

## A PIACGAZDASÁGRA VALÓ ÁTTÉRÉS ÉS A MODERN MONETÁRIS POLITIKA

*Riecke Werner élete és munkája a magyar gazdaságpolitikában*

*Ábel István<sup>1</sup>*

### 1. A BÁTORSÁGRÓL ÉS A BARÁTSÁGRÓL

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

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

---

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

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

Az 1980-as években Werner több munkahelyen végzett makroelemzési és az ehhez használható számítógépes (*mainframe*) programozói munkákat. Így dolgozott a Szokolczai György által vezetett Ökonometria Laboratóriumban (INFELOR-Számki<sup>2</sup>), a terfvizsgáló számítóközpontjában és az Országos Anyag- és Árhivatalban. Ezt sokan nem tartották Werner számára vonzó munkahelynek, azonban ebben az időszakban az Árhivatal egyik elnökhelyettese Nagy Márta volt, aki érdeklődéssel követte Werner makrokészlet-modellezési kutatásait, azokat jól ismerte, és az Árhivatalban általa keresztülvitt modernizációban az ilyen jellegű kutatások fontos szerephez jutottak. Ezeken a munkahelyeken értékelték Werner hozzáértését és lelkesedését, és ő maga is hasznosnak érezhette magát, fontos problémákon dolgozhatott, de kötött munkaidőben, napi jelenlét mellett. Nem élhetett a kutatói szabadság előnyeivel a munkába járás terén. Mivel a felesége Székesfehérváron dolgozott, és az ő szüleinél laktak, így Werner vonattal járt be naponta Budapestre. Ez akkoriban észszerűnek tűnt, mert a kezdő fizetésből az albérlés nehezen jött volna ki, az útiköltséget viszont támogatta a munkahely.

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

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

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

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

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

## 2. ÖNÁLLÓ MONETÁRIS POLITIKA ÉS A FÜGGETLEN JEGYBANK

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

A Magyar Nemzeti Bank függetlenségét meghatározó tényezők szerinti értékelésben a harmadik szakasz kezdetét a csúszó leértékelés 1995. márciusi bevezetése jelentette (Kopits, 1995; Jakab–Szapáry, 1998; Szapáry–Jakab, 1998). Ez azonban nem a jogalkotás terén bekövetkező változással függött össze. A jegybanktörvény 1994-ben elfogadott módosítása<sup>4</sup> tételesen meghatározta azokat a kereskedelmi banki tevékenységeket, amelyeket az MNB végezhet, és pontosította a központi költségvetéssel kapcsolatos jegybanki feladatokat is. A kereskedelmi banki funkciók leadása olyan kötelezettségektől szabadította meg az MNB-t, amelyek zavaró tényezők voltak a monetáris politikai mozgástér és függetlenség szempontjából.

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

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

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

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

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

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

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

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

### 3. A MODERN JEGYBANKI ESZKÖZTÁR KIALAKULÁSA

A modern jegybanki szervezet és eszköztár az 1990 és 2000 közötti évtizedben alakult ki, de ezt meg kellett előznie a bankrendszer reformjának. 1987. január 1-jével létrejöttek a jegybankból levált kereskedelmi bankok<sup>6</sup>, ezek folytatták az üzleti hitelezést, a jegybank pedig a továbbiakban a monetáris politika (pénz-, hitel- és devizapolitika) alakításával és végrehajtásával foglalkozott. Ezzel a Magyar Nemzeti Banknak mint jegybanknak megszűntek a gazdálkodó szférával való közvetlen kapcsolatai, és a központi bank a bankok és az állam bankjává vált. Ezzel Magyarországon is a fejlett országokra jellemző kétszintű bankrendszer jött létre. Ennek az egyik legfőbb gyengesége azonban az volt, hogy a kereskedelmi bankoknak a feladataik ellátásához szükséges, megfelelő szintű feltőkésítése elmaradt, és a rendszerváltozást követően világossá vált, hogy a bankrendszer működőképessége erőteljes állami beavatkozás nélkül nem tartható fenn. A bankprivatizációt megelőzően az 1991 és 1994 között végrehajtott hitel-, bank- és adóskonszolidáció közel félezer milliárd forintnyi közpénzt emésztett fel (Langmár–Papp, 1996).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 5. ZÁRÓ MEGJEGYZÉSEK

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

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

**HIVATKOZÁSOK**

- ANTAL JUDIT – BARABÁS GYULA – CZETI TAMÁS – MAJOR KLÁRA (2001): Likviditásszabályozás az MNB cél- és eszközrendszerében. MNB Műhelytanulmányok, 22. <https://www.mnb.hu/letoltes/mt22.pdf>.
- ÁBEL ISTVÁN – RIECKE, WERNER (1980): Árfolyam, nyereségérdekeltség és külkereskedelmi hatékonyság. *Közgazdasági Szemle*, 27(2), 142–155.
- ÁBEL ISTVÁN – RIECKE, WERNER (1981): A Model of Aggregate Inventory Behavior in the Hungarian Economy. In: CHIKÁN, A. (szerk.) (1981): *The Economics and Management of Inventories*. Amsterdam: Elsevier Science Publishers, Akadémiai Kiadó, 13–28.
- ÁBEL, ISTVÁN – SIKLOS, PIERRE L. – SZÉKELY P., ISTVÁN (1998): Central Bank Independence in the Early Stages of the Transition. In: ÁBEL, I. – SIKLOS, P. – SZÉKELY, P. I. (1998): *Money and Finance in the Transition to a Market Economy*. MA, Northampton (USA): Edward Elgar, Northampton, 145–172.
- ÁBEL, ISTVÁN – SIKLOS, PIERRE L. – SZÉKELY P., ISTVÁN (1998): *Money and Finance in the Transition to a Market Economy*. MA, USA: Edward Elgar, Northampton.
- ÁBEL ISTVÁN – SZAKADÁT LÁSZLÓ (1997): A bankrendszer átalakulása Magyarországon 1987–1996 között. *Közgazdasági Szemle*, XLIV(7–8), 635–652.
- ÁRVAI ZSÓFIA (1995): A kötelező tartalékráta szabályozásának átalakulása. *Közgazdasági Szemle*, 42(2), 201–204.
- BALOGH CSABA (2009): Az MNB monetáris politikai eszköztára. Kézirat, MNB.
- BEAUMONT, CRAIG (1999a): Monetary Policy Framework for Disinflation and EU Convergences. IMF Selected Issues, 44–67. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/1999/cr9927.pdf>.
- BEAUMONT, CRAIG (1999b): Sustainability in the Hungarian Balance of Payment. IMF Selected Issues, 136–164. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/1999/cr9927.pdf>.
- BONIN, JOHN – SZÉKELY, ISTVÁN P. (eds.) (1994): *The Development and Reform of Financial Systems in Central and Eastern Europe*. Brookfield, VT: Edward Elgar.
- CHIKÁN, A. (szerk.) (1981): *The Economics and Management of Inventories*. Amsterdam: Elsevier Science Publishers, Akadémiai Kiadó.
- CHIKÁN, A. – ÁBEL, I. – RIECKE, W. (1980): An Econometric Analysis of Aggregate Inventory Behavior in the Hungarian Economy. Előadás az V. Nemzetközi Előrejelzési Konferencián (Esztergom).
- COTTARELLI, C. – SZAPÁRY GY. (szerk.) (1988): *Mérsékelt infláció. Az átalakuló gazdaságok tapasztalatai*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank.
- CUKIERMAN, A. (1992): *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*. Cambridge (MA): MIT Press.
- FARKAS ZOLTÁN (2021): Elhunyt Riecke Werner, a Magyar Nemzeti Bank korábbi alelnöke. *Gazdaság: Elhunyt Riecke Werner, a Magyar Nemzeti Bank korábbi alelnöke* | hvg.hu.
- JAKAB ZOLTÁN – SZAPÁRY GYÖRGY (1998): A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon. MNB Füzetek, 6. [https://www.mnb.hu/archivum/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbfuzetek/mnbhu\\_MF1998\\_6](https://www.mnb.hu/archivum/Kiadvanyok/mnbhu_mnbfuzetek/mnbhu_MF1998_6).
- JOHNSON, JULIET (2016): *Priests of prosperity. How Central Bankers Transformed the postcommunist World*. Ithaca, N. Y.: Cornell University Press.
- KARÁDI PÉTER (1999): Jegybankfüggetlenség Magyarországon (1990–1999). *Közgazdasági Szemle*, XLVI(11), 969–992.
- KOPITS, GEORGE (1995): Hungary's Preannounced Crawling Peg. *Acta Oeconomica*, 47(3–4), 267–286.
- LANGMÁR FERENC – PAPP EMÍLIA (1996): Bankkonszolidáció: Körhitel [https://magyarnarancs.hu/belpol/bankkonszolidacio\\_korhitel-61912](https://magyarnarancs.hu/belpol/bankkonszolidacio_korhitel-61912).

- Magyar Nemzeti Bank (1998): Jelentés az infláció alakulásáról. [https://www.mnb.hu/archivum/Kiadvanyok/mnbhu\\_inflacio\\_hu/korabbi-kiadvanyok-1998-2014-marcius-ig/mnbhu\\_inf9811](https://www.mnb.hu/archivum/Kiadvanyok/mnbhu_inflacio_hu/korabbi-kiadvanyok-1998-2014-marcius-ig/mnbhu_inf9811).
- Magyar Nemzeti Bank (2001): Az MNB tevékenységének átalakulása, 1995–2000. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnbtev19952000-hu.pdf>.
- Magyar Nemzeti Bank (2007): A Magyar Nemzeti Bank tevékenysége, 2001–2007. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-tevekenysege.pdf>.
- Magyar Nemzeti Bank: Tájékoztató az Országgyűlés részére az évi pénz- és hitelpolitikai irányelvekről. MNB Budapest, különböző években. [https://www.mnb.hu/archivum/Kiadvanyok/mnbhu\\_inflacio\\_hu/korabbi-kiadvanyok-1998-2014-marcius-ig/mnbhu\\_inf9811](https://www.mnb.hu/archivum/Kiadvanyok/mnbhu_inflacio_hu/korabbi-kiadvanyok-1998-2014-marcius-ig/mnbhu_inf9811).
- PIROSKA, DÓRA (2017): Központi bankok és bankárok Kelet-Európában. Könyvismertetés JULIET JOHNSON: *Priests of Prosperity. How Central Bankers Transformed the Postcommunist* című könyvéről (World Cornell University Press, Ithaca, N. Y., 2016). *Közgazdasági Szemle*, LXIV(4), 448–452.
- PIPER, ROSEMARY – KIRÁLY JÚLIA – SZÉKELY P. ISTVÁN – ÁBEL ISTVÁN – RIECKE, WERNER – SZAKADÁT LÁSZLÓ (1994): A pénzügyi szektor reformja a piacgazdaságra való átmenet időszakában Magyarországon. Budapest, Magyarország: Kék Szalag Bizottság Alapítvány.
- RIECKE, WERNER – ANTAL, LÁSZLÓ (1993): Hungary: Sound Money, Fiscal Problems. In: RICHARD PORTES (ed.) (1993): *Economic Transformation in Central Europe: A Progress Report*. 107–30. Budapest: Centre for Economic Policy and Research.
- RIECKE, WERNER (1993): A monetáris politika céljai és eszközei. Kézirat, MNB.
- RIECKE, WERNER – SZALKAI ISTVÁN – SZÁZ JÁNOS (1981): *Tanulmányok az árfolyamelmélet és árfolyampolitika témaköréből*. Budapest: Pénzügykutatási Intézet.
- RIECKE, WERNER – SZALKAI ISTVÁN – SZÁZ JÁNOS (1985): *Árfolyamelméletek és pénzügypolitika*. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
- ROMHÁNYI JÓZSEFNÉ (1999): A Magyar Nemzeti Bank történetének kronológiája, Budapest: MNB, június.
- SIKLOS, PIERRE (1994): Central Bank Independence in the Transitional Economies: A Preliminary Investigation of Hungary, Poland, the Czech and Slovak Republics. In: BONIN, J. – SZÉKELY, P. I. (eds.) (1994): 71–98.
- SIKLOS, PIERRE. L. – ABEL, ISTVAN (2001): Is Hungary ready for Inflation Targeting? *Economic Systems*, 26(4), 309–333. [https://www.researchgate.net/publication/222189290\\_Is\\_Hungary\\_Ready\\_For\\_Inflation\\_Targeting](https://www.researchgate.net/publication/222189290_Is_Hungary_Ready_For_Inflation_Targeting).
- SURÁNYI GYÖRGY (2001): Transformation of the Activities of the National Bank of Hungary 1995–2000. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnbtev19952000-en.pdf>.
- SURÁNYI GYÖRGY – VINCZE JÁNOS (1998): Infláció Magyarországon, 1990–1997. In: COTTARELLI, C. – SZAPÁRY GY. (szerk.) (1988): *Mérsékelt infláció. Az átalakuló gazdaságok tapasztalatai*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank, 150–170.
- SZALKAI ISTVÁN (1995): *A monetáris irányítás*. Budapest: Bankárképző.
- SZAPÁRY GYÖRGY – JAKAB M. ZOLTÁN (1998): A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, XLV(10), 877–905.
- URSPRUNG JÁNOS (1996): A kétszintű bankrendszer fejlődése Magyarországon, 1987–1995. <https://doksi.hu/get.php?lid=26532>.
- WAGNER, HELMUT (1998): Central Banking in Transition Countries. Working Paper 98/126, International Monetary Fund.
1991. évi LX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról.
1996. évi CXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról szóló 1991. évi LX. törvény módosításáról.