

Kamatszint a változó kamatpolitika tükrében Magyarországon 1924 és 2015 között – Hogyan jutott el a jegybanki alapkamat a historikusan alacsony kamatszintekig?*

Madarász Annamária – Novák Zsuzsanna

A tanulmány Magyarország kamatpolitikáját vizsgálja 1924 és 2015 között, különös tekintettel a jegybanki alapkamat szerepére és hatásaira. Bemutatja az időszakot jellemző gazdasági – főként inflációs – környezet változásait, majd három nagyobb időszakra bontva veszi számba az MNB 1924-es alapítása óta megvalósult jelentősebb kamatpolitikai és a jegybanki eszköztárat érintő lépéseket az adott időszak monetáris politikai keretfeltételei között. A tanulmány célja, hogy a megfelelő keretben elhelyezett kamatpolitika vizsgálata alapján rámutasson arra, hogy a jegybanki kamatok szerepe hogyan nyert egyre nagyobb jelentőséget a jegybank antiinflációs politikájában, és történetileg elhelyezze a 2012 augusztusában elkezdett kamatcsökkentési ciklus végén kialakuló és jelenleg is érvényben lévő 1,35 százalékos alapkamat szintet.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E40, E42, E52

Kulcsszavak: monetáris politika, kamatpolitika, historikus kamat

1. Bevezető

Bár alapítása óta a jegybank alapvető, kiemelt feladata az árstabilitás elérése és fenntartása, az utóbbi 90 évben voltak olyan időszakok, amikor nem elsődleges célként tekintett a jegybank a fogyasztói árak visszafogására, illetve nem a jegybanki kamatpolitikával törekedett az infláció stabilizálására. Az MNB alapítását követően a hazai monetáris politika, azon belül is főként a kamatpolitika számos változáson esett át, míg a napjainkban ismert gyakorlat kialakult. A jegybank működésének kezdeti éveiben az MNB kamatpolitikája elsődlegesen a kereskedelmi váltók leszámítolását jelentette, így az irányadó kamatok szerepét a leszámítolási és a kölcsönüzleti kamatlábak töltötték be. A nagy gazdasági világválság miatt bekövetkező kamatemelések korrekcióját követően a második világháborúig stabilan alakultak a kamatok. A szocialista tervgazdaság időszakában nem volt egyértelműen kitüntetett jelentőségű jegybanki alapkamatként megjelölt referenciaráta, mint ahogy

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

*Madarász Annamária a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: madaraszan@mnbb.hu.
Novák Zsuzsanna a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: novakzs@mnbb.hu.*

független monetáris politika sem létezett. A kétszintű bankrendszer bevezetéséig jegybanki alapkamat hiányában szerteágazó referenciakamatokkal volt jellemezhető Magyarország. A jegybank esetenként ugyan meghatározott vállalati hitelkamatokat, de azok mellett jelentős szerepet töltöttek be a jogszabályokban államilag rögzített kamatmértékek. 1987 óta egyetlen jegybanki alapkamat létezik, melyet az MNB határoz meg, igaz, a kétszintű bankrendszerre történő áttérés óta az irányadó eszköz többször is megváltozott.

Az elmúlt években alacsony globális inflációs környezettel, mérséklődő inflációs várakozásokkal és döntően lefelé mutató inflációs kockázatokkal szembesült a hazai monetáris politika. Ilyen feltételek mellett az inflációs cél elérése érdekében a Magyar Nemzeti Bank 2012 óta expanzív monetáris politikát folytatott. A 2012-ben megkezdett kétéves kamatcsökkentési ciklust 2015 márciusában a jegybank újraindította, majd júliusban lezárta, így az irányadó ráta – az összehasonlíthatóság módszertani korlátai mellett – elérte az MNB 90 éves történetének legalacsonyabb, 1,35 százalékos szintjét.¹

2. Jegybanki kamatok és infláció 1924 és 1947 között

A Magyar Nemzeti Bank törvényileg a létesítéséről és szabadalmáról rendelkező 1924. évi V. törvénycikk 1924. április 26-ai hatálybalépésével jött létre. Az *önálló jegybank létrehozását* a háború után az újjáépítés és gazdasági stabilizáció céljára folyósított népszövetségi kölcsön feltételül szabták, melynek gondozása az állami számlák vezetésével és a fennálló államadósság kezelésével együtt az MNB feladata lett. Az MNB az egyensúlyteremtő intézkedések részeként az angol fonthoz kötötte a hazai fizetőeszköz árfolyamát, melyet 1925-ben aranyalapra helyeztek, amivel a korona (majd 1926-tól a pengő) is aranyalapú valutává vált (*MNB 2002*). A jegybank feladatai között megjelent a *nemzeti fizetőeszköz stabilizációjának megteremtése és fenntartása* mellett a pénz- és hitelkínálat, ezen belül a kereskedelmi bankok által felszámított kamatok monetáris eszközökkel történő befolyásolása. A jegybank hitelpolitikája keretében elsődlegesen a kereskedelmi váltók leszámítolását használta² monetáris politikai eszközként, és a *leszámítolási, valamint a kölcsönüzleti kamatlábak*³ töltötték be az irányadó kamat szerepét (*Botos 1999:41*). Ezek a kamatlábak a mai terminológia szerinti jegybanki fedezett hitelek kamatlábjának feleltethetőek

¹ Jelen tanulmány a „Madarász Annamária – Novák Zsuzsanna: Historikus mélyponton a magyar alapkamat” szakmai cikke alapul.

² A jegybank nem áruügyleten alapuló ún. pénzügyi váltók leszámítolását csak meghatározott esetekben vállalta, de kereskedelmi váltókat nem kizárólag pénzügyi intézetek nyújthattak be leszámítolásra a jegybankhoz (hanem cégek adott köre is). 1925-től közraktári jegyek leszámításával és kézizálog fedezete mellett folyósított hitelekkel egészült ki a jegybank kihelyezési tevékenysége.

³ A leszámítolási kamatláb a 92 napnál rövidebb lejáratú váltókra, közraktári zálogjegyekre és értékpapírokra vonatkozott, míg a kölcsönüzleti kamat az államjárdékok, kincstári utalványok, királyi állami pénztárjegyek fedezetére felvett lombardhitelekre.

meg. A kereskedelmi bankok kamatpolitikáját azonban a jegybanki kamatdöntéseken felül behatárolták az 1919-től érvényben lévő és időről időre megújított ún. Bankközi Megállapodások is – melyek előzményeül az 1908-ban megkötött kartell jellegű megállapodás szolgált –, melyet a legnagyobb tőkeerővel rendelkező bankok és takarékpénztárak kötöttek meg az üzleti feltételek, elsősorban a betéti kamatok és általában az ügyfeleknek nyújtott kedvezmények korlátozása céljából.

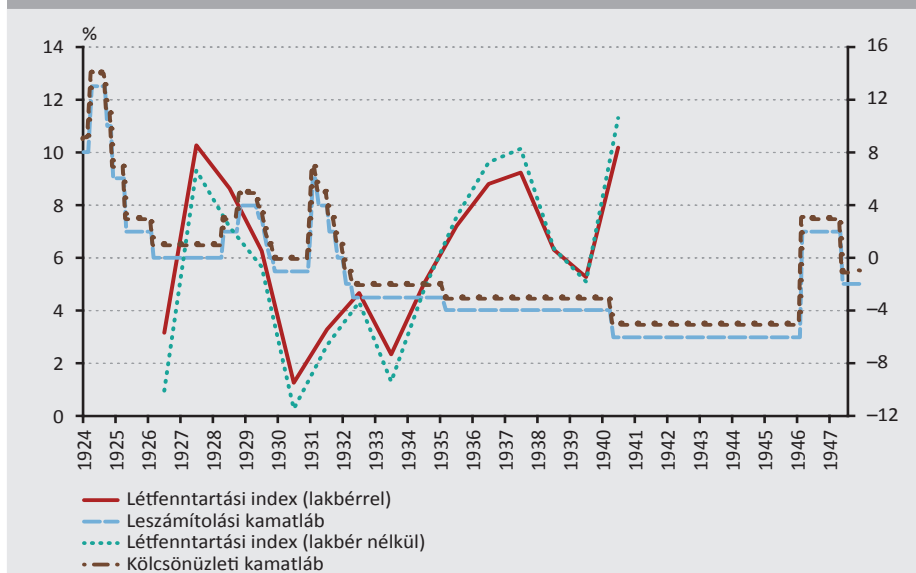
Létrehozásától egészen az 1929–1933-as nagy gazdasági világválságig 10–12 százalékos kamatszintekről⁴ indulva, az MNB *folyamatos csökkentést hajtott végre a hitelezés élénkítése érdekében (1. ábra)*. A gazdasági stabilizáció első éveiben az államháztartás közvetlen finanszírozását megtiltó jegybanki szabályozás és a költségvetés kiegyensúlyozása érdekében hozott intézkedések miatt megnövekedett közterhek és általában a gazdaság újjáépítéséhez szükséges beruházások finanszírozási igénye miatt rendkívüli pénzkereslet jelentkezett. Így 1924-ben, tekintettel a gazdaságban kialakuló irreális piaci kamatszintekre, a jegybank megemelte a leszámítolási kamatlábat. A korlátozottan érvényesülő kamatszabályozás keretei között a jegybank ezzel a jelzéssel akarta figyelmeztetni az érintett gazdasági szereplőket a hiteligénylések mérséklésére. A hitelezés mennyiségi korlátozására végül nem került sor, sőt, a korona nemzetközi elismerése és a devizakorlátozások feloldásának köszönhetően lehetővé vált a gazdálkodó szervezetek számára, hogy rövid lejáraton külföldi hitelt is igénybe tudjanak venni. A korona iránti bizalom megerősödése következtében a Magyar Nemzeti Bank egy év alatt megtöbbszörözte érczkészletét, így lehetővé vált a kamatok fokozatos mérséklése. Az 1925-től kezdődő kamatcsökkentések során a jegybank tekintettel volt arra, hogy a külföldi hitelek kamata néhány ágazat számára meghaladta azt a mértéket, amely mellett nyereségesen folytathatták volna tevékenységüket, így fokozatosan a magyar városok és vármegyék által elérhető külföldi kamatszint mértéke alá süllyesztette saját leszámítolási kamatát. 1926-ban a népszövetségi kölcsön kamata 7,5 százalék volt, a városok és vármegyék 7 százalékon jutottak külföldi hitelhez, így a jegybank a kamatszint 6 százalékra mérséklése mellett döntött (*MNB 1925–1947*). A jegybank hangsúlyt fektetett arra, hogy a pénzintézetek a továbbadott hitel lehetőleg minél alacsonyabb felár mellett helyezték ki. Ennek értelmében többek között 1926-ban a jegybank hitelosztálya megszabta, hogy a vele kapcsolatban álló pénzintézetek maximum 14 százalékos kamattal mellett nyújthattak kölcsönt. 1928 őszi és az 1929–1933-as világválság közepén ideiglenesen, a legtöbb európai országhoz hasonlóan, az általános pénz- és tőkepiaci zavarok következtében megugró váltóforgalomra és devizakeresletre, valamint a külföldi tőke kivonásra való tekintettel a jegybank a kamatemelés mellett döntött, ami megszakította a kamatok fokozatos mérséklődését (*MNB 1925–1947*).

⁴ Az induló kamatszintet a Magyar Nemzeti Bank lényegében átörökölte elődintézményétől, a Magyar Királyi Állami Jegyintézetektől. A Jegyintézet 1923 júliusában a mintegy 40 százalékos koronagyengülés és a közel 50 százalékos áremelkedés hatására ideiglenesen 12 százalékról 18 százalékra emelte a leszámítolási kamatot a gazdasági stabilizációt megelőzően (*Jegyintézet 1924*). Összehasonlításképpen megemlítendő, hogy az Osztrák-Magyar Bank 1901 és 1918 között 4–8 százalékos kamatmértékeket alkalmazott (*Popovics 1926*).

1. ábra

A jegybank által alkalmazott irányadó kamatok 1924 és 1947 között (bal tengely) és a létfenntartási index 1926 és 1940 között* (jobb tengely)

(%)



*Sem a létfenntartási indexekből, sem más, az árszínvonal változását esetlegesen megragadó mutatóból nem áll rendelkezésre adat a jelölt időtávon kívül erre az időszakra vonatkozóan.

Forrás: Botos (1999), Marton (2012a)

Az alapkamat változtatását ebben az időszakban elsősorban belföldön a váltóforgalom és az igénybe vett lombardhitelek volumene, a külfölddel szembeni relatív kamatszint kialakítása tekintetében pedig a rövid lejáratú spekulatív külföldi hitelbeáramlás, valamint az érckészletek állományának befolyásolása motiválta. A gazdaság visszleszámított váltóállománya és jelzáloglevél-állománya is erőteljes bővülést mutatott a húszas évektől kezdve, de – különösen a jelzálogpiacot – visszavetette az 1929–1933-as gazdasági, majd pénzügyi és hitelválság, ami ideiglenesen a belföldi pénzforgalom korlátozásához és a tőzsdei kereskedés felfüggesztéséhez vezetett. A válságot követően egészen a második világháború végéig stabil és relatíve alacsony kamatok jellemezték a magyar gazdaságot – a legalacsonyabb jegybanki kamatmérték 3 százalék volt.

A jegybank alapításakor az árfolyam-politikát központosított és kötött devizagazdálkodás jellemezte, ugyanakkor fokozatos enyhítés indult a kötöttségek terén, végül 1925-ben jegybanki kezdeményezésre a kormány teljesen szabaddá tette a külfölddel szembeni fizetési forgalmat. Az ország növekvő eladósodottsága azonban egyre nagyobb problémát jelentett, míg nem a nagy gazdasági világválság már az állam csődjével fenyegetett, így ennek megelőzése érdekében a kamatemelés mellett szigorú kötöttségeket vezettek be a devizagazdálkodás terén. 1931 közepén a kötött

devizaforgalom ismét egy kézben, az MNB hatáskörében lett központosítva, és ez a rendszer maradt fenn évtizedekig (Botos 1999).

Az *árszínvonal változását* nagyban meghatározta a törvényes fizetőeszköz mögött álló fedezet, mint általában az aranyalapú pénzrendszerekben, az árszínvonal változását pedig csak közvetetten vette figyelembe a jegybank kamatpolitikája. A törvényes fizetőeszköz arannyal fedezett pénzként funkcionált, amelyhez kezdetben 20 százalékból állapították meg a – teljes érckészletre⁵ vonatkozó – fedezési arányt, ami 1924 végén már meghaladta az 50 százaléket, és 1930 végén sem csökkent 40 százalék alá. Az inflációt a létfenntartási index mutatószámmal fejezték ki, amely egy négytagú – bérmunkás – család szükségleteit vette alapul, és az ételmezés, ruházat, fűtés és világítás, valamint a lakhatás költségeiből számított, reprezentatív fogyasztói kosár árváltozásából indult ki (*Statisztikai Szemle 1925*)⁶. Ez a fogyasztóiár-indexnél jóval szűkebb mutatószám 1939-ig nem vett fel 10 százaléknál nagyobb mértéket. Az 1924-ig tartó háborút követő hiperinflációs időszakot pár éven belül ugyanis egy erőteljes deflációval járó hatéves időszak váltotta fel, amely során, különösen a nagy gazdasági világválság kezdetétől vált jelentőssé az árak visszaesése.

Az *inflációs folyamatok és a kamatpolitika közötti érdemi kapcsolat hiányára* utal, hogy a kamatszintben nem tükröződött a gazdasági világválságot követően kialakult tartós árszínvonal-emelkedés, amely pedig a második világháború kezdetétől a forint bevezetéséig hiperinflációban teljesedett ki (1. ábra). A pénz- és hitelviszonyok normalizálódását követően 1936-tól megjelenő, a deviza felárrendszertől⁷ és a közterhek emelkedésétől hajtott árszínvonal-emelkedés azonban a háborús kiadások fedezésére beindított bankóprés következtében továbbfokozódott, és korábban nem látott hiperinflációba csapott át. 1938-ban eltörölték az állam, törvényhatóság és önkormányzat MNB-nél történő hitelfelvételét illető korlátozást, többek között a költségvetési hiány közvetlen finanszírozásának tilalmát. A hiány fedezetlen – rövid futamidejű állampapírok kibocsátása révén történő – finanszírozása következtében már 1940 és 1944 között az árak közel megkétszereződtek (a bankjegykészlet fedezeti aránya fokozatosan 1,5 százalék alá csökkent), de 1939. augusztus 26-tól a pénzügyi stabilizációig – 1946. augusztus 1-jéig – 399 623 kvadrilliószorosukra⁸ emelkedtek (*Marton 2012a; Botos 1997*). A hiperinflációs időszakban nem a kamatot használták a magánhitelezés szabályozására, hanem az állami szervek döntöttek a hitelnyújtásról, ami fennmaradt a háborút követő években is. 1946-ban a jegybank mégis kamatemelés mellett döntött, amelyet a bővülő hite-

⁵ Az aranyérmék és -rudak, valamint külföldi kereskedelmi érmék mellett beszámították a devizák és valuták adott körét is a teljes érckészletbe (Botos 1999).

⁶ A Központi Statisztikai Hivatal 1951-től vezette be az új fogyasztóiár-indexet.

⁷ Kifelé ugyan nem értékelték le a devizát, de az exportőrök felárral adták tovább, az általuk megszerzett devizát felárral értékesítették az importőröknek, és a hitelezők is többnyire felárral kapták a törlesztéseket (Botos 1999).

⁸ Tíz a huszonnegyediken.

igények visszafogása mellett az is ösztönzött, hogy a háború során kivont betétállományt pótolják, a betétek irányába tereljék a hitelintézetek forrásgyűjtését (*MNB 1925–1947*). 1946. augusztus 1-jén a pengőt lecserélte a forint mint új valuta,⁹ mely során 400 000 kvadrillió pengőért adtak egyetlen 1 forintos pénzermét (*Botos 1999*). Sikeres bevezetéséhez a jegybank hozzájárult azzal is, hogy korlátozta az államnak nyújtott hitelek mértékét (*MNB 2002*).

3. A szocialista tervgazdaság időszaka

*A szocialista tervgazdaság keretein belül az alapkamat még olyan formában sem volt értelmezhető, mint az 1948-at megelőző referenciahozam. Az 1948-1949-ben lezajlott államosítást követően¹⁰ az egyszintű bankrendszer létrejöttével és a tőzsdei, valamint általában az értékpapír-kereskedés megszűntével nem a piaci kereslet és kínálat döntött a gazdaság kamatszintjéről. Az MNB, mely a pénzügyminiszter révén a kormány felügyelete alatt tevékenykedett, pénzforgalmi, hitelezési és devizamopóliummal rendelkezve közvetlenül hitelezte a vállalati szektort és az államot – ami a szocialista tervgazdaság időszakának kezdetén lényegében egyet jelentett, hiszen a vállalatok állami tulajdonban voltak – és büntetőkamatot számított fel a hitel- vagy a kamattörlesztés elmaradása esetén. A jegybank kezelte mind a háború előtti tartozásokat, mind pedig a háborús jóvátételi kötelezettségeket, újraszervezte a devizahatósági feladatokat, majd 1950-től a devizaműveletek végzése és engedélyezése a kötött devizagazdálkodási rendszerben az MNB kizárólagos joga lett¹¹ (*MNB 2002*). 1948 második felében a jegybank által felszámított kamat a „hitelt igénybe vevő helyzetétől, státusától” függően évi 7–12 százalékos mértéket öltött (2. ábra). Ennél kisebb kamatok az egyszerűsített rendbe tartozó kiemelt vállalatoknál¹² fordultak elő. A Népgazdasági Tanács egy 1950-es határozata a célhitelrendszer kiépítését fogalmazta meg, melyben az adott cég tevékenysége jelölte ki a kihelyezett hitel típusát, a hitelek elbírálásában egyre kisebb hangsúly jutott a bank szakembereinek értékelésére, ezzel szemben erőteljesen érvényesültek az államigazgatási szervek politikai szempontjai (*MNB 2002*). Megkülönböztettek tervszerűen és tervszerűtlenül gazdálkodó cégeket is, az előbbiek 3 százalékos, az utóbbiak 7 százalékos kamaton juthattak hitelhez. Ennél alacsonyabb kamatokat 1956 utáni készlethiteleknel, elsősorban az átmeneti szükségletek felmerülése esetén folyósított célhiteleknel alkalmaztak (*Ligeti 1970*). 1952-ben szovjet mintára rendeletbe foglalták a főbb*

⁹ 0,07575 gramm arany értéket képviselt 1 forint (1 uncia arany 35 amerikai dolláros Bretton Woods-i árfolyama mellett).

¹⁰ A bankrendszer államosításáról továbbá a Magyar Nemzeti Bank és a többi „nagybank” belföldi tulajdonban lévő részvényeinek állami tulajdonba vételéről az 1947. évi XXX. tv. rendelkezett (*Meznerics 1972*).

¹¹ Ennek fontos jogszabályi háttere volt az ún. Devizakódex, ami többek között rendelkezett a kötelező devizabeszolgáltatásról és a külkereskedelmi tevékenység esetén a devizakifizetéseket az MNB engedélyéhez kötötte.

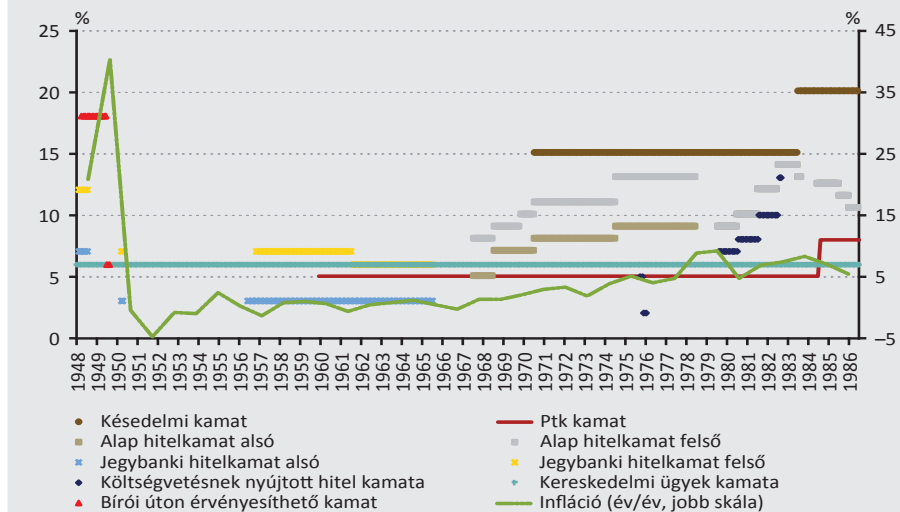
¹² Ezek a kiemelt vállalatok csak egy MNB-nél vezetett nyitott folyószámlával rendelkezhetek.

hitelezési elveket (tervjelleg, céljelleg, fedezeti elv, lejárat elv), valamint hogy a hitelkamatokról a pénzügyminisztérium jogosult dönteni, így a jegybanknak a rövid lejáratú hitelezésben és azon belül is csak a mennyiségi kérdésekben jutott érdemi szerep. A hitelpolitikát kezdetben az a koncepció határozta meg, hogy a hitel létjogosultságát a vállalati forgóeszköz-szükséglet adja, valamint az állami beavatkozás, adminisztratív igazgatás fontos eszköze volt. Ezt a szempontot elsősorban a magas kamatozású kényszerhitel kötelező igénybevételén keresztül biztosították az átmenet éveiben, ami a vállalati likviditáshiányt és tervszerűtlenséget szankcionálta. A hitelnyújtást sokáig nem tekintették pénzmennyiség-növelő tényezőnek, hanem a szabad megtakarítások átadásaként értelmezték, feltételezván, hogy az önkéntes megtakarítás megegyezik az anyagi felhalmozással. Ez a felfogás a hitelezésben az 1950-es évek közepétől, amikor a gazdasági teljesítmény visszaesése miatt a hitelnyújtás feltételeit enyhítették, egyre nagyobb nehézségekbe ütközött, mivel a vállalatok előre elköltötték szabad pénzeszközeiket felhalmozási célokra, majd utólag folyamodtak a Magyar Nemzeti Bankhoz hitelért. Bár a jegybanknak lehetősége nyílt a fölös készletekre büntetőkamatot, a fölös készleteket, majd 1962-től a norma feletti készleteket finanszírozó hitelekre magasabb kamatokat alkalmazni, ugyanakkor nem emelte a jegybanki hitelezés alapkamatának szintjét¹³ ebben az

2. ábra

A jegybank által alkalmazott és jogszabályokban rögzített kamatok* (bal tengely) és az éves infláció** (jobb tengely) 1948–1986 között

(%)



*Az alap hitelkamat alsó és felső határa 1980-tól egybeesett.

**Az infláció ebben az időszakban hatóságilag rögzített árakon alapszik, ezért nem hasonlítható össze a jelenlegi fogyasztóiár-index mértékével.

Forrás: Ligeti (1970), Bankértésítők (1968–1985), KSH, vonatkozó jogszabályok

¹³ Az ún. 3%-os forgóalaphitel kamat mértéknek megfelelő kamattal mellett folyósították a hitelek több mint 50%-át 1958 és 65 között (Ligeti 1970).

időszakban, és a kamatpolitika hatásossága amúgy is erősen megkérdőjelezhető volt a kamat tervezhetősége és a finanszírozási korláttal nem szembesülő állam monopol tulajdonában lévő vállalatok dominanciája következtében. A vállalatok anyagi felhalmozásának a piaci igényeknél magasabb bővülése pedig az 1960-as évekre eladatlan készletek felhalmozásához vezetett (Riesz 1972). A jegybank ennek hatására egyre inkább elmozdult a termelés hitelezésétől az értékesítés alapú hitelezés irányába (Ligeti 1970).

Az 1960-as években fellendült a külkereskedelem, és a gazdasági reformoknak köszönhetően a gazdasági kapcsolatokban erősödött a piac szerepe, aminek következtében kiszélesedett a jegybank belföldi devizapiaci tevékenysége, és megnőtt a monetáris politikai eszközök jelentősége (MNB 2002). 1968-ban az új gazdasági mechanizmus létrejöttével a hitelezés is új irányt vett, erőteljesebben érvényesültek a hitelek elbírálásában a makrogazdasági egyensúlyi és profitabilitási, azaz általában a gazdasági racionalitási szempontok (MNB 2002). A hitelezés során a jegybanknak az új rendszerben nem hatósági jogkörben kellett eljárnia, hanem gazdasági eszközökkel és szerződéses kikötésekkel kellett kikényszerítenie a pénzforrások gazdaságos felhasználását (Meznerics 1972). A vállalatok a korábbiaknál nemcsak magasabb kamat mellett vehettek fel hitelt, de megnövekedtek a hitelfelvétel egyéb költségei is, valamint a hitelképesség vizsgálatára és a megtérülésre is nagyobb hangsúlyt fektetett a jegybank. A hitelpolitika alapidokumentumának az 1969. évi *Hitelpolitikai Irányelveket* tekintették, melyet évről évre módosítottak a gazdaságpolitikai elképzeléseknek megfelelően. Az irányelvekben rögzítettek egy alapkamatsávot – 1969-ben évi 7–9 százalékos mértékkel, ahol a sáv alja a mindenkori 90 napon belüli forgóeszköz-hitel kamatát, a teteje pedig a 270 napon felülit jelölte ki –, melyhez képest kedvezményes, vagy felárral számított kamatszinten vehettek fel hitelt a gazdálkodó szervezetek, késedelmes törlesztés esetén pedig 6 százalékos büntetőkamat sújtotta őket. A központi bank továbbá lehetőséget biztosított arra is, hogy a gazdálkodó szervezetek fölös likviditásukat a futamidő függvényében évi 3–7 százalékos között szóródó kamat mellett, lekötött betétben helyezték el a jegybanknál. Az éves hitelpolitikai irányelvekben évről évre rögzítettek egy alapkamat-mértéket, illetve különböző futamidejű forgóeszköz- és beruházási hitelkamatokat, valamint betéti kamatokat határoztak meg,¹⁴ ami felértékelte a kamat, valamint a hosszabb lejáratú forrásgyűjtés és finanszírozás szerepét a pénzpolitikában. A rövid futamidejű kölcsön alapkamata 1980-ban 9, a következő évben 10, 1982-től 12 százalékos volt. 1983-ban tovább nőtt 2 százalékponttal, majd a következő esztendőből 13 százalékra mérséklődött.

A szocialista gazdaságban a jegybank által meghatározott kamatszinten felül egyéb, törvényileg meghatározott kamatok is érvényben voltak. A gazdasági szerződésekben fontos referenciaértéket jelentett az 1959. évi IV. törvényben (Ptk.) rögzített

¹⁴ Ezt megelőzően az MNB nem fizetett kamatot betétek után, csak kivételes esetben.

kamatszint (polgári ügyekben ügyleti kamatként használt mérték). A jogszabály 1960-ban lépett hatályba, többszöri módosítása során a törvényben rögzített kamatszintjét is változtatták.¹⁵ A Polgári törvénykönyvben meghatározott ügyleti kamattól a felek lefelé eltérhettek, illetve léteztek ezektől eltérő szabályokat megállapító jogszabályok is. Többek között 1960. május 1. előtt hatályban volt egy minisztertanácsi rendelet, amely a bírói úton érvényesíthető kamat legmagasabb mértékét rögzítette – mégpedig oly módon, hogy a rendelet hatálybalépéséig 18, a hatálybalépés napjától pedig évi 6 százalékban határozta meg –. Ezen kívül az 1989. január 1-jéig hatályos 1875. évi kereskedelmi törvény kimondta, hogy kereskedelmi ügyekben a törvényi és a késedelmi kamatok a fizetendő tőke 6 százalékát teszik ki évenként.¹⁶

A hatóságilag rögzített ár- és bérrendszerben a kamatok és a fogyasztói áralakulás között nem volt valós összekötő kapcsolat, a rugalmasabb árrendszerre történő áttérés során azonban a jegybank által meghatározott hitelkamatok szintje fokozatosan alkalmazkodott a pénzromlás növekvő üteméhez. Az 1946-os gazdasági stabilizáció keretében hatóságilag rögzítették az árakat és a béreket, illetve a kibocsátott pénzmennyiséget és a béreket az áralap függvényében határozták meg. Az általános áruhiány és a magas költségvetési deficit miatt azonban 1951 végéig több mint két és félszeresükre nőttek az árak, ezért 1951 végén általános ár- és bérreformot hajtottak végre. Bevezették a kiskereskedelmi árrendszert, melynek keretében kevés kivételtől eltekintve minden termék árát¹⁷ és adómértékét¹⁸ egyedileg rögzítették szociálpolitikai és gazdaságpolitikai megfontolásoknak megfelelően (Marton 2012a). 1952 és 1967 között a fogyasztóiár-index lényegében stagnált, mivel ügyeltek arra, hogy ne haladja meg a 3–3,5 százalékot (Marton 2012b). Így az időszak során ritka, jelentéktelen mértékű és „burkolt” ár- és árarány-változtatásokra¹⁹ került csak sor, majd az új gazdasági mechanizmus 1968-as beindulásával jelent meg ismét az infláció a gazdaságban. Az 1970-es évek közepétől a piaci viszonyokhoz egyre jobban alkalmazkodó gazdaságpolitika következtében az infláció fokozatosan 5 százalék fölé emelkedett, melyhez mind a hatósági árak kiigazítása,²⁰ mind a szabadáras termékek árszínvonal-növekedése hozzájárult. Míg a forintot 1968 és 1979 között a dollár árfolyammozgását követve felértékelték, az 1980-as években a nemzetközi adósságválság kezelése érdekében felvett IMF-hitelek feltételének teljesítése és a külgazdasági egyensúly előmozdítása érdekében megkezdődött a forint leértéke-

¹⁵ A törvényt végül a 2013. évi CLXXVII. törvény helyezte hatályon kívül és a 2013. évi V. törvény váltotta fel (új Ptk.).

¹⁶ Gazdálkodó szervezetek ügyletei vonatkozásában további PM és Minisztertanácsi rendeletek szabályozták a késedelmi kamatokat.

¹⁷ Az idényáras termékek kivételével.

¹⁸ Az 1960-as évekre a forgalmi adók rendszere jelentősen egyszerűsödött.

¹⁹ A minőség változása nem jelent meg a fogyasztóiár-indexben.

²⁰ Többek között az olajárrobbanás következtében az energiahordozók árának hatósági korrekciója is szükségessé vált.

lése, ami ugyancsak közrejátszott az infláció jelenségének megszokottá válásához. A jegybank igyekezett a pénzmennyiség korlátozásával fékezni az infláció felgyorsuló ütemét (*Madár 2008*). A dollár mellett a rubel volt még kiemelt szereppel rendelkező valuta, melyekkel szemben meghatározták a forint árfolyamát. Mindkét valuta esetében egyszerre volt jelen egy kereskedelmi és egy nem kereskedelmi árfolyam, melyeket 1981-ig folyamatosan közelítettek egymáshoz, míg végül egységes árfolyamot vezettek be. Az egyre piacivá váló árfolyam segítette a monetáris politikát abban, hogy a forint belső vásárlóértékére is nagyobb hangsúlyt fektethessen (*Baka et al. 1997*).

4. A kétszintű bankrendszer létrejöttétől napjainkig

4.1. A kétszintű bankrendszer kezdete

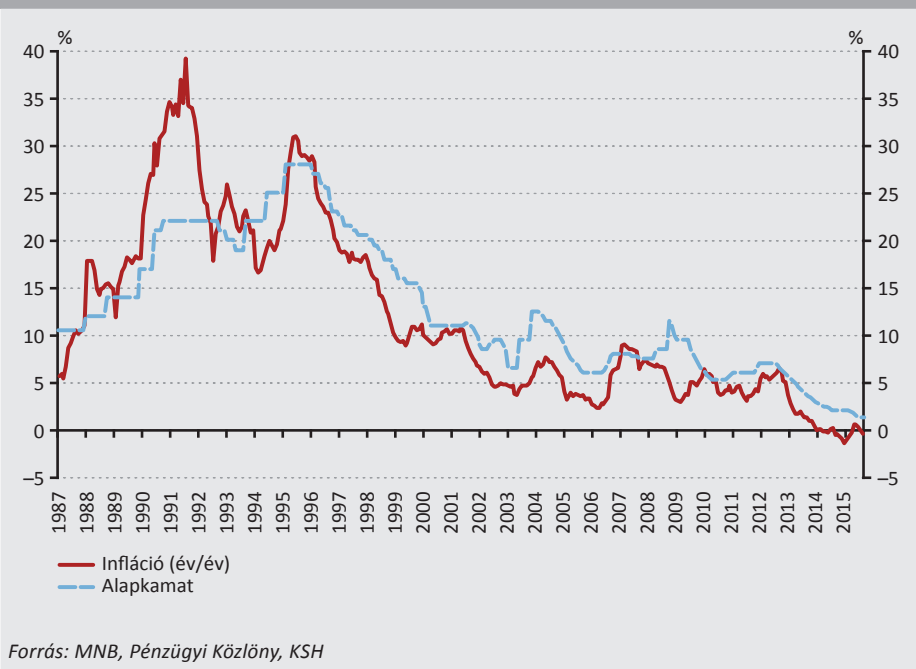
A nyolcvanas évek első felére jellemző restriktív monetáris politikát követően 1985-1986-ban keresletélénkítő programot hirdetett meg a kormányzat, ami részben az állami költségvetés erőteljes expanzióját, részben a vállalati és lakossági hitelezés bővülését eredményezte. A hitelezés felfutása mögött kisebb részben álltak hazai források, nagyobb részét külföldi hitelfelvétel és MNB-kötvénykibocsátás²¹ finanszírozta (*Várhegyi 1988*). Ilyen körülmények között az *1987. január 1-jén bevezetett kétszintű bankrendszerre* történő áttérést követően az MNB hitelezési tevékenységét újból monetáris szigor jellemezte. A gazdaság az államadósság után fizetendő, a külkereskedelmi mérleg többletét meghaladó kamatfizetési kötelezettségéből fakadó külső egyensúlytalanságának megszüntetése, az ár- és bérliberalizáció, valamint az adóreform következtében elszabaduló infláció visszafogása jelentette a legfontosabb makrogazdasági kihívásokat. Ennek megfelelően *az MNB végső céljának a külső egyensúly javításának elősegítését és az infláció mérséklését tekintette*, míg közbenső célként a banki likviditásszabályozást jelölte meg az árfolyam mellett (*Szalkai 1989*). A monetáris restriktió gazdaságfilozófiai alátámasztásaként pedig a piacgazdasági átmenet első éveiben uralkodó mennyiségi pénzelmélet szolgált. A pénzmennyiség éves növekedési ütemét ennek fényében igyekeztek a nominális jövedelem növekedési üteme alá szorítani. A jegybank ezen törekvése során elsősorban direkt eszközeire támaszkodott, refinanszírozási hiteleit és a váltóleszámitolás volumenét normatív alapon – saját tőke arányában felosztott hitelkontingensek által – korlátozta és a betéti és hitelkamatokat is maximálta kamatplafonok alkalmazásával. A kezdetben differenciált rátákon alapuló kötelező tartalékrendszer bevezetése jelentette az átmenetet a direkt és indirekt jegybanki szabályozás²² között.

²¹ Az MNB az 1980-as évek adósságválsága miatt külföldi hitelfelvétellel és kötvénykibocsátással igyekezett kezelni a külső egyensúlytalanságot, ami nem volt általános a kelet-közép-európai országok körében (*MNB 2002*).

²² Direkt eszközök: a jegybank kötelező szabályokat ad ki a kereskedelmi bankoknak (pl.: hitelplafonok, kamatplafonok). Indirekt eszközök: a jegybank közvetve befolyásolja a pénzmennyiséget (pl.: nyílt piaci műveletek, devizaswap) (*Tarafás 1995*).

Az 1990-es évek elejéig az MNB fő monetáris szabályozási eszköze az egyéves refinanszírozási hitel nyújtása volt. A monetáris politika a rediszkontlábat tekintette alapkamatnak – melyet 1990 végére 22 százalékig emelt a jegybank (3. ábra) –,²³ ehhez igazította hozzá az éven belüli és éven túli refinanszírozási hitelek kamatait²⁴ és a betéti kamatokat. Kezdetben a mennyiségi szabályozás játszotta a domináns szerepet a monetáris politikában, amelynek okaként elsősorban a vállalatok alacsony költségérzékenységét,²⁵ a bankközi piac és általában az értékpapírpiaç fejletlenségét, valamint a rögzített árfolyamrendszert és a valutáris korlátozásokat jelölték meg. A jegybanki kamatemeléseket antiinflációs szándék vezérelte, de makrogazdasági hatásuk tekintetében eltérő álláspontok fogalmazódtak meg, hiszen a magas kamatok a szinte korlátlan hitelkereslet miatt nem fogták vissza a hitelfelvételi kedvet, ezzel szemben a vállalati költségekbe beépülve hozzájárultak az árszínvonal emelkedéséhez (Erdős 1989).

3. ábra
A jegybanki alapkamat és az infláció havi alakulása 1987-től napjainkig



²³ Az 1990. október 15-e óta deklarált jegybanki alapkamatot az MNB határozza meg.

²⁴ A folyószámla és az éven túli beruházási hitelek esetében közvetlenül, míg a több hitel esetében általában valamilyen fix szorzóval (Tarafás 2002).

²⁵ A vállalatok alacsony költségérzékenységét a még továbbra is uralkodó, állami tulajdonból fakadó „puha költségvetési korlát” magyarázta.

A jegybank kamatpolitikájában és eszköztárában fokozatosan mozdult el a piacokonform megoldások irányába, piacépítő szerepe különösen az állampapírok forgalmazásában volt jelentős a kétszintű bankrendszer kialakulását követően. Az 1988-tól alkalmazott nyílt piaci műveletek keretében a kincstárjegyek és diszkontkincstárjegyek kibocsátása,²⁶ másodlagos piaci forgalmuk megszervezése és a már forgalomban lévő kincstárjegyek korlátlan leszámítolása volt az egyik legfontosabb jegybanksi lépés ebből a szempontból, amivel egyben segítette az államadósság finanszírozásában a jegybank mellett más szereplők fokozatos térhódítását is. Később, a bankkonszolidáció céljára kibocsátott államkötvények megjelenésével a hosszabb lejáratú szegmensben is bővült a piac. 1988–1989-ben a jegybank megszervezte a központosított bankközi piacot, csökkentette a céljellelű hitelek igénybevételét és az alapkamathoz kötötte egyes preferenciális hitellehetőségeinek a kamatát.

1992-től a hitelintézetek már korlátlanul vonhattak be és helyezhettek ki devizát a piacon és beindult a korlátozott bankközi devizapiac is.²⁷ Ezt követően a monetáris eszköztár részévé váltak a rövid lejáratú devizaswapok. *Ezekkel az intézkedésekkel a jegybank hozzájárult a kamatpolitika és így az alapkamat monetáris szabályozásban betöltött szerepének erősítéséhez és fokozatosan felhagyott a mennyiségi szabályozással.*

A rögzített, de kiigazítható, rendszertelen és egyszeri leértékelésekkel jellemezhető árfolyamrendszerben a forintot gyakran és jelentős mértékben leértékelte az MNB – 1990 és 1995 között 23 alkalommal, összesen 87 százalékkal –, melynek ütemét a mindenkori külfölddel szembeni inflációs különbséget alapján határozták meg, hogy elkerüljék a valuta reálértelemben vett fel- és leértékelését. Az MNB mindemellett törekedett az alapkamat piaci viszonyoknak megfelelő meghatározására, azaz a jegybanksi alapkamatnak a várható árfolyam-leértékelésen túl az országgockázatra is fedezetet kellett teremtenie, ami a külkereskedelmi partnerek kamatszínvonalával szemben fennálló kamatprémiumban öltött testet (Tarafás 2002).

Az 1990-es évek elejére a bankok kockázatérzékenységére és a vállalatok költség- és ennek következtében kamatérzékenységére következtében magas kamatok alakultak ki. A rendszerváltást követően azonban, a piacgazdaság kiépülése során megváltozott mind a bankok, mind a vállalatok magatartása is, így előbbiek kockázatkezelőbbé, míg utóbbiak költségérzékenyebbé váltak. Az 1991-es jegybanktvény a jegybank fő céljaként a nemzeti valuta belső és külső értékének védelmét határozta meg, azonban az infláció mérséklését háttérbe szorította a kettős egyensúly helyreállítása, a növekedés élénkítése és a foglalkoztatottság bővítése, így *a monetáris politika a hitelkamatok általános csökkentését célozta meg, mivel a magas*

²⁶ Ekkorra már részben beindult az értékpapírpiac működése vállalati kötvények forgalmazása révén.

²⁷ Már 1989-ben lehetőségük volt korlátozott körben devizabetétek gyűjtésére, devizahitelek nyújtására és swapműveletek végzésére.

kamat a szereplők megváltozott viselkedése miatt hátráltatta a hitelezést (Tarafás 1995). Ennek megfelelően 1992 és 1993 nyara között 300 bázisponttal csökkentette a jegybank az alapkamatot, amit például a többlettel rendelkező fizetési mérleg is lehetővé tett. Azonban a kamatok csökkentésével előidézett expanzív monetáris politika kudarcot vallott, ami a pénzügyi egyensúlytalanságokban, a korábban felerősödött megtakarítási hajlandóság megtörésében és a beruházások várttól jóval elmaradó élénkülésében jelent meg (Várhegyi 1995).

1993 végén a monetáris politika feladta közvetlen kamatcsökkentő céljait és az 1995-ig terjedő időszakban 28 százalékra emelte a jegybanki alapkamatot a váratlanul jelentősen megnövekedett folyó fizetési mérleg és költségvetési hiány, illetve az infláció nem várt gyorsulása miatt (Tarafás 2002). Ezzel egy időben *az eszköztár is jelentős átalakuláson ment át.* A refinanszírozási hitel szerepe lecsökkent, miközben a már magas kötelező tartalékráta továbbemelésének nem lett volna eredménye, így felmerült a kérdés, hogy milyen indirekt eszközrendszert építsen ki a jegybank. A jegybank a refinanszírozási hitelekkel való szabályozást feladva fokozatosan áttért a közvetett monetáris irányításra, így 1993-ban a már rendelkezésre álló állampapírok lehetővé tették, hogy bevezesse az állampapírokkal végzett visszavásárlási és fordított visszavásárlási (repó) műveleteket, és ezáltal a kincstárjegyek mellett további likviditáslekötő eszközt tegyen elérhetővé a bankok számára. *Az irányadó eszközt* 1994-ben és 1995 első felében az *aktív repó*²⁸ jelentette, ami értékpapír-fedezet melletti jegybanki hitelyújtásnak fogható fel a kereskedelmi bankok felé. Az eszköz a meggyengült likviditású bankok finanszírozási kényszerét kívánta megoldani (MNB 2000). A kialakult belföldi likviditástöbblet semlegesítése miatt 1995 második felétől az irányadó eszköz tekintetében áttértek az egyhónapos *passzív repó* mint sterilizációs célú eszköz alkalmazására. Ugyanakkor a passzív repóügyletek felfüggesztését 1997 októberében szükségessé tette, hogy likviditástöbblet sterilizációja miatt nagymértékben lecsökkent a jegybankon belül rendelkezésre álló állampapír-állomány, így egy nagyobb volumenű üzletkötésnél veszélybe kerülhetett volna az azonos típusú állampapírokból biztosított fedezet, ami technikailag nehezítette volna az üzletek lebonyolítását (MNB 2000). Így a passzív repót felváltotta az *egyhónapos betét*, majd 1999 tavaszán a transzmisszió hatékonyságának javítása érdekében a *kéthetes MNB-betét* lett az irányadó eszköz – egészen 2006-ig –, melynek kamata később a jegybanki alapkamat lett.²⁹ A transzmissziót segítette, hogy a jegybank az 1990-es évek közepétől az irányadó eszköz kamata körül kamatfolyosót tartott fenn, azaz egynapos futamidőre kamatprémium mellett rendelkezésre állás keretében nyújtott egynapos hitelt (illetve aktív repólehetőséget), és az irányadó eszköz kamatánál alacsonyabb kamatszinten fogadott el likviditást a bankoktól. Ez a kamatfolyosó fokozatosan szűkült. *Az 1990-es évek második felében csökkenő*

²⁸ Kezdetben egyhetes, majd egyhónapos futamidővel.

²⁹ Korábban az alapkamatot adminisztratív módon rögzítették, nem kötődött jegybanki eszközhöz, majd 2001-től esett egybe az irányadó eszköz kamata és az alapkamat (MNB 2002).

pályára állt az irányadó ráta, miközben a folyó fizetési mérleg és a költségvetési hiány is fenntartható szinten maradt, az infláció mérséklődött.

Az eszkörendszer változásával párhuzamosan egy nagy, összehangolt stabilizációs program – melynek fő célja az ikerdeficit megfékezése volt – részeként 1995-ben bevezetésre került a *csúszó leértékeléses árfolyamrendszer szűk árfolyamsáv mellett*, azonban az árfolyam stabilizálása továbbra is közbenső célként szerepelt a monetáris politikai keretrendszerben az alapkamatra épülő operatív cél mellett. Az új árfolyamrendszer bevezetésével egy időben egy egyszeri, 9 százalékos leértékelésre is sor került, majd fennállása alatt az MNB és a kormányzat közösen határozta meg a havi leértékelési ütemeket, melyeket jóval a hatálybalépés előtt előre be is jelentettek (Szapáry–Jakab 1998). A kamatpolitika szerepét abban korlátozta a csúszóárfolyam-rendszer, hogy mivel előre meghirdetett leértékelések történtek, a gazdasági szereplők már a bejelentéskor beépítették döntéseikbe az árfolyam-leértékelés várható inflációs hatásait, így rontotta az infláció visszaszorításának esélyeit (Tarafás 1995).

Erősítette a kamatpolitika szerepét, hogy a jegybanktörvény 1996-os módosításával 1997-ben életbe lépett a monetáris finanszírozás tilalma. Ezt követően a jegybank a költségvetésnek közvetlenül likviditási hitel kivételével nem nyújthatott hitelt.³⁰ Az állampapírpiacra innentől kezdve a jegybank csak másodpiaci szereplőként vehetett részt. A hozamok piaci kereslet-kínálat viszonya szerinti alakulása elősegítette a monetáris transzmisszió működését, amihez hozzájárult a devizapiaci liberalizáció. 1996-ban a forint az éven túli futamidőkön konvertibilis valutává vált, így a külföldi megtakarítások révén egy szélesebb forrásbázis állt rendelkezésre az államadósság finanszírozásához. Az államadósság finanszírozásának költsége a piaci viszonyokat követte, és a forint komponens tekintetében az alapkamat jelentette a fő referencia-hozamot – szemben a korábban MNB külföldi hitelfelvételére épülő finanszírozással, amikor a jegybank a külföldi forrásokat a devizahitel-felvétel kamatával megegyező forintkamatot adta tovább a költségvetésnek –, ami javította az antiinflációs politika hatásosságát. Ezzel egyidejűleg az MNB-nek továbbra is lehetősége volt arra, hogy a másodpiacon vásárolt – és a már portfóliójában lévő – értékpapírokkal nyílt piaci műveleteket hajtson végre, amivel támogatta a monetáris politika céljainak teljesülését (MNB 2000).

Korábban az állami hitelfelvételt finanszírozó külső adósság az MNB mérlegében jelent meg, aminek fokozatos törlesztése adósságcsere révén valósulhatott meg, azaz az MNB külső adóssága helyett részben az államháztartásnál, részben pedig

³⁰ Míg a 90-es évek elejéig a jegybank külföldi hitelfelvelele révén lényegében korlátlanul finanszírozta az államháztartást, az Államadósság Kezelő Központ 1995-ös megalakulásával a jegybank fokozatosan kivonult az államadósság-kezelésből, először csak a belföldi adóssággal kapcsolatos feladatokat vette át, majd a hazai és külföldi kibocsátások megszervezése is a Magyar Államkincstár felügyelete alatt működő intézmény hatáskörébe került.

a belföldi szereplőknél halmozódott fel külső adósság. Az adósság típusú finanszírozáson felül a forint iránti bizalom növekedése, illetve a forint és deviza kamatok közti különbség hatására egyre jelentősebb tőkebeáramlással kellett a jegybanknak számolnia, melynek jelentős része a privatizációs bevételeknek volt köszönhető (Neményi 2006). Az árfolyam 1995 és 2000 között jellemzően az intervenció sáv erős szélén tartózkodott, ami folyamatos intervencióra kényszerítette a jegybankot. A jegybanki külső adósság forintban történő refinanszírozása és az intervenció során forgalomba kerülő forint sterilizálása következtében a jegybankot irányadó eszköze tekintetében passzív oldali átállásra és számos, különböző futamidőkön meghirdetett sterilizációs eszközök – többek között MNB-kötvények – bevezetésére készítette. A sterilizáció komoly költségeket rótt a jegybankra, de az intervenció megakadályozta a forint nem kívánatos felértékelődését, az így felszabaduló forintlikviditás sterilizációja pedig a negatív reálkamatok kialakulását, ami alááshatta volna a belföldi megtakarítások felhalmozódását (Tarafás 2002).

4.2. Az inflációs célkitűzés keretrendszerében

Az ezredforduló idején az 1990-es évek második felében meginduló dezinflációs folyamatok kimerülni látszottak, miközben az árfolyamrendszer erős sávszélére spekulációs nyomás helyeződött, így 2001-ben a jegybank eltörölte a csúszóárfolyam-leértékelést, és egy kiszélesített, ± 15 százalékos árfolyamsávot határozott meg, illetve a devizagazdálkodásban megvalósult a teljes konvertibilitás³¹. Ezzel párhuzamosan a dezinflációs folyamatok erősítése érdekében az MNB bevezette az *inflációs célkövetés rendszerét (IT)* (MNB 2006). Az IT keretrendszerben a monetáris politika elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, azonban bevezetésekor az MNB-nek egyelőre az árstabilitás elérésére kellett törekednie, így nem határozott meg mindenkor érvényes, számszerű célt, hanem minden év végére vonatkozóan jelentette be az elérni kívánt inflációs célt. A mérsékelt infláció elérésével lehetőség nyílt *egy középtávú inflációs cél meghatározására*, amit 2007 óta 3 százalékban határoz meg az MNB (MNB 2006). Az inflációs előrejelzés mint közbenső cél mellett a kamatpolitika, az alapkamat operatív cél szerepe mindezek következtében erősödött, azonban az árfolyam sávok rögzítése továbbra is korlátozó erővel bírt. A jegybank operatív célként a három és hat hónapos hozamok alapkamat közelében tartását határozta meg.

2003 januárjában a forint árfolyama ellen felértékelődési spekuláció indult meg, ami így elérte az erős sávszélet. Ezért az MNB még ugyanebben a hónapban két lépésben 100–100 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát, illetve kiszélesítette a kamatfolyosót az árfolyam védelme érdekében. Ezek a lépések visszaverték a spekulatív támadást, ami növelte az árfolyamrendszer hitelességét, így februárban visszaállították a kamatfolyosó szélességét (Barabás 2003). *2003 második felében*

³¹ A 2001-es új jegybanktörvény ezenfelül végleg eltörölte a költségvetésnek történő hitelnyújtás bármely formáját a jegybank részéről.

azonban más problémával szembesült a jegybank, ugyanis a dezinflációs folyamat megtört annak következtében, hogy fellazult a fiskális fejelem, ami a gazdaság kockázati megítélésének romlásával és a forint árfolyamának leértékelődésével járt együtt. Az MNB az árfolyam védelme, és ezáltal a dezinflációs folyamatok folytatódása miatt rövid időszakon belül két lépésben összesen 600 bázisponttal emelte az irányadó kamatot 2003 folyamán. Ezt követően a forint árfolyama viszonylag stabilan alakult, és 2004 közepén markáns dezinfláció indult meg, így újból lehetőség nyílt egy kamatcsökkentési ciklus megvalósítására. 2007 januárjától a kéthetes MNB-betét helyett a kéthetes MNB-kötvény lett az irányadó eszköz (MNB 2012). Az új eszköz bevezetése monetáris politikai szempontból nem jelentett változást, így a futamidő mellett az irányadó kamat szintje sem változott. A változtatással az irányadó eszköz a fedezeti körbe tartozó értékpapír lett, amely így szélesebb kör számára vált hozzáférhetővé, mint az MNB-betét.

Mivel a folyamatos fiskális túlköltekezésből fakadó, inflációs rátát befolyásoló adó-változások mellett az árfolyamsáv szélei korlátozták az inflációs cél elérését, nem járultak hozzá a hosszú távú inflációs várakozások lehorgonyzásához, így 2008 februárjában a jegybank eltörölte az árfolyamsávot, és bevezette a lebegő árfolyam rendszerét. Ezzel a lépéssel a magyar monetáris politikai keretrendszer a klasszikus IT alkalmazására tért át, és azon nemzetközi példák felé mozdult el, ahol az „egy cél – egy eszköz” elvének megfelelően a jegybank fő instrumentumát, az irányadó kamatot az inflációs cél elérése érdekében alkalmazza. Vagyis a kamatpolitika napjainkat is meghatározó szerepe ekkor alakult ki, mivel ebben a keretben az árfolyam további célként már nem korlátozza a monetáris politikát az inflációs cél elérésében (MNB 2008).

A 2000-es évek második felében hazánk a régió egyik legsebezhetőbb országának számított a jelentős költségvetési hiány, a magas államadósság és a kockázati megítélés miatt, így a 2008. szeptember közepén kibontakozó globális pénzügyi válsággal súlyos pénzügyi stabilitási kockázatok jelentek meg. Amíg ebben az időszakban a fejlett országok jegybankjai példátlan mértékű monetáris lazításba kezdtek, addig az MNB októberben az alapkamat 300 bázispontos emeléséről döntött a bankrendszer működőképességének fenntartására és a forint elleni spekuláció megfékezésére hivatkozva.

A globális pénzügyi válság begyűrűzésével a jegybanknak felértékelődtek a pénzügyi stabilizáció támogatásával kapcsolatos, jegybanktörvényben rögzített feladatai. 2008-tól a jegybank ezért több eszközzel segítette a hitelintézetek forint- és devizalikviditási feszültségeinek oldását, többek között a deviza-swapokon keresztüli devizalikviditás nyújtása vagy az alapkamathoz kötött fedezett hiteltenderek meghirdetése révén.³² 2008 végén, mikor az állampapírpiac működése gyakorla-

³² A későbbiekben ezeket az eszközöket is nemkonvencionális eszközökként definiálták.

tilag leállt, a helyzet stabilizálása érdekében az MNB közvetlen vétellel jelent meg a másodlagos állampapírpiacra. A piacon 2008 őszén jelentkező likviditási zavarok oldása érdekében állampapírokat vásárolt, a velük kötött megállapodás értelmében a hitelintézetek a tőlük vásárolt állományt meghaladó mértékben növelték állampapír-portfóliójukat. A beavatkozást az állampapírpiac befagyása indokolta, ami ugyan a gyors gazdaságpolitikai reakciók következtében átmeneti romlást jelentett a likviditási mutatókban, de erőteljes, a költségvetés finanszírozási terheinek könnyítését célzó állampapír-piaci szerepvállalásra a jegybank részéről nem is kerülhetett volna sor, mert abban az esetben felmerült volna a monetáris finanszírozás tilalmának megszegése (lásd: Maastrichti Szerződés 123. cikke) és a jegybank hitelességvesztése végül jelentős tőkekivonáshoz is vezethetett volna (Krekó *et al.* 2012).

A rendkívüli kamatemelést követően a piaci hangulat javulására és a befektetői bizalom helyreállítására való tekintettel, az inflációs kilátások mérlegelését követően, novemberben a jegybank fokozatosan elkezdte csökkenteni az irányadó rátát, 2010 áprilisára elérve az 5,25 százalékot.³³ Az emelkedő inflációs kilátásokra hivatkozva a kamatcsökkentést 2010 végén és 2011 elején három, egyenként 25 bázispontos kamatemelés követte, majd 2011 végén a felfelé mutató inflációs kockázatok és a globális kockázatkerülés romló kockázati megítélés miatt további két lépésben, 7 százalékra emelte az MNB az alapkamatot.

Az MNB 2012-ben kamatcsökkentési ciklust kezdett el. 2012 nyarán az inflációs cél elérése, a magyar gazdaság sérülékenységének mérséklődése, a fegyelmetett költségvetés és a csökkenő külső kivettség következtében az ország fokozatosan javuló kockázati megítélése és a fejlett országok jegybankjainak tartósan laza monetáris politikája lehetővé tette a kamatcsökkentési ciklus megindítását, illetve a fiskális politika területén megvalósított fordulat tovább növelte a monetáris politika mozgásterét (Matolcsy 2015; MNB 2014). 2014 júliusában az akkor rendelkezésre álló információk alapján az inflációs és reálgazdasági kilátások a tartósan alacsony hazai kamatkörnyezet fenntartását indokolták, így a jegybank lezárta kétéves kamatcsökkentési ciklusát.

A megváltozott környezetnek, a tartósan alacsony infláció irányába mutató kockázatok erősödésének hatására 2015 márciusában a jegybank ismét csökkentette az irányadó rátát, és a tartós defláció elkerülése érdekében újrakezdte a kamatcsökkentési ciklust, melyet 2015 júliusában lezárva – az összesen 565 bázispontos csökkentés végrehajtásával – elérte a historikusan legalacsonyabb, 1,35 százalékos irányadó rátát. A kamatcsökkentési ciklusok együttesen az éves átlagos infláció mértékét a tavalyi évben 1,1 százalékponttal növelhették, míg az idei évben a becslések alapján összesen 1,6 százalékponttal emelhetik az inflációt (Felcser *et al.* 2015).

³³ A Monetáris Tanács kamat-meghatározó üléseinek rövidített jegyzőkönyvei alapján.
<http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kamatmeghatarozo-ulesek-roviditett-jegyzo-konyvei>

Amellett hogy az árstabilitási cél továbbra is fennmaradt, aminek elérésére az elsődleges eszköz a kamatpolitika, a *válság és annak kezelése miatt nagyobb hangsúly helyeződött a jegybank többi mandátumára*. A 2013-ban 3 százalék alá mérséklődő infláció lehetővé tette a jegybank számára, hogy kamatpolitikájával és eszköztárának átalakításával az árstabilitás mint elsődleges cél veszélyeztetése nélkül a makrogazdaság teljesítményének ösztönzését és a gazdaság finanszírozási szerkezetének javítását kiemelt célként kezelje. Az inflációs célkövetés keretrendszerében végrehajtott kamatcsökkentési ciklusok mellett a pénzügyi stabilitás helyreállítása és a transzmisszió hatékonyságának növelése érdekében 2013-tól újabb nemkonvencionális jegybanki eszközöket és a jegybanki transzparenciát növelő intézkedéseket vezetett be a jegybank. Ilyen például a kétéves kamatcsökkentési ciklus lezárása óta aktívan alkalmazott előretékinő iránymutatás a kommunikációban, amely a kamatvárakozások horgonyzását, ezen keresztül pedig az inflációs cél elérését segíti elő. Országspecifikus eszköznek tekinthető a 2013-ban elindított Növekedési Hitelprogram (és annak bővítései) is, amely a kis- és középvállalati szektor hitelezésének élénkítésén keresztül javította a monetáris transzmisszió hatékonyságát (Ábel *et al.* 2014). Az MNB 2014-ben meghirdette az önfinanszírozási programot, amellyel az államadósság belső forrásokból történő finanszírozását támogatva hozzájárult az ország külső sérülékenységének csökkenéséhez. Az önfinanszírozás céljából bevezetett jegybanki kamatcsere-ügylet segíti a bankok kockázatkezelését, és a rövid lejáratú kamatok várt jövőbeli pályájára vonatkozó várakozások csillapítása révén mérsékli a hosszú lejáratú hozamokat. A program elemei között szerepelt, hogy az elmúlt években az irányadó eszközben kétszer is változás történt. 2014 augusztusától az MNB-kötvény helyett ismét az MNB-betét lett az irányadó eszköz, majd 2015-ben az irányadó eszköz futamidejét két hétről három hónapra hosszabbította meg a jegybank, mely lépésekkel a banki forintlikviditás állampapírokba történő áttelítését kívánták elérni. Az irányadó eszköz megváltozásának egyik esetben sem volt hatása a monetáris politika vitelére.

5. Konklúzió

Tanulmányunkban bemutattuk a jegybanki kamatok változó szerepét a Magyar Nemzeti Bank megalakulásától napjainkig. A maihoz hasonló, az infláció közvetlen befolyásolását szolgáló kamatpolitika nem volt jellemző a szabályozott ár- és bérrendszerre és hatóságilag rögzített kamatokra épülő szocialista tervgazdaság monetáris politikájára, de még a jegybanknak a két világháború közötti tőkés piaci viszonyok keretében megvalósított monetáris szabályzására sem. Bár az árstabilitás a monetáris politikában mindig kitüntetett jelentőséggel bírt, a kamatpolitika anti-inflációs politikában betöltött szerepét többek között korlátozta az árfolyam-politika rugalmatlansága és az állami költségvetés pénzkibocsátással történő finanszírozása is. Ugyanakkor az eltérő időszakok eltérő monetáris politikai rezsimjei ellenére, az összehasonlíthatóság korlátainak figyelembevétele mellett is megállapítható, hogy

még nem volt példa Magyarországon olyan hosszú ideig tartó, folyamatos és ilyen mértékű kamatcsökkentésre, mint amit az MNB 2012-ben elkezdett, illetve két évvel később lezárt. 2014-ben ezt a monetáris lazítási ciklust folytatva a jegybank végül a historikusan legalacsonyabb, 1,35 százalékra csökkentette az irányadó nominális kamatszintet. A historikusan alacsony kamatszint összhangban van az inflációs cél elérésével, és ösztönzi a makrogazdaság teljesítményét, illetve lehetővé teszi a pénzügyi stabilitás megerősítését és fenntartását.

Felhasznált irodalom

Ábel István – Csontos Orsolya – Lehmann Kristóf – Madarász Annamária – Szalai Zoltán (2014): *Az inflációs célkövetés megújulása a válság után*. Hitelintézeti Szemle, 13. évf. 4. szám, 2014. november, pp. 35–56.

A hivatalos létfenntartási indexszámok. Statisztikai Szemle, (1925): 5-6. szám, pp. 191–197. http://www.ksh.hu/statszemle_archive/viewer.html?ev=1925&szam=05-06&old=65&lap=7

Baka Istvánné – Bánfi Tamás – Sulyok-Pap Márta (szerk.) (1997): *Pénzügytan. Nemzetgazdasági pénzügyek II. SALDO Pénzügyi Tanácsadó és Informatikai Rt., Budapest*, pp. 52–56.

Bankérintők (1968–1985): MNL OL XXIX-L-1-e Titkársági állag

Barabás Gyula (szerk.) (2003): *A felértékelődési spekuláció kezelése*. MNB Háttér tanulmányok, 2003/3, május. http://www.mnb.hu/archivum/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/mnbhu_hattertanulmany/mnbhu_hatter_0303 Letöltési dátum: 2015. október

Botos János (1997): *Bankvilág, pénzvilág*. In: Kollega Tarsoly István (főszerk.): *Magyarország a XX. században*. II. KÖTET. Babits Kiadó, Szekszárd, 1996–2000, pp. 655–700. <http://mek.oszk.hu/02100/02185/html/371.html>, Letöltési dátum: 2015. augusztus

Botos János (1999): *A Magyar Nemzeti Bank története II. Az önálló jegybank. 1924–1948*. Presscon Kiadó, Budapest.

Erdős Tibor (1989): *Átgondolt gazdaságpolitikát! A külső és belső egyensúly, a gazdasági növekedés és az infláció problémái*. Közgazdasági Szemle, 36. évf. 6. szám, pp. 545–557.

Fekete János (1972): *Devizagazdálkodás Magyarországon. A bankok államosításától a gazdasági mechanizmus reformjáig*. MNB Közgazdasági Főosztály közleményei, 41. pp. 56–81.

Felcser Dániel – Soós Gábor Dániel – Váradi Balázs (2015): *A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 3. szám, 2015. szeptember, pp. 29–59.

Jegyintézet (1924): *A M. Kir. Állami Jegyintézetnek a M. Kir. Pénzügyminiszter Úrhoz intézett jelentése az 1923. üzletéről*, Budapest

- Krekó Judit – Balogh Csaba – Lehmann Kristóf – Mátrai Róbert – Pulai György – Vonnák Balázs (2012): *Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei*. MNB-tanulmányok, 100.
- Ligeti Sándor (1970): *Hitelezési rendszerünk 1957–1967*. MNB Közgazdasági Főosztály közleményei, 6. 98 p.
- Madár István (2008): *A jegybank intézményi szerepe a gazdaságpolitikában – a Magyar Nemzeti Bank példáján*. In: Bod Péter Ákos – Báger Gusztáv (szerk.): *Gazdasági kormányzás*, Aula, pp. 63–80.
- Madarász Annamária – Novák Zsuzsanna (2015): *Historikus mélyponton a magyar alapkamat*. <http://www.mnb.hu/letoltes/madarasz-annamaria-novak-zsuzsanna-historikus-melypon-ton-a-magyar-alapkamat.pdf>, Letöltési dátum: 2015. augusztus
- Marton Ádám (2012a): *Infláció, fogyasztói árak Magyarországon a második világháború után I. (1945–1968)*. Statisztikai Szemle, 90. évf. 5. szám. pp. 373–393.
- Marton Ádám (2012b): *Infláció, fogyasztói árak Magyarországon a második világháború után II. (1968–2011)*. Statisztikai Szemle, 90. évf. 6. szám, pp. 479–520.
- Matolcsy György (2015): *Egyensúly és növekedés – Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon 2010–2014*. Kairosz Kiadó
- Meznerics Iván (1972): *A szocialista bankok tevékenysége a jogi szabályozás tükrében. A bankok államosításától a gazdasági mechanizmus reformjáig*. MNB Közgazdasági Főosztály közleményei, 41. pp. 30–55.
- MNB (1925–1947): *A Magyar Nemzeti Bank közgyűlésének rendes évi ülése* (I. évi rendes ülése 1925. évi március hó 28-án, III. rendes évi ülése 1927. év február hó 7-én, V. rendes évi ülése 1929. évi február hó 4-én, VIII. rendes évi ülése 1932. évi február hó 1-én, XXI. évi rendes ülése 1947. évi március hó 27-én)
- MNB (2000): *Monetáris politika Magyarországon 2000*. <https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-magyarorszagon-2000.pdf>, Letöltési dátum: 2015. augusztus
- MNB (2002): *Monetáris politika Magyarországon, második, javított kiadás. 2002. augusztus* <https://www.mnb.hu/letoltes/monetarispolitika-hu-2002.pdf>, Letöltési dátum: 2015. augusztus
- MNB (2006): *Monetáris politika Magyarországon 2006*. <http://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-2006.pdf>, Letöltési dátum: 2015. augusztus
- MNB (2008): *Közlemény a forint euróval szembeni ingadozási sávjának az eltörléséről*. <https://www3.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kozlemenyek/2008/kozlemeny-a-forint-euroval-szembeni-ingadozasi-savjanak-az-eltorleserol>, Letöltési dátum: 2015. szeptember

- MNB (2012): *Monetáris politika Magyarországon 2012*. <http://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-magyarorszagon-2012.pdf> Letöltési dátum: 2015. szeptember
- MNB (2014): *A kétéves kamatsökkentési ciklus hatásai*. <http://www.mnb.hu/letoltes/kamatsokkentesi.pdf>, Letöltési dátum: 2015. szeptember
- Neményi Judit (2006): *A tőkebeáramlás, a makrogazdasági egyensúly és az eladósodási folyamat összefüggései a Magyar Nemzeti Bank eredményének alakulásával*. MNB Füzetek, 1996/2
- Popovics Sándor (1926): *A pénz sorsa a háborúban. A világháború gazdasági és társadalmi története*. Carnegie-alapítvány kiadványai, Osztrák-magyar sorozat, Budapest, a Magyar Tudományos Akadémia kiadása
- Riesz Miklós (1972): *A hitelelmélet központi kérdései az elmúlt 25 évben. A bankok államosításától a gazdasági mechanizmus reformjágig*. MNB Közgazdasági Főosztály közleményei, 41. pp. 82–109.
- Szalkai István (1989): *Az 1989. évi pénz- és hitelpolitikai irányelvek és a monetáris politika eszköztára*. Bankszemle. 33. évf. 2. szám, pp. 1–7.
- Szapáry György – Jakab M. Zoltán (1998): *A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon*. Közgazdasági Szemle, 45. évf., 1998. október, pp. 877–905.
- Tarafás Imre (1995): *Monetáris politika – eszközök és feltételek*. Közgazdasági Szemle, 42. évf. 11. szám, pp. 1024–1043.
- Tarafás Imre (2002): *Bankrendszer és monetáris politika Magyarországon 1987–2000*. Aula Kiadó
- Várhegyi Éva (1988): *A monetáris restriktió nehézségei*. Bankszemle, 32. évf. 6. szám, pp. 11–18.
- Várhegyi Éva (1995): *A monetáris politika, a pénzfolyamatok alakulása és a bankrendszer működése 1994-ben*. Közgazdaság, 39. évf. 7–8. szám.