

Kovács György – Varga Bence

Lehetetlenségi trilemmák előfordulása a magyar gazdaságtörténetben (1867–1938)

ÖSSZEFOGLALÓ: Tanulmányunkban annak bemutatására teszünk kísérletet, hogy milyen módon érvényesült a hazai gazdaságtörténet 1867–1938-ig terjedő, öt részre osztott időszakában a Schoenmaker-féle pénzügyi és a Mundell–Fleming-féle monetáris trilemma, azaz mikor, mely tényezők élveztek elsőbbséget más tényezőkkel szemben az egyes korszakokat tekintve. A tanulmányban választ keresünk arra is, hogy előfordult-e, és ha igen, akkor milyen területen átváltási (trade-off) hatás a két trilemma között, valamint, hogy az egyes trilemmákon belül milyen eltolódások figyelhetők meg. A trilemmák alkotóelemeit külön-külön mutatjuk be, kitérve az egymáshoz kapcsolódó kölcsönhatásokra is. Az eredmények alapján trilemmán belüli trade-off hatás a monetáris trilemma esetében, a bethleni konszolidáció éveiben és a gazdasági válság időszakában, trilemmák közötti átváltási hatás pedig a bethleni konszolidáció idején fordult elő.¹

KULCSSZAVAK: gazdaságtörténet, monetáris trilemma, pénzügyi trilemma

JEL-KÓDOK: F30, G28, N23, N24

A hazai gazdaságtörténet öt kiemelt korszakában hasonlítjuk össze a lehetetlenségi, azaz a Schoenmaker-féle pénzügyi és a Mundell–Fleming-féle monetáris trilemma érvényesülését, elsősorban a pénzügyi felügyelés kialakulása szempontjából. Az első korszakban (1867–1899) fogalmazódtak meg a felügyelés megszervezésére vonatkozó korai kezdeményezések, javaslatok. Ezen időszak az Osztrák Nemzeti Bank működésének második felére esik, az 1867. évi kiegyezéstől 1878-ig, majd az Osztrák-Magyar Bank létrehozásától terjedő időszakot tekintjük át, 1899-ig. A má-

sodik korszak kezdetén (1900) vezették be az aranykoronát, amely érdemben hatással volt az árfolyam stabilitására. Ezt a korszakot az első világháború kitörése (1914) zárja le, ezekben az években már létrejöttek felügyeleti elődszervezetek is, önálló, integrált felügyeleti szerv hazánkban ekkor még azonban nem jött létre. E két korszakot a Monarchián belüli, valamint a Monarchia és a többi ország viszonylatában is bemutatjuk a monetáris trilemma szempontjából, mivel e két relációban a monetáris trilemma elemei eltérő módon érvényesültek. A harmadik részt az önálló pénzügyi felügyelés megszervezésének, működésének kezdeti időszaka képezi (1915–1924), ekkorra tehető a Pénzügyi Központ alapítása, a korona de-

Levelezési e-cím: nkgy@eco.u-szeged.hu
vargabe@mnbn.hu

stabilizációja, majd stabilizációja, valamint az önálló hazai jegybank, a Magyar Nemzeti Bank (MNB) megalakulása is. A negyedik korszakot (1925–1930) a felügyelés szerepének erősödése, feladatkörének bővülése és az MNB működésének kezdete jellemzik. Az ötödik időszakot (1931–1938) pedig a gazdasági világválság hazai megjelenése és az azt követő évek képezik, az utolsó békeévig, 1938-ig bezárólag.

A nyitott gazdaságot feltételező Mundell-Fleming-féle monetáris trilemma alapján valutastabilitás (rögzített árfolyam), szabad tőkeáramlás és független (nemzeti) monetáris politika nem valósulhat meg egyidejűleg. Két tényező érvényesüléséből a harmadik tényező háttérbe szorulása következik. A Schoenmaker-féle pénzügyi trilemma alapján pedig a pénzügyi stabilitás, a pénzügyi integráció, a nemzeti felügyelés- és szabályozáspolitikai egyidejűleg összeegyeztethetetlenek, mindössze kettő érvényesülhet egy időben. A nevezett trilemmák nem kizárólag napjainkban jelennek meg, hanem gazdaságtörténeti megközelítésben is értelmezhetők, a trilemmákkal összefüggő kérdések, azok összetevőivel kapcsolatos átváltási (trade-off) hatások korábban is megjelentek. Az értékelésnél nehézséget jelent, hogy a pénzügyi stabilitás meghatározásában jelenleg nincs egyetértés, az azonban bizonyosnak tekinthető, hogy szoros kapcsolatban áll a rendszerkockázattal, melynek bekövetkezése jelentős anyagi veszteséget vagy bizalomvesztést eredményezhet a pénzügyi szereplők jelentékeny részénél, a reálgazdaságra is kedvezőtlen hatást gyakorolva (Schoenmaker, 2011). Mindazonáltal nem kérdőjelezhető meg, hogy az a közjavak körébe tartozik, hiszen a pénzügyi stabilitás „*olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer képes ellenállni a gazdasági sokkoknak és zökkenőmentesen tudja ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési*

forgalom lebonyolítását” (MNB, 2016:3), így ennek elérése kiemelt fontosságú. Tanulmányunkban a pénzügyi integráció megvalósulása alatt elsősorban a pénzügyi beágyazottságot, a forrásszerzési lehetőségeket, illetve a külföldi érdekeltségek megjelenését, önálló felügyelet- és monetáris politika alatt pedig azok külföldtől független alakítását értjük. A két trilemmán belül nyilvánvalóan olyan megoldások választása előnyös a gazdaság szempontjából, amelyek egyaránt figyelembe veszik a rövid és hosszú távú célokat is, és olyan rövid távon megvalósítható, optimális (elfogadható) kompromisszumot kínálnak az egyes célok között, amelyek hosszú távon hozzájárulnak a gazdaság fenntarthatóságához. A trilemmák tényezői nem függetlenek egymástól, például a monetáris trilemma esetében a monetáris politika hatással van a pénzügyi stabilitásra is, mert a tartósan alacsony szinten tartott infláció hozzájárul a pénzügyi intézményrendszer instabilitásának minimalizálásához, ugyanakkor a pénzügyi stabilitás is hatással van a monetáris politikára, mert a stabil pénzügyi intézményi környezet hozzájárul a monetáris politika hatékonyabb érvényesüléséhez (Benyovszki-Nagy, 2013). A következőkben bemutatjuk a pénzügyi és monetáris trilemma elemeinek egyes korszakokban történő érvényesülését és a trilemmákon belül és azok között előforduló átváltási hatásokat. A vizsgálat eredményét összefoglalóan az 1. táblázat mutatja be.

■ A PÉNZÜGYI ÉS MONETÁRIS TRILEMMA ELEMEINEK ÉRVÉNYESÜLÉSE A FELÜGYELETI TEVÉKENYSÉG MEGSZERVEZÉSÉRE VONATKOZÓ JAVASLATOK, KEZDEMÉNYEZÉSEK MEGFOGALMAZÓDÁSA AZ OSZTRÁK ÉRTÉKŰ FORINT VALUTARENDSZER IDŐSZAKÁBAN (1867–1899)

A hazai pénzügyi felügyelés megszervezését érintő javaslatok, kezdeményezések megszületésének idején a Monarchián belül érvényre jutó monetáris unióval szemben szabályozási unió² nem került kialakításra, így nemzeti monetáris politikánk függetlensége nem valósult

A PÉNZÜGYI ÉS MONETÁRIS TRILEMMA ELEMEINEK MEGVALÓSULÁSA MAGYARORSZÁGON 1867 ÉS 1938 KÖZÖTT

Időszakok	Pénzügyi trilemma elemei			Monetáris trilemma elemei		
	Független pénzügyi felügyelés	Pénzügyi stabilitás	Pénzügyi integráció	Valuta-stabilitás	Szabad tőke-áramlás	Független monetáris politika
1867–1899	*	–	X	–	X	Monarchián belül – Monarchián kívül X
1900–1914	*	–	X	X	X	Monarchián belül – Monarchián kívül –
1915–1924	X	–	–	–	–	X
1925–1930	X	(X)	X	X	X	(X)
1931–1938	X	(X)	–	X	–	X

* Ebben az időszakban mindössze felügyeleti elődszervezetek működtek, így a felügyelés függetlensége nem értelmezhető

X A trilemma eleme megvalósult

(X) A trilemma eleme korlátozottan valósult meg

– A trilemma eleme nem valósult meg

Forrás: saját szerkesztés

meg, a felügyeleti politikánk önállósága pedig nem volt értelmezhető. Mert bár korai kezdeményezések történtek a felügyelés megszervezésére, a felügyelés kialakításával kapcsolatos javaslatok kezdetben sikertelennek bizonyultak. A kiegyezést megelőzően a gazdasági élet számos területén, már 1860-tól terjedőben voltak ugyan a nemzeti autonómiát sürgető javaslatok, a kiegyezést követően bekövetkezett jelentős alkotmányjogi változások sem hatottak támogatólag a független pénzügyi felügyelés létrejöttére (Kautz, 1868). Ehhez hozzájárult a pénzügyi ellenállás, a pénzügyi iránti nagyfokú, sok esetben indokolatlan bizalom, valamint a felügyelés működésével kapcsolatos konszenzus hiánya is. A pénzügyi stabilitás szempontjából a korban két negatív tényező is kifejezésre jutott. Egyfelől az előforduló krízisek kezelését és a háborúk finanszírozásának elsődleges módját a pénzmennyiség (államjegyek) növelésében találták meg, annak

ellenére, hogy az állam pénzszükségeinek előteremtését a birodalmi képviselőtestület legfőbb feladatának tekintette, de eszköztára és mozgástere korlátozott volt (Somogyi, 1976). Másfelől a 19. század második felére elsősorban a viselt háborúk, illetve a megvalósított gazdaságpolitika következtében jelentős államadósság³ halmozódott fel a külföldi piacokon kibocsátott kötvények következtében (az 1860-as évek közepén a nettó bevételek 45–50 százalékát az államadósság törlesztése tette ki), amely az ország külső sérülékenységének növelése, a sajnálatos módon nagy számban előforduló gazdasági sokkhatásokkal szembeni ellenálló képesség csökkentése mellett jelentős árfolyamkockázatot is jelentett. A pénzügyi stabilitás szempontjából megemlítenéd, hogy a pénzügyi források közvetítésének elősegítésére 1873-ban létrejött a Magyar Hitelsegélyegylet, majd annak felszámolását követően 1874-ben a Pesti Hazai Első Takarékpénztár.

Ez utóbbi a visszszámítolási egyezmény alapján az 1890-es évek elejéig közvetítőként lépett fel az Osztrák Nemzeti Bank és egyes vidéki hitelintézetek között, segítve a jegybank hitel-szervező tevékenységét (Kövér, 1993b). A kockázatok kezelése sem valósult meg teljes mértékben, hiszen az 1860-as évek második felétől jelentkező Gründerzeit időszakában spekulációs törekvések is kifejezésre jutottak. Ennek keretében túlzott mértékben és esetenként a gazdasági létjogosultságot mellőzve jöttek létre pénzügyintézetek (Alföldi, 1928). A spekulációs tevékenység az 1892. évi valutaszabályozás következtében mérséklődött érdemben, ekkortól a pénzügyintézetek a spekulációs célú alapítások helyett „visszatértek” hagyományosnak tekinthető műveletek végzéséhez, így eszközeik között egyre nagyobb arányban szerepeltek hitelek és záloglevelek. A Monarchia tekintetében az 1867–1899-ig tartó időszakban mindvégig megvalósult a teljes pénzügyi integráció, amely biztosította a tőke szabad áramlását, amit nagyban támogatott a közös valuta használata is (Scott, 1982). A Monarchia keretein túli pénzügyi integráció megvalósulására utalnak az európai (például francia, német) pénzügyi piacokon történő megjelenések.

A monetáris trilemma tekintetében a szabad tőkeáramlás mind a századforduló előtt, mind pedig azt követően megvalósult. A gazdaság – nem utolsósorban a háborúk következtében képződött jelentékeny adósságállomány és az ezzel összefüggő jövedelemkiáramlások miatt – nyitottként volt jellemezhető. A kiegyezést követően a magyar államháztartást egyre növekvő deficit terhelte, amelyet belső források hiányában külföldi kötvénykibocsátásokkal lehetett volna finanszírozni, ez azonban az instabil valuta miatt egyre nehezebbnek bizonyult. Az 1870-es évek második felében a külföldi tőkeforrások beszűkülése vált jellemzővé, amelyhez hozzájárult az 1873. évi bécsi tőzsdekrach, az 1892. évet megelőzően pedig a valutarendezés elmaradása. Mivel az európai államok többsége

az 1870-es évek második felében már aranyalapú valutával rendelkezett, ezért a Monarchia valutájának a külföldi valutákhoz viszonyított ingadozása és a magas árfolyamkockázat az üzleti tranzakciók tekintetében jelentékeny bizonytalanságot eredményezett, kedvezőtlen hatást gyakorolva a külföldi tőkekapcsolatainkra (Kovács, 2005) és a Monarchia finanszírozására. Az 1867. évi kiegyezést követően a monetáris politika függetlensége a Monarchia és a külföld viszonylatában biztosított volt. A későbbi években előforduló gazdasági válságok sem bírtak érdemi befolyással a jegybanki leszámítolási kamatláb szintjére, az 1866. évet követően a századforduló időszakáig az mindvégig 4–5 százalék között alakult (Mecenseffy, 1896 és Egyed, 2007). A Monarchián belüli monetáris politikai függetlenséget tekintve elmondható, hogy sem az Osztrák Nemzeti Bank, sem pedig az Osztrák-Magyar Bank esetében nem lehetett önálló magyar kamatpolitikáról beszélni. Az Osztrák Nemzeti Bank időszakában – 1867 és 1899 között – az osztrák érdekek határozták meg azt, az Osztrák-Magyar Bank időszakában pedig az egységes kamatszabályozás nem tette lehetővé az eltérő adottságokkal rendelkező osztrák és magyar gazdaság számára saját kamatpolitika kialakítását. A magyar kormány 1876-tól az önálló hazai jegybank létrehozatala mellett úgynevezett kartellbank (később jegybanktársulat) létrehozása mellett is állást foglalt, az Osztrák Nemzeti Bank részéről azonban ennek a kezdeményezésnek a megvalósítása is – az önálló jegybank létrehozásához hasonlóan – ellenállásba ütközött (Pethő, 1925). A monetáris trilemma szempontjából azért fontos megemlíteni ezt a javaslatot, mert megvalósulása esetén a Monarchián belül is érvényre juthatott volna a monetáris politika függetlensége. A valutastabilitás tekintetében a Habsburg Birodalomban az évszázadok óta fennálló ezüstpénzrendszer már a 19. század második felétől zavarokkal küzdött, szoros összefüggésben az államháztartás növe-

vő eladósodottságával, és ebben az időszakban ugyanezen okból kifolyólag párhuzamos (papírpénz és ezüstpénz) valutarendszer alakult ki, amelyet folyamatos ázsió, illetve diszázió jelenléte jellemzett. Ezen ingadozás a gazdasági szereplők számára állandó bizonytalanság forrását jelentette, ezért számos törekvés született a pénzügyi rendszer konszolidációjára, így a Bécsi Szerződés megkötése és az osztrák értékű forint valuta bevezetése. Ezek a kísérletek azonban a hadi cselekmények (például olasz-osztrák és porosz-osztrák háborúk) következtében megghiúsultak, illetve az arany- és ezüstermelésben bekövetkezett változások miatt maga az ezüstalapú európai pénzrendszer is válságba került. Az aranyvaluta bevezetésének kérdése a Monarchiában is napirenden volt, így 1870-től megindult az aranyforintosok veretése, ezekre azonban elfogadási kötelezettség nem vonatkozott (Kovács, 2005). Az 1862. évi banktörvény 12. §-ában foglalt bankjegy-kibocsátási limit megsértésére több alkalommal sor került, például az 1866-ban kitört porosz-osztrák háború és az 1873-ban kitört bécsi tőzsdekrach időszakában (Beöthy, 1875), amellyel összefüggésben a jegybank részéről kártérítési igény is felmerült (Kövér, 1993a). Külső körülményekkel összefüggő fokozott bankjegy-kibocsátás iránti igény következtében tehát a jegybank nem tudott megfelelni az ércfedezetre vonatkozó követelménynek, így a bankjegyek ércpénzre való beválthatóságát sem tudta biztosítani. Ez a Monarchián belül inflatorikus következménnyel, a valuta instabilitásával járt, annak ellenére, hogy a valuta stabilitásának biztosítására már 1861-ben is történtek egyeztetések annak módját (például ércfedezet szabályozása, kontingentálás) illetően. 1862–1865 között a deflációs pénzügypolitika eredményeként a bankjegyforgalom 25 százalékos csökkenése következett be az ércfedezet közel húszmillió forintos növekedése mellett (Jirkovsky, 1940 és Lónyay, 1875). A külföldi relációt tekintve a Monarchia jelentős külkereskedelmi deficittel

rendelkezett ebben az időszakban, az ebből következő további árfolyam-leértékelődést bár gabonakivitellel részben sikerült megakadályozni (a legfontosabb felvevőpiacok Németország és Svájc voltak), ennek hatására ugyanakkor ismét pénzbőség jelentkezett. A tőkebeáramlás eredményeként a teljes fizetési mérleg némileg javult, a beáramló nemesfém lehetővé tette volna a jegybanki kamatláb növelését (amennyiben az ércpénz a gazdasági szereplőknél jelenik meg, és csökken a bankjegyek iránti igény), ami hozzájárulhatott volna a valuta külső stabilitásának eléréséhez. A valuta belső értékének időszaki stabilizálása elősegítette a külföldi tőkebefektetések megélénkülését, így külföldi tőke közvetítésével jött létre az Angol-Magyar Bank és a Franko-Magyar Bank, valamint számos közlekedési és ipari vállalat is (például Magyar-Schweiczi Gyártársulat Pesten Rt.). A stabilizációs kísérletekre azonban kedvezőtlen hatással voltak az 1866. évi olasz-osztrák háborút lezáró bécsi béketárgyalások (Juhász, 1941), és azokat végképp megghiúsította az 1869. évi átmeneti pénzválság (úgynevezett „kis válság”), amelynek keretében a pénzforgalomban is fennakadás következett be (Juhász, 1939).

Az 1867–1899-ig tartó időszakban így a két trilemma elemei közül a pénzügyi integráció és a szabad tőkeáramlás valósult meg, illetve a Monarchia és a külföld relációjában a monetáris politika függetlensége is érvényre jutott. A pénzügyi felügyelés függetlensége – érdemi felügyeleti szerv hiányában – nem volt értelmezhető.

■ A PÉNZÜGYI ÉS MONETÁRIS TRILEMMA ELEMEINEK ÉRVÉNYESÜLÉSE A FELÜGYELETI ELŐDSZERVEZETEK LÉTREHOZÁSÁNAK ÉS AZ ARANYKORONA VALUTA MŰKÖDÉSÉNEK IDŐSZAKÁBAN (1900–1914)

A pénzügyi felügyelés tekintetében a századforduló éveiben ugyan létrejöttek felügyeleti tevékenységet is ellátó szervezetek, például a Magyar Takarékpénztárak Központi Jelzalog-

bankja vagy a Magyarországi Pénzügyi Pénzügyi Országos Szövetsége, tekintettel azonban arra, hogy tevékenységük alapján mindössze elődszervezeteknek voltak tekinthetők (ezen intézmények pénzügyi felügyelése nem bírt kötelező jelleggel és tevékenységükben sem kapott kiemelt szerepet a felügyelés), esetükben sem volt értelmezhető a függetlenség. Az 1890-es évek elején tapasztalható spekulációs tevékenység mérséklődése kedvező hatást gyakorolt a pénzügyi stabilitásra, azonban ekkortól kezdődően sem valósulhatott meg a stabilitás. Az 1895. évi tőzsdeválság, majd az 1907-t követő európai pénzválság hatásai a gazdasági sokkokkal szembeni ellenállóképesség alacsony szintjét mutatták (Alföldi, 1928). A korábbiakban említettek alapján a pénzügyi integráció és a szabad tőkeáramlás ebben az időszakban is biztosított maradt, bár az 1905. évi marokkói válság és az 1907. évi New York-i tőzsdekrach megmutatta a finanszírozás nehézségeit.

Az 1907. évi tőzsdekrach következményeként ugyanakkor a monetáris politika elvesztette korábbi függetlenségét, mivel az általánosan jellemző magas kamatlábviszonyokkal összefüggésben a külföldi tőkeforrások beszűkülése miatt a Monarchia nemzetközi fizetési kötelezettségeinek teljesítése nehézségekbe ütközött, így ugyanebben az évben többlépcsős kamatlábnövelés (4,5 százalékról 6 százalékra) vált szükségessé (Fellner, 1911). A kamatlábpolitikát így nem a belső, nemzeti tényezők (például ércfedezeti arány), hanem külső körülmények befolyásolták. A valuta stabilitását az 1892-ben bevezetett (ténylegesen 1900-ban életbe lépett) új pénzrendszer, az aranykorona-rendszer (úgynevezett „sánta” aranyvaluta⁴) biztosította (László, 2002). 1909-ben azonban a belföldi gabonatermelés elégtelensége miatt magas áron behozott gabonamenyiség eredményeként bekövetkezett áremelkedés a bankjegyforgalom újbóli növekedését idézte elő, amely az ezt követő években a hitelintézetek fiókhálózatának kiépülése, a New

York-i tőzsdekrach következtében beszűkülő külföldi kötvénypiacok, az 1912–1913. évi Balkán háború okozta politikai bizonytalanság, majd az első világháborúval összefüggő hadikészültség miatt fokozatosan emelkedett (Popovics, 1926). Ez implicit módon az instabilitás irányába hatott, bár külső tekintetben a valuta stabilitása az első világháborúig biztosított volt.

Az 1900–1914-ig terjedő időszakban tehát a korábbi évekhez hasonlóan megvalósult a pénzügyi integráció és a szabad tőkeáramlás, ugyanakkor az 1907. évi tőzsdekrach következtében a monetáris politika külső függetlensége sérült, viszont a valuta stabilitását az aranykorona-rendszerrel sikerült biztosítani. A pénzügyi felügyelés függetlensége a korábbi okokra visszavezethetően továbbra sem valósult meg, amiképpen a pénzügyi stabilitás sem érvényesült.

■ LEHETETLENSÉGI TRILEMMÁK AZ ÖNÁLLÓ INTEGRÁLT PÉNZÜGYI FELÜGYELÉS MEGSZERVEZÉSÉNEK ÉS AZ ARANYSTANDARD RENDSZER MEGRENDÜLÉSÉNEK IDŐSZAKÁBAN (1915–1924)

Az első hazai integrált felügyeleti szerv létrehozására 1916-ban került sor. Ekkor alakult meg a Pénzügyi Pénzügyi Központ, melynek tevékenységében a gazdaság hosszú távú fejlődésének előmozdítása érdekében kiemelt helyet foglalt el a felügyeleti feladatok ellátása,⁵ ellenőrzési tevékenysége bankokra, szövetkezetekre és takarékpénztárakra is kiterjedt. A pénzügyi felügyelés függetlensége a háború alatt, a Károlyi-rezsim, illetve a Tanácsköztársaság időszakában (Jenei, 1970), és azt követően is biztosított volt, a Pénzügyi Pénzügyi Központ működését külső körülmények nem befolyásolták. Az ország pénzügyi stabilitása nem valósult meg ebben az időszakban, bár nagyobb hazai bank nem került csődhelyzetbe ezekben az években (Tomka, 2000). A Pénzügyi Pénzügyi Központ létrehozatalától kezdődően 1924-ig mintegy 30 pénzügyi intézet felszámolásának lebonyolításában

vett részt. Az éveken keresztül elhúzódó infláció időszakában pedig a pénzügyintézetek legfőbb forrása több esetben a Pénzügyintézeti Központ volt, így azok ellenőrzésének száma is fokozódott: 109-ről 514-re nőtt ebben az időszakban (Jakobb et al., 1941). A pénzügyi intézményrendszer alapvető funkciójának tekinthető fizetési forgalom lebonyolítása a háború éveiben nem volt biztosított, a gazdaságot általánosságban bankjegy- és váltóhiány jellemezte annak ellenére, hogy az 1918. évi bankjegykibocsátás összege mintegy 1 milliárd koronát ért el, míg 1913-ban a Monarchia bankjegyforgalma összesen 1,3 milliárd koronát tett ki. A pénzhiány miatt a Monarchia számos területén szükségpénz kibocsátására is sor került, felbomlásának idején (1919) több esetben a visszszámítolásra szánt váltók nem érkeztek meg rendeltetési helyükre, illetve hadi cselekmények következtében előfordult, hogy a bankok és takarékpénztárak épületeit, valamint az Osztrák-Magyar Bank egyes fiókintézeteit is ideiglenesen elfoglalták. A jegybank helyzete a nagyszámban előforduló betétkivonások és hadikölcsön kötvények beváltása következtében válságossá vált, az őszirózsás forradalom kitörésekor pedig a készpénzforgalomban is fennakadások álltak be, a Tanácsköztársaság időszaka alatt megszűnt a hivatalos devizakereskedelem, és a tőzsde sem működött (Pogány, 1993). A kockázatok kezelésének hiányosságaira utal, hogy 1918-ban újabb lendületet vett a kockázatos vállalkozások alapítása, megjelent a valutákkal folytatott spekuláció és a feketekereskedelem (Láng, 1960). A korona értékének erőteljes romlásával párhuzamosan újabb spekulációs tevékenységek jelentek meg, melyek a felvett kölcsönök értéktelenebb koronával való visszafizetésével számoltak. A pénzügyi stabilitást volt hivatott előmozdítani az 1916. évi XVI. törvény, mely válaszként a korábbi nagyszámú, sok esetben indokolatlan pénzügyintézeti alapításra, új pénzügyintézetek létrehozását megtiltotta, és ebben a

tekintetben csak az 1918. évi XV. törvény jelentett enyhítést. Az infláció felgyorsulásával azonban újabb pénzügyintézetek alapítására⁶ került sor (például tőzsdeügylet, pénzközvetítés folytatására), amelyekre az 1300. és a 6700. számú pénzügyminiszteri rendeletek jelentettek korlátozást, az engedélyezési feltételek szigorításával (Alföldi, 1928). Az önálló pénzügyi felügyelés létrejötte bár kedvezően hatott a pénzügyi stabilitásra, ugyanakkor a világháború és következményei, a Tanácsköztársaság időszakában meghozott intézkedések, továbbá a megjelenő spekulációs tevékenységek megakadályozták a pénzügyi intézményrendszert alapvető feladatainak megfelelő ellátásában, ezért a pénzügyi stabilitást az önálló felügyelés megszervezésének ellenére sem sikerült biztosítani. Az első világháború kedvezőtlen hatással volt az aranyalapú pénzrendszerekre is, illetve hozzájárult az európai államok hadviselő felekkel szembeni elzárkózásához, így a külföldi pénzpiacok beszűküléséhez, forrás-szerzési lehetőségeink elapadásához vezetett, tehát 1914 után a pénzügyi integráció nem jutott érvényre.

Az önálló integrált pénzügyi felügyelés működésének kezdeti időszakában a jegybank monetáris politikáját autonóm módon alakította, a főtanács a jegybanki kamatláb meghatározása tekintetében külföldi befolyástól függetlenül tudott dönteni (Pogány, 1993). A világháborút követően az önálló jegybank létrehozataláig ideiglenes jelleggel, a jegybanki funkciók átmeneti ellátására jött létre 1921-ben a Magyar Királyi Állami Jegyintézet. Ennek függetlenségét bár részben korlátozta a Jóváételi Bizottság bankjegyek feletti zálogjoga, a monetáris politika tekintetében nem jelentett korlátozást. Nemzeti valutánk stabilitása ebben az időszakban megrendült, a századforduló idején megjelenő lappangó infláció az első világháború éveiben felgyorsult, és a háború utáni évekre jellemző fizetési mérleg passzívuma is hozzájárult a valuta árfolyamá-

nak romlásához (Varga, 1932). A Károlyi-korszakban és a Tanácsköztársaság időszakában a valuta értékének romlása tovább fokozódott, a lakosság bizalmatlansága az úgynevezett fehérpénz⁷ kibocsátásával összefüggésben tovább nőtt, és a bizalmatlanság a Tanácsköztársaság szervei részéről is tapasztalható volt, részben ennek is betudható, hogy egyre jelentősebb méreteket öltött a szükségpénzek forgalomba hozatala. A trianoni békeszerződés szintén kedvezőtlen hatással volt a korona értékére, amelyre az ugyanebben az évben végrehajtott felülbélyegzés sem bírt érdemi befolyással, és az időközben kibocsátott államjegyek értéke is csökkenő tendenciát mutatott (Pogány, 1993). Számos tényező hatott a korona értékére, egyrészt belső stabilizációs törekvések (például Hegedüs-féle program keretében megvalósuló intervenciós valutavásárlások, 1922-ben megkezdett kamatlábnövelés), másfelől külső, világgpiaci eseményekkel összefüggő körülmények (például béketárgyalások 1920-ban, gazdasági válság 1921/1922-ben, ugyanis a világgpiaci áresés következtében csökkent a hazai kereskedelmi- és fizetési mérleg passzivitása). Egyéb intézkedések is segítettek a valuta további romlásának megakadályozását: az 1916-ban létrehozott Devizaközpont (1920 végén bekövetkezett megszűnését követően újból felállították 1922-ben), az 1921-ben alapított Országos Pénzügyi Tanács és az 1924-ben bevezetett takarékkorona. Ezen intézkedések hatása azonban mindössze átmenetinek volt tekinthető, a korona értékének tartós romlását nem sikerült megállítani, így 1923-ban értéke közel hetedére csökkent (Barcza, 1924). A Devizaközpont – a korona árfolyamának megőrzésével összefüggő intézkedések keretében – a külföldi fizetőeszközök forgalmára vonatkozó korlátozásokat is bevezetett (Popovics, 1926), melyek még annak megszűnését követően (majd annak újbóli létrehozásától függetlenül) is fennmaradtak. A devizaforgalom felszabadítására csak később, 1925-ben került

sor (Pogány, 1993). 1919-ben pedig rendeleti úton átmenetileg valamennyi külföldre történő utalást (és bármely ingó vagyron kivételét) megtiltottak (Alföldi, 1928), ennél fogva a tőke szabad áramlása nem volt biztosított.

1915 és 1924 között a pénzügyi és monetáris trilemma elemei meglehetősen kedvezőtlenül alakultak, mindössze a monetáris politika függetlensége és – az 1916-ban létrehozott Pénzügyi Központnak köszönhetően – a pénzügyi felügyelés függetlensége valósulhatott meg.

■ A PÉNZÜGYI ÉS MONETÁRIS TRILEMMA MEGJELENÉSE, A PÉNZÜGYI FELÜGYELET FELADATKÖRÉNEK, HATÁSKÖRÉNEK KIBŐVÜLÉSE A VALUTASTABILIZÁCIÓ IDŐSZAKÁBAN (1925–1930)

Az 1924. évet követő időszakban a hazai pénzügyi felügyelés függetlensége megvalósult, a felügyeleti ellenőrzéseket, intézkedéseket külső körülmények nem befolyásolták, a felügyeleti tevékenységgel összefüggő feladatok nemzeti szinten kerültek meghozatalra. A Pénzügyi Központ feladatköre bővült, felügyeleti szerepe erősödött, az 1926. évi XIII. törvény alapján pénzváltó és értékpapírkereskedő társaságokkal kiszélesedett a vizsgálat alá vont intézmények köre, továbbá a pénzügyi intézmények egyesülésének lebonyolításában is jelentős szerepet vállalt.⁸ Mindez jelentős mértékben hozzájárult a gazdasági világválság által támasztott későbbi kihívások felügyeleti kezeléséhez. A bethleni konszolidáció éveiben (1924–1931) a pénzügyi intézményrendszer alapvető funkcióinak ellátása biztosított volt. Rövid távon a stabilitás nem kizárólag politikai és gazdasági értelemben, hanem pénzügyi szempontból is megvalósulni látszott, hosszabb távon azonban kockázatokat hordozott magában. A hazánkban később, 1931-ben jelentkező gazdasági válság rámutatott, hogy a korábbi évekre jellemző stabilitás mindössze látszatstabilitást jelentett. Ezt alátámasztotta a Népszövetség Pénzügyi Bizottságának jelenté-

se is, amely alapján a magyar pénzügyi válság kialakulásához a világgazdasági folyamatok mellett az államháztartás túlméretezett kiadásai és annak hiánya, továbbá a felvett külföldi kölcsönök nem megfelelő felhasználása is nagymértékben hozzájárult (Botos, 1999). A szanalás elérésére tett intézkedések eredményeként a hitelezés (hagyományos és záloghitelezés egyaránt) megélnkülhetett (Kovács, 2006), a pénzforgalom nem emelkedett nagymértékben a későbbi évek során sem (Varga, 1929), a spekulatív célú tőzsdügyletek pedig jelentősen mérséklődtek. Az ország külső gazdasági sokkhatásokkal szembeni ellenálló képességét mutatja, hogy míg Bécsben a frankkontremín⁹ megszűnése következtében számos bank csödbe jutott (például Depositenbank, Lombard und Escomptbank) és az 1873. évi válsághoz hasonló állapotok váltak uralkodóvá, addig hazánkban ennek hatása mérsékelt volt (Radnóti, 1926). Ezt elősegítette az MNB árfolyam megőrzésére irányuló tevékenysége mellett a Pénzintézeti Központ is, ugyanis különösen az 1924–1926 közötti időszakban számos pénzintézet működésének helyreállításához, vagy jelentősebb megrázkódtatások nélküli felszámolásához járult hozzá, továbbá elősegítette a háború utáni gazdasági struktúraváltás megkönnyítését (Alföldi, 1928). A Pénzintézeti Központ által lebonyolításra átvett pénzintézeti felszámolások száma a korábbi időszakhoz hasonlóan alakult 1925 és 1930 között (27 felszámolás volt, az 1916–1924 közötti 30-cal szemben), amely nem utal a pénzintézeti rendszer stabilitásának érdemi javulására (Jakabb et al., 1941).

A pénzügyi szanalás elérése felé tett lépések eredményeként a hazai gazdaság nemzetközi gazdasági rendbe történő újraintegrációja megvalósult (Péteri, 1985). 1926-ban megszűnt az államháztartás nemzetközi ellenőrzése, amely egyfelől a külföldi hitelfelvételi lehetőségeink kibővülésén keresztül erősítette a pénzügyi integrációt, másfelől viszont 1927-

től ugyanezen okból kifolyólag az ország fizetési mérlege meglehetősen kedvezőtlenül alakult. A pénzügyi integráció erősödését mutatják az 1925-ben és 1926-ban megvalósuló külföldi érdekeltégvállalások (például a Pesti Magyar Kereskedelmi Banknál angol, a Pesti Hazai Első Takarékpénztárnál amerikai, a Magyar Általános Hitelbanknál angol, amerikai és francia) és az élénkülő záloglevél-kibocsátások. Mindez a külföld hazai pénzintézetek iránti növekvő bizalmára utal. A külföldi forrásbeáramlás szerepe meghatározó volt a kölcsönök, jóvátétel törlesztésében, ezért a pénzügyi integráció megvalósulását nem zárólag a kereskedelmi érdekek, hanem a külföldi tartozások kezelésének szükségessége is indukálta. Ez azonban közép- és hosszú távon újabb tartozásokat eredményezett. 1928-ra ugyan már felismerték a külföldi hitelfelvétel mérséklésének szükségességét, valamint olyan gazdaságpolitika megvalósításának fontosságát, amely alacsonyabb mértékben vagy pedig egyáltalán nem igényli további külső tőke bevonását, érdemben azonban nem történt előrelépés ebben a tekintetben. A jegybanknak 1929-re már olyan mértékű fizetési kötelezettségei voltak, melynek teljesítéséhez devizahitelt kellett igénybe vennie, így 1931-re – bár a jegybank devizahelyzete némileg kedvezőbbé vált – a hiteltartozás elérte a 4,3 milliárd pengőt, mely nemcsak összegszerűen, hanem összetételében is problémás volt, mivel annak jelentős része rövid lejáratú volt, ezért beruházási célokra történő felhasználásuk nem volt lehetséges. A külföldi tőkebeáramlás általános tendenciaként a gazdasági világválság hatására 1931-ben sokkszerűen leállt, melynek következtében a fizetési mérleg is passzívvá vált, mivel azt korábban a tőkebeáramlás egyenlítette ki (Botos, 1999), így a pénzügyi integráció zárólag átmenetileg, néhány éves időszakban valósulhatott meg, a gazdasági világválság hatásának hazánkba történő begyűréséig.

A gazdaság szanalásának részeként 1924-

tól az angol fonthoz kötötten stabilizálódott a korona, melynek értéke 1924 és 1926 között több mint 20 százalékkal nőtt, így a befektetők számára Magyarország kedvezőbb befektetési lehetőségnek bizonyult. Az aranyalapra való áttérés gondolata is előtérbe került, mely szükségességének felismerése időszerű volt, mivel számos országban (például Olaszország, Franciaország, Belgium stb.) is ebben az időszakban tértek át aranyalapú valutára. Az 1927-ben életbe lépett pengőértéken való számítás mindössze technikai váltásnak volt tekinthető, a valuta stabilitása már azt megelőzően is biztosított volt. A valutastabilizáció megvalósulása annak az 1920-as években bekövetkezett meglátásnak volt köszönhető, hogy annak létrejötté a gazdasági kibontakozás szükséges feltétele (Péteri, 1985). 1925-ben a 6550. M. E. számú rendelettel megvalósult a külföldi fizetőeszközökkel való kereskedés és forgalom, valamint a külfölddel való fizetési forgalom felszabadítása.¹⁰ Így a tőke szabad áramlása biztosítottá vált, a gazdaságot újra a nyitottság jellemezte, a valuta árfolyamát pedig piaci mechanizmusok határozták meg. 1924-ben részvénytársasági formában megalakult az önálló hazai jegybank, a Magyar Nemzeti Bank. Legfőbb feladatának a törvényes fizetőeszköz árfolyamának stabilitását (például az állami pénzek kizárólag jegybanknál történő elhelyezése által) és ahhoz kapcsolódóan a szükséges ércfedezet biztosítását, valamint a pénzforgalom szabályozását határozták meg. Az MNB monetáris politikája függetlenségének akadályozását jelentette, hogy a valutastabilizáció érdekében a Bank of England-el kötött egyezmény alapján a Bank of England-nek az előleg teljes visszafizetéséig (1926) jogában állt az MNB leszámítolási kamatlábának emelését kérni (Péteri, 1985), így ebben az esetben átváltási hatásról beszélhetünk, a gazdaságpolitika a valutastabilizáció eléréséhez a monetáris politika függetlenségének átmeneti feladására kényszerült. Néhány éves időszakban tehát a

pénzügyi trilemma elemei közül valamennyi érvényesült, a trilemma sajátosságából következően azonban ez tartósan nem maradhatott fenn, mint ahogyan erre az elkövetkező időszak is rávilágított.

Az 1925–1930-ig tartó időszakban jutott érvényre a két trilemma legtöbb eleme a vizsgált időszakot tekintve, minthogy a függetlenség a pénzügyi felügyelés tekintetében teljes mértékben, a monetáris politika esetén pedig részlegesen megvalósult, e mellett a pénzügyi integráció, a szabad tőkeáramlás és a valuta stabilitása is érvényre jutott, továbbá a pénzügyi rendszer is stabilnak látszott. Ezekben az években trilemmán belüli és trilemmák közötti átváltási hatások is előfordultak. Előbbi a monetáris trilemma esetében, mivel a valuta stabilitást előtérbe helyezve a monetáris politika függetlensége szorult háttérbe átmenetileg. Utóbbinál pedig abban jelent meg az átváltási hatás, hogy a monetáris trilemma elemei az előzőekben említettek szerint valósultak meg, míg a pénzügyi trilemma elemeit tekintve a pénzügyi felügyelés függetlensége volt biztosított, és a pénzügyi stabilitás nem jutott érvényre teljes körűen.

■ A PÉNZÜGYI ÉS MONETÁRIS TRILEMMA ALKOTÓELEMEINEK ÉRVÉNYESÜLÉSE A GAZDASÁGI VILÁGVÁLSÁG ÉVEIBEN ÉS AZ AZT KÖVETŐ IDŐSZAKBAN (1931–1938)

A pénzügyi felügyelés ebben az időszakban megvalósuló függetlensége kifejezésre jutott a felügyeleti fókuszpontok külföldtől független, szabad meghatározásában. Ezzel összefüggésben a Pénzintézeti Központnak kiemelt feladata volt a likviditás fokozott ellenőrzése, mivel a bizalomhiány következtében a forrásokat egyre rövidebb lejáratra újtották meg. Ez a körülmény különösen a vidéki pénzintézetek működésében okozott nehézséget. A likviditási kockázatot tovább növelte, hogy a pénzintézetek betéteiket szinte teljes egészében kihelyezték (Jirkovsky, 1940). A Pénzintézeti Központ által lefolytatott vizsgálatok

száma a gazdasági válság ideje alatt emelkedő tendenciát mutatott, amely az 1931. évben tetőzött, ekkor 1096-t ért el (Jakabb et al., 1941). A vizsgálatok ütemezése, a vizsgálati program összeállítása a Pénzügyi Központ hatáskörébe tartozott. Magyarországon a pénzügyi és hitelválság kezdete 1931-re tehető, bár a gazdasági válság egyes jelei már korábban is tapasztalhatók voltak (például exportbevételek csökkenése tekintetében), külföldi hitelezőink kihelyezéseinek felmondását, valamint a bankpánik elterjedését a bécsi Creditanstalt kifizetései beszüntetése idézte elő. A hazai gazdasági helyzet alapján a külföldi hitelezők igyekeztek kimenteni pénzüket még engedmények árán is az országból. Ez a körülmény és a transzfermatorium együttesen hozzájárult ahhoz, hogy a bankoknak sikerült részben szanalódnium (Varga, 1964). A pénzügyi stabilitás válságot követő eléréséhez jelentősen hozzájárult az 1931-ben létrehozott Magyar Szavatossági Bank, melynek célja a pénzügyi intézetek fizetőképességének fenntartása volt. Ez alapján a Bank váltóhitelt folyósíthatott a pénzügyi intézetek betéteinek kifizetéséhez. A stabilitást erősítette a Pénzügyi Központ szanalási funkciója, a gazdasági válság idejére ugyanis már széleskörű szanalási tapasztalattal rendelkezett, hiszen már néhány évvel korábban is előfordultak pénzügyi válságok. A pénzügyi rendszer viszonylagos stabilitását mutatja, hogy a válság éveiben és azt követően is mindössze 38 pénzügyi intézet felszámolását vette át a Pénzügyi Központ. A válság hatására tehát nem növekedett jelentős mértékben a felszámolásra átvett pénzügyi intézetek száma a korábbi évekhez képest (Jakabb et al., 1941).

A fizetésektelenség elkerülése érdekében a 4000/1931. M. E. számú rendelettel átmenetileg hazánkban is bankszünnapot,¹¹ majd ezt követően betétfelvételi korlátozásokat rendeltek el. Bár a későbbi időszakban ezen korlátozások megszűntek, a pénzügyi integráció

és a szabad tőkeáramlás a továbbiakban sem volt biztosított az 1931. év végén bevezetett transzfermatorium, az ezekben az években számos alkalommal megkötött úgynevezett hitelrögzítő (*Stillhalte*) megállapodások, a külföldi hitelezők tartózkodó magatartása, valamint a hitelezés terén tapasztalható általános bizalmatlanság következtében. Ez a későbbi években a nemzetközi pénzpiacra bekövetkezett pozitív változások eredményeként sem változott érdemben. Az 1925-ben szabaddá tett devizaforgalom 1931-től a 4100/1931. M. E. számú rendelettel¹² ismételt, immáron 70 évig kötötté vált. Ennek keretében az MNB engedélyhez kötötte a valuta külföldre való kivitelét és a külföld részére történő kifizetését, továbbá a hitelek nemzetközi pénzpiacokon való felvételét és folyósítását. A jegybank ezen intézkedései következtében a valuta árfolyamának stabilitása megvalósult, a pengő nem veszített külső értékéből. Mindössze az 1935-ben bevezetett egységesített felárrendszert, valamint 1938-tól, a győri programmal megindult fegyverkezés következményeként emelkedett – ekkor még lassú ütemben – az árszínvonal (Botos, 1999), a valuta belső értékét rontva. A jegybank monetáris politikájának függetlenségére utal, hogy a kamatláb meghatározását külső tényezők nem befolyásolták, így 1931-től a leszámítolási kamatlábat 5,5 százalékról 7 százalékra, majd 9 százalékra emelte a jegybank a növekvő hitel igények mérséklése miatt, hogy azt a későbbi években 8 százalékra, majd fokozatosan csökkentve az 1935. évre egészen 4 százalékra mérsékelje¹³ a hitelfelvételi kedv növelése érdekében. 1931 közepén a válság begyűrűzése nyomán a monetáris politika ugyan elveszti függetlenségét átmenetileg, ezt követően viszont – átváltási hatást mutatva – a szabad tőkeáramlás feladásával az újra független lesz.

1931–1938 között tehát a pénzügyi integráció és a szabad tőkeáramlás a gazdasági világválsággal összefüggésben meghozott in-

tézkedések következtében nem valósult meg, a pénzügyi felügyelés függetlenségét és a valuta stabilitását ellenben sikerült megtartanunk. A monetáris politika függetlensége a korábbi részleges megvalósulás helyett már teljes mértékben biztosított volt ezen időszak második felében, azonban a pénzügyi stabilitás, az ennek elérése érdekében végrehajtott intézkedések ellenére továbbra sem valósult meg teljes mértékben. Ebben az időszakban monetáris trilemmán belüli átváltási hatás fordult elő, a gazdaságpolitika ugyanis a szabad tőkeáramlás feladása mellett a monetáris politika függetlenségét tudta biztosítani.

ÖSSZEZÉS

A felügyeleti tevékenység megszervezésére vonatkozó javaslatok, kezdeményezések megfogalmazódásának és elődszervezetek létrehozásának időszakában a felügyelés függetlensége – érdemi felügyeleti szerv hiányában – nem volt értelmezhető, a felügyeleti tevékenységre vonatkozó függetlenség majd csak az 1916-ban létrehozott Pénzügyi Központnál jelent meg. A Monarchia tekintetében megvalósult a pénzügyi integráció, az európai pénz- és tőkepiac a Monarchia számára elérhetővé vált, a pénzügyi stabilitás nem megfelelő szintjét ugyanakkor megmutatta a gazdasági sokkhatásokkal szembeni alacsony ellenálló képesség. A monetáris trilemma elemeinek érvényesülése kedvezőbb volt, a tőke szabad áramlása a korszakban mindvégig biztosított maradt. Az árfolyam stabilitását viszont csak a ténylegesen 1900-ban bevezetett új pénzügyi rendszerrel, az aranykorona-rendszerrel sikerült átmenetileg biztosítani. A Monarchia és a külföld viszonylatában a századfordulót megelőzően a monetáris politika függetlensége megvalósult, az ezt követő években azonban ez a függetlenség a New York-i tőzsdekrach következményeként sérült. Magyarország tekintetében a Monar-

chián belül a kamatpolitika osztrák meghatározottsága (az Osztrák Nemzeti Bank esetén), illetve közös meghatározása (az Osztrák-Magyar Bank esetén) miatt nem jöhetett létre a monetáris politika függetlensége ebben az időszakban.

Az első világháborút követő években a pénzügyi trilemma elemei közül egyedül a pénzügyi felügyelés függetlensége valósult meg, a pénzügyi stabilitás hiányára elsősorban a nagyszámú pénzügyi felszámolások mutattak rá. A pénzügyi integráció az aranyalapú pénzügyi rendszerek megrendülése és a külföldi pénzügyi piacok beszűkülése miatt nem érvényesült. A monetáris trilemma elemeit tekintve látható, hogy kizárólag a monetáris politika függetlensége volt biztosított, ugyanis a jegybanki kamatláb meghatározásában a külföld nem bírt meghatározó befolyással. Ugyanakkor nemzeti valutánk stabilitása az infláció ütemének felgyorsulásával egyre romló tendenciát mutatott, a tőkeáramlás szabadsága pedig a bevezetett korlátozó intézkedések következtében nem valósulhatott meg.

A bethleni konszolidáció éveiben a pénzügyi felügyelés függetlensége változatlanul biztosított volt, az államháztartás nemzetközi ellenőrzésének megszűnése kedvező hatást gyakorolt a pénzügyi integrációra, és bár számos körülmény mutatott a pénzügyi stabilitás megvalósulására, a nagy számban előforduló pénzügyi felszámolások, valamint a későbbi években bekövetkezett gazdasági válság hatása rávilágított annak „látszat” jellegére. 1924-ben megvalósult a valuta stabilitása, a korona értéke erősödő tendenciát mutatott. A tőkeáramlás szabadságát rendeleti úton sikerült biztosítani, amelyet a külföldi érdekeltségek számának növekedése is mutat, hazánk monetáris politikájának függetlensége viszont a Bank of England leszámítolási kamatláb befolyásolásának lehetősége következtében átmenetileg (1926-ig) nem valósult meg.

A gazdasági válság idején és az azt követő

években is biztosított volt a pénzügyi felügyelés függetlensége, a pénzügyi intézetek részbeni szanalódása pedig hozzájárult a pénzügyi stabilitás javulásához. A pénzügyi integráció és a tőkeáramlás szabadsága a transzfermótorium, a hitelrögzítő megállapodások, valamint a kötött devizagazdálkodás következtében nem valósult meg. A gazdasági válság ellenére valutánk stabilitása mindvégig biztosított volt ebben az időszakban, hasonlóan a monetáris politika függetlenségéhez, tudniillik a kamatláb meghatározása autonóm módon, külső befolyástól függetlenül történt.

A pénzügyi és monetáris trilemma elemének egyes korszakokban való érvényesülése alapján láthatjuk, hogy a két trilemma közös eleme a pénzügyi integráció és a szabad tőkeáramlás, amelyek valamennyi korszak esetében együttesen valósultak meg vagy pedig közösen nem jutottak érvényre. Trilemmán belüli átváltási hatások a monetáris trilemma esetében, a bethleni konszolidáció éveiben és a gazdasági válság időszakában fordultak elő, előbbinél a valutastabilizáció megvalósítása érdekében a gazdaságpolitika a monetáris politikai füg-

getlenség átmeneti feladására kényszerült, míg utóbbi esetben a szabad tőkeáramlás feladása mellett a monetáris politika függetlenségének biztosítása valósult meg. Trilemmák közötti átváltási hatás a bethleni konszolidáció éveiben fordult elő. A monetáris trilemma esetében a valutastabilitás ezekben az években biztosított volt, míg a monetáris politika függetlensége átmenetileg nem valósulhatott meg, szemben a pénzügyi trilemma elemeivel, amelyeknél viszont a pénzügyi stabilitás nem jutott érvényre és a pénzügyi felügyelés függetlensége volt biztosított. A trilemma elemeit tekintve elmondhatjuk, hogy átmenetileg, rövid időszakban érvényesülhetett a pénzügyi és a monetáris trilemmán belül valamennyi tényező, azonban hosszabb távon ennek fenntartása a trilemmák sajátosságaiból következően nem volt lehetséges. A bethleni konszolidáció időszakát követően, a gazdasági világválság hazánkba történő begyűrűzésével fény derült a pénzügyi rendszer instabilitására, a válság mélyülésével pedig a pénzügyi és monetáris trilemma többi elemének fenntartása is kihívások elé állította a gazdaságpolitikát.

JEGYZETEK

- ¹ Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.
- ² A szabályozási unió kialakítása lehetőséget teremtett volna többek között a bankszabályozás, kamatpolitika közös alakítására, ennek hiányában azonban hazánkban a jegybanki kamatpolitikába való beavatkozása mérsékelt maradt.
- ³ 1866-ban az államadósság 140 millió forintot tett ki, amely mindössze 57 millió forinttal volt alacsonyabb az 1848-as szabadságharc évében jelentkezett tartozásnál. Gróf Lónyay Menyhért állás-

pontja szerint a Monarchia kedvezőtlen pénzügyi helyzetét főként az okozta, hogy a pénzügy- és a külpolitikai döntések nem voltak kellően összhangban egymással (Jirkovsky, 1940 és Somogyi, 1976).

⁴ Az ezüst egyforintos érméket nem vonták ki a forgalomból, illetve az ércfedezetbe is beszámíthatók voltak, a jegybank sem az ezüst egyforintos érméket, sem a bankjegyeket nem volt köteles aranykoronára beváltani.

⁵ 1916. évi XIV. törvénycikk a Pénzügyi Központ-ról, Melléklet (Alapszabály)

- ⁶ 1923-ban Budapesten mintegy 90 bank és takarékpénztár alakult (Alföldi, 1928).
- ⁷ A fehérpénzeknek csak az egyik oldalán volt képnymat, a másikat jellemzően üresen hagyták.
- ⁸ 1926. évi XIII. törvénycikk a Pénzületi Központ-ról szóló 1920: XXXVII. törvénycikk egyes rendelkezéseinek módosításáról, 1. §
- ⁹ A frank-kontremín (frank elleni támadás) megszűnésével a korábban jelentős mértékű öltő valuta spekulációk is mérséklődtek, a frank árfolyama stabilizálódott és Franciaország számára jelentős aranybeáramlást eredményezett (Balla, 1935).
- ¹⁰ A m. kir. minisztérium 1925. évi 6550. M. E. számú rendelete, 1. §
- ¹¹ A m. kir. minisztérium 1931. évi 4.000. M. E. számú rendelete, a pénzületek pénztárainak 1931. évi július hó 14-én, 15-én és 16-án zárvatartásáról, 1. §
- ¹² A m. kir. minisztérium 1931. évi 4.100. M. E. számú rendelete, a 4.000/1931. M. E. számú rendelettel elrendelt bankszünnapok következtében szükséges átmeneti intézkedésekről, 1–2. §
- ¹³ A Pénzületi Központ gazdasági jelentésének tizenegyedik évfolyama (1935)

IRODALOM

- ALFÖLDI A. (1928). *A budapesti pénzületek története napjainkig*. TÉBE könyvtár 42. szám, TÉBE Kiadóvállalata, Budapest
- BALLA A. (1935). *A legújabb kor gazdaságtörténete*. Kiadja a Királyi Magyar Egyetemi Nyomda, Budapest
- BARCZA I. (1924). *Barcza Imre valorizációs táblázatai*. Kereskedelmi és Iparkamara Könyvtára, Budapest
- BENYOVSZKI A., NAGY Á. (2013). A pénzügyi válság és a gazdasági kormányzás szükségessége (kihívások a makrogazdasági politikák szintjén). *Hitelintézet Szemle*, 12. évfolyam, 1. szám, 18–37. oldal
- BEÖTHY L. (1875). *Bankügy elmélete. Különös tekintettel a jegybankkérdésre és hazai viszonyainkra*. Athenaeum Rt. Kiadó, Budapest
- BOTOS J. (1999). *A Magyar Nemzeti Bank története II. Az önálló jegybank (1924–1948)*. Presscon Kiadó, Budapest
- FELLNER F. (1911). *A valuta rendezése Magyarországon: különös tekintettel a készpénzfizetések megkezdésére*. Grill Károly Könyvkiadó, Budapest
- JAKABB O., REMÉNYI-SCHNELLER L. ÉS SZABÓ I. (1941). *A Pénzületi Központ első huszonöt éve (1916–1941)*. Királyi Magyar Egyetemi Nyomda, Budapest
- JENEI K. (1970). A Pénzületi Központ szerepe a Magyar Tanácsköztársaság bankrendszerében. A Magyar Történelmi Társulat Üzemtörténeti Szekciójának kiadványa. Különlenyomat a *Levéltári Közlemények* XL. évfolyamából, 37–55. oldal
- JIRKOVSKY S. (1940). *Az Osztrák Nemzeti Bank és az 1870.-i bankankét. Banktörténeti tanulmány*. TÉBE könyvtár 102. szám TÉBE Kiadóvállalata, Budapest
- JUHÁSZ L. (1939). Az 1869-i „pénzválság” és a bankkérdés. *Századok*, 73. évfolyam, 1–3. szám, 33–75. oldal
- JUHÁSZ L. (1941). Lónyay Menyhért közös pénzügyministersége. 1870–1871. *Századok*, 75. évfolyam, 1. szám, 363–404. oldal

- KAUTZ Gy. (1868). *A nemzetgazdasági eszmék fejlődési története és befolyása a közviszonyokra Magyarországon*. Pest, Heckenast Gusztáv
- KOVÁCS Gy. (2005). *Globalizációs kihívások és a magyar pénztörténet*. Megjelent (Szerk.: Botos Katalin). Pénzügyek a globalizációban. Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar közleményei, JATEPress Kiadó, Szeged, 107–137. oldal
- KOVÁCS Gy. (2006). *A bankrendszer és stakeholderei történeti megközelítésben, avagy az állam szerepvállalása az ipar banki finanszírozása előmozdításában a magyar gazdaságtörténetben*. Megjelent: Botos Katalin (szerk.). A bankrendszer és stakeholderei. Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar Közleményei, Generál Nyomda, Szeged, 54–109. oldal
- KÖVÉR Gy. (1993a). A bankkérdés: két-bankrendszer vagy binacionális bank (1867–1878). *Századok*, 127. évfolyam, 1. szám, 89–126. oldal
- KÖVÉR Gy. (1993b). *Az Osztrák Nemzeti Bank működése és az Osztrák-Magyar Bank alapításának előzményei, 1851–1878*. In: Bácskai Tamás (szerk.). A Magyar Nemzeti Bank története I. Az Osztrák Nemzeti Banktól a Magyar Nemzeti Bankig (1816–1924). Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 155–250. oldal
- LÁNG I. (1960). A Károlyi- és Berinkey-kormány pénzügyi politikája. *Századok*, 94. évfolyam, 1–3. szám, 812–834. oldal
- LÁSZLÓ F. (szerk.) (2002). *Monetáris politika Magyarországon* (második, javított kiadás). Kiadja: Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 2002. augusztus. Elektronikus elérhetőség: <https://www.mnb.hu/letoltes/monetarispolitika-hu-2002.pdf> Letöltés ideje: 2017. augusztus 2.
- LÓNYAY M. (1875). *Közügyeinkről II. A bankügy*. Athenaeum Kiadó, Budapest
- MECENSEFFY E. (1896). *Az Osztrák-Magyar Bank igazgatása (1886–1895)*. Franklin-Társulat Magyar Irodalmi Intézet és Könyvnyomda, Budapest
- PETHŐ S. (1925). *Világostól Trianonig. A mai Magyarország kialakulásának története*. Enciklopédia R-T. Kiadása, Budapest
- PÉTERI Gy. (1985). Montagu Norman és a magyar „szanálási mű”. Az 1924-es magyar pénzügyi stabilizációról. *Századok*, 119. évfolyam, 1. szám, 121–151. oldal
- POPOVICS S. (1926). *A pénz sorsa a háborúban*. A Magyar Tudományos Akadémia Kiadása, Budapest
- RADNÓTI I. (1926). *Mi volt itt? A konjunktúra története Hegedüs Lóránt bukásától Popovics Sándor eljöveteleig*. Ujságüzem könyvkiadó és nyomda részvénytársaság, Budapest.
- SCHOENMAKER D. (2011). *The Financial Trilemma*. Elsevier Economic Letters 111, 57–59. oldal
- SOMOGYI É. (1976). *A birodalmi centralizációtól a dualizmusig (Az osztrák-német liberálisok útja a kiegyezéshez)*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- TOMKA B. (2000). *A magyarországi pénzintézetek rövid története (1836–1947)*. Budapest, Aula Kiadó Kft.
- VARGA I. (1929). *A Magyar Nemzeti Bank és az Osztrák-Magyar Bank bankjegyforgalmi-, váltótárca-, és érckészlet-adatainak magyarázata*. A Magyar Gazdaságkutató Intézet 2. számú különkiadványa. Magyar Gazdaságkutató Intézet, Budapest
- VARGA I. (1932). *Az aranypengő*. Különlenyomat a Közgazdasági Szemle 1931. évi 12. számából. Légrády Testvérek Nyomdai Műintézete, Budapest
- VARGA I. (1964). *Az újabb magyar pénztörténet és*

egy elméleti tanulságai. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest

1916. évi XIV. törvénycikk a Pénzügyi Központról

1926. évi XIII. törvénycikk a Pénzügyi Központ-ról szóló 1920: XXXVII. törvénycikk egyes rendelkezéseinek módosításáról

A m. kir. minisztérium 1925. évi 6.550. M. E. számú rendelete

A m. kir. minisztérium 1931. évi 4.000. M. E. számú rendelete

A m. kir. minisztérium 1931. évi 4.100. M. E. számú rendelete, a 4.000/1931. M. E. számú rendelettel elrendelt bankszünnapok következtében szükséges átmeneti intézkedésekről

A Pénzügyi Központ gazdasági jelentésének tizenegyedik évfolyama (1935)

MNB (2016). *Pénzügyi stabilitási jelentés.* Kiadja: Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 2016. november. Elektronikus elérhetőség: <https://www.mnb.hu/letoltes/penzugyi-stabilitasi-jelentes-osz-print-digitalis.pdf>. Letöltés ideje: 2017. augusztus 2.