

## TÉVES DIAGNÓZIS, TÉVES TERÁPIA

*Mindenekelőtt a devizatartalék elégtelen szintje miatt kényszerült Magyarország az elsők között külső segítségért, nemzetközi hitelért folyamodni 2008 őszén, a globális pénzügyi válság kirobbanása után.<sup>1</sup> A magyar kormány, a jegybank, a magyar és a külföldi elemzők azonban a magas államadósságban és a fedezetlen devizahitelek állományában jelölték meg a sérülékenység legfőbb okait. A téves diagnózist téves terápia követte. A költségvetés hiányát a válságban indokoltnál nagyobb mértékben igyekezett csökkenteni a kormány, mert ezt szorgalmazta elsősorban a jegybank, de részben a nemzetközi intézmények is ebbe az irányba igyekeztek terelni a folyamatokat. Ennek nyomán azonban csak elmélyült a gazdasági krízis. Magyarország azért vált az elsők között áldozattá, mert a korábbi évek hibás stratégiája következtében alacsonyra süllyedt devizatartalék-szint miatt a jegybank majdnem lefegyverezve szemlélte az eseményeket. Nagyon összeszűkült, de megmaradt mozgásterében is szinte lebénult. Végso hitelezői szerepét még olyan szinten sem tudta ellátni, mint a környező országok jegybankjai. Ortodox gondolkodásmódja megakadályozta abban is, hogy újszerű eszközöket vessen be, s megkönnyítse a magánberuházások finanszírozását. Így a rossz szerkezetben és az eredetileg meghirdetett túlzott költségvetési kiigazítással együtt a monetáris politika is hozzájárult ahhoz, hogy a gazdaság az elkerülhetetlennél nagyobbat zuhant.*

A Lehman bankháznak a világgazdasági válság evolutív szakaszát lezáró és azt túlzás nélkül drámai mértékűvé eszkaláló csődjét követően Magyarország az elsők között kényszerült a nemzetközi pénzügyi szervezetek és az Európai Unió pénzügyi segítségét, hiteleit és nem segélyeit igénybe venni. A megállapodás megkötése óta több mint egy év telt el. Sokan, sokszor és indokoltan kérdezik: az országok sokaságát, és saját régiókat egyaránt súlyosan érintő külső – világgazdasági – sokkhatás következtében miért éppen nekünk kellett az elsők között – és nem is igazán elegáns társaságban – a nemzetközi szervezetek „gyámsága alá” kerülni? Most, amikor a sűrű viharfelhők talán elvonulni látszanak, de a válság távolról sem ért véget, érdemes felidézni a válságot megelőző és azt követő periódus folyamatait. Nem pusztán azért, mert a szokásos elemzések gyakran legfeljebb féligazságokon, nemritkán politikai elfogultságon alapulnak, hanem főként azért, mert féligazságokra nem lehet hatékony válságkezelést építeni.

A cikk eredetileg a Népszabadság 2010. január 30-i számában jelent meg. Az utánközlést a szerző engedélyezte.

<sup>1</sup> Ez nem azt jelenti, hogy elégséges devizatartalékok birtokában 3–5 hónap horizontján esetleg nem kellett volna a nemzetközi pénzügyi intézményekhez fordulni, és azt sem jelenti, hogy a globális válság súlyos hatásait el lehetett volna kerülni. De valamelyest talán mérsékelni igen, és az ország reputációja is lényegesen kevésbé sérült volna, ha nem az elsők között fordulunk nemzetközi segítségért.

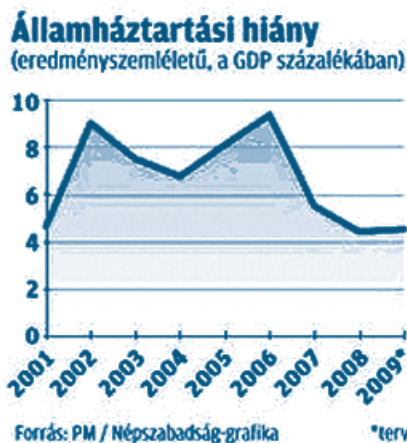
Kezdődjék a történet 2006 nyarán. Ekkorra minden kétséget kizáróan a szakadék közelébe sodorta a magyar gazdaságot a megelőző sok-sok év rendkívül felelőtlen és inkonzisztens gazdaságpolitikája – nem annyira a szerkezeti reformok állandóan ismételt hiánya, bár persze részben az is. A hosszú éveken keresztül laza költségvetési és jövedelempolitika és az azt ellensúlyozni szándékozó, látszólag szigorú monetáris politika hatására egyre nyilvánvalóbbá vált a külső és a belső pénzügyi egyensúly veszélyes megbomlása.

A magas, átlagosan 7–8 százalékos, GDP-arányos költségvetési hiány, a termelékenységet nagyjából öt éven át átlagosan kétszer meghaladó reáljövedelem-emelkedés révén a költségvetési politika tudatosan kívánta élénkíteni a növekedést. Ezzel szemben a monetáris politika ellentmondásosan, hosszú éveken keresztül indokolatlanul magas forintkamatszinttel részben maga is élénkítette a devizahitelek iránti belföldi keresletet, ugyanakkor az árfolyam felértékelődésének erőltetésével fékezte a növekedést, és rontotta a külső egyensúlyt.

## AZ ÖSSZHANG ÁRA

2006 nyarán a (túlságosan is) kedvező nemzetközi pénz- és tőkepiaci környezet ellenére a már-már végzetesen megbillenő külső és belső egyensúly kikerülhetetlen kényszerré tette a makrogazdasági kiigazítást. A választásokat követően kidolgozott, elkezdett program nemcsak önmagában volt nagyon fájdalmas. E program elfogadása, az alkalmazkodás mindenkinek még az ilyenkor szokásosnál is jóval nehezebb volt. A megelőző évek hatékony népbutítása, a közvélemény tudatos félrevezetése, a folytatólagos öncsalás, s végül a szinte minden oldalról hallható megalapozatlan választási ígéretek fényében a kiigazítás-megszorítás kétségkívül kiábrándítóan hatott.

A konvergenciaprogram megvalósítására jelentős ellenszélben, mély bizalmi deficit mellett, erősen vitatható szerkezetben, szakmailag nem kellően előkészítve került sor. Ugyanakkor ez a program hosszú halogatás után, és részben éppen ezért indokoltan, hatalmas mértékű fiskális kiigazítást célzott meg. Két és fél év alatt a GDP 11 százalékát meghaladó szintről a GDP 3–4 százaléka közé szorította le a költségvetési hiányt. Miközben a kiigazítás szerkezete súlyosan vitatható, egy másik fontos és kedvező jellemzője – a mennyiségi kiigazítás ténye mellett – mégis kiemelést érdemel. Hosszú évek után a költségvetés hiánya nemcsak összhangba került az Országgyűlés által



tal elfogadott programmal, hanem annál minden évben érzékelhetően kisebb hiánnyal zárt. Tehát megszűnt a fiskális politika ki- és beszámíthatatlansága, ami korábban szinte lehetlenné tette a fiskális és a monetáris politika összehangolását. Az előzmények tükrében talán ez volt a legfontosabb tartalmi változás a kormányzati politikában. A mennyiségi fiskális kiigazításon túl kedvező változásként értékelhető, hogy a fiskális fegyelem megerősödött, ezzel a kiszámíthatóság javult, és a bizalmatlanság mérséklődött.

A költségvetési egyensúlyt javító célok túlteljesítése ellenére nem, vagy nem számottevő mértékben ja-

vult a magyar gazdaság megítélése. Ebben a politikai és személyi bizalomvesztés mellett valószínűleg meghatározó szerepe volt annak, hogy a kiigazítás rövid távú mellékhatásaként jelentősen lassult a növekedés. A környező országok száguldó – egyébként sokszor ott sem fenntartható – növekedése tükrében a magyar gazdaság évi 1–2 százalékos növekedési üteme kirívóan gyengének ítéltetett. Ráadásul a kiigazítás kedvezőtlen szerkezete miatt még ehhez a stagnálás közeli növekedéshez is fenntarthatatlan, a GDP 8–9 százalékát elérő külső finanszírozási igény és ennek nyomán megállíthatatlannak látszó külső eladósodás társult.

Hogyan lehetséges, hogy egy olyan drámai költségvetési kiigazítás – ami inflációszűrten legalább kétszer nagyobb volt az 1995-ösnél – nem vagy alig láthatóan mérsekelt a külső egyensúlyhiányt? A 2006-ban alkalmazott gazdaságpolitikai keverék alapvetően eltért az 1995-östől. A kölcsönös bizalomra épülő és maradéktalanul összehangolt fiskális és monetáris politika az 1995-ös stabilizáció alappillére volt. A költségvetési és jövedelempolitikai szigor és az ésszerűen szigorú monetáris politika hatékonyan (és fájdalmasan) korlátozta a belföldi, elsősorban a fogyasztási célú keresletet, miközben megőrizte a legfontosabbat, a foglalkoztatottság elért szintjét. Ugyanakkor tudatosan támogatta az exportszektort és az üzleti beruházási klímát. E két hatás eredőjeként a belföldi fogyasztási kereslet visszafogása, az export és a beruházás ösztönzése már rövid távon is látványos külső egyensúlyjavulást, majd növekedésgyorsulást hozott.

Ezzel szemben a 2006-ot követő kiigazítás gazdaságpolitikai keverékét, a költségvetési és a monetáris politika együttműködését továbbra is a kölcsönös bizalmatlanság és összehangolatlanság jellemezte. A szigorú és most már végre kiszámítható költségvetési és jövedelempolitika egy szelektíven szigorú monetáris politikával kapcsolódott össze. A költségvetési és a jövedelempolitikai kiigazítás mennyiségi értelemben megfelelő, a belföldi keresletet elkerülhetetlenül fájdalmasan korlátozó jelleme volt. Ugyanakkor ennek a megszorításnak a szerkezete kifejezetten hátrányosan érintette az üzleti szektort, illetve a növekedési kilátásokat. Egyetlen olyan eleme sem volt, ami érdemben javította volna az üzleti környezetet, a versenyképességet. Ellenkezőleg, azt érdemben rontotta, és egyúttal nemcsak hozzájárult a munkanélküliség növekedéséhez, hanem csökkentette a gazdaság középtávú növekedési potenciálját is.

A mennyiségi értelemben eredményesen keresletet szűkítő fiskális politika egy szándékaiban ugyancsak belföldi keresletet korlátozó, látszólag átfogóan nagyon szigorú monetáris politikával fűződött össze. A fiskális kiigazítás végrehajtásában (ezúttal 2006 szeptembere óta alaptalanul) nem bízó jegybank azonban a szükségesnél, az indokoltnál és az ésszerűnél tovább szigorította a mérhető monetáris kondíciókat (pozitív reálkamatot, reáleffektív árfolyamot). Ez a monetáris politika egyoldalúan az infláció és az inflációs várakozások azonnali árstabilitás körüli lehorgonyzásának elérését, az MNB saját rövid távú hitelességének öncélú helyreállítását helyezte a tevékenysége középpontjába. A valóságban ez a monetáris politika legfeljebb szelektíven és gyenge hatásfokkal tudta fékezni a belföldi (hitel-) kereslet irreális bővülését. A fő piacainkhoz viszonyított termelékenységnövekedési különbségtől (versenyképesség-javulástól) jelentősen elszakadt a reáleffektív árfolyam felértékelődése (a gyenge gazdaság „erős forintja”, ami a külső egyensúlyhiány fényében is fenntarthatatlan volt). A forint és deviza kamatának nagyon nagy különbsége (amit az MNB azonnal tovább növelt, a devizaadósok részére implicit árfolyam-biztosítást nyújtva,

ahányszor a forint árfolyama gyengült) és a várható inflációhoz viszonyított ugyan csak magas pozitív reálkamatszint maga is jelentősen hozzájárult a nagyon mély makrokonómiai kiigazítás félsikeréhez. Elsősorban azért, mert ott fékezett és ott élénkített, ahol nem kellett volna. „Sikeresen” fékezte az exportot, ösztönözte az importot, fogta vissza a kis- és közepes vállalkozásokat, korlátozta a munkahelyteremtést, tovább pörgette főleg a lakossági (hitel-) keresletet, mérsékelte a belföldi pénzügyi megtakarítást. Egyúttal ugyancsak „sikeresen” és indokolatlanul drágította a forintban denominált államadósság finanszírozását, és mindezek egyenlegeként rontotta a külső egyensúlyt, növelte az ország egyoldalú külső pénz- és tőkepiaci függőségét.

## HIBÁS KEVERÉK

A megvalósult, a döntéshozók szándékait sem tükröző, hibás és inkonzisztens gazdaságpolitikai keverék ahhoz elég volt, hogy a költségvetési hiányt jelentősen lefaragja. Ez önmagában nem lebecsülhető eredmény. De ahhoz semmi esetre sem volt elég, hogy az aggregált kereslet egészét, ezen belül elsősorban a lakosság hitelkeresletét féken tartsa, hogy a belföldi pénzügyi megtakarítást és az üzleti beruházást ösztönözze, a külső eladósodást érdemben mérsékelje, a növekedés hosszú távú, fenntartható feltételeit javítsa, vagyis a bizalmat helyreállítsa. Ezért a nagy áldozatok ellenére a 2006–2008 közötti kiigazítás (az összességében még nem kedvezőtlen külső környezet ellenére) is legfeljebb egy súlyos pénzügyi krízistől óvta meg az országot. Ez per se nem kevés, de a legjobb szándékkal is csupán félsikernek nevezhető.

Ebben a helyzetben 2008 őszén érte a magyar gazdaságot a világgazdaság elmélyülő és kiszélesedő válsága. Ez a válság példátlan méretű reálgazdasági és likviditási sokkal járt. Az exportpiacok törésszerű összezuhanása, a külső tőkebeáramlás szinte teljes leállása alapjaiban rázta meg nemcsak a magyar gazdaságot, de a közép-európai régió valamennyi országát és rengette meg az addig fenntarthatónak vélt növekedési modelljét.

Az export- és beruházásvezérelte növekedési modell mindenütt – bár különböző mértékben – jelentősen támaszkodott a külföldi tőke beáramlására. A növekedés mindenütt nagy és sokszor fenntarthatatlan (a miénknél akár 2–3-szor nagyobb) folyó fizetési mérleghiányra épült. A Lehman bankház csődjét követő likviditási válságban nemcsak a nettó tőkebeáramlás állt le egy ideig (kivéve a nagy, külföldi tulajdonban lévő bankok tulajdonosaitól származó tőkebevonást), hanem a devizapiaci likviditás kiszáradása miatt veszélybe került, vagy legalábbis a megemelkedett országkockázati prémium miatt rettentően megdrágult a lejáró pénzügyi eszközök megújítása is. Ez nem kizárólagosan magyar jelenség volt. A súlyos likviditási sokk (ahogy a reálgazdasági is) a régió valamennyi országát egyaránt sújtotta.

## MIÉRT MAGYARORSZÁG?

Ha a külső források minden ország számára elapadtak, ha a nemzetközi pénz- és tőkepiacok befagytak, és ezek tények, akkor mégis mi az oka annak, hogy Magyarország az elsők között kényszerült külső segítségért, azaz hitelért folyamodni?

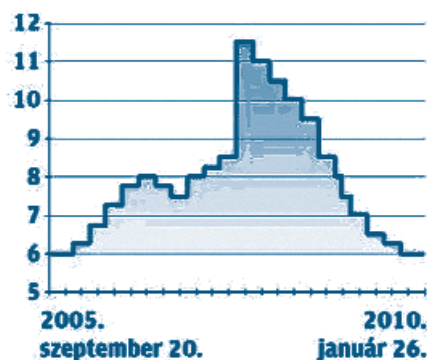
Mind a külföldi szakértők (IMF, Világbank, EU, elemzők stb.), mind a magyar hatóságok diagnózisa a következő: a likviditási válság azért érintette érzékenyebben Magyarországot, és azért kellett külső segítséget, mankót igénybe vennie, mert nagyon magas volt (1) az államadósság és (2) az ún. fedezetlen devizahitelek állománya. Ez a magyarázat tiszta, egyszerű és könnyen érthető. Egy hibája van csupán: legfeljebb féligazságot tartalmaz. A válságra adott eredményes gazdaságpolitikai válasz a válságot kiváltó okok hatékony kezelését követelné meg. S ha eredményes a válságkezelés, a krízist elsődlegesen kiváltó tényezőknek kellene érdemben javulniuk, vagyis az államadósságnak és a devizahitel-állománynak csökkennie. Magyarország piaci megítélése és az előbb említett szakértők értékelése a válságkezelésről mára már kétségkívül kedvezően alakul. Ez annak ellenére következett be, hogy az államadósság a GDP 66 százalékáról 2009 végére csaknem 75 százalékára emelkedett. A devizahitelek állománya ugyan valóban csökkent, de nagyjából hasonló arányban, mint a forinthiteleké. Így a válságot a számunkra állítólag különösen veszélyessé transzformáló két ok egyike – ha lehet – még jóval kedvezőtlenebb, a másik pedig alig változott. Ezért ez az oksági összefüggés alapvetően megkérdőjelezhető, hiszen még a formális logika legegyszerűbb szűrőjén is elbukna.

Igaz, hogy a magyar államadósság szintje lényegesen magasabb, mint a többi régiós országé (ami persze egyáltalán nem kedvező, de például még mindig kisebb, mint az eurózóna tagországainak átlaga). Az is tény, hogy a devizahitelek állománya magas, noha a kelet-közép-európai régióban nem mondható egyedülállónak. Ezeknél azonban sokkal mélyebb sérülékenységet okozott és okoz az évtizedek alatt, és kiváltóképp az 1995 és 2001 közötti jelentős javulás után újra felhalmozott külső egyensúlyhiány. Az igazi veszély, az igazi korlát minden gazdaságpolitika számára a nagy külső egyensúlyhiány, a külföldi megtakarításoktól, a nemzetközi pénz- és tőkepiacoktól való aránytalanul nagymértékű függőség. E mögött persze szükségképpen és különösképpen a 2006-ot megelőző időszakban az elviselhetőnél lényegesen nagyobb folyó költségvetési hiány és/vagy a szükségesnél folyamatosan jóval kisebb lakossági nettó pénzügyi megtakarítás húzódik meg. Azaz a 2006-ot követő sikertelen külső konszolidáció mögött egy előnytelen szerkezetben végrehajtott költségvetési kiigazítás és a belföldi, elsősorban a lakossági (devizahitel-) keresletet továbbra is ösztönző, a lakosság nettó pénzügyi megtakarítását visszafogó monetáris politika állt.

Ez a gazdaságpolitikai keverék perspektivikusan sem kínált kitörési esélyt a lassú növekedés, a gyors külföldi eladósodás és az államadósság GDP-arányos növekedésének csapdájából. Tehát a fő bűnös nem elsősorban a belföldi jövedelemtulajdonosok magas adósságállomány-szintje, és nem is főként annak devizanem szerinti összetétele (bár részben ezek is), hanem a fenntarthatatlanul folytatódó és erőteljes külső eladósodás. Ez az, amit mindenáron meg kellett volna állítani, vagyis a folyó fizetési mérleg hiányát kellett volna levinni egy fenntartható szintre. (Ez a szint valószínűleg megegyezik a GDP arányában mért ún. nem adós-

### Az alapkamat változása

(százalék)



Forrás: MNB / Népszabadság-grafika

ságtípusú – pl. EU-transzfer, működő tőke, privatizációs bevétel, egyéb egyoldalú átutalások – tőkebeáramlás mértékével. Ennek nagysága jelenleg a GDP 4 százaléka körül lehet, míg a korábbi években a magyar gazdaság külső finanszírozási igénye évente átlagosan ennek bő kétszerese, 8 százalék körül alakult.)

Ehhez azonban már a válság előtt egy gyökeresen eltérő gazdaságpolitikai keverékre lett volna szükség. A költségvetési hiány lefaragását követően a magyar gazdaság nagyfokú külső finanszírozási igényét nem elsősorban a viszonylag magas államadóssági szint, hanem sokkal inkább a lakosság nettó pénzügyi megtakarításainak alacsony mértéke tartotta fenn. A fő veszélyt tehát nem önmagában és kitüntetetten a devizahitelek állományának magas szintje, hanem egyrészt a hitelállomány, a forint- és devizahitelek együttes állományának éveken keresztül fenntarthatatlanul gyors növekedése (átlagosan évente jóval 20 százalék felett), másrészt a lakossági pénzügyi megtakarítások alacsony szintje okozta. (A 2008-at megelőző időszak gazdaságpolitikája még a 2006-os kiigazítás után, a viszonylag kedvező külpiaci feltételek ellenére sem tért vissza egy export- és beruházásvezérelte növekedési pályára, ehelyett továbbra is ténylegesen a belföldi fogyasztási keresletet élénkítette.)

Az államadósság viszonylag magas szintje, a (deviza)hitelek magas állománya, sőt még a viszonylag jelentős külső eladósodottság sem ad teljes magyarázatot arra, hogy miért Magyarország kért az elsők között hitelt a nemzetközi pénzügyi intézményektől. Az persze igaz, hogy ha egy ország államadóssága magasabb, a folyó finanszírozási igénye (a költségvetés hiánya és a lejáró államadósság megújítási igénye) nagyobb és a devizahitelek finanszírozása is tekintélyes mértékű, akkor a nemzetközi pénz- és tőkepiacok kiszáradása érzékelhetően még veszélyesebb lehet. A ránk nehezedő nyomást 2008 őszén még tovább emelte az a tény, hogy a régió többi országához képest Magyarországgal szemben lényegesen bizalmatlanabbak voltak a piac szereplői a korábbi évek gazdaságpolitikája miatt.

## TARTALÉK HELYETT ILLÚZIÓK

Csakhogy amikor a piacok befagynak, a külső finanszírozási csatornák bedugulnak, akkor alig van különbség abban, hogy egy adós, jelen esetben egy ország, rövid távon hány milliárd euró tartozást nem tud időben teljesíteni. A régió több országa szintén nem tudott hozzáférni a külső piacokhoz, alkalmasint még nagyobb mértékű likviditáskivonást szenvedett el, ám mégsem kényszerült rá, hogy azonnal külső segítséget vegyen igénybe. Ennek pedig alapvetően az a magyarázata, hogy a régió többi országának jegybankjai rendelkeztek elegendő mennyiségű – néhány hónapot áthidaló – nemzetközi tartalékkal.

Ezzel éles ellentétben az MNB devizatartalékainak szintje nemcsak az ország külső eladósodottságához, de még az import szintjéhez képest is kritikusan alacsony volt. Ebben a tekintetben Magyarország valóban a közép-európai régió legsérülékenyebb gazdasága volt 2008 őszén. A jegybank devizatartaléka 16,3 milliárd euró volt. A hozzánk hasonló méretű és nyitottságú Csehország külső adóssága a magyar felét tette ki, de 27 milliárd eurós tartalékkal rendelkezett a válság kitörésekor. Ez a tartalékszint arányosan a miénk háromszorosára rúgott. De lehetne idézni a szlovák, a horvát, a szerb, vagy akár a lengyel példát is.

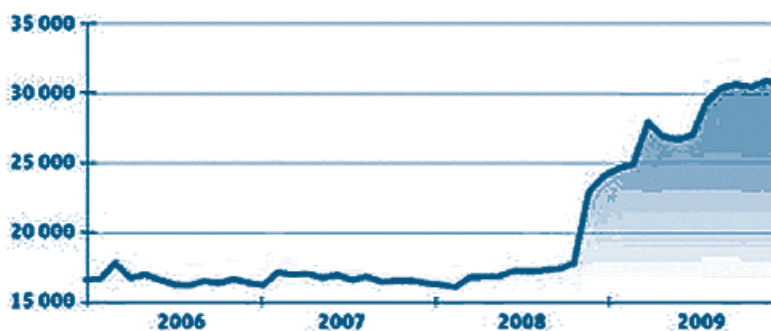
Az MNB hosszú ideje abban az illúzióban élt, hogy nincs szükség jelentős devizatartalékokra. Úgy vélte, hogy a tiszta, a „szent” piac a kereslet-kínálat automatizmusán keresztül minden egyensúlytalanságot felold. Ez persze korlátokkal igaz is. A kereslet-kínálat mechanizmusa, a piac utólag (ex post) valamilyen szinten

bármilyen helyzetben kialakít egyfajta egyensúlyt. A kérdés csupán csak az, hogy ez milyen súlyos le- vagy felértékelődés mellett megy végbe. Az MNB-nek az a hivatalosan nem hangsúlyozott magyarázata, hogy a Guidotti-moddal elemzett nemzetközi tartalékigény csak két-három hónappal a krízis kialakulása előtt utalt a jelentős tartalomra. Ez nem azt jelenti, hogy elégséges devizatartalékok birtokában 3-5 hónap horizontján esetleg nem kellett volna a nemzetközi pénzügyi intézményekhez fordulni, és azt sem jelenti, hogy a globális válság súlyos hatásait el lehetett volna kerülni. De valamelyest talán mérsékelni igen, és az ország reputációja is lényegesen kevésbé sérült volna, ha nem az elsők között fordulunk nemzetközi segítségért. Talékhányra, nem meggyőző érvelés.

Ugyanis ha a döntéshozók csak egyszerűen körülnéznek a körülöttünk lévő országokban, és/vagy a legismertebb hüvelykujjszabályt – az importban mért devizatartalék-szintet elemzik, nyilvánvalóvá kellett volna válnia a súlyos alultartalékoltságnak. Importban mérve 2,4 hónapra csökkent a jegybanki devizatartalék szintje, és az import nyilván nem egyik napról a másikra emelkedett meg. A nemzetközileg is elfogadott, a fizetőképességet még nem veszélyeztető, minimálisan szükségesnek tartott tartalékszint, kötött devizagazdálkodású országokban minimum három hónap. De nálunk a folyó és tőkemérleg teljesen liberalizált, vagyis ennél jóval több tartalék kellett volna. Egy év elteltével az ország devizatartaléka már meghaladja a 30 milliárd eurót (ez nagyjából öthavi importnak felel meg). E tekintetben – a külső egyensúly javulása mellett – gyökeres fordulat következett be. Az elmúlt évben az ország sérülékenysége valóban nagymértékben csökkent a devizatartalékok növekedése miatt, bár lehet, hogy még mindig nem eléggé.

### Devizatartalékok alakulása

(millió euró)



Forrás: MNB / Népszabadság grafika

## A HITELKÉRELEM LEGFŐBB OKA

A nemzetközi intézményektől felvett hitel – némi leegyszerűsítéssel – a devizatartalékok feltöltésére fordítódott (vagyis a reálgazdaság szempontjából közvetlenül érdemi könnyítést alig jelentett). A devizatartalékoknak a példátlanul bőséges piaci likviditás mellett évekig elmulasztott feltöltése alapvetően korlátozta a válságra adható monetáris politikai választ.

Vagyis nyugodtan ki lehet jelenteni, hogy a magyar gazdaság összes gyengesége – például a viszonylag magas külső adósságszint, a szintén nem csekély államadósság, a túlterjeszkedő és rossz szerkezetű állami újraelosztás, a rendkívül magas dinamiká-

jú és kedvezőtlen szerkezetű forint- és devizahitelállomány-növekedés (és nem annyira ez utóbbiak szintje és devizaszerkezete), a forint jelentős túlértékelttsége, a magas pozitív reálkamat szint, és nem utolsósorban ezen tényezők összessége miatt is a gazdaság potenciális növekedési ütemének súlyos visszaesése – még mindig nem ad teljes magyarázatot a 2008. őszi pánikra. A kormány és a jegybank sürgős külső segítségkérését a régió többi országától eltérően meghatározóan a devizatartalékok kritikusan alacsony szintje váltotta ki.

Csak innen elindulva lehet megérteni a magyar gazdaságpolitika válságra adott válaszait – még ha egyetérteni nem is lehet velük. Az elemzést kivételesen érdemes a monetáris politika oldaláról indítani. A Lehman-csőd után a piacok – sokkal inkább, mint az említett elemzők – tisztában voltak a magyar gazdaság (külső) sérülékenységével. Bőséges devizatartalékok híján a magyar pénz- és tőkepiac, benne a forint a piaci spekuláció könnyű játékszerévé vált. Az MNB elégséges nemzetközi tartalékok hiányában lefegyverezve, a piacoknak egyoldalúan kiszolgáltatva, érdemi piaci intervencióra saját erőből képtelenül szemlélte a folyamatokat: a forint árfolyamának veszélyes leértékelődését, a piaci kamatok és a kockázati felárak megugrását, az állampapírpiac egy éven belül immár másodszor (2008 márciusa és szeptember-októbert) tapasztalt kiszáradását, valamint a bankrendszer devizában és forintban egyaránt érzékelhető egyre nyomasztóbb likviditáshiányát.

Az addig a gyenge gazdaság „erős” forintja mellett érvelő jegybank (amely szerint az árfolyamnak nincs hatása az exportra – sic!) 2008 drámai őszén néhány napon át bénultan szemlélte a forint lejtőre jutását. Ezt követően ezúttal okkal és indokoltan, drasztikusan 300 bázisponttal emelte az irányadó kamatot, egyedül a régióban. De újra fel kell tenni azt a kérdést, hogy miért nem interveniált egyúttal a devizapiacra, miért nem nyújtott nagyvonalú likviditási támogatást sem forintban, sem devizában a bankrendszernek, miért nem lépett be a másodlagos állampapírpiacra (nyílt piaci műveletek révén) likviditásteremtéssel? Ennek valószínűleg két oka lehetett. Az egyik a már korábban említett technikai természetű, hogy hiányzott a kellő devizatartalék. A másik egy szélesebb elvi megfontolás, ami hozzájárulhatott a tartalékhiány kialakulásához is.

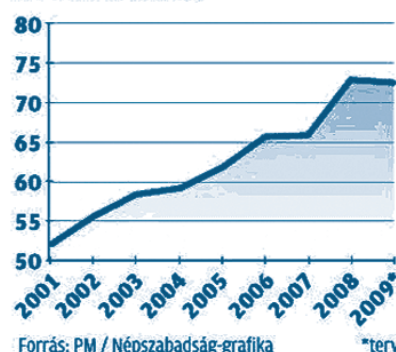
Az MNB még 2008 augusztus–szeptemberében is, elvi okokból, elzárkózott bármiféle devizapiaci intervenciónak még a gondolatától is. Azt természetesen senki nem hiszi, hogy intervencióval tartósan meg lehet fordítani a fundamentumok által meghatározott alapvető folyamatokat. Mégis, a piaci devizavétel és -eladás a piaci likviditás befolyásolásának egyik monetáris politikai eszköze. Nem véletlenül része minden komoly jegybank monetáris politikai eszköztárának (kivéve a 2009. január előtti MNB-t).

Ha a jegybank megfelelő szintű, könnyen mobilizálható tartalékokkal rendelkezik, akkor képes a piaci spekulációt némileg korlátozni, elrettenteni. A 2008 szeptemberét megelőző években a jegybank nyugodt körülmények között – a forint irreális felértékelődésének elkerülése mellett – feltölthette volna a szükséges mértékig a devizatartalékokat (feltéve, hogy nem egydimenziósan az infláció erőltetett elfojtására koncentrálna csupán). Ez természetesen pénzbe, és nem is kevés pénzbe kerül (sőt némileg magasabb, de cserébe fenntartható és ezért hiteles dezinflációt eredményezett volna), de még mindig kevesebbe, mint a tartalékhiány miatt megbénult monetáris politika okozta károk.



Az elégséges tartalékok híján ugyanis nem pusztán arról van szó, hogy egy nem előkelő társaságban azonnal az IMF-hez kellett fordulni 2008 októberében hiteleért, és így a tartalékok feltöltéséért. Ezt azért talán még el lehetett volna viselni. Az alacsony nemzetközi tartalékok azonban megakadályozták a jegybankot egyik alapvető funkciójának ellátásában. A jegybank még rövid, 3–6 hónapos horizonton sem volt képes nagyobb törésektől mentesen biztosítani a magyar pénzügyi rendszer likviditását, azaz csak részben tudott helytállni végső hitelezői funkciójában.

**Bruttó államadósság**  
(a GDP százalékában)



### MIT NEM TEHETETT A JEGYBANK?

Nemcsak devizában, de forintban sem volt módja a válság mélységéhez, a likviditás kiszáradásának mértékéhez képest kellően gyors és nagyvonalú forintlikviditást a rendszer rendelkezésére bocsátani. Alapvetően azért, mert teljes konvertibilitás mellett nincs kínai fal forint és deviza között, lényegében korlátlan az átfolyás lehetősége. (Ezért is messzemenően leegyszerűsítettnek tartom az éles különbségtételt a forintban és a devizában denominált pénzügyi instrumentumok között, azaz azt a gyakorta hangoztatott tételt, hogy a forint kvázi biztonságos, a deviza meg túl kockázatos mind az egyén, mind a makrogazdaság szempontjából.) A devizatartalék hiányában kialakult helyzetben egy nagyarányú forintlikviditás-teremtés – az összeomló belföldi kereslet mellett – közvetlenül nem elsősorban az inflációs célt veszélyeztette volna, hanem a forint elleni spekulációt táplálva az ország fizetőképességét.

De a tartalékhiány okozta technikai korláton túl súlyos elvi megfontolások vezettek ahhoz, hogy az MNB-t még a többi külföldi partnerintézményéhez képest is jóval felkészületlenebbül érte a válság. Az MNB ugyanis a válságot megelőző hosszú éveken át vakon hitt a pénzügyi piacok önszabályozó szerepében és azok hatékonyságában. Magára az éjjeliőr szerepét osztotta, és durván elutasított minden ezzel ellentétes megközelítést. A válság kitörését megelőzően a jegybank egyoldalúan elvetette nemcsak a devizapiaci intervenció lehetőségét (lásd a forint árfolyamának 228 HUF/EUR szintre erősödését 2008 tavaszán), de a devizaswapok jegyzését (vagyis a deviza-forint betétcserét) és ezen keresztül a likviditás befolyásolását éppúgy, mint a nyílt piaci műveleteket és a piaci likviditás és a piaci várakozások aktív formálását.

Persze szinte hallom a jegybank válaszát: „a válság kirobbanása után nemcsak kamatot emeltünk, de bővítettük a bankok által leszámítható pénzügyi eszközök körét, gyorsan bevezettük az egynapos devizaswapot, majd később a 3–6 hónaposat, beléptünk a másodlagos állampapírpiacra, és 2009 januárjától időnként devizapiaci intervenciót is végrehajtottunk”. Miközben mindez igaz, a baj az, hogy a jegybank az egynapos swap kivételével az összes lépését jelentős késéssel, restriktív és/vagy irracionálisan drága – néhol egyenesen teljesíthetetlen – kondíciókkal, az elégtelen mennyiség miatt általában gyenge hatásokkal hajtotta végre. Az IMF-fel megkötött megállapodás után már nem annyira a technikai korlát akadályozta meg az MNB-t abban, hogy aktív és bátor, újító és nem konvencionális eszközöket széleskörűen

igénybe vegyen és kellően rugalmasan reagáljon, hanem sokkal inkább az, hogy nem tudta saját árnyékát átlépni.

Először és legfőképpen, gyökeres, elvi, szemléleti változásra lett volna szükség, mint ahogy az a világban a válság hatására széleskörűen megvalósult, de itt sajnos elmaradt. Másodszor, saját lehetőségeinek újrafogalmazása helyett az akkor még elsődlegesen likviditási válságból kivezető utat erősen vitathatóan a költségvetési politika egyoldalú szigorításában jelölte meg.

Vagyis a nemzetközi pénzügyi intézmények által kilátásba helyezett jelentős likviditásbővülés ismeretében sem került sor a monetáris politika kereteinek alapos újrágondolására. Ehelyett a jegybank a válság egyébként is súlyos hatásait tovább eszkáláló fiskális szűkítést szorgalmazott. Sajnos ezt a hibás megközelítést az akkori kormány is elfogadta. A további fiskális megszorítást minden ellenkező híreszteléssel szemben nem az IMF erőltette keresztül. Első lépésben még az eredeti, a Brüsszel által támogatott, konvergenciaprogramhoz képest is további – először 3,4 százalékról 2,9 százalékra, majd 2,6 százalékra csökkenő – költségvetési deficitlefaragásra került sor. Egy előreláthatóan erősen zsugorodó GDP mellett nemhogy anticiklikus, de ésszerűtlen mértékű prociklikus fiskális politikát követelt a jegybank.

Amikor a kormány és a jegybank ezután együttesen kiállt az államháztartási hiány 2,6 százalékra mérséklése mellett, a várható GDP-csökkenést 2009-ben 3–4 százalék körülire becsülték. A program nem vette kellőképpen tekintetbe, hogy ha a költségvetés a tervezettnél megfelelően prociklikus, akkor a GDP még az addig becsült mértéknél is lényegesen tovább fog zuhanni. Ahogy az egyébként történt is. Ezért a külső egyensúlyhiány a helyesen megcélzott feleződés (a GDP 6–8 százalékról a GDP 4 százalékára) helyett minimum egyensúlyközeli helyzetbe kerülhet. (A GDP 3–4 százalékos csökkenése mellett az éves államháztartási hiány 0,8 százalékos csökkenése – 3,4 százalékról 2,6 százalékra – ciklikusan kiigazítva ennél nagyobb, a GDP 2–3 százalékanak megfelelő további keresletszűkítést jelentett.)

Akárcsak a régió többi gazdaságát, 2008 őszén a magyar gazdaságot is egyszerre több, rendkívül erős sokkhatás érte. Először a külső kereslet, az exportpiacok összeomlása okozott azonnali reálgazdasági sokkot. Másodszor a likviditási sokk, a deviza- és a forintlikviditás összeszűkülése rázta meg az egész gazdaságot. Mivel erre a meg rázkódtatásra a monetáris politika csak késve, elvi és technikai okok miatt nem tudott hatékonyan válaszolni, a költségvetési politika mozgástere végképp elfogyott. Megkérdőjelezhetetlen tény, hogy egy anticiklikus – a válságban a hiányt aktívan növelő – költségvetési politika lehetőségeit Magyarország a válságot megelőző években veszítette el. A korábbi évek súlyosan felelőtlen gazdaság-, elsősorban költségvetési politikájának következtében a környező országokkal ellentétben a fiskális politika nem, vagy alig tudta mérsékelni a válság rettentő csapásait.

De az, hogy az első hirtelen reagálása a kormánynak és a jegybanknak a deficit további (téves) lefaragása volt, az a helytelen diagnózis következménye. A költségvetés finanszírozása – a tartalékvalutájú országokon kívül – átmenetileg sok más országban is nehézségekbe ütközött a nemzetközi és a helyi pénz- és tőkepiacok általános kiszáradása miatt. Csakhogy ezekben az országokban a jegybankok határozott és magabiztos, sokszor nem ortodox eszközöket is bátran igénybe vevő fellépése képes volt észrevehetően tompítani a piaci, így az állampapír-piaci finanszírozási feszültségeket. Ennek pedig szükséges, de nem elégséges feltétele az volt, hogy ezek a jegy-

bankok olyan devizatartalék birtokában voltak, amely átmenetileg, rövid távon, kellő puffert kínált a megemelkedett belföldi devizakereslet ellentételezésére, az elmaradt deviza-beáramlás részbeni pótlására, a fizetési kötelezettségek, a konverziós igények kielégítésére, azaz elkerülhetővé vált a valutaárfolyam szabadesése és az irányadó kamatok hirtelen megugrása.

Ezért ezek az országok csak lényegesen később kényszerültek külső segítségért folyamodni. (De 2009 elejére mindenki számára világos volt, hogy a likviditási válság enyhülésének tartós elhúzódásával minden nem tartalékvalutával rendelkező ország előbb vagy utóbb valamilyen külső, nemzetközi támogatásra szorulhat. Erre igen jó példa Lengyelország esete. A válságból még a legkisebb sérüléssel kikerülő Lengyelország kormánya is kénytelen volt az IMF-hez fordulni 2009 tavaszán. A stabil gazdaságok számára akkor létrehozott új, lényegében automatikusan, speciális feltételek nélkül lehívható hitelvonal felhasználását kezdeményezte Lengyelország 20 milliárd dolláros nagyságrendben.)

### MIT NEM TETT A JEGYBANK?

Ezekben az országokban tehát – ha megakadályozni nem is akarták, és/ vagy nem tudták a jegybankok a nemzeti valuta árfolyamának esését – nem fenyegetett a devizaárfolyam és/vagy a bankrendszer totális összeomlásának, illetve a fizetéseképtelenségnek a veszélye. Ezzel szemben nálunk a külföldi tőkebeáramlás leállása, a nem rezidensek masszív állampapír-eladása (tőkekivonása), elégséges nemzetközi tartalékok nélkül az állam fizetéseképtelenségének és néhány bank illikviditásának rémét vetítette előre. A nemzetközi pénzügyi intézmények azonnali és nagyvonalú hitelnyújtása nélkül az MNB valóban nem kezdeményezhetett nagy léptékű monetáris lazítást. Ellenkezőleg: a kamatok emelésével szigorítania kellett. Ez önmagában is nagy baj volt, ami tovább mélyítette a válságot.

A jegybank passzivitását tapasztalva a magyarországi bankok megtanulták, hogy még szükséghelyzetben is csak rendkívül szelektíven, korlátozottan fordulhatnak a jegybankhoz. Megtanulták, hogy a jegybank milyen kevéssé tudja betölteni a végső hitelnyújtó funkcióját. Alapvetően csak az anyabankok likviditási segítségére számíthatnak, amelyek némelyike maga is nagyon komoly gondokkal küszködött. Ezért a hazai bankok a piacoktól elzárva, lényegében azonnal és bizonyos szempontból önsorsrontóan léptek a hitelfékre, mivel a jegybankra is csak a szükségesnél kisebb mértékben támaszkodhattak.

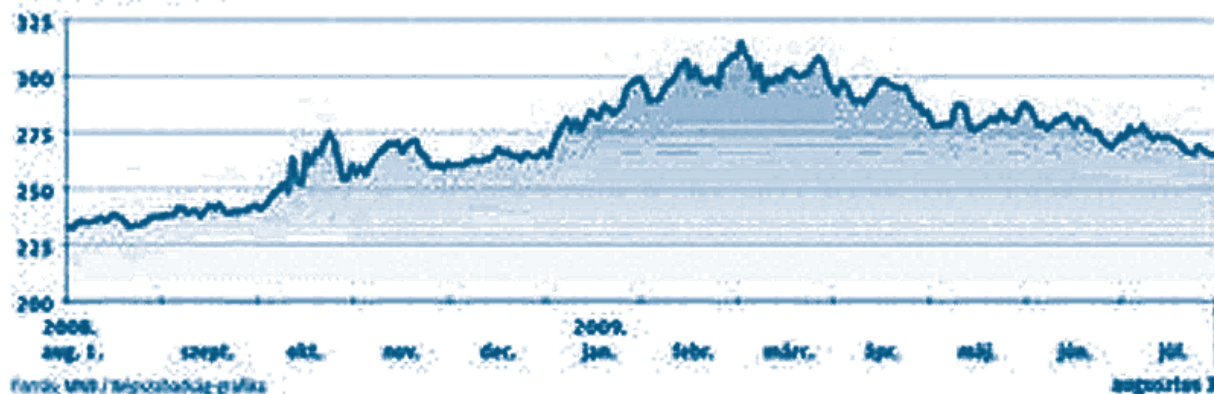
Ezzel a régió egyik legmélyebb hitelszűkítését hajtották végre, ami tovább rombolta a gazdaság növekedési kilátásait. (A hazai bankok persze nem teljesen ártatlanok a korábbi száguldó hitelnövekedés kialakulásában és az azt követő meredek portfólióromlásban. Például a lényegesen szigorúbb lejáratú megfelelés, a jóval magasabb sajáterő-igény, az alacsonyabb hitel-betét arány, a jóval kisebb volumenű rövid lejáratú fogyasztási célú devizahitelezés érzékelhetően mérsékelte volna a bankok sérülékenységét. Ezek részletes elemzése, mint ahogy a PSZÁF szerepének értékelése is, meghaladja e cikk kereteit.)

A nemzetközi piacok bezárultával, az országgockázati prémium egekbe emelkedésével tehát az IMF-megállapodás birtokában sem volt lehetséges egy általános és

gyors monetáris lazítás. Egy lényegesen lazuló monetáris politika a forint árfolyamát ásta volna alá, és ezzel az inflációt és az inflációs várakozásokat szabadította volna el. A jegybank 2009 januárjában olyan jelzéseket adott és döntéseket hozott, amelyek egy veszélyes általános monetáris lazítás irányába mutattak. (Többek között a világ-

### Az euró árfolyama

(egy euró értéke forintban)



gazdasági és a belpolitikai bizonytalanság mellett valószínűleg ez is közrejátszott a 300 forintot meghaladó euroárfolyam kialakulásában.) Az év eleji szerencsétlen, az árfolyam szintjére vonatkozó jegybanki kommunikáció, illetve az ekkor hibás további kamatsökkentés azt sugallta, mintha a jegybanki politika az egyik végtől – az erős forint erőltetésétől – a másik végtel – a gyenge forint preferálása – felé haladna.

Az események kivételes, atipikus összeesése okán, a nagy energia-, nyersanyag- és élelmiszerár-esés átmenetileg ellentételezte a forintárfolyam veszélyes, akár a 300 forint/euró értéket is meghaladó leértékelődésének egyébként szokásosan erőteljes inflációs hatását. Normális körülmények között egy 10–20 százalékos durva leértékelődés az infláció azonnali gyorsulásával és a középtávú inflációs várakozások súlyos romlásával járt volna. A globális válság és az ettől elválaszthatatlan áresések miatt ekkor és első körben az árfolyam összeomlása „csupán csak” pár százezer családot és az egész bankrendszert roppantotta volna meg. Kissé késve, a második körben, azonban nyilván az infláció is elszabadult volna.

### MIT TEHETETT VOLNA A KORMÁNY ÉS A JEGYBANK, DE NEM TETTE?

A monetáris politika általános és megalapozatlan lazítása helyett ekkor arra nyílt volna lehetőség, hogy a fiskális politikával koordináltan, célzottan, jelentősen segítse a reálgazdaság visszaesésének mérséklését. A képlet ugyanis elég egyszerű. A külső keresleti sokk egyfelől az export zuhanásához vezetett. A költségvetési sokk, a monetáris sokkkal együtt másfelől túlzás nélkül drámai belföldi keresletcsökkenést idézett elő. Ez utóbbi azt jelentette, hogy mind a beruházási, mind pedig a fogyasztói kereslet a termeléssel együtt összeesett. Ennek következtében már 2009 elején látszott, hogy a külső egyensúly az elfogadott programnál lényegesen jobb lesz. S valóban, a megcélzott és az egyébként fenntartható 4 százalékos folyó fizetési mérleghiány helyett 1–2 százalékos szufficit várható 2009-re.

Tehát egy év alatt a külső mérleg példátlan mértékben, a GDP közel 10 százalékkal javult. De ennek sajnos nem lehet fenntartás nélkül örülni. A fordulat ugyanis – nem 1995-öt írunk – nem az export felfutása, hanem a belső kereslet teljes összeomlása, a gazdaság túlhűtése miatt következik be. S paradox módon, ilyen zsugorodó gazdasági teljesítmény mellett minél jobb a külső egyensúly, annál rosszabb a költségvetés egyenlege. A külső egyensúly látványos, a kívánatosnál is nagyobb javulása a termelés, a beruházás, a fogyasztás összeomlásából táplálkozik. Ez viszont az állami adóbevételek tervezettét is meghaladó csökkenését és elsősorban a munkanélküliségi és szociális kiadások növekedését váltja ki.

Egyre világosabbá vált, hogy a tervezettnél lényegesen jobb külső egyensúly lényegesen nagyobb GDP-csökkenéssel és az eredetileg megcélzottnál lényegesen nagyobb költségvetési hiánnyal jár együtt. Ezért az államháztartási hiánycélt fokozatosan 2,6 százalékról visszaemelték 3,9 százalékra. De a hiánycél növelése sem volt elég, további drasztikus államháztartási kiadáscsökkentést és adóemelést kellett végrehajtania 2009 közepén az új kormányoknak. Lényegében egy ördögi körbe került a magyar gazdaság. Ahelyett hogy rögtön a válság legelején emelték volna 4 százalék körüli szintre az államháztartás hiányát (mert, mint láttuk, nem az államadósságszint volt a legsebezhetőbb pont), ennek éppen az ellenkezője történt. Többek között ezért a válság, a gazdaság mélyrepülése még az elkerülhetetlennél is nagyobb, 4–5 százalék helyett 6–7 százalék lett. A kilábalás később indult meg, miközben a költségvetés deficitje és az államadósság szintje az eredetileg megcélzottnál magasabb lett.

De éppenséggel – ha némileg bátrabb, innovatívabb – a monetáris politika is segíthette volna a belső keresletet, pontosabban megkísérelhette volna a kereslet visszaesésének mérséklését. Ahelyett hogy a jegybank már a válság elején igénybe vett volna széles körben nem konvencionális eszközöket a likviditás célzott bővítésére és különösen a belföldi beruházások szelektív ösztönzésére (a költségvetéssel szoros együttműködésben), továbbra is távolról szemlélte a (hitel-) piaci folyamatokat. Ahogy tétlenül figyelte a jegybank a korábbi években a hitelek galoppozó növekedését, ugyanúgy távolból nézte a hitelállomány zsugorodását, vagy alig teljesíthető feltételekhez kötötte például a 3–6 hónapos devizaswapok igénybevételét. De ennél még „többet is tett” a jegybank. Nem egyszerűen asszisztált a hitelpiacok szűküléséhez, hanem a devizahitelek először informális, majd formális korlátozásának kezdeményezésével még további hitelkínálatot szűkítő tevékenységet folytatott. A jegybank akkor élénkített és ott, amikor és ahol nem kellett volna, és akkor és ott szűkített, amikor és ahol ugyancsak nem kellett volna.

A válság hatására egyrészt önmagától is szűkült és drágult a devizahitelek kínálata. Másrészt csökkent ezek kereslete, érthető okokból. Ugyanakkor nincs közép- és hosszú lejáratú forintforrás a tőkepiacon, de ha akad is, azt a költségvetés elszívja (kiszorítási hatás). Ezért sem elégséges folyamatosan a devizahitelek korlátozásával riogatni a piaci szereplőket, illetve utólag adminisztratíván korlátozásokat bevezetni. Ez ugyanis implicit módon többek között arra is utalhat, hogy a jegybank maga sem bízik hosszú távon az árstabilitás megvalósíthatóságában, az eurózónához való csatlakozásban, és ezzel maga is hozzájárul a kedvezőtlen várakozások megszilárdulásához, a kamatkockázati prémiumok magas szintű stabilizálódásához. Egyébként azért sem megalapozott csupán a devizahiteleket korlátozni, mert hosszú lejáraton egyál-

talán nem igazolható egy nyitott, kis, felzárkózó gazdaságban, hogy a fedezetlen devizahiteleknek nagyobb volna a kockázatuk, mint például a változó kamatozású forint-hitelekének (utóbbi esetben a kamatok fedezetlenek). Ha valamit korlátozni kellett volna, az a folyó fizetési mérleg veszélyes, tartós és nagymértékű hiányának kialakulása, illetve ennek hitelekkel történő finanszírozása.

Ha egy ország tartósan hitelből, a külföld megtakarításaiból él, akkor semmi különös nincs abban, hogy a belföldi jövedelemtulajdonosok valamelyike és/vagy mindegyike fedezetlen devizapozícióval bír. Ez ugyanis egy szimpla mérlegazonosság. Az igazi kérdés, mint mindig, elsősorban ennek mértéke és nem a belföldi jövedelemtulajdonosok közötti megoszlása. Ha valóban mérsékelni érdemes a devizahiteleket, akkor olyan forinthitel-kínálatot kell vagy kellene teremteni, ami kellően hosszú lejáratú, szelektíven beruházási célra felhasználható és elfogadhatóan alacsony kamatozású. Erre a piaci pénzügyi közvetítők – a mai gazdaságpolitikai és ezen belül fiskális és monetáris politikai környezetben – önmaguk képtelenek. A bankrendszer likviditása ugyan teljes mértékben helyreállt mára, de ez a globális válság enyhülésén, az ország megítélésének javulásán túl elsősorban abból fakad, hogy – némi túlzással – nem hitelez a bankrendszer.

A bankrendszer a szabad likviditását – amely egyértelműen rövid betétekből áll össze – a jegybanknál helyezi el. Makroszinten a beruházások ösztönzéséhez a pénzügyi megtakarítás rendelkezésre állna, amit a kívánatosnál is jócskán nagyobb külső egyensúly javulása is tükröz. S ezt a rövid forrásokból álló pénzügyi megtakarítást, illetve egy részét kellett volna és kellene még most is hosszú lejáratú kis-, közép- és nagyvállalati, valamint lakossági (lakás)beruházási hitellé transzformálni, méghozzá elfogadható kamatszint mellett. Vagyis a szándékoltnál és a jelenleg célszerűnél jóval kedvezőbb külső egyensúly egy lefelé menő spirálba került gazdasági folyamat nem szándékolta mellékhatása. Ha lehet, ezt sem kéne ünnepelni. Ugyan a gazdasági visszaesés ördögi körét a külső konjunktúra javulása fokozatosan feltöredezheti, a kivételes válságkörülményekre tekintettel azonban, átmenetileg, egy-két évig indokolt lehet a belső kereslet célzott élénkítése, a gazdasági visszaesés tompítása. Ez nem lehetséges a költségvetés egyenlegének egyoldalú, számottevő rontásával. Ellenben lehetne, és szükséges lenne kísérletet tenni – a jegybank és a költségvetés közreműködésével – célzottan, de nem a fogyasztást, hanem főként a magánberuházásokat élénkítve, a gazdaság visszaesésének és a munkanélküliség növekedésének a megállítására.

## MÉG MEGAKADÁLYOZHATÓ A LESZAKADÁS

Befejezésül levonható talán az a következtetés, hogy a magyar gazdaság nem véletlenül újra egyedülként válik le a régiót jellemző általános trendről. Szemben a környező országokkal (ezúttal beleértve Ausztriát, Németországot és Olaszországot is) a harmadik és a negyedik negyedévben csak nálunk maradt a negyedév/negyedévet jelző növekedési szám negatív. Sovány vigasz, hogy a többiek sem mutatnak robusztus növekedést, de legalább talán elmozdultak a mélypontról. A kormány tisztességes helytállása, a költségvetés korrekciója kétségtelenül visszarántotta hazánkat a szakadék széléről. A magyar gazdaságpolitika azonban továbbra is egy helytelen szerkezetű fiskális és monetáris politikai keverékre épül.

A költségvetési politika elkerülhetetlen szigora néhol ott jelentkezik, ahol nem kellene (példa erre a lakáspiacon a szocpol eltörlése), vagy ott enyhít, ahol épp az ellenkezője lenne indokolt (erre példa a fix egészségügyi járulék eltörlése). A monetáris politika pedig az elveket tekintve – az árfolyam-politika némi tévelygést követően ez alól üdítő kivétel – következetes folytonosságot mutat az elmúlt évekkel: a monetáris hatóság még a lehetőségét sem elemzi annak, hogyan lehetne egy különlegesen súlyos helyzetben a monetáris politikai eszközök megújításával mérsékelni a reálgazdaság válságát.

A mennyiségi értelemben eredményes fiskális konszolidáció nem teremtette meg a növekedés, a magasabb foglalkoztatás, a jobb életkörülmények feltételeit, alig javított a magyar gazdaság alacsony növekedési potenciálján. Némi malíciával azt lehet mondani, hogy a sürgős műtét ugyan sikerült, de továbbra sem biztos, hogy a beteg megéli-e a holnapot vagy a holnapután. A költségvetés és a monetáris politika újragondolása, a gazdaságpolitikai keverék átfogó átalakítása ezért elengedhetetlenül szükséges lenne a történelmi léptékű leszakadás, illetve az ország szociális szétesésének megállítása érdekében.

