

Madarász Annamária- Novák Zsuzsanna:

Historikus mélyponton a magyar alapkamat

Az MNB alapítását követő, elmúlt 90 évben a hazai monetáris politika, azon belül is főként a kamatpolitika számos változáson esett át, míg elérte a napjainkban ismert működését. A jegybank működésének kezdeti éveiben az MNB kamatpolitikája elsődlegesen a kereskedelmi váltók leszámítolásából állt, 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, alapkamatnak tekinthető jegybanki referenciárata, mint ahogy független monetáris politika sem. 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 egy jegybanki alapkamat, irányadó kamat létezik, melyet az MNB határoz meg, igaz az elmúlt évtizedekben az irányadó eszköz többször is megváltozott. 2012-ben a jegybank elkezdett egy kétéves kamatcsökkentési ciklust, amit 2015 márciusában újraindított, majd júliusában lezárt, így az irányadó ráta – az összehasonlíthatóság módszertani korlátai mellett – elérte az MNB 90 éves történetének historikusan legalacsonyabb, 1,35 százalékos szintjét.

A KAMATOK HISTORIKUS ELEMZÉSE

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 folytat, és 2015 márciusától egy jelenleg is tartó, újraindított kamatcsökkentési ciklust kezdett meg a jegybank. A cikk keretében annak az érdekes kérdésnek a megválaszolására teszünk kísérletet, hogy a hazai jegybanki kamatok historikus alakulásában hol helyezkedik el a jelenlegi, 1,35 százalékos alapkamat. Ehhez három időszakra bontva bemutatjuk az MNB 1924-es alapítása óta megvalósult jelentősebb kamatpolitikai intézkedéseket, a jegybanki kamatok alakulását.

Elemzésünk bemutatása előtt hangsúlyosan indokolt kiemelni, hogy bár a kezdetek óta a jegybank alapvető, kiemelt feladata a belső vásárlóerő stabilizálása, azaz az árstabilitás elérése és fenntartása, azonban az utóbbi 90 évben voltak olyan időszakok, amikor nem elsődleges célként tekintettek a fogyasztói árak visszafogására, illetve nem a jegybanki kamatpolitikával törekedtek az infláció stabilizálására. A monetáris politika és kiemelten a kamatpolitika jelentőségével és hatásmechanizmusával kapcsolatban jelentős változáson, fejlődésen ment keresztül a közgazdasági és pénzügyi gondolkodás az utóbbi évtizedekben, amit a magyar jegybanki kamatok historikus alakulásának áttekintésekor mindenképp indokolt figyelembe venni. Jelen elemzésünkben ezért az egyes vizsgált időszakokat úgy tekintjük át és mutatjuk be, hogy a folyamatokat a különböző gazdasági – főként inflációs – körülmények, illetve az eltérő monetáris politikai keretek által meghatározott kontextusban értelmezzük.

AZ IRÁNYADÓ KAMATOK 1924 ÉS 1947 KÖZÖTT

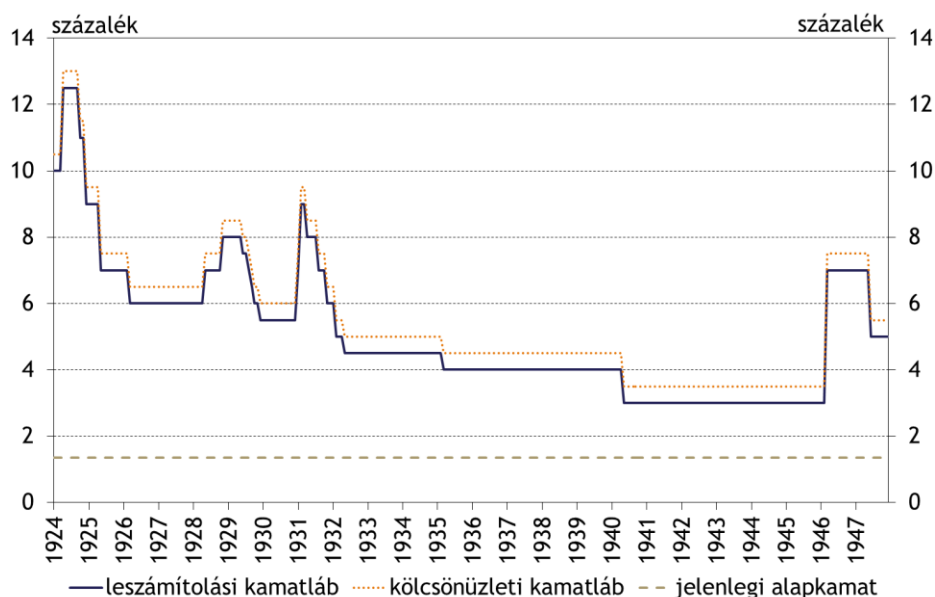
A Magyar Nemzeti Bank törvényileg a létesítéséről és szabadalmáról rendelkező 1924. évi V. törvénycikk 1924. április 26-ai hatálybalépésével jött létre. A jegybank feladatai között megjelent a nemzeti fizetőeszköz stabilizációjának védelme mellett a pénz- és hitelkínálat, ezen belül a kereskedelmi bankok által felszámított kamatok monetáris eszközökkel történő befolyásolása. A jegybank hitelpolitikája keretében elsődlegesen a kereskedelmi váltók leszámítolását használta¹ monetáris politikai eszközként és a *leszámítolási valamint a kölcsönüzleti kamatlábak*² töltötték be

¹ A jegybank nem áruügyleten alapuló ún. fináncváltók leszámítolását csak meghatározott esetekben vállalta, de kereskedelmi váltókat nem kizárólag pénzintézetek nyújthattak be leszámítolásra a jegybankhoz (hanem cégek adott köre is). 1925-től közraktári jegyek leszámításával és kézzizálog fedezete mellett folyósított hitelekkel egészült ki kihelyezési tevékenysége.

az irányadó kamat szerepét (Botos, 1999, 41. o.). Ezek a kamatlábak a mai terminológia szerinti jegybanki fedezett hitelek kamatlábjának feleltethetőek meg. A kereskedelmi bankok kamatpolitikáját azonban a jegybanki kamatdöntéseken felül behatárolta az 1919-től érvényben lévő és időről időre megújított ún. Bankközi Megállapodások is (melynek előzményéül 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 érdekében.

Létrehozásától egészen az 1929-33-as nagy gazdasági világválságig 10-12 százalékos kamatszintekről indulva az MNB folyamatos csökkentést hajtott végre, majd a válság hatására megvalósított átmeneti kamatemelés korrekcióját követően a második világháború végéig viszonylag stabilan, 3-4 százalék körül alakultak a kamatok (1. ábra). Az 1924-től kezdődő folyamatos kamatsökkentés során a jegybank hangsúlyt fektetett arra, hogy a pénzügyi intézetek a továbbadott hitelt lehetőleg minél alacsonyabb felár mellett helyezték ki. Ennek értelmében 1926-ban a jegybank hitelosztálya megszabta, hogy a vele kapcsolatban álló pénzügyi intézetek maximum 14 százalékos kamattal nyújthattak kölcsönt. 1928 őszén és az 1929-33-as világválság közepén ideiglenesen a legtöbb európai országhoz hasonlóan az általános pénz- és tőkepiaci zavarok következtében megugró váltóforgalomra való tekintettel a jegybank kamatemelés mellett döntött, ami megszakította a kamatok fokozatos mérséklődését. Ezt követően egészen a második világháború végéig stabil és relatív alacsony kamatok jellemezték a magyar gazdaságot (legalacsonyabb jegybanki kamatmérték 3 százalék volt). Az alapkamat változtatását elsősorban a váltóforgalom és az igénybe vett lombardhitelek volumene, a rövid lejáratú spekulatív külföldi hitelbeáramlás, valamint az érckészletek állományának befolyásolása motiválta. A visszszámított váltóállomány és a jelzáloglevél-állomány is erőteljes bővülést mutatott a húszas évektől kezdve, de – különösen a jelzálogpiacot – visszavetette az 1929-33-as gazdasági, majd pénzügyi és hitelválság, mely ideiglenesen a belföldi pénzforgalom korlátozásához és a tőzsdéi kereskedés felfüggesztéséhez, valamint a kötött devizagazdálkodás³ bevezetéséhez – majd több mint fél évszázados fenntartásához – vezetett.

1. ábra: A jegybank által alkalmazott irányadó kamatok 1924 és 1947 között



Forrás: Botos (1999), saját ábra

Az árszínvonal változását nagyban meghatározta a törvényes fizetőeszköz mögött álló fedezet, mint általában az aranyalapú pénzügyi rendszerekben, az árszínvonal változását csak közvetetten vette figyelembe a jegybank kamatpolitikája. A törvényes fizetőeszköz arannyal fedezett pénzként funkcionált, amelyhez kezdetben 20 százalékban állapí-

² A leszámítolási kamatláb a váltókra, közraktári zálogjegyekre és értékpapírokra vonatkozott, míg a kölcsönüzleti kamattal az államjáradékokra, kincstári utalványokra, királyi állami pénztárjegyekre és a népszövetségi kölcsönre.

³ A jegybank megelőzőleg 1925. novemberben döntött a valuta- és devizaforgalom felszabadításáról.

tották meg a (teljes érckészletre⁴ vonatkozó) fedezési arányt, ami 1924 végén már meghaladta az 50 százalékot, 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 élelmezés, ruházat, fűtés és világítás valamint a lakhatás költségeiből számított reprezentatív fogyasztói kosár árváltozásából indult ki (*Statisztikai Szemle, 1925*).⁵ Ez a fogyasztóiár-indexnél jóval szűkebb mutatószám 1939-ig nem vett fel 10 százaléknál nagyobb mértéket. Az 1924-ig tartó 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 reflektálódott a gazdasági világválságot követően kialakult tartós árszínvonal-emelkedés, amely pedig a második világháború kezdetétől a forint bevezetéséig hiperinflációban teljesedett ki. A pénz- és hitelviszonyok normalizálódását követően 1936-tól megjelenő, a deviza felárrendszertől⁶ és a közterhek emelkedésétől hajtott árszínvonal-emelkedés azonban a háborús kiadások fedezésére beindított bankóprés következtében tovább fokozódott, 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 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 kvadrilliószorosokra⁷ emelkedtek (*Marton, 2012a és Botos, 1997*). Majd 1946. augusztus 1-jén a pengőt lecserélte a forint mint új valuta,⁸ mely során 400 000 kvadrillió pengőért adtak egyetlen 1 forintos pénzermét (*Botos, 1999*).

A MÁSODIK VILÁGHÁBORÚT KÖVETŐ JEGYBANKI KAMATPOLITIKA

Az alapkamat mint referenciahozam az 1948-at megelőző formájában nem volt értelmezhető a szocialista tervezdaság keretein belül. Az 1948-1949-ben lezajlott államosítást követően, 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 devizamonopóliummal rendelkezve *közvetlenül hitelezte a vállalati szektort és az államot* – ami a szocialista tervezdaság időszakának kezdetén lényegében egyet jelentett, hiszen a vállalatok állami tulajdonban voltak – *és büntetőkamatot számított fel a hitel- vagy kamattörlesztés elmaradása esetén.* 1948 második felében a jegybank által felszámított kamat a „hitel igénybe vevő helyzetétől, státusától” függően évi 7-12 százalékos mértéket öltött (2. ábra). Ennél kisebb kamatok az egyszámlarendbe tartozó kiemelt vállalatoknál⁹ fordultak elő. A Népgazdasági Tanács egyik határozata a célhitelrendszer kiépítését fogalmazta meg, melyben az adott cég tevékenysége jelölte ki a kihelyezett hitel típusát. Megkülönböztettek tervszerűen és tervszerűtlenül gazdálkodó cégeket is, az előbbiek 3 százalékos, az utóbbiak 7 százalékos kamaton juthattak hitelhez.

⁴ Az aranyérmék és -rudak, valamint külföldi kereskedelmi érmék mellett a beszámították a devizák és valuták adott körét is a teljes érckészletbe. (*Botos, 1999*)

⁵ A Központi Statisztikai Hivatal 1951-től vezette be az új fogyasztóiár-indexet.

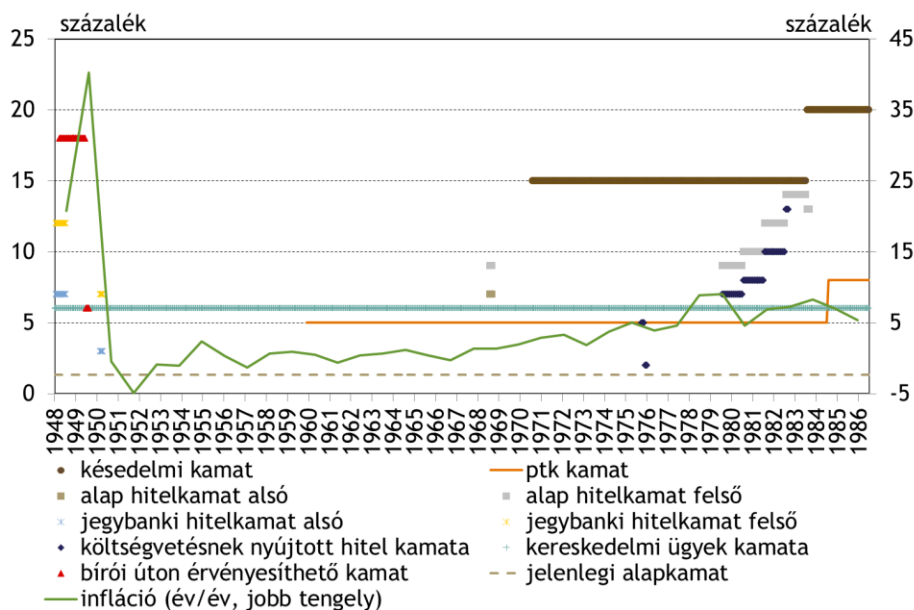
⁶ Kifelé ugyan nem értékelték le a devizát, de az exportőrök felárral adták tovább az általuk megszerzett devizát felárral értékesítették az importőröknek és a hitelezők is többnyire felárral kapták a törlesztéseket (*Botos, 1999*).

⁷ Tíz a huszonkilencediken.

⁸ 0,07575 gramm arany értéket képviselt 1 forint (1 uncia arany 35 amerikai dolláros Bretton Woods-i árfolyama mellett).

⁹ Ezek a kiemelt vállalatok csak egy MNB-nél vezetett folyószámlával rendelkezettek.

2. ábra: A jegybank által alkalmazott és jogszabályokban rögzített kamatok¹⁰ (bal tengely) és az éves infláció (jobb tengely) 1948-1986 között



Forrás: Bankértésítők, KSH, vonatkozó jogszabályok, saját ábra

1968-ban az új gazdasági mechanizmus létrejöttével a hitelezés is új irányt vett. A hitelpolitika alapidokumentumának az 1969. évi *Hitelpolitikai Irányelveket* tekintették, melyet évről évre módosítottak a gazdaságpolitikai elképzeléseknek megfelelően. Az irányelvekben rögzítettek egy alapkamat sávot (1969-ben évi 7-9 százalékos mértékkel), melyhez képest kedvezményes vagy felárral számított kamatszinten vehettek fel hitelt a gazdálkodó szervezetek, késedelmes törlesztés esetén pedig 6 százalék büntetőkamat sújtotta őket. A központi bank továbbá lehetőséget biztosított arra is, hogy a gazdálkodó szervezetek fölös likviditásukat a futamidő függvényében évi 3-7 százalék között szóródó kamat mellett, lekötött betétben helyezték el a jegybanknál. A rövid futamidejű kölcsön alapkamata 1980-ban 9, a következő évben 10, 1982-től 12 százalék volt. 1983-ban tovább nőtt 2 százalékponttal, majd a következő esztendőől 13 százalékra mérséklődött.

A szocialista gazdaságban a jegybank által meghatározott kamatszinten felül egyéb, törvényileg meghatározott kamatok is érvényben voltak. Fontos referenciaértéket jelentett az 1959. évi IV. törvényben (Ptk.) rögzített kamatszint (polgári ügyekben ügyleti kamatként használt mérték). A jogszabály 1960-ban lépett hatályba, többszöri módosítása során a törvényben rögzített kamat szintjét is változtatták.¹¹ A Ptk.-ban 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 hat százalékát teszik ki évenként.¹²

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 árualap függvényében határozták meg. Az általános áruhiány és a magas költségvetési deficit miatt azonban 1951 végéig több mint

¹⁰ Az alapkamat alsó és felső határa 1980-tól egybeesett.

¹¹ A törvényt végül a 2013. évi CLXXVII. törvény helyezte hatályon kívül és a 2013. évi V. törvény váltotta fel (új Ptk.).

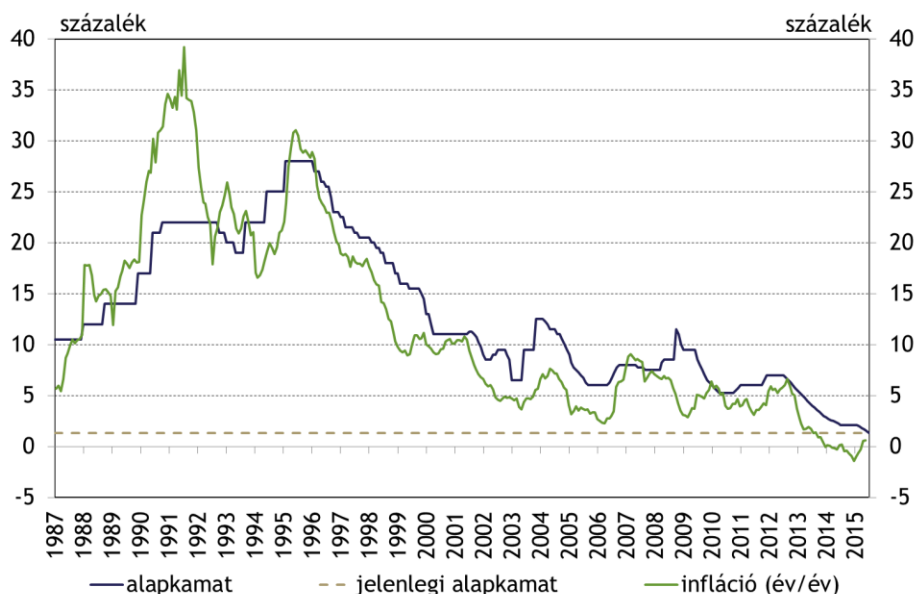
¹² Gazdálkodó szervezetek ügyletei vonatkozásában további PM és Minisztertanácsi rendeletek szabályozták a késedelmi kamatot.

két és félszeresükre nőttek az árak, ezért 1951 végén általános ár- és bérreformot hajtottak végre. Bevezették a kis-kereskedelmi árrendszert, melynek keretében kevés kivételtől eltekintve minden termék árát¹³ és adómértékét¹⁴ 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 arány-változtatásokra¹⁵ 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 azonban az infláció fokozatosan 5 százalék fölé emelkedett, melyhez mind a hatósági árak kiigazítása,¹⁶ mind a szabadáras termékek árszínvonal-növekedése hozzájárult.

A KÉTSZINTŰ BANKRENDSZER LÉTREJÖTTÉTŐL NAPJAINKIG

1987. január 1-jén bevezették a kétszintű bankrendszert Magyarországon, melynek keretében az 1990-es évek elejéig az MNB szabályozási eszköze a refinanszírozás volt. A monetáris politika alapvető feladata az 1980-as évek végén és az 1990-es évek elején a forint értékállóságának megőrzése mellett a hazai gazdaságpolitika minden más megelőző céljává váló külső és belső egyensúly javítása volt. A folyó fizetési mérleg hiányának tartósan magas, fenntarthatatlan szintje miatt a kötött devizagazdálkodás rendszerében a forintot gyakran és jelentős mértékben leértékelte az MNB, így az infláció magas szintje (1991: 35 százalék) mögött ebben az időszakban főként az árfolyampolitika állt (Tarafás, 2002). Ilyen makrogazdasági helyzet mellett 1991-ig a refinanszírozás volt a monetáris politika alapvető eszköze, azt követően csökkent a szerepe (MNB, 2000). A refinanszírozási hitelek kamatát a jegybanki alapkamat határozta meg,¹⁷ melyet 1990 végére 22 százalékig emelt a jegybank (3. ábra). A restriktív monetáris politikát az indokolta, hogy az infláció és a piaci vállalati hitelkamatok emelkedésétől ne maradjanak el a refinanszírozási kamatok.

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



Forrás: MNB, Pénzügyi Közlöny, KSH, saját ábra

¹³ Az idényáras termékek kivételével.

¹⁴ A 60-as évekre a forgalmi adók rendszere jelentősen egyszerűsödött.

¹⁵ A minőség változása nem jelent meg a fogyasztóiár-indexben.

¹⁶ Többek között az olajárrobbanás következtében az energiahordozók árának hatósági korrekciója is szükségessé vált.

¹⁷ A folyószámla és az éven túli beruházási hitelek esetében közvetlenül, míg a többi hitel esetében általában valamilyen fix szorzóval (Tarafás, 2002).

1993 és 1995 között az MNB a historikusan legmagasabb szintre, 28 százalékra emelte a jegybanki alapkamatot. Az alapkamat emelését a váratlanul jelentősen megnövekedett folyó fizetési mérleg és költségvetési hiány, illetve az infláció nem várt gyorsulása miatt hajtotta végre a jegybank (*Tarafás, 2002*). Ez idő alatt és a '90-es évek második felében az eszkörendszer jelentős átalakuláson ment át. A jegybank a refinanszírozási hitelekkel való szabályozást feladva fokozatosan áttért a kamatokon keresztüli monetáris irányításra. Az irányadó eszközt kezdetben (1994-1995 közepe) az aktív, majd a passzív repo (1995 közepe-1997. október) illetve az egyhónapos betét (1997. október-1999. március) jelentette. Ezt követően 2006 végéig a kéthetes MNB-betét lett az irányadó eszköz, melynek kamata a jegybanki alapkamat volt.¹⁸ Az eszkörendszer változásával párhuzamosan bevezetésre került a csúszó árfolyamrendszer szűk árfolyamsáv mellett, amely némileg növelte, azonban továbbra is korlátozta a kamatpolitika mozgásterét (*MNB, 2000*). Az 1990-es évek második felében csökkenő pályára állt az irányadó ráta. A fiskális és monetáris politikai intézkedések nyomán a folyó fizetési mérleg és a költségvetési hiány is fenntartható szinten maradt, az infláció mérséklődött.

2001 tavaszán a dezinflációs folyamatok erősítése érdekében bevezették az inflációs célkitűzés rendszerét (IT) (*MNB, 2006*). Az IT bevezetésének kezdetén úgy tűnt, hogy a megfelelő működéshez szükséges feltételek adóttak, azonban *2003-ban a dezinfláció megtört*, ugyanis a fiskális fegyelem fellazulása – az adóemelésekkel ellensúlyozott, túlzó költségvetési költségek – a gazdaság kockázati megítélésének romlásával és a forint árfolyamának leértékelődésével járt együtt. Az MNB az árfolyam védelme 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 ismét egy óvatos kamatcsökkentési ciklus indulhatott meg. 2007 januárjától a kéthetes MNB-betét helyett a *kéthetes MNB-kötvény lett az irányadó eszköz* (*MNB, 2009 és 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 szélesebb kör számára vált hozzáférhetővé, mint az MNB-betét. Mivel a folyamatos fiskális túlköltségekkel fakadó inflációs rátát befolyásoló adóváltozások mellett az árfolyamsáv szélei korlátozták az inflációs cél elérését, nem járultak hozzá a hosszú távú inflációs várakozások lehorgonyzásához, így 2008 februárjában eltörölték az árfolyamsávot, és bevezették a lebegő árfolyam rendszerét. Ezzel a magyar monetáris politikai keretrendszer azon nemzetközi példák felé mozdult el, ahol az „egy cél – egy eszköz” elvnek megfelelően a jegybank fő instrumentumát, az irányadó kamatot az inflációs cél elérése érdekében alkalmazza. Ebben a keretben az árfolyam további célként nem korlátozza a monetáris politikát az inflációs cél elérésében (*MNB, 2008*).

2008 októberében, a pénzügyi válság kitörését követően 300 bázisponttal emelte a jegybank az alapkamatot, majd novemberben kamatcsökkentési ciklusba kezdett. 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 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.¹⁹ Az emelkedő inflációs kilátásokra hivatkozva a kamatcsökkentést 2010 végén és 2011 elején három, egyenként 25 bázispontos kamatemelés követte, majd 2011 végén további két lépésben, 7 százalékra emelte az MNB az alapkamatot.

A Monetáris Tanács 2011. márciussal kezdődő mandátummal rendelkező, négy külsős tagjának szavazatával az MNB 2012-ben kamatcsökkentési ciklust kezdett el. Ilyen hosszú ideig tartó, folyamatos lazítási ciklusra és ilyen alacsony nominális kamatszintre még nem volt példa a rendszerváltás óta Magyarországon. 2012 nyarán a magyar

¹⁸ A jegybanki alapkamatot, mint irányadó kamatot – irányadó eszköztől függetlenül – az MNB határozza meg.

¹⁹ A Monetáris Tanács kamat-meghatározó üléseinek rövidített jegyzőkönyvei alapján.

http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv

gazdaság sérülékenységének mérséklődése, a fegyelmezett költségvetés és a csökkenő külső kitettség következtében az ország fokozatosan javuló kockázati megítélése, és a fejlett országok jegybankjainak tartósan laza monetáris politikája lehetővé tették a *kamatcsökkentési ciklus megindítását*, illetve a fiskális politika területén megvalósított fordulat tovább növelte a monetáris politika mozgásterét (*Matolcsy, 2015 és 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 lezártnak tekintette kétéves kamatcsökkentési ciklusát.

Az MNB 2015-ben újra kezdte kamatcsökkentési ciklusát, így 2012 márciusa óta összesen 565 bázispontos csökkentést hajtott végre, elérve ezáltal a historikusan legalacsonyabb, 1,35 százalékos irányadó rátát. A megváltozott környezet, 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 elérte a historikusan legalacsonyabb, 1,35 százalékos irányadó rátát*. A kamatcsökkentési ciklusok a jegybank becslései alapján összesen 1,6 százalékponttal emelték az inflációt. Ez idő alatt az irányadó eszközben változás következett be. 2014 augusztusától az önfinanszírozási program keretében az MNB-kötvény helyett ismét az MNB-betét lett az irányadó eszköz, amivel a banki forintlikviditás állampapírokba történő áttelítését kívánták elérni. Az intézkedésnek a monetáris politika vitelére nem volt hatása.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. július 22-én.”

IRODALOMJEGYZÉK

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

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

Dr. Marton Ádám (2012a): Infláció, fogyasztói árak Magyarországon a második világháború után I. (1945-1968). Statisztikai Szemle 90. évf. 5. szám. 373-393. o.

Dr. Marton Ádám (2012b): Infláció, fogyasztói árak Magyarországon a második világháború után II. (1968-2011). Statisztikai Szemle 90. évf. 6. szám. 479-520. o.

Matolcsy György (2015): Egyensúly és növekedés – Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon 2010-2014. Kairosz Kiadó

MNB (2000): Monetáris politika Magyarországon 2000.

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Monetaris_politika/mnbhu_eszkoztar/mnbhu_eszkoztar_tanulmanyok/mnbhu_Kezikonyvek/monetaris_politika_magyarorszagon_2000.pdf

MNB (2006): Monetáris politika Magyarországon 2006.

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_egyebkiadvanyok_hu/Monetaris_politika_2006/monetaris_politika_2006.pdf

MNB (2008): Közlemény a forint euroval szembeni ingadozási sávjának az eltörléséről.

http://english.mnb.hu/Root/MNB/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_monet_kozlem/kozlemeny_2008/mnbhu_euro_sav_20080225

MNB (2009): Részletesen a monetáris politikai eszköztárról.

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Monetaris_politika/mnbhu_eszkoztar/mnbhu_eszkoztar_tanulmanyok/mnbhu_Kezikonyvek/eszkoztar_reszletes.pdf

MNB (2012): Monetáris politika Magyarországon 2012.

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_egyebkiadvanyok_hu/monetaris-politika-magyarorszagon-2011/monetaris_politika_magyarorszagon_2012.pdf

MNB (2014): A kétéves kamatcsökkentési ciklus hatásai.

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Monetaris_politika/mnbhu_monetaristanacs/mnbhu_monet_kozlem/Kamatcsokkentesi.pdf

Tarafás Imre (2002): Bankrendszer és monetáris politika Magyarországon 1987-2000. Aula Kiadó

A hivatalos létfenntartási indexszámok. Statisztikai Szemle. 1925. 5-6. szám. 191-197. o.

http://www.ksh.hu/statszemle_archive/viewer.html?ev=1925&szam=05-06&old=65&lap=7