén megvalósuló *instrumentális* függetlenséget is vizsgálni. Ábel–Siklos–Székely (1998) az 1988–1993-ig terjedő időszak adatait elemezve megállapította, hogy bár az MNB jogi szabályozása nem garantálta világosan a függetlenségét, a kamatdöntések alakulását értékelő, a jegybanki reakciófüggvényre kapott ökonometriai becslések azt támasztják alá, hogy az MNB a politikai befolyástól meglehetősen független volt.

3. A MODERN JEGYBANKI ESZKÖZTÁR KIALAKULÁSA

A modern jegybanki szervezet és eszköztár az 1990 és 2000 közötti évtizedben alakult ki, de ezt meg kellett előznie a bankrendszer reformjának. 1987. január 1-jével létrejöttek a jegybankból levált kereskedelmi bankok⁶, ezek folytatták az üzleti hitelezést, a jegybank pedig a továbbiakban a monetáris politika (pénz-, hitel- és devizapolitika) alakításával és végrehajtásával foglalkozott. Ezzel a Magyar Nemzeti Banknak mint jegybanknak megszűntek a gazdálkodó szférával való közvetlen kapcsolatai, és a központi bank a bankok és az állam bankjává vált. Ezzel Magyarországon is a fejlett országokra jellemző kétszintű bankrendszer jött létre. Ennek az egyik legfőbb gyengesége azonban az volt, hogy a kereskedelmi bankoknak a feladataik ellátásához szükséges, megfelelő szintű feltőkésítése elmaradt, és a rendszerváltozást követően világossá vált, hogy a bankrendszer működőképessége erőteljes állami beavatkozás nélkül nem tartható fenn. A bankprivatizációt megelőzően az 1991 és 1994 között végrehajtott hitel-, bank- és adóskonszolidáció közel félezer milliárd forintnyi közpénzt emésztett fel (Langmár–Papp, 1996).

Az MNB a bankrendszer reformja után változatlanul fenntartotta a devizamono-póliumot, azaz a külföldi hitel- és devizaműveletek központi intézménye maradt, így a nemzetközi pénz- és tőkepiacon továbbra is úgy jelent meg, mint a kereskedelmi bankok.

6 Az átmenet részletesebb elemzését adja ÁBEL–SZAKADÁT (1997), kitérve a bankok teljesítményének jellemzőire és a bankprivatizációt előkészítő lépésekre is.

A bankrendszer reformja során a jegybank ágazati és hitelezési részlegeiből kialakított kereskedelmi bankok részvénytársaságként jöttek létre, és kereskedelmi banktevékenység (számlavezetés, betétgyűjtés, hitelnyújtás) végzésére kaptak felhatalmazást.

Az 1990-es években a kereskedelmi bankok már a jegybankból kiválva, attól függetlenül látták el az üzleti és a lakossági szféra hitelezését. A jegybank az évtized során a pénzügyi tevékenység szabályozását a jegybanki kamattal, a bankok számára kötelező tartalékképzés előírásával, a jegybanki refinanszírozással és a nyílt piaci műveletekkel (értékpapírok vételével és eladásával) végezte. E szabályozási gyakorlat évről évre sokat változott abból a szempontból, hogy éppen melyik eszközt milyen súllyal alkalmazták. A fejlődés iránya azonban egyértelműen az volt, hogy a szabályozás során a jegybank a normativitásra (a szabályalapú és nem egyedi mérlegeléstől függő szabályozásra) törekedett (Balogh, 2009; MNB, 2001; Riecke, 1993; Surányi, 2001; Szalkai, 1995; és *Wagner*, 1998).

A jegybanknál elvégzett profiltisztítás lehetővé tette, hogy a létszám az 1990-es évek első felére jellemző 2700 főről 2000-ig 1300 főre csökkenjen. A létszámcsökkenésnél is nagyobb hatással járt a korábbi munkavállalók jelentős mértékű kicserélődése. A régi gárdából kevesen maradtak a jegybankban, sokuknak a létrejövő kereskedelmi bankokban adódó, csábító lehetőségek kínáltak új kihívást. Másrészt az új, modern jegybanki funkciók által támasztott elemzési feladatok ellátásához korszerű tudásra volt szükség, amelyet az újonnan belépő fiatalok biztosítottak. Ezeknek az ismereteknek a fejlesztése érdekében a jegybank vonzó külföldi és belföldi továbbképzéseket biztosított számukra.

A kereskedelmi bankok közvetlen jegybanki refinanszírozásától a modern eszköztár kialakulásáig több mint öt évre volt szükség (1989–1995) még úgy is, hogy az MNB megelőzte a többi kelet-közép-európai társát (Johnson szavaival előre futott – „racing ahead” [i. m., 2016:136]).

4. A LIKVIDITÁS SZABÁLYOZÁSI KERETEINEK ÉS ESZKÖZEINEK AZ ÁTALAKÍTÁSA AZ 1990-ES ÉVEK SORÁN

1991-ben az MNB a bankokkal folytatott tárgyalásos leosztás helyett bevezette a refinanszírozási hitelek *aukciókon* történő elosztását. E lépés egyben a direkt módszerektől elmozdulást jelentett az indirekt megoldások felé. A jegybanki lépések kronologikus áttekintése meggyőző képet ad e folyamatról, amelyet *Romhányi* (1999) alapján ismertettek ebben a részben.

A bankközi devizapiac megteremtésének előkészítése érdekében az MNB új árfolyamjegyzési rendet vezetett be 1991. december 9-én, és ezzel egy időben megvál-

tozott a forint *valutakosara is*. 1992. július 1-jén kezdte meg működését a *bankközi devizapiac*.

A likviditástöbblet meghagyása a bankrendszerben 1992-től a kamatok csökkenését segítette. A makrogazdasági egyensúly stabilizálását követően az MNB 1993-ban a kamatszint csökkentését tűzte ki közbülső célként (Hitelpolitikai irányelvek, 1993; *Ursprung*, 1996:37). A monetáris politika eszköztárát a *refinanszírozás, a tartalékpolitika, a kamatpolitika, az árfolyampolitika és a nyílt piaci műveletek* alkalmazása képezte (Antal et al., 2001; Árvai, 1995). A későbbiekben ezek az eszközök változó súllyal szerepeltek, de egyértelműen megindult az áttérés a direkt módszerekről (refinanszírozás) az indirekt módszerek (kamatpolitika) nagyobb súlyú alkalmazására.

1993–94-ben a *reálárfolyam szinten tartása* került előtérbe közbülső célként. A pénzpiacok szerepének növekedését tükrözte, hogy 1993-tól a pénzpiacokon végrehajtott műveletek váltak dominánssá. A bankok az MNB-től értékpapírral *fedezett repoműveletekkel* kaptak pótlólagos likviditást.

1993. január 1-je után a kötelező tartalékolás rendszerében a bankok nem naponta, hanem kétheti átlagban voltak kötelesek teljesíteni a kötelező tartalék elhelyezését, ami segítette számukra a rugalmasabb likviditásmenedzsmentet.

1993. január 8-án a likviditásszabályozás új eszközeként megjelent az *aktív és passzív repó*. Riecke Werner később is nagy meglepéssel emlékezett vissza erre a fontos lépésre. Ezzel az intézkedéssel a jegybank egyrészt a kereskedelmi bankok döntésére bízta a likviditásuk kezelését, vagyis számukra szabályalapúvá, „normatívává” vált a refinanszírozás, másrészt ez rövid, egy éven belüli lejáratúvá is vált. Eleinte a jegybanki rendelkezésre állás többféle lejáratra – két héttől egy évig terjedő időtávokra – szólt. Az idők folyamán ez a rendelkezésre állás a passzív és az aktív oldalon egyaránt a kéthetes lejáratra redukálódott. E változás mögött két felismerés húzódott meg. Ha a jegybank több lejáraton jegyez kamatot, akkor fennáll a veszély, hogy ezek a jegyzések nem lesznek teljesen kompatibilisek a bankközi és a rövid lejáratú kincstárjegypiac kamatjegyzéseivel. Ezt az eltérést a jegybank az államháztartás finanszírozásának feszült helyzetben való segítése érdekében ki is használta az ún. „repocsap” kinyitásával. A repocsap megnyitása azt jelentette, hogy a jegybank a repón keresztül finanszírozást nyújtott állampapír vásárlására. Ez a következő feltételek figyelembevételével történt. A repoaukción az időpontjának az állampapír-aukción az időpontjával azonos vagy azt megelőző nappal kellett esnie. A repó lejáratát megegyeztetett az állampapír futamidejével. A repó kondíciói az állampapírhozamoknál alacsonyabb költséget jelentettek a bankok számára. A kéthetes lejáratra történő átállást ezen túlmenően az is indokolta, hogy a jegybanki kamatmeghatározás a pénzpiac rövidebb végén a legerősebb.

A repokonstrukció feltételeit az MNB többször változtatta, míg végül 1997. október 6-tól a passzív repót valamennyi lejáraton megszüntette, helyette bevezette a jegybanki betétet a repóéval azonos kamatfeltételekkel. E változtatásnak lényegében az volt az oka, hogy a jegybanknak mint biztos adósnak felesleges volt kötvényt adnia a kereskedelmi banknak a nála lekötött likviditás befogadására. A jegybanki betétkonstrukció orvosolta a passzív repó megújítási kockázatával kapcsolatos gondot – vagyis azt, hogy volatilis időszakokban a kamata túlzottan ingadozott. A felesleges likviditás lekötésére tökéletesen alkalmas volt a jegybanki betét elfogadása, ami így egyszerűsítette a jegybank dolgát, különösen az után, hogy időnként a többletlikviditás semlegesítése érdekében alkalmazott kötvényeladás miatt csökkent a birtokában lévő, erre használható államkötvények állománya. Az országba beáramló külföldi tőke, a privatizációs devizabevételek és az államháztartás hiányának részben devizaadóssággal történő finanszírozása azt jelentette, hogy a beáramló devizát forintra váltották, ami szintén hozzájárult a bankrendszer likviditástöbbletének emelkedéséhez. 1995 közepétől kezdődően az évtized végéig, sőt még tovább is folyamatosan pozitív volt a jegybank nettó likviditási pozíciója, ami azt jelentette, hogy a jegybank a likviditástöbblet kezelése érdekében a forrásoldali eszözeivel betétet kötött le, vagy jegybanki kötvényeket értékesített.

1997. október 6-tól lényegében 2006-ig a passzív repót felváltó jegybanki betét volt az MNB legfontosabb eszköze a likviditástöbblet sterilizálására. A jegybanki betét elhelyezésére a kereskedelmi bankoknak több különböző lejáraton is lehetőségük volt, de a legfontosabb likviditásszabályozó szerepet az egynapos betét játszotta. Ennek a kamata szabályozta a bankközi betét kamatát a kamatfolyosó alsó szélén.

A keretrendszer szerves része volt a jegybank rendelkezésre állása az overnight piacon betéti és refinanszírozási oldalon egyaránt. A kamatfolyosó két szélét tehát az aktív repó és az egynapos betét kamata adta.

A hosszabb hozamok befolyásolására az MNB a hosszabb lejáratú jegybanki betéteket alkalmazta 1997-ig, ezek helyett azonban az év közepétől MNB-kötvényt vezetett be. Ennek előnye az volt, hogy miközben az MNB ezen keresztül befolyásolni tudta a hosszabb hozamokat, a kötvénykonstrukció a kereskedelmi bankok számára előnyösebb volt, mint a betét, mert a bankközi piacon repóügyletekben tudták használni likviditásuk biztosítására.

A fentebb ismertetett úton tehát az 1990-es évtizedben a Riecke Werner irányítása alá tartozó részlegek a jegybank likviditásszabályozási módszereit nagyon jelentősen átalakították. A kereskedelmi bankok refinanszírozási hitelezése és forrásellátása az 1980-as években még egyértelműen azt jelentette, hogy a jegybank a mérlegének aktív oldalán szereplő eszközökkel avatkozott be, hitelt nyújtott, nem pedig betétet fogadott el. Ezt aktív oldali szabályozásnak nevezzük, és a

piacgazdaságok többségében ez a gyakorlat volt jellemző. Magyarországon a tőkebeáramlás következtében jelentős likviditástöbblet keletkezett a gazdaságban, amelyet a jegybank az évtized elején kint hagyott a bankszektorban, így biztosítva annak forrásellátását. Időnként ugyan a többletlikviditást kivonta, likviditáshiány esetén azonban pótolta azt. Ez azt jelentette, hogy a piac igényeihez igazodva aktív vagy passzív oldalon avatkozott be. Az 1995-ös stabilizációt követően azonban a privatizáció és más üzleti befektetések által generált tőkebeáramlás tartós likviditástöbbletet eredményezett, amelyet a jegybank igyekezett sterilizálni. Ettől kezdődően a jegybank folyamatosan passzív oldali eszközökkel operált. A likviditás kezelésére alkalmazott eszköz megválasztása a bankok igényeihez alkalmazkodott, vagyis a többletlikviditás a jegybanknál csapódott ki betételfogadás vagy kötvényeladás formájában, a likviditási feszültségeket pedig a jegybank által biztosított eszközökkel lehetett enyhíteni. Az a tény, hogy a jegybank tipikusan aktív oldali vagy passzív oldali eszközökkel szabályozott, az eszköztár tekintetében nem jelentett lényeges változást. A jegybank szempontjából a lényeges eltérés abból állt, hogy amíg az aktív oldali eszközökön kamatbevételt realizált, addig a passzív oldalon kamatfizetési költségei keletkeztek.

A kereskedelmi bankok likviditásellátására 1993-ban bevezett aktív és passzív repóeszköz-elosztásánál tendereket alkalmazott, így a tenderen kialakult kamat a pénzpiaci helyzetet tükrözte, piaci kamatnak minősült. A jegybank a sterilizációs műveleteinél ezt a piaci kamatot alkalmazta. A piaci kamatok alakulására igyekezett hatással lenni, amit leginkább a rövid kamatok befolyásolásán keresztül ért el.

A rögzített, de kiigazítható árfolyamrendszernek Magyarország esetében két alapvető hátránya volt. Egyrészt a kiigazítások bizonytalan ütemezése és a két döntéshozó szervezet (MNB és a Kormány képviseletében a Pénzügyminisztérium) döntési, egyeztetési folyamatából adódó sajátosságok miatt a rendszer kevés támpontot adott az árfolyamok jövőbeni alakulását illetően, ezért nem is horgonyozhatta le az inflációs várakozásokat sem. Másrészt viszont a kiigazítások ütemezése volt annyira előre sejthető, hogy táplálhassa az alacsony kockázatú leértékelési spekulációs ügyleteket. Ezek az egyszerű exportbevétel visszatartásától és az importfizetés előrehozatalától az áttételes derivatív ügyletekig terjedtek, ugyanis a magyar pénz- és devizapiacra ekkor már elérhetőek voltak forward-, swap- és futures-ügyletek. A rövid lejáratú devizaswap 1993-tól szerepelt a jegybank eszköztárában, és a repóügyletekkel azonos funkciót látott el, sőt a kondíciói is igazodtak a repóügyletek feltételeihez (Bozó, 2000:86).

Az átmenet viszonylag zavartalan lebonyolítása érdekében fontos szempont volt, hogy a gazdaságpolitika az árfolyamot szoros kontroll alatt tartsa. Emellett sok érv szólt. Az infláció megzabolázása, az export-versenyképesség fenntartása egyaránt fontos volt, de az árfolyamra nézve ellentétes szempontokat hozott a fel-

színre. Az évtized első felében kötött árfolyamrendszer érvényesült, de az évtized közepétől a szűk sávós csúszó leértékelés bevezetése közelítő lépésnek tekinthető a szélesebb sávú, majd a szabad árfolyam-alakulás irányába.

Ebben a keretben a monetáris politika sajátos ellentmondással szembesült. Miközben az évtized során kialakult a modern jegybanki gyakorlat által használt eszközrendszer, ennek az alkalmazása mindvégig korlátok közé volt szorítva. A szabad tőkeáramlás biztosítása, az árfolyam rögzítése és annak szoros menedzselése, valamint az inflációra koncentrálnó autonóm monetáris politika hármaskívánalma közül egyszerre csak kettőre volt ezek közül lehetőség.

A monetáris politika eszközrendszerében a klasszikus kamatpolitikai eszközök is megjelentek, de igazából csak az árfolyam menedzselése jelentett döntően fontos tényezőt az infláció csökkentésében.

Az adott monetáris politikai eszközrendszer keretében és a gazdaságpolitikai megfontolások miatt fontos tőkebeáramlás biztosítása érdekében a monetáris politika fő kihívását a beáramló tőke által generált többletlikviditás miatt szükséges sterilizáció képezte. A sterilizációs kényszer egyre inkább felszínre hozta a csúszó leértékeléses rendszer hátrányait és fenntartásának költségeit.

5. ZÁRÓ MEGJEGYZÉSEK

Werner szakmai karrierjének csak egy szeletéről írtam ebben a cikkben. Ez nem terjedt ki számos fontos további tevékenységére, más kutatásaira és nemzetközi tanácsadói tevékenységére sem. Neki azonban ezen túlmenően is gazdag és sokoldalú élete volt. A vitorlázásban és más tevékenységeiben szerzett élményeiről néha beszámolt, én ezeket csak távolról szemléltem. Közelről ismerve őt, állíthatom, nem volt könnyű a sorsa, de korai halála ellenére teljes életet élt, a nehézségeket természetesnek vette, az örömeiket ajándékként kezelte.

Riecke Werner 2021. július 21-én hunyt el, nem sokkal június 8-án betöltött 68. születésnapja után. Nem volt szokásunk a születésnapokat megtartani, így ezt az utolsót is elmulasztottam megünnepelni vele, pedig gyakran látogattam. Most már sajnálom. Sokunknak fog hiányozni. Emlékének adózva, amíg lehetőségünk van rá, folytassuk, amit tőlünk várhatott volna tenni, amit a munkájában ő maga is fontosnak tartott volna még elérni.

HIVATKOZÁSOK

- ANTAL JUDIT – BARABÁS GYULA – CZETI TAMÁS – MAJOR KLÁRA (2001): Likviditásszabályozás az MNB cél- és eszközrendszerében. MNB Műhelytanulmányok, 22. <https://www.mnb.hu/letoltes/mt22.pdf>.
- ÁBEL ISTVÁN – RIECKE, WERNER (1980): Árfolyam, nyereségérdekeltség és külkereskedelmi hatékonyság. *Közgazdasági Szemle*, 27(2), 142–155.
- ÁBEL ISTVÁN – RIECKE, WERNER (1981): A Model of Aggregate Inventory Behavior in the Hungarian Economy. In: CHIKÁN, A. (szerk.) (1981): *The Economics and Management of Inventories*. Amsterdam: Elsevier Science Publishers, Akadémiai Kiadó, 13–28.
- ÁBEL, ISTVÁN – SIKLOS, PIERRE L. – SZÉKELY P., ISTVÁN (1998): Central Bank Independence in the Early Stages of the Transition. In: ÁBEL, I. – SIKLOS, P. – SZÉKELY, P. I. (1998): *Money and Finance in the Transition to a Market Economy*. MA, Northampton (USA): Edward Elgar, Northampton, 145–172.
- ÁBEL, ISTVÁN – SIKLOS, PIERRE L. – SZÉKELY P., ISTVÁN (1998): *Money and Finance in the Transition to a Market Economy*. MA, USA: Edward Elgar, Northampton.
- ÁBEL ISTVÁN – SZAKADÁT LÁSZLÓ (1997): A bankrendszer átalakulása Magyarországon 1987–1996 között. *Közgazdasági Szemle*, XLIV(7–8), 635–652.
- ÁRVAI ZSÓFIA (1995): A kötelező tartalékráta szabályozásának átalakulása. *Közgazdasági Szemle*, 42(2), 201–204.
- BALOGH CSABA (2009): Az MNB monetáris politikai eszköztára. Kézirat, MNB.
- BEAUMONT, CRAIG (1999a): Monetary Policy Framework for Disinflation and EU Convergences. IMF Selected Issues, 44–67. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scri/1999/cr9927.pdf>.
- BEAUMONT, CRAIG (1999b): Sustainability in the Hungarian Balance of Payment. IMF Selected Issues, 136–164. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scri/1999/cr9927.pdf>.
- BONIN, JOHN – SZÉKELY, ISTVÁN P. (eds.) (1994): *The Development and Reform of Financial Systems in Central and Eastern Europe*. Brookfield, VT: Edward Elgar.
- CHIKÁN, A. (szerk.) (1981): *The Economics and Management of Inventories*. Amsterdam: Elsevier Science Publishers, Akadémiai Kiadó.
- CHIKÁN, A. – ÁBEL, I. – RIECKE, W. (1980): An Econometric Analysis of Aggregate Inventory Behavior in the Hungarian Economy. Előadás az V. Nemzetközi Előrejelzési Konferencián (Esztergom).
- COTTARELLI, C. – SZAPÁRY GY. (szerk.) (1988): *Mérsékelt infláció. Az átalakuló gazdaságok tapasztalatai*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank.
- CUKIERMAN, A. (1992): *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*. Cambridge (MA): MIT Press.
- FARKAS ZOLTÁN (2021): Elhunyt Riecke Werner, a Magyar Nemzeti Bank korábbi alelnöke. *Gazdaság: Elhunyt Riecke Werner, a Magyar Nemzeti Bank korábbi alelnöke* | hvg.hu.
- JAKAB ZOLTÁN – SZAPÁRY GYÖRGY (1998): A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon. MNB Füzetek, 6. https://www.mnb.hu/archivum/Kiadvanyok/mnbhu_mnbfuzetek/mnbhu_MF1998_6.
- JOHNSON, JULIET (2016): *Priests of prosperity. How Central Bankers Transformed the postcommunist World*. Ithaca, N. Y.: Cornell University Press.
- KARÁDI PÉTER (1999): Jegybankfüggetlenség Magyarországon (1990–1999). *Közgazdasági Szemle*, XLVI(11), 969–992.
- KOPITS, GEORGE (1995): Hungary's Preannounced Crawling Peg. *Acta Oeconomica*, 47(3–4), 267–286.
- LANGMÁR FERENC – PAPP EMÍLIA (1996): Bankkonszolidáció: Körhitel https://magyarnarancs.hu/belpol/bankkonszolidacio_korhitel-61912.

- Magyar Nemzeti Bank (1998): Jelentés az infláció alakulásáról. https://www.mnb.hu/archivum/Kiadvanyok/mnbhu_inflacio_hu/korabbi-kiadvanyok-1998-2014-marcius-ig/mnbhu_inf9811.
- Magyar Nemzeti Bank (2001): Az MNB tevékenységének átalakulása, 1995–2000. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnbtev19952000-hu.pdf>.
- Magyar Nemzeti Bank (2007): A Magyar Nemzeti Bank tevékenysége, 2001–2007. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-tevekenysege.pdf>.
- Magyar Nemzeti Bank: Tájékoztató az Országgyűlés részére az évi pénz- és hitelpolitikai irányelvekről. MNB Budapest, különböző években. https://www.mnb.hu/archivum/Kiadvanyok/mnbhu_inflacio_hu/korabbi-kiadvanyok-1998-2014-marcius-ig/mnbhu_inf9811.
- PIROSKA, DÓRA (2017): Központi bankok és bankárok Kelet-Európában. Könyvismertetés JULIET JOHNSON: *Priests of Prosperity. How Central Bankers Transformed the Postcommunist* című könyvéről (World Cornell University Press, Ithaca, N. Y., 2016). *Közgazdasági Szemle*, LXIV(4), 448–452.
- PIPER, ROSEMARY – KIRÁLY JÚLIA – SZÉKELY P. ISTVÁN – ÁBEL ISTVÁN – RIECKE, WERNER – SZAKADÁT LÁSZLÓ (1994): A pénzügyi szektor reformja a piacgazdaságra való átmenet időszakában Magyarországon. Budapest, Magyarország: Kék Szalag Bizottság Alapítvány.
- RIECKE, WERNER – ANTAL, LÁSZLÓ (1993): Hungary: Sound Money, Fiscal Problems. In: RICHARD PORTES (ed.) (1993): *Economic Transformation in Central Europe: A Progress Report*. 107–30. Budapest: Centre for Economic Policy and Research.
- RIECKE, WERNER (1993): A monetáris politika céljai és eszközei. Kézirat, MNB.
- RIECKE, WERNER – SZALKAI ISTVÁN – SZÁZ JÁNOS (1981): *Tanulmányok az árfolyamelmélet és árfolyampolitika témaköréből*. Budapest: Pénzügykutató Intézet.
- RIECKE, WERNER – SZALKAI ISTVÁN – SZÁZ JÁNOS (1985): *Árfolyamelméletek és pénzügypolitika*. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
- ROMHÁNYI JÓZSEFNÉ (1999): A Magyar Nemzeti Bank történetének kronológiája, Budapest: MNB, június.
- SIKLOS, PIERRE (1994): Central Bank Independence in the Transitional Economies: A Preliminary Investigation of Hungary, Poland, the Czech and Slovak Republics. In: BONIN, J. – SZÉKELY, P. I. (eds.) (1994): 71–98.
- SIKLOS, PIERRE. L. – ABEL, ISTVAN (2001): Is Hungary ready for Inflation Targeting? *Economic Systems*, 26(4), 309–333. https://www.researchgate.net/publication/222189290_Is_Hungary_Ready_For_Inflation_Targeting.
- SURÁNYI GYÖRGY (2001): Transformation of the Activities of the National Bank of Hungary 1995–2000. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnbtev19952000-en.pdf>.
- SURÁNYI GYÖRGY – VINCZE JÁNOS (1998): Infláció Magyarországon, 1990–1997. In: COTTARELLI, C. – SZAPÁRY GY. (szerk.) (1988): *Mérsékelt infláció. Az átalakuló gazdaságok tapasztalatai*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank, 150–170.
- SZALKAI ISTVÁN (1995): *A monetáris irányítás*. Budapest: Bankárképző.
- SZAPÁRY GYÖRGY – JAKAB M. ZOLTÁN (1998): A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, XLV(10), 877–905.
- URSPRUNG JÁNOS (1996): A kétszintű bankrendszer fejlődése Magyarországon, 1987–1995. <https://doksi.hu/get.php?lid=26532>.
- WAGNER, HELMUT (1998): Central Banking in Transition Countries. Working Paper 98/126, International Monetary Fund.
1991. évi LX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról.
1996. évi CXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról szóló 1991. évi LX. törvény módosításáról.

A MARSHALL-LERNER-FELTÉTELTŐL A KÖZÉP-ÁZSIAI ÁLLAMPAPÍRPIACOKIG

Werner Riecke (1953–2021)

Száz János¹

A LEGNYUGODTABB NYUGHATATLAN

Werner volt a legnyugodtabb nyughatatlan ember, akit valaha is ismertem.

Ismeretségünk 45 éve alatt soha nem hallottam kiabálni, ingerülten beszélni. Ugyanakkor mindig foglalkoztatta valami megoldandó probléma. Akkor is, ha egy cigaretta vagy egy korsó sör volt a keze ügyében.

Mindig érezhető volt, hogy megvan a véleménye, akár kimondta ott és akkor, akár csak figyelte a vitát. Gesztusaiból volt kivehető, hogy szüntelen járt az agya. Figyelt arra, amit hallott, és rögtön fel is dolgozta a hallottakat. De nem volt az a fajta ember, aki a vitákban mindenáron hangadó akart volna lenni. Érdemben tudott reagálni a frissen hallottakra, és volt füle a beszélgetőpartnerei mondanójára. De nem a másoktól hallottakból szedezette össze a mondanóját az újabb hallgatóságoknak. Következtetéseit szerette maga levonni.

Már fiatalon nagyon okos ember hírében állott, még ha ezt nem is igyekezett szüntelen villogtatni. Sosem akart másnál okosabb, jobban informált lenni. Ahogy öregedett, egyre gyűltek a feldolgozott tapasztalatai a gazdaságról, a világról.

Időről időre dolgoztunk együtt: írtunk könyvet, készültünk a következő jegybanktanács-ülésre az irodájában, vagy a világ másik felén tartottunk tanfolyamot.

Szidni egy dologért szidott: „*Hogy lehet ilyen rondán programozni?*” Igaza volt.

Tőle tanultam el, hogy miként kell és miért érdemes apróbb modulokra bontani egy nagyon hosszú programot a sok-sok ide-oda mutogató GOTO utasítás helyett. Nagyon strukturáltan gondolkozott. Vannak, akik sakkoznak, Werner élete végéig szerette maga megírni az algoritmusait, és számokkal is alátámasztani mondanóját.

1985-ben az IMF tanfolyamot tartott Budapesten (lehet, ez volt az első és egyetlen akkor tájt e tágabb régióban). Erre készítettünk az MNB megbízásából Wernerrel és Nadrai Lászlóval (MNB) több hónapon át egy szoftvert

¹ Száz János egyetemi tanár, Pénzügy Tanszék, Budapesti Corvinus Egyetem. E-mail: janos.szaz@uni-corvinus.hu.

Commodore 64-re (ami valójában nem 64, hanem csak 38 kbyte volt). Ez részben adatbázis-kezelő, részben statisztikai program volt, amely egy adott ország adatai alapján a pénzügyi program elkészítéséhez szükséges számításokat végezte el, elsősorban a fizetési mérleg tételeire kihegyezve. A tanfolyamra az amerikai előadók Apple laptopokkal érkeztek, és igencsak érdeklődve figyelték, ahogy a monitorként szolgáló szovjet Junoszty televíziókat próbáltuk összedugni a C64-gépekkel. A Duna-parti InterContinental szálloda műanyag szőnyegpadlója miatt ez a művelet a szó szoros értelmében „rázós” volt. Annál nagyobb volt az elképedése a három Amerikából jött előadónak, amikor látták, hogyan készülnek el az egyes csoportok pénzügyi programjai a programunk segítségével a Commodore-okon.



Ezen a ponton említeném meg, hogy bár Wernert a gazdaságpolitika gyakorlati és elméleti kérdései izgatták, és így is marad meg alakja a köztudatban, de élete során számos **programnyelv** számos verzióját tanulta ki. Már a közgazdasági modellek matematikai hátterének a megismerése és megemésztése is időigényes, de ha egyszer megértettük, akkor már jó. Aki viszont a számítástechnikai mélységéig lemerül, annak sok-sok új és még újabb verzióval kell megismerkednie.

Werner az a generáció volt, amelyik a 70-es évek Közgázán a 4 kbytes(!) NDK Cellatron gépen gépi kódban kezdett programozni. A másodfokú egyenlet megoldóképlete egy 129 soros program volt. Aztán a kiváltságosok programozhattak kódlapon FORTRAN-ban, amit lyukkártyára lukasztottak, és fenn a Várban futott a program a CDC 3300-as MTA-gépen. Már ha futott. Egyetlen hiba kijavítása 2-3 napig tartott. Megtalálni a leporellón a hibát, újabb kártya lelyukasztatása, felküldés a Várba, onnan a leporelló vissza, stb.

Aztán jött az OTSZK (Országos Tervhivatal Számítástechnikai Központja) négyemeletes épülete Zuglóban, a Szugló utcában, ahol a terjedelmes gép a töredékét tudta egy mai laptopnak. Egy szakdolgozathoz szükséges számolások gépidőigénye két Zsiguli árát is kitette. Ekkoriban jelent meg egy-két ÁFOR-benzinkútnál a zsebszámológép. Félhavi fizetés áráért lehetett olyat

kapni, amelyik ki tudott számolni egy hatványt, és el tudott tárolni egy számot, félretéve a további számításokhoz.

Amikor Wernerrel az IMF-tanfolyamra készítettük a programot a 80-as évek derekán, akkor a C64-hez egy magnókazetta-olvasó is csatlakozott. A Kötvény című könyvünk Bánfi Tamással és Sulyok Mártával ilyen kazettára íródott anno, amit aztán a C64-hez kapcsolt, gömbfejes NDK Robotron írógép püfölt ki papírra.

Aztán jött az OT „spenót” épülete a Lánchíd pesti hídfőjénél, ahol össze-összeszefutottunk Wernerrel, miközben a TSP (Time Series Processor) statisztikai programcsomagot futtattuk, és jókat ebédeltünk a legfelső emeleten lévő, elsőrangú menzán. Ekkor már a TSP vonogatta be a regressziós egyenletekbe a potenciális magyarázó változókat, és a vastag lepeollón böngészhetjük, hogy a kapott 1000–1200 egyenletben milyenek az R^2 -ek és a változók t -statisztikái. Így bogarászgattuk, hogy mitől is függhet leginkább a népgazdaság állóeszköz-állományának az alakulása. Ma már ezt a részt is gép csinálja, hála istennek.

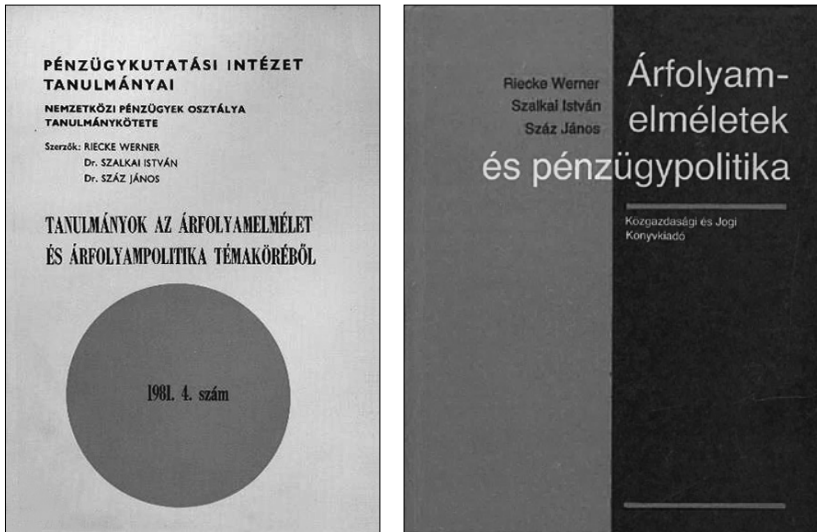
Vajon hány ezer órát tölthetett el Werner programozással, új programverziók megismerésével? Komoly aranyfedezete volt a jegybanktanácsi megszólalásainak.

A MARSHALL-LERNER-FELTÉTEL, ROBINSON-FELTÉTEL

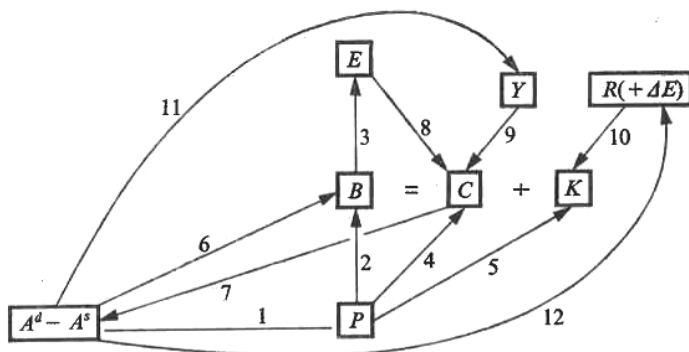
Werner ösztönösen és fokozatosan nyitott keletre, miközben ízig-vérig nyugati mentalitású ember volt. Az első keleti nyitása az volt, hogy eljött az NDK-ból Magyarországra az egyetemre. Itt tanulta ki a közgazdasági elméletet, amit előbb a magyar gazdaság működéképesebbé tételére próbált használni, majd újabb keleti nyitásként az MNB alelnöki funkciója után három közép-ázsiai ország (Azerbajdzsán, Kirgisztán, Tadzsiszisztán) állampapírpiacának kialakításánál bábáskodott állandó IMF-képviselőként. Később innen ment tovább Bangladesbe.

A 80-as évek elején a magyar gazdaság legsérülékenyebb pontja a konvertibilis *folyó fizetési mérlegünk egyenlege* volt. Werner tanulmánya a fizetésimérleg-elméletekről 1981-ben jelent meg a *Hagelmayer István* vezette Pénzügykutató-kiadvány-sorozat (Pénzügykutatói Intézet tanulmányai) egyik köteteként, két másik tanulmánnyal együtt. Az 1982-es nemzetközi fizetési válság idején Magyarország volt az egyik legesélyesebb a bedőlésre. Ez akkora fenyegetés volt, hogy – a KGST-országok közül elsőként – ekkor lépett be Magyarország a Nemzetközi Valutaalapba (IMF). A csődöt sikerült elkerülni némi pénzügytechnikai bravúrral, amire öten Állami Díjat is kaptak.

A díjazottak egyike volt *Szalkai István*, aki akkoriban mindenkinél jobban értette itthon az IMF-tagsággal járó adatszolgáltatási kötelezettség technikai részleteit, és a fizetésimérlegegyenleg-centrikus monetáris politika logikáját. Ő volt az egyik kezdeményezője, szakmai előkészítője az IMF-csatlakozásunknak. Hamarosan a monetáris politikáért felelős MNB-alelnök lett. Az övé volt a másik tanulmány a Hagelmayer szerkesztette tanulmánykötetben.



Az enyém volt a harmadik, ami az akkoriban keletkezett lebegő devizaárfolyammodelleket rendszerezte és mutatta be. A 70-es évek első felében bomlott fel a második világháború utáni Bretton Woods-i rendszer, amelyben a devizaárfolyamokat fixen tartották a jegybankok. A lebegő devizaárfolyamok matematikai modelljei ekkor keletkeztek, de bizonyos problémák gyökerei több évszázadra nyúltak vissza. Például a *Sapka* és a *Kalap* párt vitája az 1700-as években a svéd parlamentben arról, hogy az infláció az oka vagy következménye-e a devizaárfolyam romlásának, és ez utóbbi miként függ össze a fizetési mérleg egyenlegével.



2.5. ábra

Jelmagyarázat:

- $A^d - A^s$ = a pénz és hitelpapírok túlkereslete különböző valutákban kifejezve,
 P = belföldi árszínvonal,
 B = fizetési mérleg,
 C = folyó tételek,
 K = tőketételek,
 E = árfolyam,
 R = kamatkülönbözet,
 Y = reál nemzeti jövedelem.

amely a 3-as és 8-as kapcsolaton keresztül fejtett ki hatást az árfolyamra és a folyó tételekre.

A mai monetáris iskola ezzel szemben szívesen hangsúlyozza a 6-os és a 3-as nyilakkal jelzett kapcsolatot. *R. Dornbusch* inkább a 12-es, 10-es összefüggést emeli ki, amely a kamat- és árfolyam-arbitrázs hatását írja le a tőketételekre, míg hosszú távra az 1-es, 4-es kapcsolatot tartja lényegesnek, amely a vásárlóerő-paritás mechanizmusát írja le.

A 6—3—8—7 hurok azt írja le, mi történik a monetáris iskola egyik változata szerint, ha a folyó tételek egyenlegének hatására megváltozik a tőkeállomány.

Forrás: Riecke–Szalkai–Száz (1981)²

2 RIECKE, WERNER – SZALKAI ISTVÁN – SZÁZ JÁNOS (1981): *Tanulmányok az árfolyamelmélet és árfolyampolitika témaköréből*. Budapest: Pénzügykutató Intézet.

Werner 1981-es tanulmánya azt foglalta össze, hogy milyen feltételek mellett javítja a *leértékelés* a külkereskedelmi mérleget. A hagyományos elmélet az árfolyamrugalmasságokon keresztül ragadta meg a problémát (*Marshall-Lerner-feltétel*, *Robinson-feltétel*), az új fejlemény az irodalomban a *fizetési mérleg monetáris elmélete* volt. Az én tanulmányom arról szólt, mitől értékelődik fel vagy le a lebegő árfolyam, Szalkai Pista írása pedig, hogy miként lesz mindebből pénzügypolitika. Werner ötlete volt, hogy dolgozzuk össze a három, egymástól függetlenül keletkezett írást egyetlen könyvvé. Ez meg is történt, és a KJK megjelentette 1985-ben, a könyv nívódíjat is kapott.

Ne feledjük, akkoriban nem volt internet és okostelefon. Egy-egy konkrét hiányzó ismeretért akár egy külföldi szakkönyvtárat kellett felkeresni egy tanulmányút keretében. Egy-egy ilyen tanulmánykötet, KJK-könyv – mint amelyeket a képen is láthatunk – szerepe több volt, mint hiánypótló. Azért, mert gyakran még a hiányérzet sem alakult ki bizonyos szakmai újdonságok iránt. A gondok viszont itt voltak, és jól jött annak ismerete, hogy mit is gondolnak a világ haladottabb részein e problémák orvoslásának lehetőségeiről.

Werner tanulmányának vázát legjobban a könyv tartalomjegyzékének kivonata mutatja:

Tartalomjegyzék	
Előszó 9	
1. Fizetési mérleg-elméletek 13	
1.1. Rögzített és rugalmas árfolyamok 13	
1.2. Az elaszticitási megközelítés 16	
1.2.1. A valuták kereslete és kínálata 18	
1.2.2. A leértékelés hatása a külkereskedelmi mérlegre 21	
1.2.3. A külkereskedelmi mérleg javulásának feltételei 30	
1.2.4. Speciális problémák 37	
1.3. A külkereskedelmi árrugalmasságok becslésének módszertani problémái 44	
1.3.1. Az import keresleti függvénye 45	
1.3.2. Az árrugalmasságok becslésének gyakorlati tapasztalatai 49	
1.3.3. Az exportkeresleti és -kínálati árrugalmasságok szimultán becslése 52	
1.4. Az elaszticitási megközelítés hiányosságai és az „abszorpció” megközelítés 57	
1.4.1. Az elaszticitások endogenitása 57	
1.4.2. A leértékelés hatásai 60	
1.5. A fizetési mérleg monetáris elmélete 63	
1.5.1. A fizetési mérleg mint monetáris jelenség 64	
1.5.2. A stabil pénzkeresleti függvény feltételezése 66	
1.5.3. A fizetési mérleg alakulása mint állományok alkalmazkodásának folyamata 68	
5	
	1.5.4. A leértékelés hatásai monetáris felfogásban 71
	1.5.5. A monetáris megközelítés érvényessége fejletlen tőkepiac esetén 73
	1.6. A leértékelés hatása a fizetési mérlegre: kisértékek a megközelítések szintetizálására 76
	2. Árfolyamelméletek 81
	2.1. A monetáris árfolyamelmélet történeti előzményei 85
	2.1.1. A merkantilizmus és a kereskedelmi mérleg tana 86
	2.1.2. A mennyiségi pénzelmélet és a nemzetközi automatizmusok felismerése 87
	2.1.3. Letérés az aranyalapról Svédországban 88
	2.1.4. A font beváltásának felfüggesztése 1979-ben: Ricardo munkássága és a vásárlóerő-paritás elmélet körvonalai 89
	2.1.5. Az aranystandard és Goschen jegybankkamatlétpolitikája 91
	2.1.6. Az aranystandard megszűnése: Cassel vásárlóerő-paritás elmélete 93
	2.1.7. A határidős devizapiacok szerepe és Keynes kamatparitás-elmélete 94
	2.1.8. Rögzített árfolyamok az aranydeviza-rendszerben 96
	2.1.9. Flexibilis árfolyamok 1973-tól: az árfolyam-alakulás tőkepiaci elmélete 98
	2.2. A monetáris árfolyamelmélet jellemzői 103
	2.2.1. Az árfolyam-alakulás tőkepiaci, monetáris és monetarista magyarázata 103
	2.2.2. A vásárlóerő-paritás elmélete és empirikus vizsgálata 107
	2.2.3. A kamatparitás elmélete és empirikus vizsgálata 112
	2.2.4. Az árfolyam mint két ország pénzének relatív ára 123
	2.2.5. Az árfolyam mozgásának centruma a monetáris elméletben 125
	2.2.6. Az árfolyam rövid távú alakulása a monetáris elméletben 128
	2.2.7. A rövid és hosszú távú árfolyam-alakulás kapcsolata a monetáris elméletben 132
	6

Werner stílusát csak némi túlzással lehetne szószátyárnak nevezni. Ennek illusztrációjaként álljon itt pár oldal:

2.3. Az árfolyam-alkulás modelljei 134
 2.3.1. Az egyszerű vásárlóerő-paritász modell 136
 2.3.2. Vásárlóerő-paritász részleges alkalmazkodással 136
 2.3.3. Vásárlóerő-paritász részleges alkalmazkodással és várakozásokkal. A dinamikus vásárlóerő-paritász modell 137
 2.3.4. Bilson monetarista modellje 138
 2.3.5. Dornbusch keynesianus modellje 145
 2.3.6. A monetarista és a keynesianus felfogás szintézise. Frankel realkalmazás-különbözet modellje 151
 2.3.7. A portfólió egyensúlyi modell 155
 2.3.8. A monetarizmus és a portfólió megközelítés szintézise: Frankel tőkepiaci modellje 158

3. Az árfolyam-, a hitel- és a költségvetési politika összefüggése a külgazdasági egyensúllyal 165
 3.1. A külső és belső egyensúly értelmezése 168
 3.2. A külkereskedelmi forgalomba kerülő és nem kerülő áruk elhatárolása 170
 3.3. A relatív árkompertív szektor javára történő módosításnak hatása a külső és belső egyensúlyra 172
 3.4. Az általános keresletkorlátozás hatása a külső és a belső egyensúlyra 178
 3.5. Az általános keresletkorlátozás és a relatív árkompertív szektor javára történő módosításnak együttes hatása a külső és belső egyensúlyra 189
 3.6. A vizsgált gazdaságpolitikai eszközök széleskörű társításai 191

4. Magyar vonatkozások 207
 4.1. A magyar árfolyam-politikáról 207
 4.2. A magyar költségvetési és hitelpolitika néhány kérdése 220

I. Függelék (az 1. fejezethez) 233
 1.1. A Marshall—Lerner-feltétel 233

7

a Robinszon-feltétel nem teljesül, akkor a leértékelés biztosan rontja a cserearányt is. A Robinszon-feltétel nem teljesüléséből ugyanis következik, hogy

$$n_x \cdot n_x < e_x \cdot e_x.$$

A fordított összefüggés azonban nem egyértelmű; a leértékelés javíthatja a fizetési mérleget úgy is, hogy ez együtt jár a cserearány javulásával, de úgy is, hogy a fizetési mérleg javulása együtt jár a cserearány romlásával.

A leértékelés hatása nem egyensúlyi mérleg esetén
(A „Cooper-paradoxon”)

A Marshall—Lerner-, illetve a Robinszon-feltétel az irodalomban elterjedt felirási módja általában feltehető, hogy a külkereskedelmi mérleg egyensúlyban van ($X=M$). Ha azonban vizsgálni akarjuk a valutaleértékelésnek a külkereskedelmi mérlegré gyakorolt hatását, akkor azt is figyelembe kell vennünk, hogy erre a leértékelésre általában akkor kerül sor, ha a külkereskedelmi egyenleg negatív ($X < M$). Ezt a ténnyt akkor viszont mindenképpen figyelembe kell venni a Marshall—Lerner-, illetve a Robinszon-feltétel megfogalmazásánál.

Így új fel újra a Marshall—Lerner-feltételt, mégpedig oly módon, hogy ez először a hazai valutában, másodszor pedig a külföldi valutában kifejezett egyenlegre vonatkozik.

$$-n_x \frac{X_n}{M_n} - n_x > 1,$$

$$-n_x - n_x \frac{M_x}{X_x} > 1.$$

Látható, hogy az egyensúly hiánya lényegesen módosíthatja a feltételeket. Egyensúlyhiány (negatív mérleg) esetén fennáll, hogy

$$\frac{X_n}{M_n} < 1 \text{ és } \frac{M_x}{X_x} > 1,$$

40

2.

$$\begin{aligned} S_x(P_n) &= S(P_x r), \\ \frac{dS}{dr} &= \frac{dS}{dP_x r} \left[\frac{dP_x}{dr} r + P_x \right] = \\ &= \frac{dS}{dP_n} \left[\frac{dP_x}{dr} r + P_x \right] = e_x \frac{S}{P_n} \left[\frac{dP_x}{dr} r + P_x \right]. \end{aligned}$$

3.

$$\begin{aligned} D_x &= D(P_x), \\ \frac{dD}{dr} &= \frac{dD}{dP_x} \frac{dP_x}{dr}. \end{aligned}$$

4.

$$\begin{aligned} \frac{dD}{dr} &= \frac{dS}{dr}, \\ \frac{dD}{dP_x} \frac{dP_x}{dr} &= e_x \frac{S}{P_n} \left[\frac{dP_x}{dr} r + P_x \right] \\ \left[\frac{dD}{dP_x} - e_x \frac{S}{P_n} \right] \frac{dP_x}{dr} &= e_x \frac{SP_x}{P_n} \\ \frac{dP_x}{dr} &= \frac{e_x SP_x}{\left[\frac{dD}{dP_x} - e_x \frac{S}{P_n} \right] P_n}. \end{aligned}$$

5.

Ez utóbbi eredményt az 1. lépésben nyert összefüggésbe behelyettesítve adódik, hogy:

$$\begin{aligned} dX_x &= \frac{e_x SP_x}{\left[\frac{dD}{dP_x} - e_x \frac{S}{P_n} \right] P_n} D[1 + n_x] = \\ &= \frac{e_x X_x}{\frac{dD}{dP_x} \frac{P_n}{D} - e_x \frac{S}{D}} [1 + n_x]. \end{aligned}$$

236

és ebből:

$$\frac{dX_x}{dr} \frac{r}{X_x} = n_{X_x} = \frac{e_x(1+n_x)}{n_x - e_x} = \frac{1+n_x}{\frac{n_x}{e_x} - 1}.$$

Használóképpen bizonyítható az összefüggés az importérték árfolyamrugalmasságára vonatkozóan.

1.3. A leértékelés hatása a cserearányok alakulására

A cserearányok javulása úgy fejezhető ki:

$$\frac{dP_n}{P_n} > \frac{dP_x}{P_x},$$

vagy

$$\frac{dP_n}{P_n} \frac{r}{dr} > \frac{dP_x}{P_x} \frac{r}{dr},$$

vagy

$$n_{P_n} > n_{P_x}.$$

ahol: n_{P_x} , illetve n_{P_n} az export-, illetve importárcik árfolyam szerinti rugalmassága.

Vizsont:

$$e_x = \frac{dS}{S} \cdot \frac{dP_x}{P_x},$$

$$\frac{dS}{S} = e_x \frac{dP_x}{P_x},$$

és

$$n_x = \frac{dD}{D} \cdot \frac{dP_x}{P_x}.$$

237

Ki is emelném a főbb szövegelemeket a képletek közül:

- *ebből adódik,*
- *továbbá,*
- *viszont,*
- *ezért...*

Hemingway is megirigyelhetné ezt a *szikár* stílust.

Werner alkatra is vékony volt. Sem testileg, sem szellemileg nem volt szétfolyó. Mindig is az összefogottság, a részletek átgondolása jellemezte.

Az 1985-ös IMF-programozási ujjgyakorlatunkat bő két évtizeddel később három közép-ázsiai tanfolyam követte az állampapírpiacokról (Azerbajdzsán, Kirgizisztán, Tadzsiszisztán). Ezeknek már Werner volt a fő szervezője. Engem is meghívott előadónak ezekre az izgalmas helyekre.

Werner 2005-ben kapta meg a Popovics-díjat. Ritkán fordul elő, hogy egy díj két díjazottja, akik egészen különböző időpontokban kapták meg az elismerést (1994-ben, illetve 2018-ban), közös elektronikus levélfolyamban tizenötöd magukkal törjék a fejüket valamin. **2019.** február 6-án 13.30-kor kaptunk levelet Wernertől, amiben tudatja, hogy egyetért *Chikán Attilával*, és „*Attila bölcsessége mindent felülír. From here to eternity. Werner*”.

Nem tudtam, nem sejtettem, hogy ez lesz az utolsó mondat, amit Wernertől kapok, aki négy évtizeden át volt a barátom.

Sokan indultunk a Rajk Szakkollégiumból a 70-es, 80-as években. Az ismeretségünk, kapcsolatunk kezdete és a vége is ide kapcsolódott Wernerrel.

From here to eternity, Werner.

AZ ÉREM KÉT OLDALA: MONETÁRIS POLITIKA ÉS ADÓSSÁGMENEDZSELÉS¹

Neményi Judit²

Riecke Wernert pályakezdőként ismertem meg a hetvenes évek végén. Ő is a *Szokolczai-féle* Ökonometriai főosztályon (INFELOR Rendszertechnikai Vállalat) kezdett el az egyetem után dolgozni. Ez a cég a KSH háttérintézeteként már akkor megrendelésekre dolgozott. Főleg minisztériumoknak készítettünk gazdasági számításokat, különböző – ÁKM-alapú, strukturális és idősoros ökonometriai – modellekkel és elemzésekkel (alkalmazott kutatással) foglalkoztunk. A nemzetgazdasági makromodelleken keresztül alakult ki egyfajta átfogó gazdasági világgépünk³, amit lebontva haladtunk a pályánk során a részletek felé. Bár az „infeloros” években soha nem dolgoztunk együtt, de sokat beszélgettünk, és kiderült, hogy sok mindent egyformán látunk. Innen datálódott a barátságunk.

A Szokolczai-főosztály felszámolása után⁴, a nyolcvanas években a rendszerváltásig különböző helyeken dolgoztunk. Werner egy rövid árhivatali kitérő után a Pénzügykutatóban, majd különböző gazdaságpolitikai (a *Kupa-féle* adóreform és a *Medgyessy-féle* gazdaságpolitikai) titkárságokon keresztül került 1990-ben – *Surányi Gyuri* hívására – a Magyar Nemzeti Bankba (MNB). Az MNB-ben először elnöki tanácsadó, majd a pénzügypolitikai főosztály elődosztályának vezetője lett. 1995-től a pénzügypolitikai terület ügyvezető igazgatójának, majd 1998-ban al-elnöknek nevezték ki. Én pedig az Országos Tervhivatal különböző műhelyeiben (Modellezési főosztály, Tervgazdasági Intézet), majd a Gazdaságkutatóban dolgoztam.

1 A 2021. szeptember 30-án a Rajk Szakkollégiumban *Riecke Werner* emlékére rendezett összejövetelen elhangzott hozzászólás írott változata.

2 *Neményi Judit* a Pénzügykutató Intézet tudományos tanácsadója, a Magyar Nemzeti Bank monetáris tanácsának tagja volt 2005–2011-ig. E-mail: nemenyij51@gmail.com.

3 A népgazdasági tervező és elemző szak közgazdász-matematikai szakágazatán végeztünk mind a ketten. Később, az MNB-ben ezért kerülhettünk *Surányi Gyurinnál* „a makroszakosok” kategóriájába, versus „a pénzügyesek”, akik az „igazi hozzáértők a banki dolgokban” (*sic!*).

4 Magyarországon előbb-utóbb minden jól működő műhelyt felszámoltak, a szocialista időszakban is, de ez később is így folytatódott. Gondoljunk csak a rendszerváltáskori háttérintézet-bezárásokra vagy például az első független Költségvetési Tanácsra. Majdnem minden munkahelyváltásunk valamilyen felszámoláshoz kapcsolódott. Ha egyszer megírtuk volna Wernerrel a nyolcvanas évekbeli munkahelyváltásaink történetét, komplett képet kaptunk volna a kései szocialista rendszer működéséről.

Az élet a rendszerváltáskor sodort megint egymás mellé minket. Én, mivel megtörték a makrogazdasági idősorok, és ellehetetlenült az idősoros ökonometriai modellezés, a Pénzügyminisztérium frissen alakult Pénz- és tőkepiaci főosztályán próbálkoztam egy új szakmával, a gazdaságpolitikával. A Magyar Nemzeti Bankkal való koordináció és kooperáció feladatát és a költségvetés piaci finanszírozását (az állampapírpiaclétrehozását) kaptam feladatul. Aztán 1995-től én is az MNB-ben kötöttem ki, 1996-tól a közgazdasági és kutatási területet irányítottam vezető közgazdászként, és az MNB-igazgatóságának tagja lettem.

Wernerrel 1992-től kezdve egy évtizeden át nagyon szoros együttműködésben azon dolgoztunk, hogy Magyarországon megteremtődjenek a piacgazdasági működés alapintézményei, és azok hatékonyan működjenek. Ár- és pénzügyi stabilitást álmodtunk, s a kezdetektől az európai uniós tagság és a közös valuta bevezetése lebegett a szemünk előtt. Ehhez tartozott, hogy az alapvető fontosságú intézmények profilját megtisztítsuk az oda nem illő feladatoktól, valamint hogy fontos, de a szocializmusban nem létező intézményeket hozzunk létre, és elősegítsük az alapvető piacok kialakulását és fejlődését.

Itt most két olyan eredményt szeretnék felidézni a közös munkáinkból, amelyek a mai időkig hatnak.

1. 1992–1996: A MAGYAR NEMZETI BANK FÜGGETLEN KÖZPONTI BANKKÁ ALAKÍTÁSA

A helyzet a rendszerváltáskor címszavakban a következőképpen nézett ki:

- az MNB korlátlanul finanszírozta a költségvetést kedvezményes kamatú hittel;
- az állam devizaadóssága az MNB mérlegében szerepelt, azt a saját nevére vette fel a bank;
- a forint leértékelődése miatt keletkező árfolyamvesztéséget kamatmentes és lejárat nélküli hitelként írta jóvá a bank a költségvetés felé;
- az MNB mérlegében tetemes méretű kedvezményes kamatú refinanszírozási hitelállomány is volt,
- és mindemiatt az MNB egyre növekvő veszteséggel működött, ami az akkori erős inflatorikus környezet miatt nem volt fenntartható, a veszteséget a költségvetésnek meg kellett térítenie.

Tehát volt korlátlan monetáris finanszírozás, kedvezményes refinanszírozás, jegybanki külső devizaeladósodás szuverénként, nem volt viszont likvid állampapírpiaclétrehozás és az intézményi befektetők közül is hiány volt.

1991 év végén elfogadták a jegybanktörvényt, amely kimondta, hogy fokozatosan meg kell szüntetni a költségvetés monetáris finanszírozását, és lépcsős csökkentést írt elő öt évre előre vetítve. 1992-ben született két kormányhatározat: az egyik előírta, hogy meg kell állapítani, kinél (milyen intézmények mérlegében) van, és mekkora a magyar államadósság.⁵ A másik, hogy 1993-tól a költségvetés hiányát kizárólag piaci kamatozású állampapírokkal kell finanszírozni.⁶

Egyrészt a szocialista gazdaságbeli monobankból független központi bankot kellett faragni, másrészt piaci alapokra kellett átállítani a költségvetés finanszírozását, s ehhez létre kellett hozni az állampapírpiacot.

Ezeknek a feladatoknak a megoldásához nagy segítséget jelentett, hogy a kilencvenes évek első felében többször is részt vehettünk monetáris politikai és adósságmenedzselési tanfolyamokon az IMF és a Bank of England szervezésében. Amit tanultunk, azt próbáltuk úgy adaptálni a magyar viszonyokra, hogy minél előbb kialakuljanak és működni kezdjenek a piacgazdaság alapvető intézményei. Auto-didakták voltunk, „learning by doing” üzemmódban dolgoztunk, de egy nyelvet beszéltünk.

Az MNB függetlenségének, illetve a monetáris politika hatékonyságának megteremtéséhez szükség volt az MNB úgynevezett kvázi fiskális (finanszírozási és adósságkezelési) tevékenységeinek a felszámolására. A privát szektor kedvezményes refinanszírozásának fokozatos megszüntetése mellett a legnagyobb kihívást a költségvetés monetáris finanszírozásának és az MNB mint magyar szuverén adós státuszának megszüntetése jelentette. A közvetlen jegybanki finanszírozást fokozatosan, az MNB saját nevében történő devizaeladósodását az 1996. év végén végrehajtott adósságcserevel sikerült kiiktatnunk a rendszerből.

Werner az MNB-ben, én pedig a Pénzügyminisztériumból foglalkoztam ezekkel a feladatokkal. Ő képviselte a *monetáris politikai* szempontokat, én meg az *adósságkezelési* megfontolásokat, de mindketten, az első pillanattól fogva tudtuk, hogy ez valójában ugyanannak az „éremnek” a két oldala. Hamar a kezünkbe került *Tobin* Nobel-díjas közgazdász írása⁷, s a gyakorlatban is észlelhettük, hogy a monetáris politika és az adósságkezelés egyaránt a gazdaságban kinn lévő adós-

5 Az államadósság valódi nagysága és összetétele csak az MNB és a költségvetés mérlegeinek összevonásával (konszolidálásával) volt megállapítható.

6 A törvény 1996-ra írta elő a monetáris finanszírozás teljes megszüntetését, 1993-tól pedig évente egyre csökkenő mértékben adott lehetőséget az MNB-beli államkötvények állományának növelésére.

7 JAMES TOBIN (1963): *Fiscal and Debt Management Policies. The Commission on Money and Credit*. Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, N.J.

ság teljes spektrumát befolyásolja, csak különböző csatornákon keresztül, más-más intenzitással és késleltetéssel.⁸

Azt is tapasztalhattuk mindjárt a kezdetekkor, hogy a költségvetés együttműködése nélkül nem megy sem a költségtakarékos finanszírozás megvalósítása, sem a dezinfláció. A kilencvenes évek elején azonban a piacok és a gazdaság összeomlása miatt megugró államháztartási hiányt, amelyet tovább növelt a piaci árazású kamatkidadások megjelenése, közvetlenül a költségvetésben, az évtized első felében nem sikerült megfékezni. A finanszírozási igény jóval meghaladta a rendelkezésre álló forrásokat, ami az intézményi átalakításokat nagyon megnehezítette.⁹ Az állampapírpiacra korlátozottan voltak jelen az intézményi befektetők, és az állampapírok értékesítésének infrastruktúrája (primary dealer rendszer) is csak később alakult ki. Ezért az MNB kettős ügynöki szerepet kapott: egyrészt lebonyolította az állampapír-aukciókat, másrészt pedig, mivel az aukciókon általában nem kelt el az összes meghirdetett állampapír, a maradékot az MNB „reziduális vevőként” elvitte, majd a hálózatában értékesítette, közben szem előtt tartva a törvényben meghatározott monetáris finanszírozási korlátot.

Wernerrel létrehoztunk egy bizottságot (ma likviditáskezelési bizottságnak hív-nánk), ami hetente ülésezett, hogy soha ne legyen üres a „kassza”, hogy elkerülhető legyen az államcsőd. A későbbi évtizedekben, amikor megannyiszor különböző nehéz helyzetekben farkast (államcsődöt) kiáltott némely politikusunk vagy szakértőnk, mindig az jutott eszembe, hogy „ti még nem láttatok olyat!”. Mi viszont Wernerrel és még négy hozzáértő kollégával elég hosszú időn keresztül napi szinten kezeltük az állam likviditását 1992–1994-ben, s olykor tényleg hajszálon múltot, hogy volt miből kifizetni az esedékes kiadásokat.

Közben pedig fokozatosan fejlesztettük a forintállampapírok piacát. Aukcionálva, a diszkontkincstárjegyeiktől indulva az egyre hosszabb lejárátú államkötvényekig haladtunk, és korlátozott mértékben lakossági instrumentumokat is kibocsátottunk. Elkészültek az első kibocsátási tervek, majd előkészítettük a piacot a külföldiek előtti nyitásra, s megvolt az állampapír-forgalmazói rendszer terve is.

Hamar kiderült számunkra, hogy *a monetáris és a fiskális politika összehangolása nélkül nem létezik sikeres gazdaságpolitika*, pedig akkoriban a „mindenki (mármint a két fő gazdaságpolitikai ág) *tegye a dolgát!*” volt az egyre erősebben uralkodó koncepció a világban. A koordináció és az összehangoltság nem volt diva-

8 „There is no neat way to distinguish monetary policy from debt management, the province of the Federal Reserve from that of the Treasury. Both agencies are engaged in debt management in the broadest sense, and both have powers to influence the whole spectrum of debt.” (JAMES TOBIN [1963]: An Essay on Principles of Debt Management. In: THE WHOLE (1963:143–219).

9 Ezt a problémát 1995 tavaszán a Bokros Lajos pénzügyminiszter nevéhez fűződő költségvetési kiigazító csomag oldotta meg.

tos, a kormány és a központi bankok közötti intézményi „szeparáció” a központi bankok frissen elnyert függetlenségét volt hivatott megvédeni.¹⁰ Ez az alapelv állt az akkoriban elkezdett euróövezeti előkészületek mögött is. Azonban a kelet-közép-európai átalakuló országokban, a kialakuló piacgazdaság körülményei közepette nem mindig az volt a nyerő, ami a fejlett országokban bevált gyakorlatnak számított. Azzal tudtunk tekintélyt nyerni nemzetközi téren is, hogy átgondoltan és összehangoltan próbáltuk működtetni az intézményeinket (a Pénzügyminisztériumot és az MNB-t). Mi Wernerrel ezen munkálkodtunk, noha ebben az időszakban mi még nem vettünk részt a döntéshozatalban és bizony sok értetlenséggel találkoztunk.

„Kétfrontos” harcot kellett folytatnunk. A Pénzügyminisztérium nagyhatalmú főnökei nehezen értették meg, hogy a piacgazdasági átmenet azt jelenti: nem a két intézmény (a PP és az MNB) közötti alkukban születik meg az a (kedvezményes) kamatmérték, amit fizetni kell az államadósságra. Ugyanakkor az MNB nagyhatalmú alelnöke nehezen értette meg, hogy mi szükség van a hazai valutában denominált állampapírpia kialakítására, amikor olyan könnyen lehet külföldről vagonnyi a kereskedelmi bankoktól felvett hitellel eladósodni.¹¹

Werner már a kilencvenes évek első felében sok olyan ötletnek, főleg jegybanki eszköznek, működési módnak volt a szellemi atyja, ami lehetővé tette, hogy az MNB a szinte mindvégig kifizetett pénzügyi helyzetben biztos pont legyen az ország menedzselésében. Hatékonyan azonban csak akkor működhetett a monetáris politika, ha az MNB-t megtisztítottuk a kvázi fiskális funkcióitól, és ha olyan piacokat építettünk, amelyek közvetíteni tudták az MNB jelzéseit a pénzügyi szektor és a gazdaság felé. Az egyik legnagyobb feladat az volt, hogy az MNB visszavonuljon a szuverén adós pozícióból.

A hatékony monetáris működéshez 1993-ra már elengedhetlenné vált az MNB-nél lévő nulla kamatú és lejárat nélküli – a devizaadósságon keletkezett leértékelési veszteségből felhalmozódott –, úgynevezett „nullás” költségvetési hitelállománynak a kamatozó, piacképes állampírokká való átalakítása.¹² Ez az állomány

10 Egyébként a leendő euróövezeti országok se álltak valami jól a kilencvenes évek elején a monetáris és a fiskális politikai követelmények teljesítésében, a központi bankok függetlenítése pedig némelyik országban csak az utolsó pillanatban történt meg.

11 Tekintve, hogy Magyarország a rendszerváltást követően mindvégig teljesítette az adósságszolgálati kötelezettségeit a külföld felé, a további adósságok felvétele nem ütközött akadályba. Felmerült, hogy ha már forintban szeretne az állam eladósodni, akkor miért nem úgy csináljuk, mint az osztrákok, hogy behívatunk hat kereskedelmi bankot, és lejegyeztetjük velük zárt kibocsátásban a hitelt/kötvényt. A piaci árazás fontosságát nehéz volt megértetni.

12 A „nullás állománnyal” szerzett tapasztalataink tettek minket szkeptikussá a nem piacképes, nulla kamatú és lejárat nélküli eszközökkel, főleg a hitelekkel szemben, amelyeknek az igénybevétele a Covid-válságban nemzetközi szinten is felmerült.

1995-re már olyan hatalmassá nőtt, hogy az úgynevezett maastrichti szabály szerint mért bruttó államadósság körülbelül negyven százalékát ez tette ki, eltakarva az államadósság valódi szerkezetét, az MNB-nél lévő devizaadósságot. 1996 év végén sor került az „adósságcsere”, amelynek során a teljes „nullás” állományt kamatozó értékpapírra váltottuk át, és ezt követően az Államadósságkezelő Központ vette fel és kezelte az állam devizaadósságát. Ezzel a monetáris és fiskális funkciókat végérvényesen sikerült szétválasztani.

2. 1995-2001: AZ ÁRFOLYAMCÉLT KÖVETŐ MONETÁRIS RENDSZER HATÉKONY MŰKÖDTETÉSE

A költségvetési politika átalakítása és a hiány csökkentése 1995-ben megteremtette a hatékony monetáris politika és a költségtakarékos adósságmenedzselés lehetőségét.

Az 1995. évi nagymértékű költségvetési kiigazítással egy időben bevezetett, *árfolyamcél*t követő monetáris rendszer működtetése, amely nominális horgonyként az *előre bejelentett csúszó, szűk árfolyamsávot* alkalmazta, egy sor újabb feladatot jelentett egyrészt az eszköztár átalakítását és az eszközök alkalmazását, másrészt a döntés-előkészítést illetően.

Ebben az időszakban is – az akkor kétszámjegyű – infláció mérséklése és az árstabilitás elérése volt a monetáris politika végső célja, csak akkor még – a választott monetáris rendszer sajátossága miatt – a forintárfolyam volt az a fő változó, amire reagált a kamatpolitika. Az árfolyamcélt követő rendszerben a jegybankelnök, Surányi György hozta a kamatdöntéseket, a jegybanktanács a monetáris rendszert érintő döntésekben volt kompetens. Az egyszemélyi döntés ugyancsak az árfolyamcélt követő rendszer sajátosságaiból következett, mert ebben a rendszerben azonnali, gyors döntésekre is szükség volt az árfolyamsávon belüli mozgások miatt.

Ahhoz, hogy az MNB elnöke gyorsan és megfelelően tudjon reagálni a piaci mozgásokra, nagyon jól strukturált információs rendszer kialakítására volt szükség. Ennek alapelemei a monetáris irányelvek, az inflációs jelentések és az operatív monetáris bizottsági (OMB) anyagok voltak, és természetesen ebben az időben is készítettünk rendszeres makrogazdasági előrejelzéseket negyedéves gyakorisággal, de ezeket nem publikálta az MNB, mert az árfolyamcélt követő rendszerben a spekulatív mozgásokat ezzel lehetett mérsékelni.

1995 után, amikor már én is az MNB-ben dolgoztam, az volt köztünk Wernerrel a munkamegosztás, hogy ő a monetáris eszköztár és a piaci működés felelőse, én meg a döntés-előkészítés közgazdasági és kutatási eszközeinek a tervezését irá-

nyitottam. Werner a jegybanktanács tagjaként 1998-tól már a döntéshozatalban is részt vett.

A pénzpolitikai főosztály feladata volt a Monetáris Politikai Irányelvek¹³ összerakása, amihez az előrejelzéseket a közgazdasági főosztály szállította. A közgazdasági és kutatási főosztály, amelyet 1996-tól én vezettem, készítette a döntésselőkészítő, közgazdasági elemző és alkalmazott kutatásszámba menő anyagokat. A főosztály kiemelt produktuma volt az inflációs jelentés, amely 1998-tól negyedévente jelent meg. A pénzpolitika pedig, amelyet Werner irányított, a rövidebb távú piaci elemzéseket, a heti gyakoriságú OMB-ülések anyagait készítette, valamint a jegybanki eszköztár fejlesztéséért is felelt.

Werner vezetésével alakult ki az ebben az időszakban folytatott *sterilizált intervenciók politika eszköztára*: az egyre kisebb leértékelődéssel működő árfolyamsáv erős szélén az MNB interveniált (devizát vett), s a rendszerbe bekerülő többletlikviditást különböző eszközökkel (reverse repóval, majd, amikor már nem volt több állampapírja a banknak, a kéthetes betét bevezetésével) kivonta a rendszerből.

Az inflációcsökkentés fokozatossága, ami a kilencvenes évek második felének monetáris politikáját jellemezte, sok kritikát kapott kívülről és belülről, de mindent egybevetve, ha visszatekintünk, akkor egyértelműen sikeresnek mondható. Ezt utólag mindenki elismerte. A gazdaság egyensúlya a felzárkózási pályára állt. 2000 közepére kifutott a csúszo leértékelési rendszer, és az egy számjegyű, de még mindig magas infláció további csökkentéséhez már monetáris rezsimváltásra és szabadabban mozgó (a spekulációt könnyebben kivédő) árfolyamrezsimre lett volna szükség. Az árfolyamrendszer megváltoztatását, a sávszélesítést az első Orbán-kormány megtorpedózta, minden elfogadható szakmai érv nélkül. Visszatekintve azt lehet gondolni, hogy valószínűleg Járαι Zsigmond, aki akkor már 2001-től várományosa volt a jegybankelnöki posztnak, „magának tartogatta” ezt a történelmi változtatást. Nem is kellene erről szót ejteni, ha nem lett volna meglepő, hogy Werner is a sávszélesítés ellen volt a 2000 július elején tartott monetáris tanácsi ülésen. A mai napig nem tudom, miért változtatta meg az álláspontját (korábban a mielőbbi sávszélesítést tartotta helyesnek) ebben a fontos kérdésben.

13 Az Irányelvek elkészítése nagyon hasznos volt a piaci szereplők orientációjában is, a kormánnyal való kapcsolattartásban is, mivel azokat a megfontolásokat tartalmazta, amelyekre a monetáris döntések épültek. Az Irányelvekben az MNB előrejelzései is szerepeltek, amelyeket később, az inflációs célt követő rendszer bevezetése után az inflációs jelentések explicit módon tartalmaztak. 2001-ben az Irányelveket megszüntették, mondván, hogy ezek sértik az MNB függetlenségét, de ez nem bizonyult jó döntésnek, a piacokon sokszor keletkezett riadalom alapvető értelmezési és kompetenciakérdések miatt (mikor és ki határozza meg az inflációs célt, mire reagál a bank stb.).

Egy évvel később az új jegybankelnök egyik első lépése volt az árfolyamsáv kiszélesítése.

2001 után megint eltért a pályánk. Amikor újra találkoztunk, nem akartam az-
zal terhelni a kapcsolatunkat, hogy kérdőre vonjam, miként támogathatta 2002
második felétől és 2003-ban mindvégig a szavazatával a Járai-féle átpolitizált,
kontraproduktívan túlszigorító monetáris politikát, ami az ország kibontakozá-
sát legalább annyira, ha nem súlyosabban gátolta¹⁴, mint a kárhoztatott „fiskális
alkoholizmus”.

A kilencvenes évek számunkra egyértelmű sikert hozott. 2000-re a makrogaz-
dasági mutatók mind jól alakultak, az európai uniós konvergencia indulhatott
volna. A gazdaság növekedése, az inflációcsökkenés, a külső és belső egyensúly
mind jól állt, az államadósság a GDP százalékában harminc százalékponttal
csökkent, és közelítette az 50 százalékot. Bár még nem sejlett fel az unióba való
belépés lehetősége, de reális esélyt láttunk arra, hogy a következő évtized végére
bevezethető legyen az euró. Csak elhatározás kérdése volt. Illetve nem, mert aztán
hol többször is elhatározták (2002–2006), de nem tettek érte, hol meg elutasították
(2010–2021), mert a forint árfolyamának gyengítésre játszottak. Az „európrojekt”
különböző indíttatású elhalasztása volt a kétezres évek első húsz évében a magyar
gazdaságpolitikusok legfőbb bűne, ami visszavetette az országot. Wernerrel ezt
egyformán gondoltuk.

3. MELLŐZÖTTEN

2004-ben lejárt az alelnöksége, és ezt követően Werner már nem kapott itthon
feladatot a gazdaságpolitika formálásában. Nem töltötte ugyan haszontalanul az
utolsó 15 évét, mert a világ fejlődő országaiban sok hasznos tanácsot adhatott az
állampapírpiacok kiépítését és az adósságkezelést illetően, de az ő tudásával és
tapasztalataival itthon kellett volna szolgálnia az ország felzárkózásának ügyét.
Már nem volt lehetősége, hogy jobb irányba befolyásolja az eltévelyedő hazai gaz-
daságpolitikai döntéshozást. Találó kritikai és előremutató meglátásait cikkek-
ben tette közzé.

Visszagondolva, Werner karrierjének csúcspontját jelentették az MNB-s évek, és
kétségtelen, hogy a Magyar Nemzeti Bank modern központi banki profiljának ki-

14 Az elhibázott kamatpolitika leglátványosabb bizonyítéka volt, amikor 2003 januárjában – igazi
„hungarikumként” - a ± 15 százalék széles árfolyamsáv erős oldalát érte spekulatív támadás. Ez-
után, az árfolyamsáv elmozdítását követően a magyar kamatkülönbözetet tíz százalékpont fölé
tornáztta fel a monetáris tanács, miközben a világban igen nagy likviditásbőség uralkodott. A ka-
matkiadások megugrása nehezítette a fiskális kiigazítást.

alakításában és piacgazdasági jegybanki eszköztárának kialakításában meghatározó szerepet játszott. Sajnos úgy ment el, hogy a nagy közös álmaink nem tudtak megvalósulni. Az ország stabilizációja ingatag lábakon áll még mindig, ma is feladat a felzárkózási pályára állítás, még ha alapvetően mások is az általános körülmények, s az euró bevezetése az elmúlt évtizedben távolabb került, mint valaha.

VÁLSÁG ÉS KILÁBALÁS

Riecke Werner emlékezetére

Tétényi Tamás¹

Wernert szakmai munkásságából, először egy az árfolyamokról, *Trzeciakowski* modelljének alkalmazásával írt cikkéből (*Ábel–Riecke*, 1980) ismertem meg. Sze mélyesen először a Rajk László Szakkollégiumban a termelési függvények idő soros becslésének buktatóiról tartott előadásán találkoztunk. Később kollégák, majd barátok lettünk. 1988-ban kezdtem dolgozni a Minisztertanács Titkárságán; 1989 nyarán, amikor megújult a csapat, Werner is csatlakozott hozzá.

1. SORSFORDÍTÓ IDŐSZAK

A '68-as új gazdasági mechanizmus befejezetlen reformját követő időszakban a tervdöntéseknek volt prioritása a gazdaságpolitikában, a fiskális és a hitelpolitika ezt volt hivatott kiszolgálni. Az explicit monetáris politika hiánya nem volt akadály annak, hogy a gazdaság úgy működjön, mintha egy nagyon expanzív hitelállomány-bővülésre reagálna. A többletkereslet nyomán – az importszabályozás szigorától függően – vagy az infláció, vagy az import szállt el. A gyors növekedésből stagnálásba és adósságválságba torkolló időszakot lezáró végjátékot az 1985-ös pártkongresszuson meghirdetett élénkítés vezette be. Alig másfél év alatt vált nyilvánvalóvá, hogy a pártkongresszus nem húzóágazat; 1987 a kijózanodás éve lett, gazdaságpolitikai, majd személyi, végül politikai váltások ágyaztak meg a rendszerváltásnak.

A jegybank termelésfinanszírozási és fejlesztési funkcióinak kiszervezésével ismét létrejött a kétszintű bankrendszer. Szükség lett önálló, bizonyos gazdaságpolitikai döntésekért felelősséget vállaló monetáris politikára is. A felborult fizetési mérleg-egyensúly helyreállítása nettó forráskivonást követelt meg, ezért az volt az alapvető feladat, hogy a pénzmennyiség növekedése maradjon el a GDP-étől. Mivel finanszírozási válsághelyzetben keletkezett, a hazai monetáris politika alapvető célja (akkor és még egy évtizedig) az ország fizetőképességének megőrzése lett, a forint értékállóságának megőrzése átmenetileg háttérbe szorult.

1 Tétényi Tamás közgazdász, a Pénzügyminisztérium volt helyettes államtitkára. E-mail: tamas@tetenyi.hu.

A kétszintű bankrendszer helyreállítását követően az új kereskedelmi bankok megjelentek ugyan a vállalkozásélénkítésben és szelekcióban, a fejlesztések finanszírozásában, a tartós befektetések piacán, ám – tőkepiaci intézményrendszer és befektetők híján – hatásuk korlátozott maradt. A hazai bankok el voltak zárva a külföldi és a lakossági forrásoktól. Előbbiektől a kötött devizagazdálkodás (1931-ből örökölt, fokozatosan lazuló, de teljesen csak 2001-re felszámolt) rendszere, utóbbiaktól az OTP (sok évtizedes, mára piacvezetővé szelídült) dominanciája vágta el őket. Így a monetáris politika alapvetően a jegybanki refinanszírozás mennyiségén keresztül kezdett működni.

Werner a monetáris rendszert mindig modellszerűen, a fizetési mérleg monetáris megközelítésével kezelte, de egyszerre volt tisztában a rendszer működésével és korlátaival is. Nem csupán általában, egy kis nyitott gazdaságban, ahol a jegybank a pénzmennyiség szabályozására – különösen rögzített árfolyam mellett – csak részben képes.² A monetáris transzmissziót átmeneti és tartósabb ékek és lékek korlátozták. Az 1987 végén kezdődő időszak egy kemény hitelkínálati szabályozást érvényesíteni kívánó jegybank és egy ez alól minden lehetséges módon kibújni próbáló gazdaság története volt.

Átmeneti volt a kereskedelmi hitelezés erőfölénnyel alátámasztott, kényszerű formája, a sorban állás. Korlátozott pénzfunkciója miatt az nem haladhatott meg egy adott nagyságot, és a transzformációs válság és GDP-csökkenés okozta csődhullám ki is söpörte a rendszerből. Évtizedes, volumenében is nagyobb lék volt a monetáris szűkítés és költségvetési egyensúlyjavulás nyomán elért fizetésimérlegjavulásban a KGST-aktívum. A többlet mögött nem szerkezeti változások, hanem a behozatal növelését célzó törekvések kudarca állt. Csak a KGST széthullása zárta le ezt a léket (és a többi tagország kényszerhitelezését; a felhalmozott tartozások utólagos felszámolása is évtizedes folyamat volt).

A kétszintű bankrendszer létrejöttékor a kereskedelmi bankok létező, adott minőségű hitelportfóliókat vettek át, amelyek a transzformációs válság nyomán egyre romlottak, és a piaci transzparencia javulásával nyilvánvalóvá is váltak. A banki hitelportfóliók koncentrációja és minőségi romlása nem csak a banki szelekciót korlátozta, a veszteséges cégek továbbhitelezését kényszerítette ki. Folyamatosan mérgezte a bankrendszert is, és végső soron annak működőképességét veszélyeztette, így közvetve a monetáris politikát is akadályozta. Az öröklött és a válság során felgyülemlett rossz hitelektől csak a költségvetés közvetlen tehervállása,

2 A devizaárfolyam-stabilitás, a monetáris függetlenség és a nemzetközi tőkepiaci integráció hármas követelményének egyidejű érvényre juttatása lehetetlenségére (trilemma) vonatkozóan magyarul cf. MAGAS, 2018.

az 1992–95-ös hitel-, bank- és adókonszolidáció mentesítette az érintett kereskedelmi bankokat.

Már 1988-ban, amikor a kereskedelmi bankok még csak nagy adósaik kijárói-ként jelentkeztek a költségvetésnél, és amikor a bajba jutott cégek állami szanálásai jogilag még sikeresnek mutatkoztak, nyilvánvalóvá vált, hogy a keményedő monetáris politikát a puhuló költségvetési korlát képes ellensúlyozni. A szűkülő hitelfinanszírozás helyébe költségvetési termelésfinanszírozás lépett, a pénzügyi hidak ellentételezték a hitelcsapokat. A jegybanki refinanszírozási politika 1989-től kezdődően a költségvetés hiteligényének ellensúlyozását tekintette fő pénzkínálat-szabályozási céljának.³

2. A RENDSZERVÁLTÁS ÉVEIBEN

Abban az időben a jegybank monetáris politikáját irányító Werner működtette és folyamatosan alakította a változó célokhoz és körülményekhez alkalmazkodó monetáris politikai eszköztárat. A hazai jövedelemtermelés zuhanása, a KGST-piacok összeomlása és a transzformációs válság okozta egyensúlyvesztés árnyékában, a foglalkoztatás zuhanása ellenére nőttek a lakosság megtakarításai. Az országon átvonuló csődhullám árnyékában a vállalatok termelékenysége és a termelési és értékesítési struktúra is érdemben javult. Ám egyszerre fenyegetett a fizetőképesség elvesztése, valamint az, hogy (az egyensúly kikényszerítése nyomán) az alkalmazkodás megtorpan, és „az ország a költségvetés és a jegybank konszolidált mérlegére szűkül”.⁴ A (*Bokros*-csomagként elhíresült) fiskális intézkedéscsomagot a privatizáció felpörgetése mellett árfolyam-politikai intézkedések támogatták, ezek nyomán 1995-től lassan megindult a gazdasági konszolidáció is. (Aminek a sebességét jól jellemezte Bokros Lajos akkori pénzügyminiszter: „A csatahajó lassan fordul, de gyorsan süllyed.”).

A fizetési mérleg folyó hiányának csökkenésével, az ún. nem adósságeneráló finanszírozás (működőtőke-bevonás) térnyerésével és a privatizációs bevételekből növekedésnek indultak a devizatartalékok. Így a monetáris politika céljai között háttérbe szorulhatott a fizetőképesség fenntartása, és egyértelműen a forint értékállóságának megtartása vált elsődlegessé. Kiépült egy modern állampapírpiac, és kialakult az államadósság hatékony menedzselése. Az egyszeri leértékelések, a

3 Ezek a bekezdések *Werner* monetáris politikáról szóló fejezetének (ANTAL et al., 1990:27–35) felhasználásával, gondolatainak és helyenként megfogalmazásainak a későbbi történésekkel való kiegészítésével készültek.

4 *Werner* félelmeit egy magánbeszélgetésen fejezte így ki – sajnos már nem kérhetem hozzájárulását a mondat közléséhez.

csúszó leértékelés és a szűk sávban lebegtetés (az ún. sávoltolás szerencsétlen epizódjától eltekintve) a forintot közelítette az ERM-II rendszeréhez. Sikeresen megteremteti a forint konvertibilitását is. A változások és a mindinkább ható kamatparitás (a trilemma súlypontjának változása) az eszköztár folyamatos változtatását kényszerítette ki. A devizatartalékok növekedésének szükségszerű megállítása felülről korlátozta a hitelkeresletet szabályozó kamatszintet.

A modern piaci intézményrendszer kiépítése javította a tisztánlátást, és ezen keresztül a gazdaság szereplői közötti üzleti bizalmat is, ami – egyéb jótékony hatásain túl – segítette a monetáris transzmissziót. A privatizációs bevételek felhasználása az államadósság csökkentésére nem csupán enyhítette a költségvetés kizsároló hatását, de – az ún. nullás állomány felszámolásával és az államadósság most már egészének piaci kamatozásúvá tételével – transzparenciát növelő hatása is volt. Ezzel fejeződött be a transzformációs folyamatban realizálódó veszteségek az államra terhelésének a hitelkonszolidációval kezdődő folyamata.

Werner ott volt az önálló, gazdaságpolitikai célokért felelős újkori magyar monetáris politika bölcsőjénél, és tevékeny részese volt első két évtizedének. Nélküle más lett volna a monetáris politika. Nyomot hagyott a politika eszköztárán, és részese volt sikereinek. Nem rajta múlt, hogy a végét, a forint nyugdíjazását már nem érhetette meg.

HIVATKOZÁSOK

- ÁBEL, I. – RIECKE, W. (1980): Árfolyam, nyereségérdekeltség ps külkereskedelmi hatékonyság. *Közgazdasági Szemle*, XXVII(2), 142–155.
- ANTAL, L. – CSILLIK, P. – POSTÁNÉ VELLAI, G. – RIECKE, W. – SZILI, P. – TÉTÉNYI, T. – VÉRTES, A. (1990): *Gazdaságpolitika, gazdasági folyamatok (1987–1989). Tőzsdeelméleti tanulmányok* 7. kötet, Budapest: Magyar Tőzsdealapítvány.
- MAGAS, I. (2018). A pénzügyi alkalmazkodás kis, nyitott gazdaságokban a „lehetetlen szentháromság” trilemma tükrében. *Hitelintézési Szemle*, 17(1), 5–33. <http://real.mtak.hu/92931/1/hsz-17-1-t1-magas.pdf>.

EGY ÚTTÖRŐ AZ EURÓHOZ VEZETŐ ÚTON

László Csaba¹

Riecke Wernerrel a 80-as évek vége felé találkoztam először a Pénzügyminisztériumban. Én még fiatal, kezdő közgazdászként dolgoztam az adóreform egy részfeladatán az agrárszektorban. A folyosóról már akkor is lehetett tudni, hogy Werner az akkori adóreformcsapat oszlopos tagja.

Akkoriban az adóreform volt a legfontosabb, legkülönlegesebb feladat a „házban”. Sokat túlóráztak, és valami olyasmin dolgoztak, ami talán a 68-as reform óta a legkomolyabb reform volt a magyar gazdaságban. Ott dolgozni igazi presztízst jelentett. Közelebb aztán 1989-ben kerültünk egymáshoz. Igazi pillangóhatás-történet. Az Országos Tervhivatal elnökének új embert, *Kemenes Ernőt* neveztek ki. Az ő helyére államtitkárnak kinevezték *Surányi Györgyöt*. Az ő helyére a Miniszterelnöki Hivatalba kinevezték Wernert, az ő megüresült helyére, a Költségvetési Reform Bizottság Titkárságára pedig szeptember 1-jével kineveztek engem osztályvezetőként *Kupa Mihály* helyettesének.

Mint minden rendes bürokráciában, jöttek az átadás-átvételi beszélgetések. Én eléggé aggódtam, hogy 27 évesen hogyan is fogok megfelelni egy ilyen feladatnak. Szerencsémre Werner valószínűleg hamar felismerte a rémületemet, és megnyugtatót: „*Ne aggódjál, menni fog, nem lesz semmi probléma.*” Elmagyarázta, hogy jó magyar módra a nevünk és a tényleges feladatunk között van némi ellentmondás. A bizottság mint olyan már jó ideje nem működik. A hátralévő időben valóban nem sok vizet zavart a nem működő bizottság, a titkársága viszont zavartalanul üzemelt.

„Cserébe mindenféle koncepcionális anyagokat kell gyártani, és a legfontosabb, hogy elő kell készíteni egy új államháztartási törvényt, ami már az új többpárti demokrácia feltételeinek felel meg.” Pontosan ez történt. Werner pedig elment a Parlamentbe, ahol a rendszerváltásig egy sokkal fontosabb helyen kamatoztathatta a tudását.

Pár évig csak messziről láttuk egymást. 1995-től a költségvetési terület vezetőjeként rendszeresen tárgyaltunk az MNB-vel. A személyes jó viszony ellenére azért gyakran voltak kemény viták a PM és a jegybank között. Wernernek kulcsszerepe volt ezekben a vitákban. Nem ő volt a legszenvédélyesebb, messze nem ő beszélt a legtöbbet. De mégis. Amikor végül szót kért, valahogy nagyobb lett a csend.

1 László Csaba, volt pénzügyminiszter, címzetes egyetemi tanár, Budapesti Corvinus Egyetem. E-mail: csaba.laszlo@malcon.hu.

Higgadtan, tömören összefoglalta a lényegét, és közben olyan új szempontokra világított rá, amelyekre korábban nem is gondoltunk. Világossá váltak olyan kérdések, amelyekről már fél-egy órája szenvedélyesen vitatkoztunk, és akkor hirtelen összeállt a kép. Annak ellenére, hogy közismert volt a számokhoz, a közgazdaságtan matematikai vonulatához való szoros viszonya, képes volt nekünk, egyszerű halandóknak is világosan, logikusan, strukturáltan elmagyarázni rendkívül összetett makrogazdasági problémákat.

1999-ben pár évre kikerültem a közigazgatásból, de a Wernerrel való viszonyom éppen ott folytatódott 2002-ben, ahol abbamaradt. Ez már más időszak volt. A két intézmény között sokkal több volt a konfliktus, de Werner továbbra is megmaradt annak, aki volt. Szakembernek. Ebben az időben már nagyon sokat beszélünk az eurózóna-csatlakozás stratégiájáról, lehetséges menetrendjéről. Werner leginkább ezekbe a vitákba szállt be, és sokkal kevésbé exponálta magát az egyéb, sokszor átpolitizált, terméketlen vitákban. Annak az időszaknak az egyik legkomolyabb teljesítménye az volt, hogy a kormány és jegybank – minden szakmai és politikai jellegű ellentéte ellenére – közösen elfogadta az eurózóna-csatlakozás stratégiáját és menetrendjét. Wernernek ebben mind szakmai, mind emberi szempontból rendkívül fontos szerepe volt. A legkevésbé rajta múlt, hogy sajnos ebből semmi nem valósult meg, és nem vezettük be 2008-ban az eurót. Pedig úgy a 2008-as pénzügyi válságot biztosan jobban tudta volna kezelni az ország.

2004 után ismét távolabb kerültem tőle. Össze-össze futottunk rendezvényeken, örültünk egymásnak. Pár éve viszont gyakrabban beszélünk az aktuális gazdaságpolitika kérdéseiről, és visszatértünk a startvonalra. Werner újból az eurózóna-csatlakozás stratégiájáról írt anyagot. Tömör, jól strukturált, logikus stratégiát. Kérdés, hogy mikor lesz hozzá olyan kormánya, jegybankvezetése az országnak, amelyik meg is valósítja. Ő már akkor tudta, hogy nagyon beteg, és ennek ellenére szívesen foglalkozott olyan kérdésekkel, amelyek távlata legjobb esetben is minimum 5–8 év. Egy beszélgetés kapcsán a Covid miatt zoomon szomorúan mondta, hogy Kurdisztánból valami „betegség” miatt idő előtt haza kellett jönnie. Láthatóan a szakmai feladatot sajnálta otthagyni. Abból, ahogyan ezt mesélte, nem fogtam gyanút, majd pár hónap múlva jött a sokkoló hír.

Nem tudom, hány évig, évtizedig kell még készülnünk az euróra, de az biztos, hogy Werner nagyon fog hiányozni ezekről a beszélgetésekről. Aztán egyszer majd belépünk, és az aktuális pénzügyminiszter, jegybankelnök közösen felavatja azt az emléktáblát, amelyik a belépésben a leghasznosabb munkát végző szakembereknek állít emléket. Számomra nem kérdés, hogy az „R” betűnél ott kell szerepelnie majd Riecke Werner nevének.

IDŐUTAZÁS AZ ADÓSSÁGFINANSZÍROZÁS KÖRÜL¹

*Bihari Péter*²

Nem tartoztam Werner legszűkebb baráti köréhez. A rajkos szakkolégiumi időkből (a 70-es évek közepéről) eredő ismeretségünk az elmúlt évtizedek során időnkénti informális beszélgetésekben folytatódott. Ezek hol megszakadtak, hol újraindultak, volt, hogy nagyon egytetértünk, volt, hogy komolyan vitatkoztunk. Megtiszteltetésnek tartottam, hogy egy-egy kihagyás után többször is Werner keresett meg engem. Legutolsó beszélgetéseink 2020 tavaszán zajlottak. Wernerrel arról gondolkodtunk akkor, hogy milyen lehetséges gazdaságpolitikai válaszok adhatók a nyilvánvalóan bekövetkező gazdasági visszaesésre. Ebben az írásban ezeket a két évvel ezelőtti beszélgetéseket idézem fel. Két év alatt sok minden megváltozott, sok mindent jobban látunk. Ami akkor, az akkori információk, tényhelyzet alapján észszerűnek tűnt, az a mai körülmények között kártékony hatású lehet. Ezért arra kérem a kedves olvasót, hogy úgy tekintse az alábbi sorokat, mintha 2020 tavaszán lennénk, és azon információk fényében alkosson véleményt a továbbiakról, amelyek akkor ténylegesen elérhetők voltak.

Beszélgetésünk időkörnyezetének néhány nevezetesebb pontja:

- 2020. március 4. Az első regisztrált Covid-19-eset Magyarországon
- 2020. március 11. A vészhelyzet kihirdetése, különleges jogrend bevezetése
- 2020. március 16. Iskolák bezárása, boltok, vendéglátóhelyek nyitvatartási idejének korlátozása
- 2020. március 27. Kijárási korlátozások életbe léptetése
- 2020. április 7. A kormány átfogó válságkezelő akciótervének bejelentése
- 2020. április 10. A „tizenötök” nyilatkozata a kormány akciótervéről

A „tizenötök” nyilatkozatának készítése során sok kérdésben teljes volt a nézetazonosság, bizonyos kérdésekben viszont nem volt konszenzus. Nyilvánvaló volt mindenki számára, hogy drámai mértékű gazdasági visszaesést okoz az egyidejűleg jelentkező keresleti és kínálati sokk. Boltok bezártak, kamionok elakadtak a

1 Az írás a Rajk László Szakkollégiumban 2021. szeptember 30-án rendezett Riecke Werner-emlék-konferencián elhangzott előadás szerkesztett változata.

2 *Bihari Péter*, a Budapesti Gazdasági Egyetem oktatója. E-mail: biharip@t-online.hu.

határokon, munkahelyek szűntek meg, stb., stb. 5 vagy 10 százalékos mértékű lesz a 2020. évi visszaesés – erről elméltünk. Abban is egyetértés volt közöttünk, hogy a válság miatt kieső sja, áfa, társasági adóbevételek miatt a költségvetési deficit a tervezett lényeges mértékben meghaladja. Konszenzus volt abban is, hogy a válság enyhítéséhez a költségvetési kiadások növelésére van szükség, csupán a kiadások átcsoportosításával nem kompenzálható a kieső kereslet. De milyen mértékű deficit vállalható? És milyen formában finanszírozható ez a deficit? Ebben már nem volt egyetértés. A vitát a 15-ök jegybankos alszekciója, Werner, *Király Júlia*, *Neményi Judit* mint tiszteletbeli tag, *Oblath Gábor* és e sorok írója elkezdte, de nem jutott a végére. A vitát én Wernerrel külön is folytattam, de mi sem jutottunk a végére.

Werner óvatos volt, és megfontoltságra intett. Abból indult ki, hogy a vállalható deficit mértékét a hazai jövedelemtulajdonosok finanszírozási képességéhez kell igazítani. Ennél nagyobb hiány a külfölddel szembeni eladósodáshoz vezet. A 2019. évi pénzügyi számlák alapján próbálta a háztartások és a vállalatok megtakarítási képességét megbecsülni. Ebből ő a hiány óvatos növelését tartotta elfogadhatónak. Arra jutott, hogy az államháztartás és a vállalati szektor finanszírozási igényének kielégítése nagyjából 2 százalékpontos deficitarány-növekedést tesz lehetővé, az ezen túli mérték teljes egészében külföldi forrásbevonáson múlik. Én azt vettem fel, hogy a válság miatti kényszermegtakarítások³ és leálló beruházások mind a két ágon jelentős megtakarítási többletet, ergo magasabb hiányt tesznek lehetővé. A külföldi eladósodással kapcsolatban az én aggályom nem a növekvő kiszolgáltatottság, hanem a megvalósíthatóság volt. Minden ország hasonló cipőben jár, jelentős mentőcsomagok indulnak, ezek finanszírozásához pedig a nemzetközi pénzügyi piacokról kell forrásokat bevonni. Verseny van, és én attól tartottam, hogy ebben a versenyben Magyarország sehogy, vagy csak irreális áron juthat külső forrásokhoz.

Az én álláspontom az volt, hogy a költségvetési többletkiadásokra szükség van, az ezáltal keletkező magasabb deficit viszont piaci úton nem finanszírozható. Márpedig, ha a háztartások megtakarításai ehhez nem elégségesek, a külföldi forrásbevonás pedig nem lehetséges, akkor felmerül a deficit jegybanki finanszírozásának az útja. Én a válság megfékezéséhez szükséges többletkiadásokat tekintettem a legfontosabb prioritásnak. Az emiatt megemelkedett deficit jegybanki finanszírozása akár az állam számlájának jóváírásával, akár nulla kamatozású, öröklej-

3 Az érdemi negatív jövedelmi sokk ellenére a korábbi 5 százalékaról a GDP 6–6,5 százalékára emelkedett a háztartások nettó finanszírozási képessége 2020 elejére. Ebben egyszerre van jelen a törlesztési moratórium, a zárva tartó boltok és kijárási korlátozások miatt meghiúsuló vásárlások és a válság miatti óvatosság szerepe.

ratú államkötvény megvásárlásával megvalósítható. Ezt Werner nem helyeselte. Abban egyetérttünk, hogy másodpiaci vásárlásokkal a költségvetés pluszforrásokhoz nem jut, mert az elsődleges kibocsátás megvalósulásával a költségvetés már hozzájutott a kibocsátott kötvények ellenértékéhez. A másodpiaci vásárlások elsődleges indítéka az állampapírpiazi hozamok leszorítása, az államadósság kamatköltségeinek alacsony szinten tartása és az alacsony tőkeköltségen keresztüli gazdaságélénkítés.

Werner úgy gondolkodott, hogy az állam számlájának jóváírásával többet költ lehet ugyan az állam, de a végén a szektorok közötti egyensúlynak akkor is fenn kell állnia. Azaz vagy az történik, hogy a megemelt jegybankpénz kicsapódik a háztartások és a vállalatok magasabb finanszírozási képességében, vagy ha mégsem, akkor marad a külföldi eladósodás, és főként az infláció. Érdemes figyelembe venni, mondtam én, hogy a válság alatt a hitelfelvételi kedv esik, azaz a pénzmultiplikátor csökken, az alacsony kamatszint mellett a pénztartási hajlandóság nő, azaz a pénz forgási sebessége csökken. Ebből én arra következtetek, hogy a monetáris finanszírozás révén megvalósuló pénzmennyiség-növekedés nem feltétlen vezet az infláció megemelkedéséhez. Főleg akkor nem, ha a válság miatt eleve kereslethiány és nagy kapacitásfelesleg van a gazdaságban. És ha a jövőben valamikor megkezdődne a megnövekedett lakossági megtakarítások fogyasztássá transzformálódása, és emiatt inflációs nyomás alakulna ki, akkor a jegybank hagyományos eszközeinek használatával képes lehet ennek semlegesítésére.

A költségvetés GDP-arányos hiánya 9 százalék volt 2020-ban. A magasabb hiány meghatározó része azonban a válság miatt kieső bevételekből, nem pedig pótlólagos kiadásbővítésből fakadt. Érdemi válságcsillapítás nem történt. Ennek megfelelően 2020. 2. negyedévében a GDP volumene 13 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakához képest. A magasabb költségvetési hiány viszont nem járt együtt sem magasabb inflációval, sem többleteladósodással a külfölddel szemben. Úgy tűnik, mintha mindketten tévedtünk volna. Werner várakozásával szemben a magasabb hiány ellenére (akkor) nem ugrott meg az infláció (mert a hiány megemelkedését jórészt a bevételek kiesése, nem pedig keresletbővítő többletkiadások okozták), az én várakozásommal szemben pedig a hiányt a hazai állampapírpiaconról finanszírozta az állam. De piaci finanszírozás volt e ez valójában? Az MNB 2020 május elején állampapír-vásárlási programot indított, és gyakorlatilag ezzel egyidejűleg 5 éves fix kamatozású hitelt bocsátott a kereskedelmi bankok részére alapkamaton (vagy az alatt). A kereskedelmi bankok az MNB-hitel felhasználásával az elsődleges piacon megvették a deficitfinanszírozó államkötvényt, amit másnap eladtak a jegybanknak. Azaz a kereskedelmi banki strómanok mögött a jegybank finanszírozta a költségvetést. Az MNB – 2021 szeptemberéig – vásárolt

3000 Mrd értékben állampapírt, és folyósított 2600 Mrd értékben 5 éves hitelt. Az MNB pénzautomataként működött: egy alapkamaton vagy az alatt (0,75–0,9 százalék között) kibocsátott hitelből lehetett 1,5 százalékos hozamot biztosító államkötvényt vásárolni. A jegybank ezt a gyakorlatot nem is tagadta. *Nagy Márton* akkori alelnök egyik nyilatkozatában így fogalmaz: „A hitelintézetek ezt a forrást használhatják lakossági és vállalati hitelek folyósítására, de állampapírvásárlásra is.” A 2020 tavasza és 2021 ősze közötti másfél évben a kereskedelmi bankok éltek az arbitrázs lehetőségével, és a felvett hitel töredékét fordították a vállalati hitelállomány növelésére.⁴ Az MNB-forrás nem a reálgazdaság finanszírozását, hanem a költségvetési hiány közvetett finanszírozását szolgálta. Felfogásom szerint ez épp úgy monetáris finanszírozást jelent, mintha a jegybank közvetlenül vásárolna állampapírt.

A keresleti válság kezelésére 2020 tavaszán én a helikopterpénzt tartottam a legcélravezetőbbnek.⁵ Azt gondoltam, hogy a monetáris bázis növelése az akkori makrokörnyezet sajátosságai miatt nem vezet az infláció megemelkedéséhez. A csökkenő pénzmultiplikátor, csökkenő pénzforgási sebesség és az eleve alacsony infláció környezetében a monetáris finanszírozás inflációs kockázatai mérsékeltek. Az előnyök egyértelműbbek. Az állampolgári alapon történő pénzjuttatás anticiklikus hatású: fékezi a kereslet visszaesését, és legalább részleges kompenzációt nyújt azoknak, akik a legnagyobb jövedelemkiesést elszenvedték. Ezzel a javaslattal szemben a nagy mentőcsomag meghirdetésekor a miniszterelnök egy rádióinterjúban a költségvetési hiány 3 százaléknál húzódó, átléphetetlen vörös vonaláról beszélt.⁶ A keresleti visszaesés tompítására a magyar gazdaságtörténet legnagyobb mentőcsomagja alig tett valamit. Ma pedig, amikor a 6 százalék feletti növekedés lehetővé tenné, alig történik érdemi lépés a megemelkedett hiány visszaszorítására. Éppen ellenkezőleg: 2021 őszén – és 2022 első hónapjaiban – szédítő mértékű költségvetési kiadások táplálják az amúgy már normalizálódó háztartási fogyasztói keresletet. A kormányzati politika túri a magas hiányt, amikor szalad a szeker, és harcol a magas hiány ellen, amikor a válság dübörög. Prociklikus volt akkor is, és most is az. Werner 2020. tavaszi aggodalma 2021 őszén igazolódott: a megugró hiány – egyéb tényezők által súlyosbítva – inflációhoz vezet. A kormány helikopterpénz-szerű pénzosztása mellett 2021 őszén

4 Ebben az időszakban a vállalati hitelállomány növekménye 550 Mrd-ot tett ki. A megelőző másfél évben – 2018 ősze és 2020 tavasza között – a növekmény 1380 Mrd volt.

5 L. BIHARI PÉTER (2020): Helikopterpénz kell Magyarországra a koronavírus ellen. *Portfolio*, 2020. március 30. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20200330/helikopterpenz-kell-magyarorszagra-a-koronavirus-ellen-422750>.

6 *Kossuth Rádió*, 2020. április 10.

semmilyen észszerű makrogazdasági megfontolás nem áll. A gazdaság gyorsan növekszik, a bérek lendületesen emelkednek, nincs válság, nincs széles körben érvényesülő jövedelmi sokk, aminek a mélységét kellene csillapítani. Ami hasznos lett volna 2020 tavaszán, rendkívül káros 2021 őszén, mert rendkívül nehéz költségvetési korrekciós pályát kényszerít a választások utáni kormányra.

A HALK SZAVÚ NÉMET MAGYAR

Riecke Werner emlékére

Bokros Lajos¹

Ismertem őt már a valamikori hírneves Marx Károly Közgazdaságtudományi Egyetemről, hiszen azonos évfolyamra jártunk. Ez a felsőoktatási intézmény abban a korban a szocialista tábor egyik legjobb közgazdasági egyeteme volt, nem véletlenül vonzotta még a keletnémet diákokat is. Noha a magyar nyelv elsajátítása hihetetlen erőpróba elé állította a világ minden tájáról érkezett külföldi hallgatókat, Werner egyike volt azon nagyon keveseknek, akik már a diákélet első évében kiténtek rendkívüli tehetségükkel és szorgalmukkal. Ragyogóan megtanult magyarul, hamarosan vicceket volt képes mesélni és értelmezni. A nyelv többé nem akadályozta, hanem éppen segítette őt abban, hogy szakmai tudásával is a legjobbak közé emelkedjen.

Együtt dolgoztam Wernerrel mind a Pénzügykutató Intézetben, mind pedig a Magyar Nemzeti Bankban. Az előbbiben a rendszerváltás előtt, az utóbbiban részben már a rendszerváltás után. Mindkét munkahelyen kitűnt a bennszülött szakemberek közül gondos pontosságával, fejlett elemzőképességével, az elmélet és a gyakorlat összefüggéseinek felismerésével és hasznos összeillesztésével. Rengeteg olyan témát vizsgált meg, amik akkor még újdonságnak számítottak (árfolyam-politika, fizetési mérleg stb.) Kiváló anyagokat, hivatali feljegyzéseket, tanulmányokat, könyveket írt, kiadványokat szerkesztett. Felfigyelt rá az óvatos reformokat előkészítő vezetés, majd pedig a piacgazdasági átmenetet irányító mindenféle vezetés, immár politikai meggyőződéstől függetlenül. Noha Werner nagyon igyekezett elsősorban technokrata alapállásból megvizsgálni a tényeket és megfogalmazni a javaslatokat, soha nem rejtette véka alá mélyen humanista és demokrata elkötelezettségét sem.

Természetesen a német újraegyesítés nyomán automatikusan járt neki is a német állampolgárság, de Werner nem gondolt választott hazája elhagyására. Itt eresztett gyökeret, alapított családot, vett magának házat. Rengeteg barátja lett

¹ *Bokros Lajos*, a közgazdaságtan és a nemzetközi pénzügyek professzora, Babes-Bolyai Tudományegyetem, Kolozsvár, Románia. E-mail: BokrosL@ceu.edu.

az új földön, amelyet minden munkájával becsületesen, magas színvonalon szolgált. Vonzották őt a kihívások, ezért is fogadta el szívesen az IMF megbízásait, és segítette immár nemcsak Magyarországot, hanem elsősorban a szegényebb vagy szerencsétlenebb posztszovjet országokat is.

Nagyon korán távozott tőlünk. Én azok közé tartozom, akik emlékét minden időben szeretettel és kegyelettel fogják megőrizni.

VALUTAÁRFOLYAM ÉS ADÓSSÁGKEZELÉS – RIECKE WERNERHEZ KÖTŐDŐ SZAKMAI EMLÉKEK

Oblath Gábor¹

Riecke Wernerrel – és szerzőtársával, *Ábel Istvánnal* – történt első szakmai találkozásom megelőzte személyes találkozásunkat. Wernerre visszaemlékezve, először erről a „szellemi találkozásról” számolok be, majd arról, hogy mennyiben különböztek elképzeléseink a külső adósság kezelhetőségéről, de végül hol futottak össze elgondolásaink. Bár Wernerhez sok további emlékem is kötődik – hiszen hosszú évekig voltunk együtt az MNB Monetáris Tanácsában – bennem ez a két emlék él a legélénkebben.

KÜLKERESKEDELMI ÁRSZORZÓ VERSUS VALUTAÁRFOLYAM

A *Közgazdasági Szemle* XXVII. évfolyama 2. számában „*Árfolyam, nyereségérdekeltség és külkereskedelmi hatékonyság*” címmel egy alapvető írás látott napvilágot 1980-ban, amelyet két korombeli, ifjú közgazdász, *Ábel István* és *Riecke Werner* jegyzett. A szerzőket még nem ismertem személyesen, de a cím láttán nagyfokú kíváncsiság fogott el, hiszen ez pontosan az a téma volt, amivel a KOPINT-nál akkoriban foglalkoztam. Jó érzés volt az írás első lábjegyzetét olvasni, abban ugyanis ez állt: „A kézirat elkészülte után jelent meg *Lakos István* és *Oblath Gábor* cikke (...), mely sok ponton találkozik e cikk gondolatmenetével.”

Lakos Istvánnal írt cikkünk néhány hónappal korábban, „*A valutaárfolyam és a külkereskedelmi árszorzó*” címmel a *Külgazdaság* 1979. 6. számában jelent meg, és csakugyan: *Ábel István* és *Werner* írásához sok tekintetben hasonló gondolatokat tartalmazott. Ahogyan ők, mi is az 1960-as évek közepétől időről időre megújuló „átlagárfolyam-határárfolyam” vitához kapcsolódva igyekeztünk kifejteni mondandónkat. Ahogyan ők, mi is amellet érveltünk, hogy az úgynevezett „átlagárfolyam” – az exportörök átlagos devizakitermelési költségéhez igazított átváltási kulcs és a hozzákapcsolódó támogatási-elvonási rendszer – közgazdasági szempontból észszerűtlen, és hatékonysági veszteségeket okoz. Végül pedig, ahogyan ők, mi is arra törekedtünk, hogy a korábban használtaktól eltérő fogalmakkal, a közgazdasági összefüggések megvilágítására alkalmasabb nyelven fejezzük ki magunkat.

1 *Oblath Gábor*, KRTK, Közgazdaságtudományi Intézet. E-mail: oblath.gabor@krtk.hu.

A cikket akkoriban elolvasva, nem csekély irigységgel kellett megállapítanom: szemléletét és a fogalomhasználatot tekintve az Ábel–Riecke szerzőpáros megközelítése egyértelműen jobb volt a miénknél. Miközben magunk alapvetően verbálisan érveltünk az István és Werner által is képviselt elgondolások mellett, ők grafikusán, intuitív módon sokkal könnyebben felfogható módon fejezték ki azt, amit mi hosszú bekezdéseken keresztül verbálisan igyekeztünk az olvasó számára érthetővé tenni.

42 év elteltével újraolvastam a cikket, és mai szemmel is hibátlan írásnak tartom. Nem csupán az akkori gazdaságirányítás számára volt releváns (pontosabban: lehetett volna, ha odafigyeltek volna rá), hanem minden olyan fejlődő ország számára is, amely *de facto* többes árfolyamrendszert működtetett (márpedig akkoriban ez volt az elterjedt gyakorlat). Két alapvető, a szerzők ábrái alapján könnyen belátható hatékonysági veszteséget emelek ki:

- Az „egyensúlyinál” (az akkori szóhasználat szerint: a határárfolyamnál) lényegesen alacsonyabban rögzített, az átlagos devizakitermelési költséghez igazított külkereskedelmi árszorzó (és a hozzá kapcsolódó sávós szubvenciók rendszer) nem teszi jövedelmezővé az árszorzónál egy kicsit kevésbé hatékony export megvalósulását, ellenben lehetővé teszi (sőt, kifejezetten támogatja) az annál lényegesen rosszabb hatékonyságú kivitelét.
- Az importárfolyamnál magasabb *de facto* exportárfolyam olyan exportot is jövedelmezővé tehet, amely minimális vagy akár negatív hazai hozzáadott értéket tartalmaz. Szélső esetben akár azzal a paradox következménnyel is járhat, hogy egyes exporttevékenységek bővülése rontja a külkereskedelmi egyenleget.

Úgy látom tehát, hogy István és Werner 1980-ban megjelent írása nem csupán alkalmas fogalmi keretbe helyezte a hazai, meglehetősen provinciális – a közgazdaságtan fogalmaival addig nehezen értelmezhető – átlagárfolyam-határárfolyam vitát, hanem fontos nemzetközi üzeneteket is megfogalmazott. Ezeket *Paul Marer* szélesebb közönség számára is igyekezett elérhetővé tenni. Felismerve az írás jelentőségét, az amerikai kongresszus részére Kelet-Európáról rendszeren készített „Zöld könyv” 1981. évi számában, értő elemzés keretében ismertette a cikk legfontosabb eredményeit.

KÜLFÖLDI ADÓSSÁGTEHER ÉS ADÓSSÁGKEZELÉS

A Wernerhez kötődő másik fontos szakmai emlékem két évtizeddel későbbi, és egy 1992-ben Londonban tartott, a Centre for Economic Policy Research (CEPR) által rendezett szakmai konferencia témáit és hangulatát át idézi fel, ahol mindketten Magyarország külső adósságáról adtunk elő. Akkoriban komoly kérdés volt, hogy az örökölt, kelet-európai összehasonlításban példátlan mértékű hazai GDP-arányos adósságteher szolgálata nem jelent-e olyan mértékű erőforrás-kiszívást a gazdaságból, amely megakadályozza a gazdaság növekedési pályára állítását. E terhet sokan elviselhetetlennek tartották, és többen – belföldön és külföldön egyaránt – úgy látták, hogy „adósságkönnyítés” (átütemezés, adósságleírás stb.) kezdeményezése nélkül Magyarországnak nincs reménye arra, hogy gazdasága kilábaljon az 1990–91. évi súlyos gazdasági recesszióból.

A konferencia előadásai és hozzászólásai alapján született írások megjelentek a Székely P. István és David M. Newbery szerkesztette, 1993-as *Hungary: An economy in transition* című kötetben (Cambridge University Press, CEPR), így nem csupán emlékeimre kell hagyatkoznom; azokat egybevettem publikált szövegekkel is.

Nos, az emlékeim és a most újraolvasott cikkeink alapján egyértelmű, hogy Werneréitől nagyon távol álltak a külső adósság kezeléséhez kapcsolódó, akkori elképzeléseink. Werner ugyanis a fizetési mérleg monetáris megközelítésére építve és azt a hazai gazdaságra alkalmazva azt az elképzelést fejtette ki, hogy elegendő a belföldi hitelállomány növekedését a belföldi pénzkereslet bővülésének mértéke alatt tartani. Akkori véleménye szerint ez gondoskodhat arról, hogy az adósságszolgálat teljesítéséhez szükséges deviza rendelkezésre álljon, hiszen a gazdaság szereplői részben külföldről (például exporttöbblet formájában) kénytelenek fedezni a pénz iránti keresletüket – és ez mintegy „kikényszeríti” az adósságszolgálat egy részének devizafedezetét.

Werner akkori gondolatmenetével nem érttem egyet. Úgy láttam, hogy a külső adósságszolgálat teljesítéséhez egyidejűleg kétféle transzfert kell megvalósítani: egyrészt a magánszektortól az állam javára kell erőforrásokat átcsoportosítani, másrészt a gazdaság egészének a külföld javára kell reáltranszfert teljesítenie, vagyis exporttöbbletet elérnie. Ez a kettős transzfer akkoriban – csökkenő termés mellett – roppant nehéz feladatnak látszott, így logikusnak tűnt az a következtetés, amelyet Richard Portes – előadásaink egyik bírálója – fogalmazott meg: nem érdemes küszködni, Magyarországnak adósságkönnyítést kell kezdeményeznie.

Nos, ez volt az a pont, ahol Wernerével pontosan találkoztak a gondolataink. Bár több részletben különbözött a véleményünk, mindketten biztosak voltunk abban, hogy Magyarországnak súlyosan ártana bármiféle olyan gesztus, amely arra utal, hogy az ország nem kívánja teljesíteni a külső adósságszolgálatát. Werner inkább a monetáris összefüggésekben bízott, magam az élénkülő FDI-beáramlás kínálta

pótlólagos finanszírozási forrásokban reméltem a kiutat, de mindketten úgy láttuk, hogy az adósságszolgálat megtagadása csak károkat okozhat az országnak anélkül, hogy abból érdemi előny származna. Emlékeim szerint nem sikerült külföldi „jóakaróinkat” meggyőznünk, de nem ez a lényeg.

A lényeg az, hogy az *Antall*-kormány a sokféle külföldi és különösen belföldi nyomásnak ellenállt, és nem kezdeményezett adósság-átütemezést, amelyet minden nemzetközi tapasztalat szerint súlyos recesszió követett. E veszély elhárításához, Wernerrel közösen, szakmai érvekkel igyekeztünk hozzájárulni.

Riecke Werner korai halála a hazai közgazdasági szakma fájó vesztesége. Bölcsesége, éles meglátásai, pontos elemzései és szelíd iróniája azonban mindazoknak az emlékében megmaradnak, akik ismerték és szerették Wernert.