

# Száz éve egy célért: centenáriumi reflexió a Magyar Nemzeti Bank küldetéséről\*

Matolcsy György 

*E tanulmány tisztelgés a Magyar Nemzeti Bank eddigi története előtt, amely immár száz éve a magyar gazdaság ár- és pénzügyi stabilitásának megteremtésén és fenntartásán, valamint fenntartható növekedésének támogatásán munkálkodik. Arra keressük a választ, hogy mit mutat a magyar gazdaság elmúlt száz éve jegybanki szemmel. Vizsgálatunk így kitér az 1924 óta meghatározó korszakokra, felölelve a két világháború közötti időszakot, a második világháború után kiépült szocialista gazdasági rendszert, majd a rendszerváltást követő korszak mérföldköveit. Az elemzés fő célja, hogy a történelmi tanulságokon keresztül irányt mutasson a jelen kihívásaihoz. A történelmi korszakokból kirajzolódik az a fontos követelmény, miszerint az ár- és pénzügyi stabilitás elérése és fenntartása, továbbá a gazdasági fejlődés támogatása, valamint a jövő kihívásaira – például a zöld átállásra – felkészülés érdekében meg kell őrizni a jegybank függetlenségét, és össze kell hangolni a gazdaságpolitika ágainak a tevékenységét. Az elmúlt közel 12 évben a Magyar Nemzeti Bank fokozatosan teremtette meg azokat a lehetőségeket, amelyek mentén napjainkban is támogatja a fenti célok elérését.*

**Journal of Economics Literature (JEL) kódok:** N14, N24, N44, E42

**Kulcsszavak:** gazdaságtörténet, monetáris politika, jegybanktörténet, magyar gazdaság

## 1. Bevezetés

Idén százéves a Magyar Nemzeti Bank (MNB), hazánk független jegybankja. Az 1924. évi alapításra nem egy gazdasági szempontból kiegyensúlyozott időszakban került sor, hanem politikai, gazdasági és társadalmi kilátástalanság közepette. Magyarországnak a „nagy háború” egyik veszteseként kellett betagozódnia egy változó Európába és egy újjáalakuló nemzetközi rendbe, immár kisebb méretű és tőkeszegény gazdaságként. A betagozódás egyik kulcseleme az autonóm központi bank

---

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Matolcsy György: Magyar Nemzeti Bank, elnök.

A magyar nyelvű kézirat első változata 2024. október 2-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.23.4.12>

megalapítása volt, ami egyben az ország pénzügyi szuverenitását is szavatolta. A korabeli helyzetértékeléseket olvasva túlzás nélkül állítható, hogy a jegybank létrehozása volt az első olyan mozzanat, amely a haladást képviselte a nemzeti célok elérését tekintve, mind a hazai gazdasági élet élénkítése, mind a nemzetközi szövetségépítés szempontjából.

Korányi Frigyes pénzügyminiszter a Magyar Nemzeti Bank 1924. május 24-ei alakuló közgyűlésén tartott beszédében kiemelte, hogy a jegybank *„az eszköze és biztosítéka annak, hogy gazdasági életünk alapját, a stabil pénzt, ismét régi magaslatára emelhetjük s megszerezhetjük számára azt a becsületet, amely szükséges ahhoz, hogy a termelés normálissá válhassék, hogy a jövedelem- és a vagyonmegoszlásban mutatkozó eltolódások végre megszűnjenek és ismét normális keretekbe terelődjön”* (Schandl 1924:1). Az ország első önálló központi bankjával szemben tehát elvárás volt, hogy az árstabilitás garantálásán keresztül támogassa a gazdasági növekedéshez és társadalmi fejlődéshez szükséges fundamentumok „egészségét” is. Ez a cél száz évvel később, napjainkban is a mindennapi jegybanki működés alapja.

1920 óta kis, nyitott gazdaságként kapcsolódunk be a világgazdaság áramába, ami – ahogyan más hasonló adottságú gazdaság esetében, úgy nálunk is – több dimenzió tekintetében is alapjaiban meghatározza a jegybank lehetőségeit és kihívásait (Akkaya et al. 2023). Amikor egy-egy jelentősebb globális változás – legyen az gazdasági-pénzügyi válság vagy államok közötti háború – hatására az egész gazdaságnak újra kell kezdenie az építkezést – ahogyan az hazánk esetében történt 1920-ban, 1945-ben, 1956-ban, 1990-ben és 2010-ben is – kifejezetten fontos szerep hárul a központi bankra. Erre nincs is kézenfekvőbb példa az alapítás történeténél.

Az 1920-as évek egy mai szemmel is modernnek számító jegybank megalapításával és az akkori nemzetközi monetáris rendbe való tagozódással teltek. Ahogyan Popovics Sándor, a jegybank alapító elnöke is megjegyezte, az MNB létrehozása *„azon alapokon [történt], amelyeket a tudomány hosszú időn át kimunkált és amelyeket a gyakorlat az egész művelt világon elfogadott, de amelyek mellett kell, hogy a mi országunk sajátos érdekei is kellő méltánylásra találjanak”* (Bácskai 1994). A világgazdaságból begyűrűző problémák és egy megcsonkított ország reintegrációjából eredő kihívások hatására az 1930-as éveket a kereskedelmi, tőkeáramlási, majd geopolitikai problémák kezelésére tett kísérletek sorozata jellemezte. Ez jegybanki oldalról a stabilitási programok folytatását célzó intézkedéseket, az eladósodás kezelését, a pénzügyi stabilitás megteremtését és a fokozott állami térnyerés elleni védekezést jelentette. Az újabb világégés, illetve annak következménye azonban hosszú időre megfosztotta a jegybankot autonómiájától.

A második jelentősebb szakasz a magyar gazdaság szocialista korszakához kötődik. Az 1940-es évek végére kiépült tervgazdasági rendszer, a központosított gazdaság-irányítás jelentősen behatárolta nemcsak az ország, hanem a Magyar Nemzeti Bank mozgásterét is. A bankszektorra is kiterjedő államosítási politika alapjaiban változtatta meg bankrendszerünk felépítését. 1947 és 1987 között kétszintű bankrendszer helyett egyszintű bankrendszer működött, és a jegybank is csak a kormányzati döntések végrehajtójaként funkcionált elsősorban a pénzügyi likviditással és államközi hitelüveletekkel összefüggő kérdésekben.

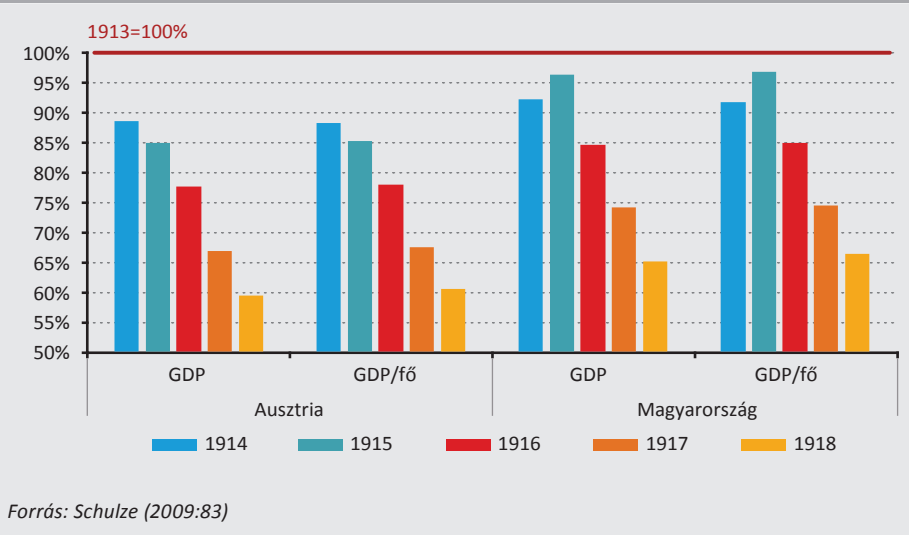
A jegybank történetének harmadik nagyobb szakasza a rendszerváltás óta eltelt több mint három évtizedet, a kétszintű bankrendszer újrateremtését és az ismét függetlenné válást foglalja magában. Bár ezen időszak számos alszakaszra bontható, kiemelendő, hogy 2013-tól kezdődően az MNB fokozatosan teremtette meg azokat a lehetőségeket, amelyek mentén támogatja az árstabilitás helyreállítását, a pénzügyi stabilitás fenntartását, valamint a gazdasági növekedést és a zöld átmenetet. Az elmúlt száz év során 2013-tól először került sor az egyensúly megőrzése mellett végbemenő felzárkózásra. A 2020-as évtized ugyanakkor rendkívüli kihívásokat hozott a világválság, a háború és a rég nem látott mértékben emelkedő infláció formájában. A kormány és a jegybank sikeres válságkezelésének köszönhetően újraindult a gazdasági növekedés, és fontos előrelépések történtek az egyensúly helyreállításának érdekében is. A munka azonban nem áll meg, a következő évtizedek megnyeréséhez is elengedhetetlen a rugalmasság és az innováció. A Magyar Nemzeti Bank mandátumából – az árstabilitás biztosításából, a pénzügyi stabilitás megőrzéséből, valamint a Kormány gazdaság- és környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikájának támogatásából – eredő céljait szem előtt tartva, a jövőben is gyors és hatékony döntéshozatallal támogatja a nemzet jólétének növelését.

## 2. A két világháború közötti évek

Az első világháború pusztításait követően a több mint 50 millió fős belső piaccal rendelkező Osztrák-Magyar Monarchia széthullása új helyzetet teremtett Kelet-Közép-Európában. Ez a folyamat alapvető strukturális változásokat hozott a kis és nyitott gazdasággá szűkült, háborús vesztes Magyarország esetében is: mind a reálgazdaság, mind a pénzügyi szektor új helyzetbe került. A hazánk által előállított bruttó hazai termék (GDP) volumene a háború előtti utolsó békeévhez, 1913-hoz képest közel 35 százalékponttal csökkent 1918-ra (1. ábra). A háborús veszteségeken túl az 1920. évi trianoni békediktátum béklyói pedig tovább nehezítették a talpra állást, növelve az ország nemzetközi elszigeteltségét. Becslések szerint a GDP csupán 1925-ben közelítette meg újra az 1913. évi szintet (Romsics 2017: 388).

### 1. ábra

A bruttó hazai termék alakulása Magyarországon és Ausztriában az 1913. évi szinthez képest



A trianoni békeszerződés következményeként Magyarország korábbi nemzeti jövedelmének mindössze 40 százalékát tarthatta meg, ipari kapacitásainak pedig nagyjából 55 százalékát (Fellner 1930). Míg a csonka országrészben maradt a feldolgozóipar jelentős része, a nyersanyagbázis az elcsatolt országrészekre rekedt. A határokon túlra került a vasúti és közúti hálózat több mint 60 százaléka, a hazai gyáripar több mint fele, valamint a meghatározó gabonatermő területek is (Virág 2020). A Monarchia széthullását követően hazánk nemcsak egy olajozottan működő gazdasági-monetáris unióból esett ki, hanem a nemzetközi tőkeáramlásból is kiszorult.

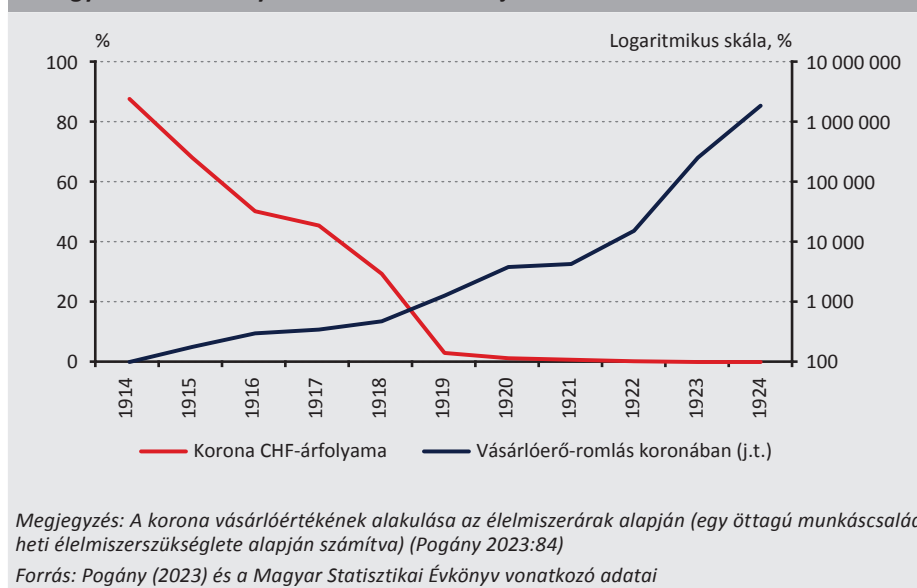
A magyar gazdaságpolitika számára egyszerre vált sürgető kérdéssé az egyre növekvő megélhetési költségek problémája, valamint a szerkezeti átalakulás finanszírozási igénye. A jóvátételi kötelezettségek körüli bizonytalanságok ellehetetlenítették a külföldi hitelhez jutást, így a döntéshozók a belső erőforrásokra (főként adóemelésekre) támaszkodva tervezték meg a stabilizációt.

Az árszínvonal tartós emelkedése azonban a stabilizáció ellen dolgozott. Ennek közvetlen előzménye, hogy az Osztrák-Magyar Bank háborút finanszírozó politikája már az első világháború idején is inflációt idézett elő. 1918 októberére az 1914. júliusi szint 1 589 százalékára emelkedtek a megélhetési költségek a Monarchia területén. A két időszak között 1 167 százalékkal bővült a forgalomban lévő pénzmennyiség. Ezzel párhuzamosan az ércartalék 1918 októberében az 1914. júliusi szint csupán 24 százalékát érte el, míg a korona svájci frank alapú árfolyama az 1914 nyári érték 42 százalékára csökkent 1918 őszére (Schulze 2009:100).

Az örökölt helyzetet súlyosbította később hazánkban, hogy az 1920-as évek elején agresszív hitelpolitikával igyekeztek talpra állítani az országot és támogatni a szükséges gazdasági szerkezetváltást, ami erősen inflációgerjesztő volt. Mindez 1923 nyarára hiperinflációt és a korona elértéktelenedését idézte elő (2. ábra). A nem szűnő drágulás miatt az államháztartás egyensúlyának visszaállítása vált a legfontosabb feladattá (Pogány 2023).

2. ábra

A magyar korona árfolyamának és vásárlóerejének alakulása



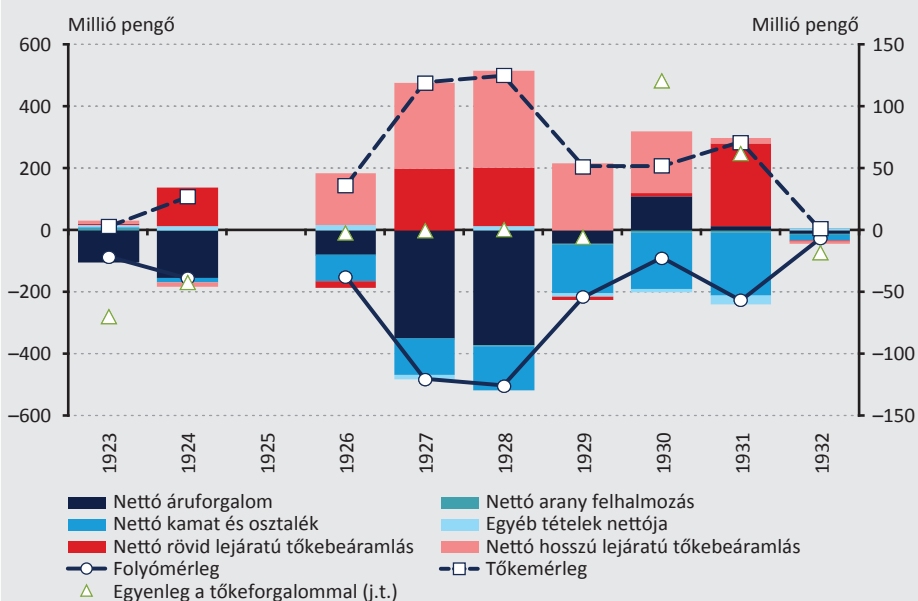
A tisztán belső erőforrásra támaszkodó stabilizációs kísérletek kudarcot vallottak. A hiperinfláció kilátástalan gazdasági helyzethez vezetett, így a Bethlen-kormány számára hamar egyértelművé vált, hogy Magyarország a nemzetközi közösség segítségére szorult (Radnóti 1926). Végül a Bank of England jelentős támogatásának köszönhetően – amelyet Popovics Sándor jegybankelnök személyes közbenjárása biztosított – létrejött népszövetségi kölcsönmegállapodás teremtette meg az alapot a sikeres stabilizációhoz (Péteri 1985). A szanálási program szigorú monetáris, fiskális és valutáris reformokat írt elő. A program egyik legfontosabb feltétele volt az autonóm, független központi bank működése, amely a gyakorlatban 1924. június 24-én kezdődött meg (Popovics 1924).

Az alapítást követő monetáris és fiskális konszolidációnak, valamint a népszövetségi kölcsönszerződés keretében az országba áramló devizaalapú forrásoknak köszönhetően rendkívül gyors stabilizáció zajlott le. A költségvetési kiigazítások miatt az államháztartás 1925-re többletet mutatott, a külkereskedelmi mérleg egyenlege

javult, a fogyasztói árak rohamos növekedése pedig hirtelen lelassult (Botos 1999). A korona árfolyama stabilizálódott, és ezzel párhuzamosan lezajlott egy valutareform, aminek következménye az új magyar fizetőeszköz, a pengő bevezetése lett 1927. január 1-jén. A pengőt a koronához hasonlóan a fontsterling árfolyamához rögzítették (Popovics 1929).

A jegybank élén álló Popovics Sándor azonban nem csupán a régi fizetőeszközt cserélte le, hanem annak a gyakorlatnak is elejét akarta venni, amely a jegybank-hitelben vélte látni a háború során elveszített forgótőke pótlásának eszközét. Ezt Popovics inflációgerjesztőnek, így a gazdaság szempontjából rendkívül károsnak tekintette. Már idejekorán óvatosságra intette a kormányt a külföldi hitelek felvételét illetően, azok felhasználási célját tekintve (Schlett 2014). Az MNB ezzel kapcsolatos fő aggodalma az volt, hogy a külföldi hitelek nagy részét fogyasztásra, és nem a versenyképesség növelését megalapozó beruházásokra fordítják (Ferber 1983). Ezt támasztották alá a tőke- és folyó fizetési mérleg adatai, amelyek azt mutatták, hogy utóbbi tartós deficitjét ekkor a beáramló kölcsönökből fedezték (3. ábra).

**3. ábra**  
A magyar fizetési mérleg alakulása 1923 és 1932 között



Megjegyzés: 1925-re vonatkozó adatok nem állnak rendelkezésre.

Forrás: KSH

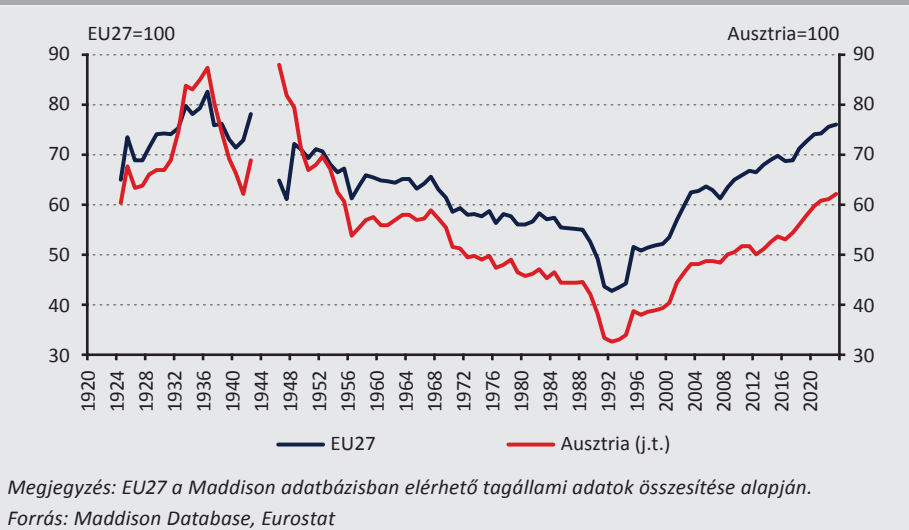
Az 1920-as évek második felében ugyanis megnyílt a magyar piac a nyugati hitelforrások beáramlása előtt, amit jól mutat a kereskedelmi bankok mérlegfőösszege is. A Központi Statisztikai Hivatal (KSH) vonatkozó évkönyveinek adataiból kiolvasható, hogy 1925 és 1929 között 1,9 milliárd pengőről 6,1 milliárd pengőre, azaz több mint háromszorosára emelkedett a hitelintézeti szektor eszközállománya. A hitelexpanzió jelentős volt, míg a belső tőkeképződési folyamat jóval a potenciális lehetőségei alatt maradt, így főként a rövid lejáratú külföldi hitelek fűtötték a magyar gazdaságot (Réti 2011). Az éven belüli adósság növekvő állományával kapcsolatban az MNB tisztviselői aggályukat fogalmazták meg, korán felismerve, hogy a hazai hitelezési folyamatok erősítése lenne kívánatos. Bár a kamatszintet ekkor fokozatosan csökkentették, a fennálló aranystandard rezsim miatt érvényben lévő szigorú árfolyam-politika szűkítette a monetáris hatóság mozgásterét (Pogány 2003).

A kedvezőtlen hitelezési folyamatok, a mezőgazdasági árak globális csökkenésének, valamint a tőkeáramlás drasztikus visszaszorulásának negatív következményei kicsúcsosodtak a gazdasági világválság begyűrűzésekor. A háromnapos bankzárral, az ideiglenesen fennálló tőkekorlátozásokkal, a tőzsde felfüggesztésével, az elhúzó deflációval, valamint a nemzetközi kereskedelem lényeges visszaesésével járó időszak megváltoztatta a gazdaság- és pénzügypolitika mozgásterét. A Pénzügyi Központon keresztül a hazai felügyelés és ellenőrzés a regionális kereskedelmi partnerekhez viszonyítva nagyobb fokú prudenciát biztosított (Varga 2016), azonban az 1930-as évek első fele a nemteljesítő kötelezettségektől duzzadó hitelintézeti mérlegek megtisztításáról, a fizetéseképtelenség kezeléséről, valamint a szektorból kiáramló betétesek bizalmának helyreállításáról szólt a jegybank számára. A KSH évkönyvei alapján azonban a hitelezés és a betételhelyezések volumene ennek ellenére csak lassan regenerálódott az évtized egészében.

A magyar gazdaság tehát több oldalról tekintve is súlyos helyzetbe került. A magyar gabona hagyományos felvevő országai protekcionista politikába kezdtek, és közben a világpiacon versenytársként megjelent az olcsó amerikai gabona. A világpiaci körülmények hatására a nemzetközi bankok visszavonták a Magyarországnak nyújtott hiteleket, így a korábbi hitelek törlesztésére a jegybank tartalékait kellett felhasználni. A hazai jövedelmek csökkenése és a munkanélküliség növekedése a belső fogyasztás jelentős mérséklődését eredményezte (Virág 2020). Az egy főre jutó nominális GDP azonban továbbra is emelkedett, amíg viszont az 1920-as években átlagosan négy, addig az 1930-as években átlagosan csak 1,5 százalékkal bővült évente. Ausztriához mért fejlettségünk is fokozatosan emelkedett a második világháború kitöréséig (4. ábra).

#### 4. ábra

Az egy főre jutó GDP szintjének változása Magyarországon Ausztriához és az EU27-ekhez viszonyítva



Az 1930-as évek második felétől a II. világháborút megelőző fegyverkezési hullám, valamint a globális kereskedelmi láncok helyreállása a nemzetgazdaság újbóli erősödését eredményezte, azonban a nemzetközi aranystandard rezsim fokozatos erodálódása, valamint a költségvetési politika relatív forráshiánya megteremtette az igényt annak, hogy a jegybank jegyforgalmának növelésével biztosítson finanszírozást a kormányzati beruházások számára. Mindezt annak dacára, hogy az MNB-t megalakulásakor alapító okiratában a jegybanki függetlenség eszméjének megfelelően szigorú szabályozás védte az államadóssági tételek vásárlásától. Ennek eredményeként a belső adósság szintje 1937-re az 1931-es szint kétszeresére emelkedett (Botos 1999).

Az 1930-as évek második felétől tehát az iparfejlesztés került a kormányzati gazdaságpolitika előterébe (Germuska 2012). A korszak legismertebb finanszírozási terve a fegyverkezési és infrastruktúra-fejlesztési célú győri fegyverkezési program volt. Ez azonban a fiskális és monetáris politikai hatáskörök fokozatos összeolvadásának kezdetét is jelentette, így a bankjegybocsátás privilégiuma szinte a kormányzati akarat kizárólagos eszközévé vált. A fegyverkezési program pénzügyi terhe, majd a második világháború fedezet nélküli finanszírozása, valamint az óriási pusztítások következtében erősen megcsappant nemzeti vagyon és a széteső pénzügyi rendszer a világ második legnagyobb hiperinflációját idézte elő (Siklos 1991).

### 3. A jegybanki függetlenség felfüggesztése a szocializmus időszakában

A második világhéges anyagi jellegű veszteségei 1938. évi értéken számolva mintegy 22 milliárd pengőt tettek ki (*Virág 2016:12*). Az emberi-társadalmi áldozatokkal együtt az 1938/1939. évi nemzeti össztermék több mint négyszeresét jelentette a háborús veszteségünk (*Virág 2020:74*). Megbomlott az árukereslet és -kínálat egyensúlya, ismét súlyos mértéket öltött az államadósság szintje, az állami bevételek lecsökkentek, amit ekkor is fedezetlen papírpénz-kibocsátással pótolnak. Mindez jelentős pénzromlást idézett elő 1945 júliusától 13 hónapon keresztül.

A magyar hiperinfláció végül 1946. július 10-én lett világrekorder, amikor a hatósági árak alkalmazása ellenére a napi pénzromlás megközelítette a 349 százalékot, ami azt jelentette, hogy az árak nagyjából 11 óránként kétszeresükre ugrottak (*Virág 2016:20*). Ennek lett a következménye az új fizetőeszköz, a forint 1946. augusztus 1-jei bevezetése, ami az ország újjáépítésének fontos összetevője volt. Az infláció megállításához az új pénznm mellett ár- és bérreformra, a megfelelő árukészletek biztosítására, valamint az államháztartási szanálási program hatékony végrehajtására is szükség volt. A forint bevezetése ugyanis nem jelentette automatikusan az árszínvonal növekedésének teljes megfékezését: az államháztartási és áruhiány nagysága miatt továbbra is nőttek az árak. 1948 közepén az átlagos élelmiszerárak majdnem 60 százalékkal haladták meg a két évvel korábbi szintet (*Marton 2012:379*).

Az első világháború utáni stabilizációs programhoz képest fontos különbség, hogy a második világhéges utáni helyreállítás jelentősebb külföldi kölcsön nélkül került végrehajtásra. Ennek első szakasza a forint bevezetését követő évben megindított hároméves terv volt, amelynek legfőbb eredménye a bérek emelkedése és a munkanélküliség csökkenése lett. Igen fontos szerepe volt viszont a stabilizációban annak, hogy a Magyar Nemzeti Bank munkatársai a világháborús időkben, a szovjet Vörös Hadsereg közeledtével 1945. januárjában az ország 30 tonna aranykészletét, nagy összegű devizatartalékát és számos egyéb értéket vonaton Ausztriába menekítettek. Az amerikai megszállási övezetbe kerülve az amerikai hadsereg foglalta le az aranyat, melynek 1946. júniusi visszaszolgáltatása megteremtette a társadalmi bizalmat a monetáris stabilizáció iránt.

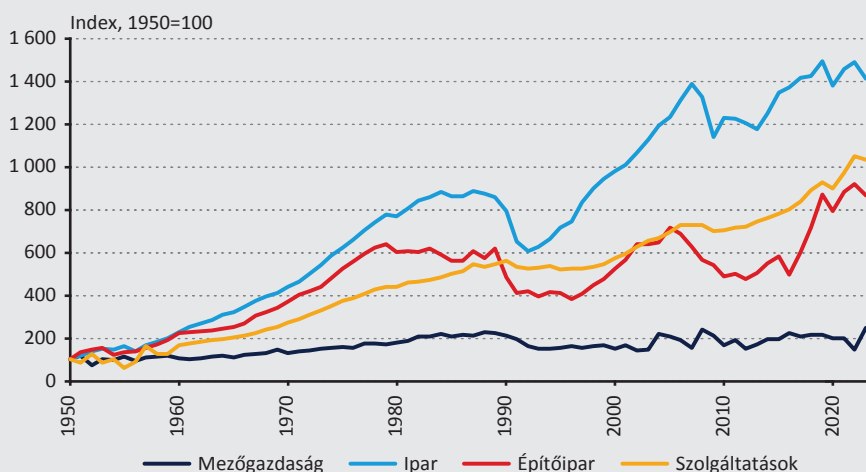
A II. világháború elvesztését követően destabilizálódó állami irányítás 1949-ben az egypárti kommunista diktatúra kialakulásához vezetett. A már korábban megkezdődött államosítási folyamat 1947 végén elérte a pénzintézeteket is, és ennek részeként állami kézbe vették a Magyar Nemzeti Bankot is. Az államosítással 1948 első felében lezárult az MNB történetének klasszikus jegybanki korszaka. Az 1947-es jogszabályi háttérrel megteremtett egyszintű bankrendszer keretei között az MNB látta el a kereskedelmi bankok funkcióját is, igaz, a profiltisztítás jegyében specializált pénzintézetek is létrejöttek.

A szocialista időszakot a központosított hitelpolitika, a pénzforgalom centralizálása és a tervszerű devizagazdálkodás jellemezte (Botos – Botos 2004). Az MNB monetáris politikájának a beruházásokat, a hidegháborús, erőltetett katonai fejlesztéseket és a mezőgazdaság átszervezését kellett támogatnia. Mindezek végrehajtásában csak adminisztratív szerep hárult a jegybankra. A központi és kereskedelmi banki feladatokat ezekben az években hatósági jellegű jogkörök is kiegészítették. Ez a hármas egybefonódás leginkább a devizagazdálkodásban nyilvánult meg (Bozó 2000).

Az 1950-es évek elejére befejeződött a tőkés gazdaság felszámolása. Az állami tulajdonon és teljes állami kontrollon alapuló szocialista gazdasági berendezkedésben a piac valós igényei teljesen háttérbe szorultak. A kormányzat hatalmas volumenű ipari és hadi fejlesztésekbe kezdett. Az 1950-ben indított első ötéves terv fő célja volt, hogy agrárországból ipari gazdasággá emelje hazánkat. Ennek eredménye hamarosan láthatóvá is vált a termelési oldalon (5. ábra).

#### 5. ábra

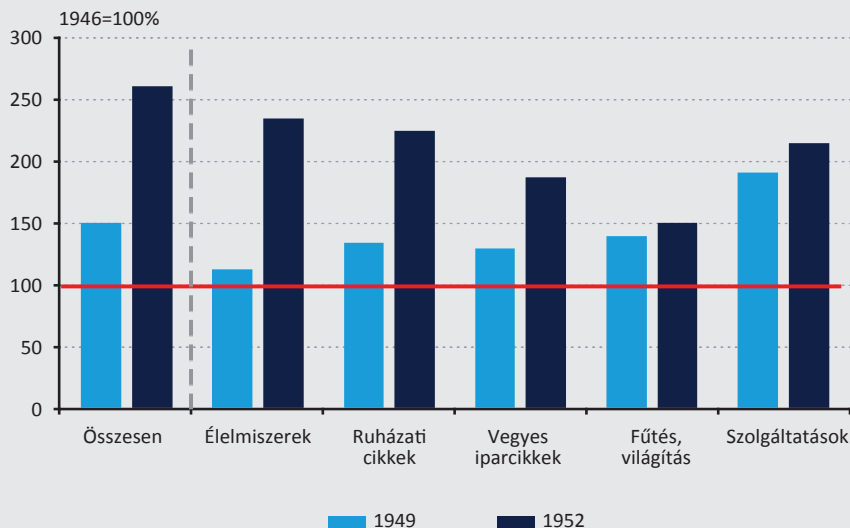
Az egyes ágazatok bruttó hozzáadott értékének alakulása (Bázisév: 1950)



Forrás: Virág 2020, MNB

Az iparosítási folyamat során azonban ismét árszínvonal-emelkedés jelentkezett (6. ábra), miközben a reálbérek csökkentek. A problémát az 1952-ben bevezetett központosított tervutasításos rendszerrel próbálták orvosolni, ami egészen 1968-ig biztosította a fogyasztói árak stabilitását (Marton 2012).

**6. ábra**  
**A fogyasztói árindexek alakulása 1949-ben és 1952-ben**



Forrás: Marton (2012:381)

Összességében tekintve a gazdaság teljesítménye az 1950-es évek folyamán reálértéken kétszeresére emelkedett, de a növekedés folyamatos, szélsőséges hullámzást mutatott a sorozatos politikai irányváltások, a beruházási ciklusok, a mezőgazdasági termelés ingadozása és az 1956-os forradalom és következményei miatt (Virág 2020).

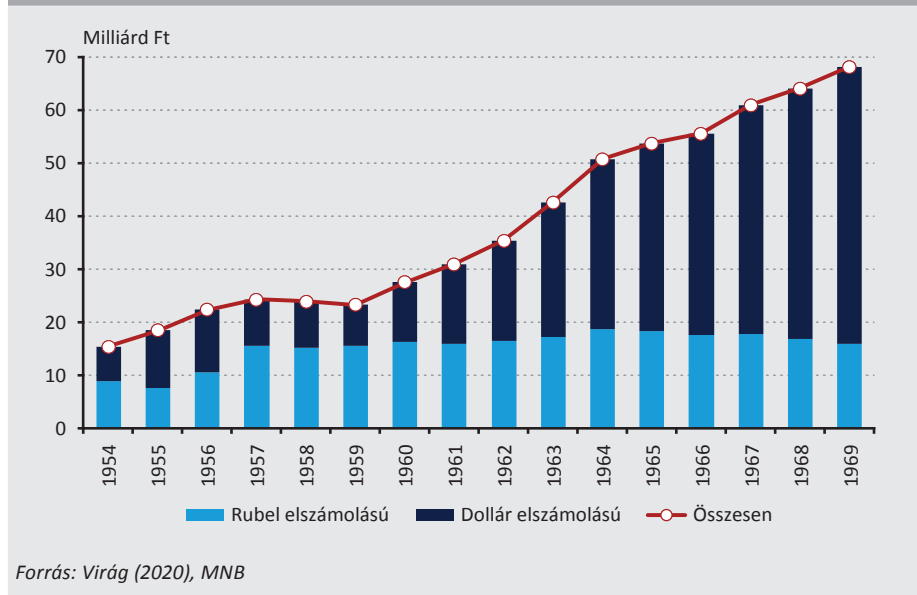
A forradalmat követően a szocialista rezsim legfontosabb meghirdetett célja az életszínvonal emelése, valamint a lakossági igényeknek megfelelő infrastruktúra-fejlesztés volt (Berényi 1974). Ennek érdekében az 1960-as években a rezsim lazított a merev megkötésein, ami először a mezőgazdaságban éreztette a hatásait. Sor került a mezőgazdaság újbóli kollektivizálására, létrehozták a háztáji gazdálkodást, amit összekapcsoltak a nagyüzemmel. Változás történt az iparcikkek piacán is, a nehézipari fejlesztések után előtérbe került a könnyűipar és az élelmiszeripar is. A jegybank vonatkozásában a tervutasításos rendszer jellemzője volt az országos hitelterv készítése, amelyeket az MNB a forgóeszköz-szükségletet tükröző negyedéves gazdálkodási tervek alapján vázolt fel (Botos – Botos 2004).

Az 1956-os forradalom és az 1968-as gazdasági reform közötti időszakban a kezdeti szocialista berendezkedéshez képest az MNB is már nagyobb önállósággal láthatta el feladatait. Ezzel párhuzamosan megkezdődött a hatósági jellegű feladatkörök visszaszorulása és a kereskedelmi banki tevékenység előtérbe helyezése. A devizagazdálkodás terén a forgalom jelentős növekedése volt tapasztalható, amely egyúttal párosult az ország eladósodásának megindulásával, az aranytartalékok fokozatos leépítésével, valamint a kettős árfolyamrendszer – kereskedelmi és nem kereskedelmi – bevezetésével (Virág 2020).

Az életszínvonal emelése ugyanis a dollárimport, azon belül is a rövid lejáratú hitelek arányának növekedésével járt (7. ábra), miközben a nagyfokú iparosítás ellenére – strukturális problémákból eredően – az éppen az életszínvonal emelkedése miatt megugró importot nem lehetett exporttal fedezni, így a külkereskedelmi mérleg is hiányt mutatott (Földes 1995). Nyilvánvalóvá vált, hogy az erőltetett beruházások ellenére a gazdasági bővülés és fogyasztás fellendülése nem a tervek szerint alakult: 1957-től az államháztartás egyéb bevételeinek állandó tétele lett a hitelfelvétel. Mivel a külföldi hitelek az 1960-as évektől kizárólag az MNB vonta be a gazdaságba, a jegybankmérleg is átalakult (Virág 2020).

7. ábra

A dollár és rubel elszámolású külső hiteltartozások



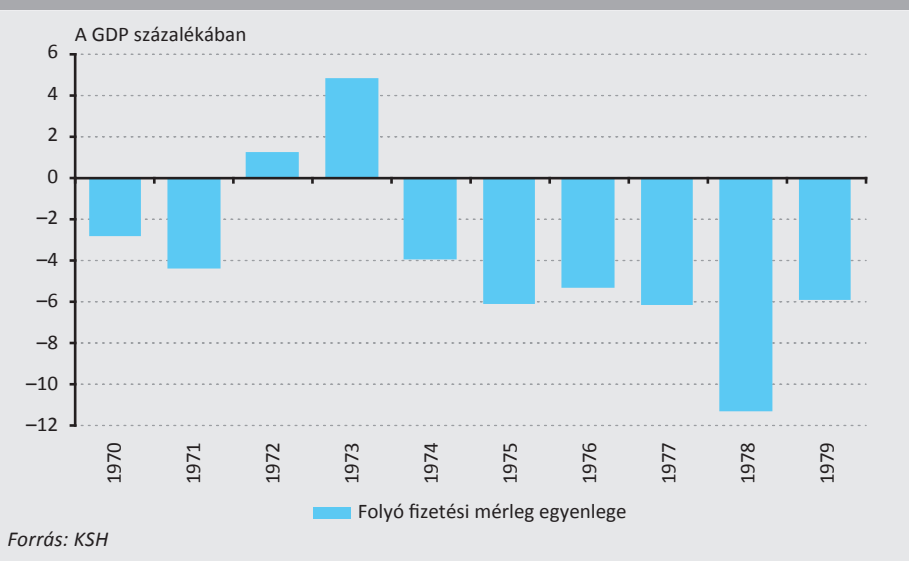
A politikai vezetés nehéz döntési ponthoz ért: továbbra is fenntartják-e a szigorú tervutasításos rendszert, vagy egy hatékonyabbnak ígérkező fordulatot hajtanak végre. Az 1968. január 1-jén bevezetett Új Gazdasági Mechanizmus (ÚGM) rugalmasabbá tette a tervgazdálkodást, és megkezdődött a közvetett szabályozók időszaka. A Magyar Nemzeti Bank vonatkozásában már az azt megelőző évben javaslat született arra, hogy válasszák külön a központi bank jegybanki, devizahatósági, valamint hitelnyújtási és számlavezetési tevékenységét. A tervezet kiterjedt arra is, hogy a jegybank kerüljön a kormány közvetlen felügyelete alá, és hatalmazzák fel az érmeverés jogával. A javaslat alapján első számú jogszabályi követelmény lett a jegybankkal szemben a forint értékállandóságának biztosítása. Az ÚGM reformjai összességükben nem változtattak a bankrendszer berendezkedésén és az MNB feladatkörén sem (*Botos – Botos 2004*).

Az 1968-ban bevezetett intézkedések nem voltak elegendőek ahhoz, hogy fenn tudják tartani a hitelből finanszírozott életszínvonal-emelési politikát. E tény élesen megmutatkozott az 1970-es évek olajválságai nyomán. Az 1970-es évek rendkívüli és tartós változásokat hoztak globális szinten, amelyek a magyar gazdaságra is hatást gyakoroltak. Az évtized az 1944-ben Bretton Woods-ban létrehozott nemzetközi pénzügyi rendszer összeomlásával indult 1971-ben, amikor az Egyesült Államok felfüggesztette a dollár aranyra történő átválthatóságát. Két évvel később kitört a negyedik arab-izraeli (jom kippuri) háború, és az OPEC arab államai olajembergót vezettek be az Izraelt támogató országokkal szemben, ami az energiaárak drasztikus emelkedését eredményezte. Az első olajválságot stagflációs időszak követte a nyugati gazdaságokban, majd 1979-ben az iráni forradalom az olajárak ismételt, nagymértékű növekedéséhez vezetett. A második világháború utáni fellendülési periódus véget ért.

A nyersanyag- és energiaárak emelkedésének következtében Magyarország külpiaci lehetőségei romlottak. Fontos kereskedelmi partnerünk, a Német Szövetségi Köztársaság drágábban értékesítette termékeit, míg hazánk esetében a szovjet vezetés elutasította a tervezett áremelést (*Botos – Botos 2004*). A romló cserearány az évtized közepétől jelentős külső egyensúlytalanság kialakulásához vezetett (8. ábra).

8. ábra

A folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulása 1970 és 1979 között



Az 1970-es években a gazdaságpolitika azzal a dilemmával szembesült, hogy a termelés növeléséhez beruházásokra volt szükség, amelyeket finanszírozni kellett, ez azonban az életszínvonal emelésétől vonta el a forrásokat, ami szintén fontos cél volt, mivel a politikai rendszer lényegében ebből nyerte legitimációját. Így megindult a hitelek felvétele és az ország külföldi devizában történő eladósodása. 1979-re Magyarország adósságcsapdába került: a felvett hitelek kamatait már csak újabb hitelfelvétellel tudta fedezni (Mong 2012). A külső adósság valuta-összetétele is hozzájárult az adósságállomány növekedéséhez, ugyanis hazánk olyan valutákban adósodott el, amelyek kamatai eleinte alacsonyok voltak, de később megemelkedtek, továbbá az árfolyamuk is erősödött (pl. svájci frank vagy japán yen), így az adósságsszolgálat is növekedett (Szalai 2024).

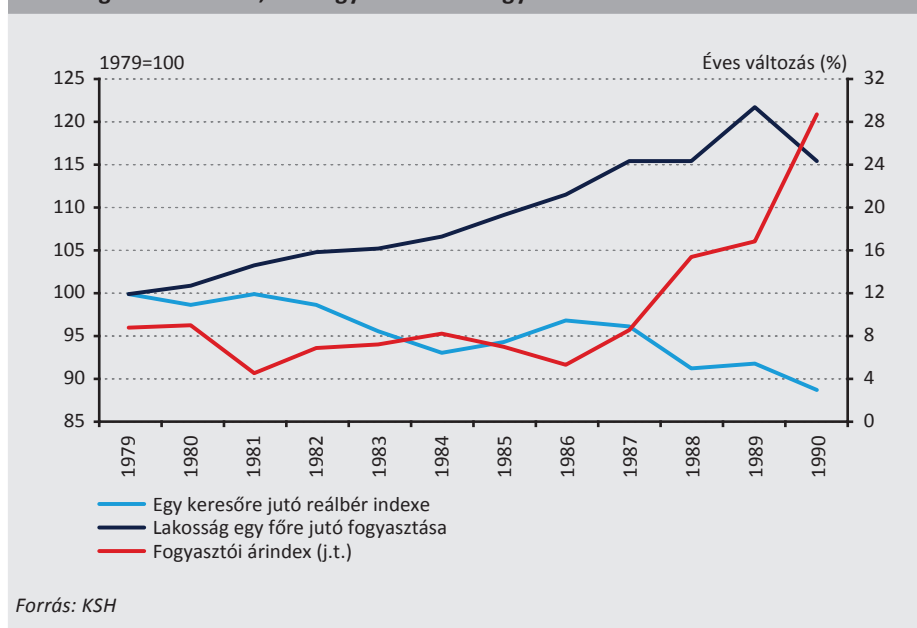
Magyarország már az 1960-as évek végi reformtörekvések idején szeretett volna csatlakozni a Nemzetközi Valutaalaphoz (IMF), majd az 1970-es évtized során növekvő adósságállomány következtében tovább erősödött a szervezetbe történő belépés igénye. A tagság a valuta konvertibilissé tételét és ezáltal nyitott gazdálkodást tett volna lehetővé, valamint hitellehetőségeket is jelentett. Végül 1981-ben került benyújtásra a csatlakozási kérelem és Magyarország egy évvel később vált az IMF tagjává. Ekkora azonban már a fizetéseképtelenséget kellett elkerülni, így a magyar vezetés még a csatlakozás előtt hitelt vett fel a német kormánytól, valamint a Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) és amerikai bankok konzorciumától (Botos – Botos 2004; Mong 2012).

Az 1980-as években elsősorban az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban megerősödött a neoliberális politikai és gazdasági irányzat, ami kamatemeléseket és megszorításokat szorgalmazott az infláció letörése érdekében. 1979-ben a Federal Reserve vezetését Paul Volcker vette át, és érdemi monetáris szigorításra került sor, ami az Egyesült Államokban az infláció csökkenéséhez vezetett. Ugyanakkor a magas kamatok az adósságszolgálat növekedését eredményezték, így az évtized elején a „Volcker-sokk” számos feltörekvő országban hozzájárult az adósságválságok kialakulásához.

Magyarországon a gazdaságpolitika célja a külső egyensúly helyreállítása volt, azonban továbbra is fontos szerepet játszott az életszínvonal fenntartása. Prioritás volt továbbá a gazdasági nyitottság megőrzése is, így a külső egyensúlyt nem az import korlátozásával, hanem az export ösztönzésével kívánták helyreállítani. Az export-szerkezet ugyanakkor korszerűtlen volt, így a külkereskedelmi deficit korrigálása a belső kereslet visszafogását igényelte. A beruházások csökkentek, míg a fogyasztás az állami transfereknek köszönhetően mérséklődő reálbérek mellett is stabilan alakult, majd emelkedett (9. ábra; P. Kiss 2020a).

9. ábra

Lakossági reálbérindex, reálfogyasztás és a fogyasztói árindex alakulása



Az 1982-ben felvett IMF-hitel csak átmeneti megoldást jelentett a finanszírozási problémákra, ugyanakkor csökkentette a radikális reformok szükségességét, így az évtized második felében folytatódott az eladósodás és hazánk ismét az IMF segítségére szorult 1987-ben (*Mong 2012*). A szocialista időszakban megindult külső eladósodási folyamat katasztrofális örökséget hagyott az országra, ami a rendszer-váltást követően is problémát jelentett.

Az akkori kelet-közép-európai viszonyok közepette a megszokottól idegen módon az MNB külföldi hitelfelvétellel és kötvénykibocsátással finanszírozta a gazdasági egyensúly visszaállítását célzó kísérleteket. A jegybank a nemzetközi hitelfelvétellel párhuzamosan építette ki képviselői iroda hálózatát a világ jelentős pénzügyi központjaiban. Az MNB-n keresztül folyamatos kommunikáció folyt a fejlett országok gazdasági-pénzügyi vezetésével, ennek is köszönhető, hogy Magyarország 1982-ben a Nemzetközi Valutaalap és a mai Világbank Csoport tagországainak sorába léphetett. Az 1980-as évek második felétől kezdődően a Magyar Nemzeti Bank fokozatosan tért vissza a klasszikus jegybanki tevékenységhez. Ezt a folyamatot támogatta az a politikai döntés, amely 1984 decemberében kimondta, hogy az MNB-n belül külön kell választani a jegybanki és a kereskedelmi banki funkciókat, és meg kell kezdeni a kétszintű bankrendszer kialakításának előkészületeit, amely révén 1987. január 1-jével át is alakították. Az MNB azonban ezzel még nem nyerte vissza teljes függetlenségét: az állam bankja lett, s a Minisztertanács Elnökének befolyása alá tartozott. Feladataiként határozták meg a pénzkínálat befolyásolását és a kormány gazdaságpolitikai céljai elérésének elősegítését (*Bozó 2000*).

#### **4. Átmenet a piacgazdaságba**

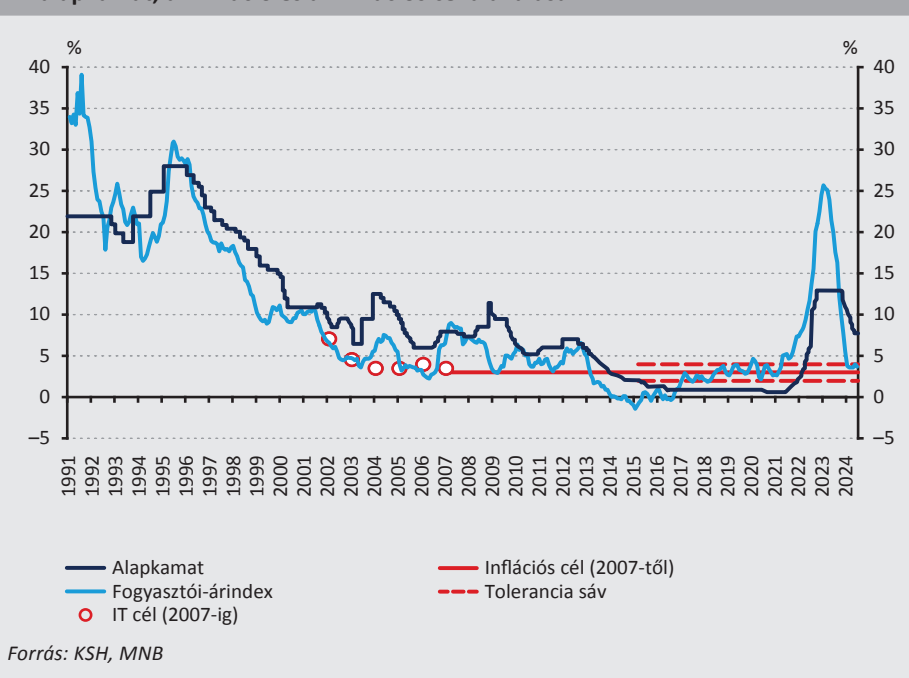
Az 1980-as évekre a Szovjetunió is nehéz helyzetbe került. Mihail Gorbacsov pártfőtitkár meghirdette a peresztrojkát, így gazdasági és társadalmi reformok kezdődtek, amelyek végül hozzájárultak a kommunista rendszer bukásához és a Szovjetunió felbomlásához. A keleti blokk országaiban elkerülhetetlenné vált a piacgazdaságra történő áttérés. Bár a reformok kidolgozása hazánkban már hamarabb megindult, az átmeneti időszak rendkívüli nehézségeket hozott. Az egyik legsúlyosabb probléma a tartalékok leépülése volt a külföldi befektetők betétkivonásainak következtében. 1990-ben a tartalékok összege alig haladta meg Magyarország két havi importszükségletét (*MNB 1991*). Az 1990-es évek elején a gazdasági szerkezet transzformációja miatt jelentős mértékben csökkent a GDP, emelkedett az infláció, a munkanélküliség és az államadósság is. További nehézséget jelentett a KGST-piacok összeomlása. A nyugati nyitással a hazai export egy részét sikerült átirányítani, de az orientációnak negatív mellékhatásai is voltak, ugyanis az első öböl-háború következtében átmenetileg megnövekedett az olajár, illetve a német újraegyesítés inflációs hatása kamatemelést tett szükségessé, így 1993-ra recesszió alakult ki az új felvevő piacon (*P. Kiss 2020b*).

Az 1991-es jegybanktörvény helyreállította az MNB függetlenségét, kijelölte a monetáris hatóság helyét a piacgazdasági rendszerben, kimondta, hogy a jegybank az Országgyűlésnek tartozik beszámolási kötelezettséggel, és nem a Kormánynak alárendelve működik. Ugyanakkor az MNB feladatául szabtta a Kormány gazdaságpolitikájának monetáris politikai eszközökkel történő támogatását, valamint a nemzeti fizetőeszköz belső és külső vásárlóerejének védelmét, tehát implicit módon megjelent az árstabilitásra való törekvés célja.

A Magyar Nemzeti Bank az árfolyam-politikai intézkedéseivel tett a fizetési mérleg hiányának enyhítéséért és a versenyképesség növeléséért. Az árfolyamot szűk sávban rögzítették, és időnként leértékelték az előre meghatározott valutakosárhoz képest (*Jakab – Szapáry 1998*). Az idő előrehaladtával egyre gyakrabban került sor az árfolyam kiigazítására, 1995-re azonban a 80 százalékos leértékelés jelentős kiszámíthatatlansághoz és magas inflációhoz vezetett. Az árszínvonal alakulásának további meghatározó tényezői között szerepeltek a korábban szabályozott árak, az élelmiszerek, energiaárak és alkohol, dohánytermékek ársapkáinak elengedései is. Az infláció csökkentésének érdekében a Magyar Nemzeti Bank 28 százalékra emelte az irányadó kamatát (10. ábra).

10. ábra

Az alapkamat, az infláció és az inflációs cél alakulása



Az évtized közepére a folyamatos államháztartási hiány okozta államadósság finanszírozása egyre drágábbá vált. Így a Nemzetközi Valutaalap és a piacok nyomására a gazdaságpolitika a kiadási oldal gyors csökkentését és adóemeléseket tartalmazó programot (Bokros-csomag)<sup>1</sup> vezetett be. Ennek részeként árfolyam-politika tekintetében a jegybank a csúszó leértékelésre tért át 1995-től. Ez a forint árfolyamának előre bejelentett ütemben történő mérséklését jelentette, amelynek során a jegybank és a kormány határozta meg az árfolyam leértékelésének ütemét. A várható infláció mértékéhez igazított, kiszámítható nominális árfolyamot biztosított és a valuta árfolyama a kijelölt sávban ( $\pm 2,25$  százalék) szabadon mozoghatott. Az árfolyampálya meghatározta a befektetők által várt, rövid futamidejű kamatszintet, és a jegybank rugalmasan reagált a devizapiaci változásokra a kamatpolitika mozgásterének növelése érdekében, ugyanis a csúszó leértékelés rendszerében a jegybank csak a sáv két szélén interveniál, és a sávon belüli elmozdulások esetén nem avatkozik be az árfolyamba (*Jakab – Szapáry 1998*). Ez lehetővé tette a gazdaság számára, hogy a külföldi befektetők által elvárt forintkamatoakat ne kelljen azonnal megváltoztatni, és a gazdasági egyensúly fenntartását szolgálta. A csúszó leértékelés rendszere eredményesnek bizonyult az infláció csökkentésében.

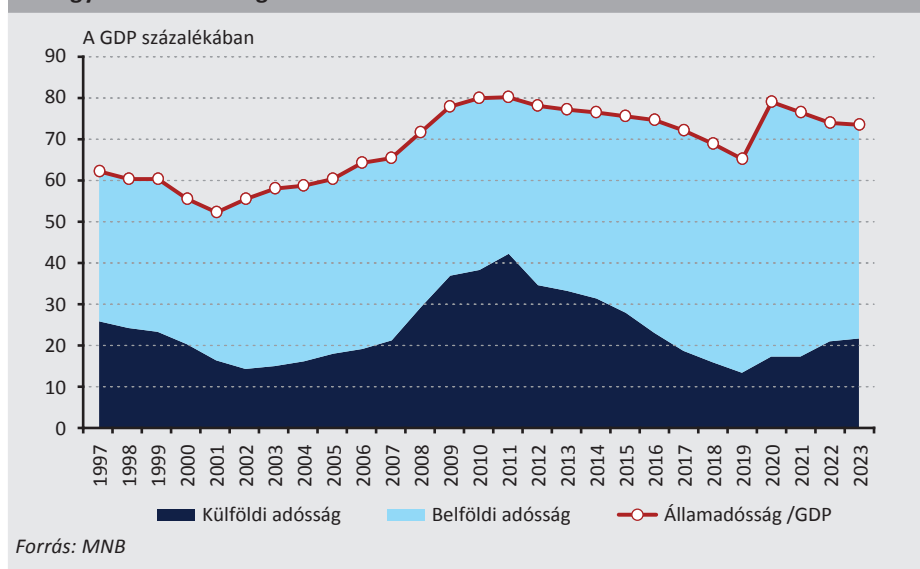
Az árfolyam-politika módosítása a Bokros-program egyetlen megfelelő eleme volt. A rendszerváltozást követően megindult felzárkózás a sokterápia idején megtorpant. A költségvetési megszorító intézkedések magas munkanélküliséghez, a reáljövedelmek csökkenéséhez, a belföldi kereslet érdemi visszafogásához és az infláció felpörgéséhez vezettek (*Mátolcsy 1997*). A gazdaságpolitikának nehéz volt kezelnie a válságot, mivel magas államadóssággal és csökkent költségvetési bevételekkel szembesült. A Bokros-program, bár csökkentette a hiányt, az infláció mérséklését tekintve a folyamat elhúzódott. A fogyasztóiár-index csak 1999-re csökkent 10 százalékra (*10. ábra*). Ennél alacsonyabb szintekre csak később, az inflációs célkövetés bevezetését követően sikerült mérsékelni. Súlyos társadalmi költségek árán a gazdaság válságállapota 1997-re megszűnt, az évtized végére pedig a növekedést elősegítő gazdaságpolitikai intézkedéseknek köszönhetően megkezdődött a piacgazdaságra való átállástól várt felzárkózás is.

2001-ben a külső egyensúly helyett az árstabilitás fenntartása vált az MNB fő céljává az inflációs célkövetés bevezetésével, ugyanakkor a – kiszélesített – árfolyamsávot ( $\pm 15$  százalék) továbbra is megtartotta a jegybank. Az új monetáris rendszer bevezetésével nemzetközileg konvertibilis valutává tették a forintot, eltörölve a kötött devizagazdálkodást – mely 1931 júliusa óta folyamatosan hatályban volt – így a világ leghosszabb ideig hatályban levő állami devizagazdálkodási rendszerét is feloldotta a függetlenné váló jegybank. Az új monetáris rendszer azonban nem működött zökkenőmentesen. Egyrészt a 2002-es kormányváltást követően a felelőtlen fiskális politika kínálati és keresleti oldali inflációs nyomást eredményezett (*Szapáry 2006*),

<sup>1</sup> A program az akkori pénzügyminiszterről, Bokros Lajosról kapta a nevét.

és a növekvő fiskális deficit csökkentésére szolgáló kísérletek is erőtlennek bizonyultak. Másrészt az inflációs cél is gyakran került konfliktusba az árfolyamsávvval, ugyanis a sávszél elérésénél a monetáris politika az inflációs cél elérése helyett az árfolyamra koncentrált. Emellett a háztartások devizahitel-állománya is hátráltatta a monetáris transzmisszió hatékony működését. A lakossági devizahitelezés felfutásához hozzájárult a forint és deviza alapú hitelek közötti jelentős kamatkülönbözet, a bankok közötti élénk verseny, a nem megfelelő szabályozási környezet, valamint a pénzügyi ismeretek korlátozottsága.

**11. ábra**  
**A magyar államadósság alakulása**

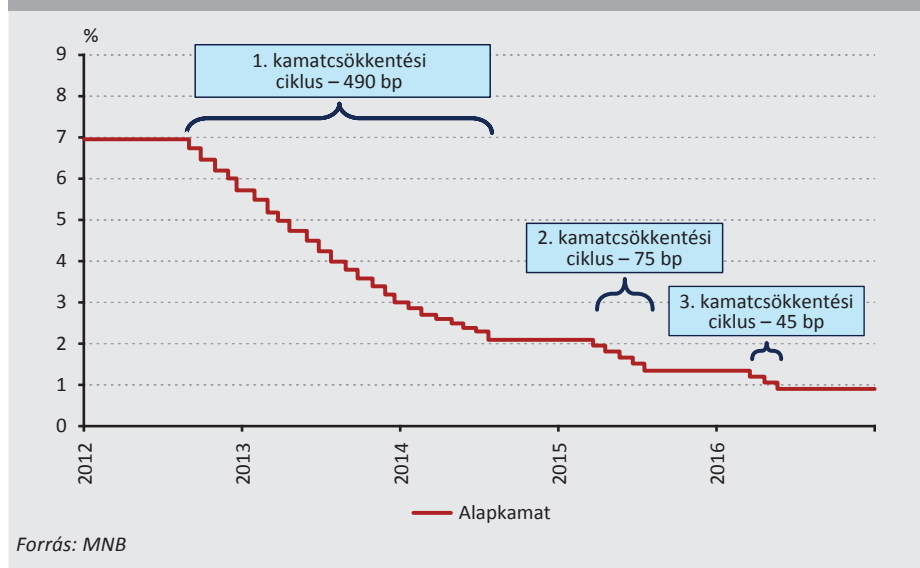


A gazdasági növekedés ugyan folytatódott, de érdemi egyensúlytalanságok épültek fel, amelyek fenntarthatatlanná tették a konvergenciát. Az államadósság már 2002 után gyors növekedésnek indult (11. ábra), egyre nagyobb deficit keletkezett a folyó fizetési mérlegben, emelkedett a munkanélküliségi ráta és az infláció csökkentése érdekében a kamatokat is magas szinten kellett tartania az MNB-nek, ami a külföldi devizában – elsősorban svájci frankban – történő eladósodást ösztönözte. Mindezen tényezők hozzájárultak ahhoz, hogy Magyarország már a 2008-as globális pénzügyi válságot megelőzően nehéz helyzetbe került. 2006-ban a kormányzat kísérletet tett a fiskális kiigazításra, ez azonban nem járt sikerrel, mivel a csomag lényegében bevételi elemekre építő megszorító intézkedéseket jelentett, amelyek a strukturális problémákat nem kezelték. Így a válság hazánkat rendkívül sérülékeny állapotban érte. Az állampapírpiac és a bankrendszer devizalikviditása is az összeomlás szélére került. Az MNB erre válaszul 300 bázisponttal emelte az irányadó kamatot, így időt nyerve a Nemzetközi Valutaalappal való hitelvegyeztetésig, ami a válság enyhülését

eredményezte. A válságot megelőző évek gazdaságpolitikai hibáinak következtében mind a fiskális, mind a monetáris politika szűk mozgástérrel rendelkezett, ezért a krízist nem sikerült megfelelő módon kezelni. Magyarország külső, az IMF és az Európai Bizottság segítségére szorult, ami csökkentette a gazdaságpolitika szuverenitását.

A válság akut szakaszának kezelését követően a monetáris politika feladata egy erőteljes lazító ciklus véghezvitele lett volna. Ezt azonban több tényező is hátráltatta, mint a 2010-2011 folyamán a dél-európai államokban bekövetkező bank- és adósságválságok, illetve a kiterjedt devizahitelezés. Ez utóbbi a pénzügyi instabilitás mellett azzal járt, hogy egy erőteljes lazítás és az ezzel járó forintgyengülés a devizahitelek jövedelmét negatívan érintette volna. A probléma megoldása, a hitelek forintosítása csak évekkel később, a 2013-as monetáris politikai fordulat után valósult meg. Így a válság során az MNB csak korlátozottan tudta segíteni a reálgazdaság kilábalását. A fordulóponthoz az Európai Központi Bank (EKB) akkori elnökének, Mario Draghinak a 2012-es „whatever it takes”-beszéde (Draghi 2012), az EKB új, Közvetlen Monetáris Tranzakciók (Outright Monetary Transactions, OMT) elnevezésű eszközvásárlási eszköze és a Fed újabb mennyiségi lazítása jelentette, amelyek együttesen nyugalmat hoztak a piacokon, és a magyar kamatprémium is lecsökkent. Ennek hatására a Monetáris Tanács új tagjaival együtt már el tudta kezdeni 2012 augusztusában a kamatcsökkentési ciklusát, amely közel négy éven át tartott (12. ábra).

**12. ábra**  
A 2012 és 2016 közötti kamatcsökkentési ciklus



## 5. Változó világban stabil és független jegybank

A jegybank függetlenségében és a jegybanki célrendszer kiteljesedésében is gyökeres változást hozott a 2013-as év. A jegybank makroprudenciális mandátumot kapott, s az új jegybanktörvény kiegészítette a jegybanki célrendszert a pénzügyi stabilitással. Ezzel az MNB jogköre beilleszkedett abba a globális tendenciába, amely szerint a 2007-ben jelentkező nagy pénzügyi válságot követően nőtt a jegybanki szerepvállalás a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosításában. 2013-ban a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) beolvadt az MNB-be, ami lehetővé tette, hogy a jegybank gyorsabban és hatékonyabban tudja kezelni a kockázatokat, így a pénzügyi rendszer ellenálló képessége megerősödött.

A válságból történő kilábalást követően a gazdaságpolitika új irányt vett. A korábban jellemző, külső eladósodásra épülő, fenntarthatatlan növekedési modell helyett olyan reformokra került sor, amelyek támogatták a foglalkoztatás, a beruházások és az export bővülését. A feleltlen fiskális költekezés kora véget ért, az adórendszer olyan módon került átalakításra, hogy a munkavállalást és a vállalkozást ösztönözze (Matolcsy 2015). Az adósságállomány csökkenésnek indult. A háztartások reáljövedelme és megtakarításai emelkedni kezdtek. A siker képlete az egyensúly és a növekedés egyidejű megteremtése volt, ami mögött az a gazdaságpolitikai vízió állt, hogy a munka legyen a jövedelem elsődleges forrása. A strukturális reformok döntő része már az évtized legelején, 2010 és 2013 között megvalósult. A költségvetési egyensúly helyreállítását támogatta az államháztartás bevételi szerkezetének teljes körű átalakítása, aminek során egyrészt az adórendszerben a bevételek hangsúlyosa a munkára és tőkére kivetett adók felől a fogyasztást terhelő adók felé tolódott el, másrészt a bevezetett szektorális különadók arányosabb közteherviselést alakítottak ki. A Széll Kálmán-tervek reformjai úgy csökkentették a költségvetési kiadásokat, hogy közben támogatták a munkaerőpiaci aktivitás növekedését. A „segély helyett munkát” elv meghonosítása egyaránt hozzájárult a költségvetés egyensúlyának megteremtéséhez és a foglalkoztatás historikusan magas szintre emeléséhez, amelynek keretében közel 1 millió új munkahely jött létre. A sikeres fiskális konszolidáció és munkaalapú gazdaságpolitika felzárkózási pályára állította a magyar gazdaságot, lefektetve a 2013-as monetáris politikai és hitelezési fordulat alapjait (Matolcsy – Palotai 2016).

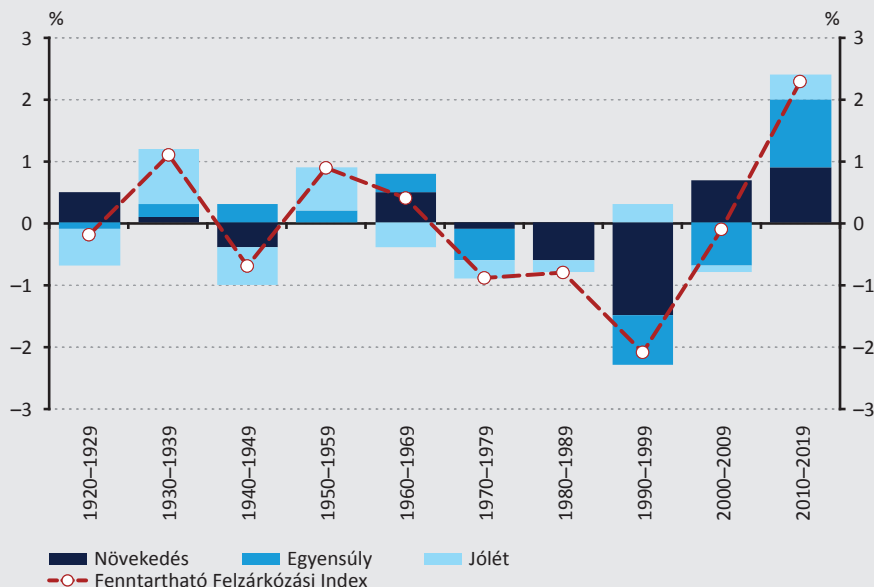
A válság tanulságait levonva, a pénzügyi rendszer stabilizálásának és a gazdasági növekedés ösztönzésének érdekében az MNB is számos programot indított. A Növekedési Hitelprogram a kis- és középvállalati (kkv) szektor hitelezésének élénkítését támogatta. Az Önfelfinanszírozási Program a monetáris politikai eszköztár átalakításával a bankszektor jegybanki betétek helyett hosszú lejáratú, likvid értékpapírok tartására ösztönözte. A hazai banki szereplők forintban kibocsátott értékpapírok iránti

megemelkedett kereslete lehetővé tette az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) számára, hogy forintra cserélje a devizaadósságot, és ezzel elősegítette hazánk külső pénzügyi sérülékenységének csökkentését (*Matolcsy – Palotai 2019*). A lakossági devizahitelek kormányval közösen végrehajtott forintosítása erősítette a hazai pénzügyi rendszert és a monetáris transzmissziót, a kamatcsökkentési ciklusok pedig az árstabilitás veszélyeztetése nélkül adtak erőteljes támogatást a reálgazdaságnak. Az intézkedések hozzájárultak ahhoz, hogy a növekedést a pénzügyi közvetítés normalizációja és a külső sérülékenység figyelemre méltó mérséklődése kísérte, továbbá az árstabilitás is tartósan bizonyult. Az MNB a rendszerváltás óta első alkalommal a 2010-es évtized második felében érte el tartósan elsődleges célját, és biztosította az árstabilitást. Míg a 2008-as válság utáni mérlegalkalmazkodás időszakában az európai országokat deflációs környezet kialakulása fenyegette, addig az MNB 2017 eleje és 2020 vége között nagy pontossággal állította be az átlagos inflációt a jegybanki célnak megfelelő 3 százalékos értékre. Az időszak során az infláció a 48 hónapból 44 alkalommal a  $\pm 1$  százalékos toleranciasávon belül alakult. Ez nemzetközi összehasonlításban is kivételes eredmény volt (*Matolcsy 2022*).

Az ország fenntartható felzárkózásának támogatására versenyképességi javaslatcsomagot is kidolgozott az MNB. A gazdaságpolitikai fordulat meghozta az eredményét, újraindult a konvergencia, ezúttal az egyensúly megőrzése mellett. Az időszakban a gazdasági növekedés tartósan meghaladta az EU átlagát. 2013 és 2019 között a magyar GDP évente átlagosan 3,8 százalékkal bővült, ami 2 százalékponttal volt magasabb az Európai Unió átlagos növekedési üteménél. A gyorsuló gazdasági növekedés kiegyensúlyozott szerkezetben valósult meg. A hazai beruházási ráta Európai Unióss összevetésben is kimagasló mértékben emelkedett, és az exportpiaci részesedésünk is bővült. Mindeközben a folyó fizetési mérleg többletes volt vagy egyensúly közelében alakult. A növekedést kedvező finanszírozási környezet támogatta. Az Önfinszírozási Programnak, a devizahitelek forintosításának és a makroprudenciális intézkedéseknek köszönhetően a bankrendszer külföldi forrásoknak való kitettsége jelentősen mérséklődött, így a gazdaság finanszírozása a belső források felé mozdult el (*Kuti – Simon 2024*).

A magyar gazdaság a 2010-es években történelmi léptékű eredményt ért el. Bár hazánk időről időre a megelőző száz évben is keresztülment növekedési periódusokon, azok jellemzően a pénzügyi egyensúly rovására valósultak meg, és csak kevés esetben jelentettek előrelépést a nyugat-európai országok fejlettségének megközelítésében. Ezzel szemben 2010 és 2019 között Magyarország – a trianoni békediktátumot követő viharos évszázad során először – egyszerre lépett az egyensúly, a növekedés és a felzárkózás útjára (13. ábra). Így az MNB kulcsszerepével véghez vitt gazdaságpolitikai fordulat az elmúlt száz év legsikeresebb évtizedét hozta el a magyar gazdaság számára (*Balázs – Soós 2020*).

**13. ábra**  
**A fenntartható felzárkózási index alakulása**



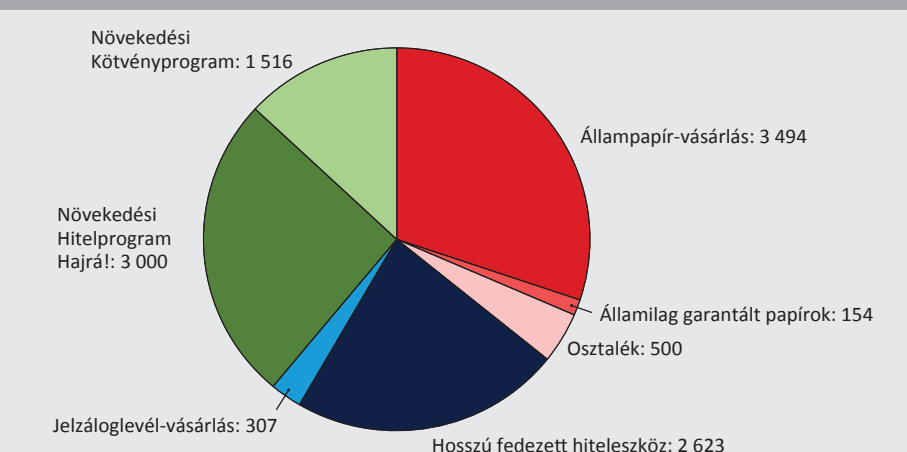
Megjegyzés: A fenntartható felzárkózási index a növekedés, az egyensúly és a jólét komponensek összegéént áll elő. Az egyes idősorok sztenderdizálva vannak. Növekedés: a hazai GDP átlagos változása és az egy főre jutó GDP átlagos változásának Ausztriához viszonyított különbsége. Egyensúly: az infláció céltól vett abszolút távolsága, a folyó fizetési mérleg egyenlege és a GDP-arányos államadósság-ráta változása. (Az infláció és az adósságráta változása ellentétes előjellel.) Jólét: várható élettartam és az egy főre jutó szobák számának változása.

Forrás: Eurostat, KSH, Maddison és Faragó (2011) alapján MNB

A 2020-as évek példátlan kihívások elé állították a jegybankot a világiárvány, az energiaárak drasztikus emelkedése, majd az orosz-ukrán háború nyomában kialakuló globális infláció formájában. A koronavírus-járvány kitörését megelőző éveket egyensúlyőrző növekedés jellemezte. Magyarország erős ellenállóképességgel, stabil fundamentumokkal és megfelelő gazdaságpolitikai mozgástérrel rendelkezett, így lehetőség nyílt a sikeres válságkezelésre (Matolcsy 2021). A vírus terjedésének megállítása érdekében a kormányok világszerte a gazdasági tevékenység jelentős részének szüneteltetése vagy korlátozása mellett döntöttek. Ebben a rendkívüli helyzetben a vállalkozások és a lakosság is támogatásra szorult. A jegybanknak elsősorban a pénzpiaci stabilitást és megfelelő futamidejű likviditást kellett biztosítania a gazdasági szereplők számára (Matolcsy 2021). Az MNB célzott intézkedések keretében több mint 11 ezer milliárd forinttal támogatta a válságkezelést (14. ábra), ami 10 százalékponttal emelheti a hazai GDP-t 2020 és 2024 között (Kuti – Balogh 2023).

**14. ábra**

**Válságkezelő jegybanki programok likviditási hatása (milliárd Ft)**



Forrás: MNB

A koronavírus-járványt megelőző időszak sikereit támasztja alá, hogy Magyarországnak a válságot követően mindössze 6 negyedév alatt sikerült elérnie a válság előtti teljesítményét, míg 2008 után ehhez 6 év kellett. A korábbi sikerek a bankrendszer megnövekedett ellenálló képességében is megmutatkoznak. A 2020-as évtized kihívásokkal terhelt első éveiben a pénzügyi rendszer végig stabil maradt. A bankok megfelelő hitelezési kapacitásokkal rendelkeznek, így sikerült elkerülni a hitel nélküli, elhúzódó kilábalást (Matolcsy 2021).

Az állampapírpiacon a növekvő hiány és adósság ellenére stabil maradt, amiben fontos szerepet játszottak az MNB intézkedései. A jegybank állampapír-vásárlási programot indított, és fix kamatozású hiteleszközt nyújtott a bankrendszer számára. Így stabilitást biztosított, és lehetővé tette, hogy az állam alacsony kamatok mellett tudjon bevonni forrást hosszú időre (Kuti – Simon 2024).

A világgazdaság még alig lábalt ki a koronavírus-járvány okozta válságból, amikor hirtelen és nagymértékben emelkedni kezdett az infláció, amire a jegybankoknak reagálniuk kellett. Az MNB a világon az elsők között kezdett monetáris szigorításba, amit az inflációs folyamatok mellett később már a külső egyensúly megbomlása és a kedvezőtlen pénzügyi piaci folyamatok is indokoltá tettek. 2022 szeptemberére a piaci környezet már érdemi javulást mutatott, így a jegybank 1990 utáni legnagyobb egybefüggő alapkamat-emelési ciklusának lezárása mellett döntött. Ezt követően azonban negatív események sora vette kezdetét, ami a következő két hétben szinte példátlan nyomást gyakorolt a hazai eszközökre. Hírek érkeztek az Ukrajnán keresztüli gázszállítások leállításáról, az Északi Áramlat gázvezetékét

felrobbantották, a gázárak ismét nagymértékben megemelkedtek, megindult a tőke kivonás a feltörekvő piacokról, romlott a kockázati környezet és a devizapiacokon is turbulencia lépett fel, ami a forint érdemi gyengüléséhez vezetett. A pénzügyi stabilitás helyreállítása érdekében a Magyar Nemzeti Bank 2022. október 14-én rendkívüli intézkedéseket hozott. Egy lépésben, 500 bázisponttal emelte az irányadó kamatot, és bejelentette, hogy készen áll az energiaszámla devizaigényét saját devizatartalékainak terhére biztosítani az energiakereskedő cégek számára (Kuti 2023). Az MNB 2022. őszi intézkedéseinek hatására tartósan javult a hazai pénzügyi piacok stabilitása, illetve hazánk kockázati megítélése. A stabil piaci környezet megfelelő alapot teremtett a tartós dezinflációnak, ami a fenntartható növekedés elengedhetetlen feltétele.

Jelenleg úgy tűnik, hogy a világ jegybankjainak kamatemelései megtörték az infláció további felfutását és az MNB jól időzített szigorítása, valamint a 2022. októberi válsághelyzet sikeres kezelése lehetővé tette, hogy 2024-ben az inflációs ráta visszatérjen az inflációs cél körüli toleranciasávba, és elérhető távolságba kerüljön az árstabilitás helyreállítása. Az infláció elleni küzdelem azonban nem tekinthető befejezettnek, az inflációs cél fenntartható eléréséhez továbbra is óvatos és türelmes monetáris politika szükséges.

Napjainkban számos megatrend alapjaiban formálja át a gazdasági rendszereket világszerte. A digitális és a zöld átállás rendkívüli lehetőségeket teremt a gazdaság valamennyi szereplője számára, de ugyanakkor érdemi kihívásokat is tartogat. Egyre súlyosabb problémát jelent a klímaváltozás, amely az élelmiszer- és energiaárakra gyakorolt inflációs hatáson és a szélsőséges időjárás okozta károkon keresztül veszélyezteti a jegybank árstabilitási és pénzügyi stabilitási mandátumának teljesítését (Koloszi et al. 2022). E kockázatok fontosságát felismerve 2021 májusában az Országgyűlés zöld mandátummal ruházta fel a Magyar Nemzeti Bankot, amely a kormány környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikájának támogatásával egészíti ki az MNB árstabilitásnak alárendelt, másodlagos feladatkörét. A törvényt módosítást nem sokkal követte az MNB eszköztárának átalakítása a zöld átállás és ezzel a fenntartható növekedés szempontjainak figyelembevételével. A mesterséges intelligencia előnyeit egyre több területen használják fel, széles körű elterjedése azonban elkerülhetetlenné teszi, hogy a kiberbiztonságra is nagyobb figyelmet fordítsunk. A kedvezőtlen demográfiai folyamatok komoly kihívás elé állítják a munkaerőpiacokat és az egészségügyi, valamint a szociális ellátórendszereket. A koronavírus-járvány következtében megemelkedtek az adósságok, amelyek szűkítik a fiskális és a monetáris politika mozgásterét is. Az elmúlt évek a geopolitikai feszültségek kiéleződését és háborúk kirobbanását hozták, ami az ellátási láncokon keresztül okozhat nehézséget egy kis, nyitott gazdaság számára. A gazdaság működése nem választható el a politikai és társadalmi folyamatoktól, így elengedhetetlen az események figyelemmel követése, megfelelő értékelése és a hatékony reagálás (Balogh et al. 2024).

## 6. Konklúzió

A világgazdaságot formáló megatrendek ugyan láthatóak, de a 2020-as évtized első éveinek egyik fontos tanulsága, hogy bármikor bekövetkezhet egy újabb sokk, ami egy kis, nyitott ország jegybankja számára folyamatos készülségi állapotot jelent. Ehhez sok munícióra van szükség. Ahogyan Popovics Sándor mondta 1933 decemberében, amikor nemcsak hazánkban, de a nemzetközi gazdasági fórumokon is élénk viták folytak a nagy gazdasági világválságból való kilábalásról: „*helyet a szakértelemnek és a tudásnak*” (Popovics 1933:1). Ezt tartja szem előtt jelenleg is a Magyar Nemzeti Bank, azzal a céllal, hogy az intézményben felhalmozott tudást és tapasztalatot felhasználva hatékony válaszokat tudjon adni a jegybanki mandátum végrehajtása során jelentkező kihívásokra. A geopolitikai kockázatok, a zöld és digitális ikerátmenet, a demográfiai fordulat, valamint a növekvő adósságráták által meghatározott jelenlegi korszakban is az árstabilitás biztosítása a legfőbb jegybanki cél.

Történeti visszatekintésünkéből kirajzolódik, hogy a Magyar Nemzeti Bank százéves története során számos kihívással szembesült, legyen szó háborús időszakokról, gazdasági válságokról vagy a globalizáció fejlődése és az európai integráció által hozott strukturális változásokról. Ezek a tapasztalatok megerősítették az MNB azon képességét, hogy alkalmazkodni tudjon a változó körülményekhez, miközben arra törekszik, hogy a magyar gazdaság stabilitását megőrizze, illetve helyreállítsa. Az MNB mandátumai és azok hierarchiája egyértelműen kijelöli a jegybank feladatait és mozgásterét. Jegybankunk akkor tud a legnagyobb mértékben hozzájárulni a magyar gazdaság sikereihez és fenntartható felzárkózásához, ha mandátumait beteljesíti, céljait eléri, és akkor tud a leghatékonyabban működni, ha független.

A múlt eseményeiből származó tanulságok kiemelik továbbá azt is, hogy a rugalmasság és az innovációra való képesség elengedhetetlen ahhoz, hogy a jövőbeli kihívásokkal sikeresen szembenézhessünk. Ez a száz év megtanított minket arra, hogy a gazdasági stabilitás és a pénzügyi rendszer megbízhatósága a nemzet hosszú távú jólétének alapkövei. A jegybank a jövőben is ennek fenntartását fogja szem előtt tartani.

## Felhasznált irodalom

Akkaya, Y. – Belfrage, C.J. – Di Casola, P. – Strid, I. (2023): *Effects of foreign and domestic central bank government bond purchases in a small open economy DSGE model: Evidence from Sweden before and during the coronavirus pandemic*. Working Paper No. 421, Sveriges Riksbank. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/working-papers/2023/no.-421-effects-of-foreign-and-domestic-central-bank-government-bond-purchases-in-a-small-open-economy-dsge-model-evidence-from-sweden-before-and-during-the-coronavirus-pandemic.pdf>

- Balázs Judith – Soós Gábor Dániel (2020): *Az egyensúly és növekedés korszaka: a 2010-es évek*. In: Virág Barnabás (szerk.): *Tízszáz év számokban – Magyarország elmúlt 100 évének gazdaságtörténete*. Magyar Nemzeti Bank, pp. 267–291.
- Balogh András – Kuti Zsolt – Sipos-Madarász Annamária (2024): *A hazai monetáris politika közelmúltja és a jövő jegybanki kihívásai*. Hitelintézeti Szemle, 23(2): 5–30. <https://doi.org/10.25201/HSZ.23.2.5>
- Bácskai Tamás (1994): *Jegybanki jubileum. A hét évtized üzenetei*. Magyar Nemzet, november 10: 12.
- Berényi József (1974): *Életszínvonal és szociálpolitika*. Kossuth Könyvkiadó.
- Botos János (1999): *A Magyar Nemzeti Bank története II. Az önálló jegybank 1924–1948*. Presscon Kiadó.
- Botos János – Botos Katalin (2004): *A Magyar Nemzeti Bank története III. – A jegybank útja rendszerváltozástól rendszerváltozásig 1948–1989*. Tarsoly Kiadó.
- Bozó Ilona (2000): *Monetáris politika Magyarországon*. Magyar Nemzeti Bank.
- Draghi, M. (2012): *Whatever it takes*. Speech, Global Investment Conference, London, July (Vol. 26). <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- Faragó Tibor (2011): *Bevezetés a történeti demográfiába. I. kötet*. Tananyag, Budapesti Corvinus Egyetem. <https://unipub.lib.uni-corvinus.hu/4698/1/648023.pdf>
- Fellner Frigyes (1930): *Csonka-Magyarország nemzeti jövedelme*. Magyar Tudományos Akadémia.
- Ferber Katalin (1983): *Vita a húszas évek végén Magyarország eladósodásáról*. Valóság, 26(1): 37–46.
- Földes György (1995): *Az eladósodás politikatörténete 1957–1986*. Maecenas Könyvkiadó.
- Germuska Pál (2012): *Szocialista csoda? Magyar iparfejlesztési politika és gazdasági növekedés, 1950-1975*. Századok, 146(1): 47–78.
- Jakab M. Zoltán – Szapáry György (1998): *A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon*. MNB Füzetek, 1998/6. <https://www.mnb.hu/letoltes/mf1998-6.pdf>
- KSH: *Magyar Statisztikai Évkönyv számai*. Központi Statisztikai Hivatal. <https://www.kshkonyvtar.hu/article/56/283/magyar-statisztikai-evkonyv>
- Kolozsi Pál Péter – Horváth Balázs István – Csutiné Baranyai Judit – Tengely Veronika (2022): *Monetáris politika és zöld átmenet*. Hitelintézeti Szemle, 21(4): 7–28. <https://doi.org/10.25201/HSZ.21.4.7>

- Kuti Zsolt (2023): *Az elmúlt egy év a monetáris politika tükrében – miért volt szükség egy éve rendkívüli jegybanki beavatkozásra?* Világ gazdaság, november 15. <https://www.vg.hu/mnb-blog/2023/11/az-elmult-egy-ev-a-monetaris-politika-tukreben-miert-volt-szukseg-egy-eve-rendkivuli-jegybanki-beavatkozasa>. Letöltés ideje: 2024. szeptember 27.
- Kuti Zsolt – Balogh Csaba (2023): *A jegybank költségeivel szemben a nemzetgazdaság haszna áll.* Világ gazdaság, július 6. <https://www.vg.hu/vilaggazdasag-magyar-gazdasag/2023/07/a-jegybank-koltsegeivel-szemben-a-nemzetgazdasag-haszna-all>. Letöltés ideje: 2024. augusztus 14.
- Kuti Zsolt – Simon Péter (2024): *Viharos vizeken is stabilan – Az MNB értékelése a monetáris politika 12 évéről.* Portfolio, augusztus 1. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20240801/viharos-vizeken-is-stabilan-az-mnb-ertekelese-a-monetaris-politika-12-everol-701589>. Letöltés ideje: 2024. szeptember 27.
- Marton Ádám (2012): *Infláció, fogyasztói árak Magyarországon a második világháború után I. (1945–1968).* Statisztikai Szemle, 90(5): 373–393.
- Matolcsy György (1997): *Kiigazítás recesszióval. Kemény költségvetési és puha piaci korlát.* Közgazdasági Szemle, 44(9): 782–798.
- Matolcsy György (2015): *Egyensúly és növekedés. Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon, 2010–2014.* Kairosz Kiadó.
- Matolcsy György (2021): *A magyar gazdaság, az MNB változó erőtere és annak okai.* Polgári Szemle, 17(4–6): 15–31. <https://doi.org/10.24307/psz.2021.1203>
- Matolcsy György (2022): *Az új évtized mintázatai.* Polgári Szemle, 18(4–6): 13–32. <https://doi.org/10.24307/psz.2022.1203>
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2016): *A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben.* Hitelintézeti Szemle, 15(2): 5–32. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/matolcsy-gyorgy-palotai-daniel.pdf>
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2019): *Felzárkózási pályán Magyarország.* Hitelintézeti Szemle, 18(3): 5–28. <http://doi.org/10.25201/HSZ.18.3.528>
- MNB (1991): *Éves jelentés.* Magyar Nemzeti Bank.
- Mong Attila (2012): *Kádár hitele – A magyar államadósság története 1956–1990.* Libri Könyvkiadó.
- P. Kiss Gábor (2020a): *Elmaradó fordulat és reform: az 1980-as évek.* In: Virág Barnabás (szerk.): *Tízser tíz év számokban – Magyarország elmúlt 100 évének gazdaságtörténete.* Magyar Nemzeti Bank, pp. 185–206

- P. Kiss Gábor (2020b): *Újra szabadon: az 1990-es évek*. In: Virág Barnabás (szerk.): Tízszertíz év számokban – Magyarország elmúlt 100 évének gazdaságtörténete. Magyar Nemzeti Bank, pp. 207–240.
- Péteri György (1985): *Montagu Norman és a magyar „szanálási mű”*. Az 1924-es magyar pénzügyi stabilizációról. Századok, 119(1): 121–151.
- Pogány Ágnes (2003): *A magyar monetáris rendszer nemzetközi vonatkozásai a két világháború között*. Klió, 12(2): 109.
- Pogány Ágnes (2023): *A nagy háborútól a nagy válságig. Bank- és pénztörténeti tanulmányok a két világháború közötti Magyarországról*. L'Harmattan Könyvkiadó.
- Popovics Sándor (1924): *Az új jegybank szerepe a Nemzetek Szövetségének szanálási tervében*. In: Halmay Elemér (szerk.): Magyarország újjáépítésének kérdéséhez, pp. 36–37.
- Popovics Sándor (1929): *A magyar pénz*. In: Magyarország Vereckétől napjainkig 2. Állami és gazdasági élet. Franklin-Társulat Budapest, 1939, pp. 151–164
- Popovics Sándor (1933): *Válság és kibontakozás*. Pesti Napló, 84(296): 1.
- Radnóti József (1926): *Mi volt itt? A konjunktúra története Hegedüs Lóránt bukásától Popovics Sándor eljöveteleig*. Ujságüzem könyvkiadó és nyomda részvénytársaság.
- Réti Tamás (2011): *A külföldi tőke változó szerepe a két világháború között Magyarországon*. Külgazdaság, 55(3–4): 38–54.
- Romsics Ignác (2017): *A Horthy-korszak*. Helikon Kiadó.
- Schandl Károly (1924): *Önálló nemzeti bank*. Új Barázda, május 25.: 1–2.
- Schlett András (2014): *Válsághasonlatok. Külső eladósodás az 1920-as és a 2000-es évek Magyarországn*. Valóság, 57(11): 69–84.
- Schulze, M.S. (2009): *Austria-Hungary's economy in World War I*. In: Broadberry, S. – Harrison, M. (eds.): *The Economics of World War I*. Cambridge University Press, pp. 77–111. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511497339.004>
- Siklos, P.L. (1991): *War Finance, Reconstruction, Hyperinflation and Stabilization in Hungary, 1938–48*. Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1007/978-1-349-21325-2>
- Szalai Zoltán (2024): *A külső egyensúlyi helyzet alakulása Magyarországon az 1970-es években*. In: Kuti Zsolt – Dr. Lehmann Kristóf – H. Váradi Balázs (szerk.): *MNB Esszékötet az 1970-es évek gazdasági folyamatairól*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, pp. 159–168
- Szapáry György (2006): *Az inflációs célkövetés tapasztalatai Magyarországon*. Pénzügyi Szemle, 51(4): 463–473.

Varga Bence (2016): *100 éve alakult a Pénzügyi Központ*. Hitelintézet Szemle, 15(1): 124–144. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/6-varga.pdf>

Virág Barnabás (szerk.) (2016): *A forint 70 éve: Út a hiperinflációtól az árképesítésig*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/70-eves-a-forint-hun-digitalis.pdf>

Virág Barnabás (szerk.) (2020): *Tízszáz év számokban – Magyarország elmúlt 100 évének gazdaságtörténete*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/mnb-szakkonyvsorozat/trianon-100>