

## Ki, miben felelős?

Észrevételek Surányi György diagnózis- és terápia-kritikájához  
Oblath Gábor<sup>1</sup>

Surányi György [Téves diagnózis, téves terápia](#) címmel megjelent írása nemcsak a szakmán belül, hanem azon kívül is nagy érdeklődést keltett. Az érdeklődés érthető, hiszen a korábbi jegybankelnök „a jegybankot” tette felelőssé a hazai gazdaság 2008 őszén megtapasztalt sebezhetőségéért, a nemzetközi válság következményeinek félreértéséért és félrekezeléséért. A vitairattal szemben többen, több oldalról fejtették ki ellenvetéseiket (lásd [Karvalits Ferenc](#), [Felcsuti Péter](#), [Pete Péter](#) és [Róna Péter](#) reakcióját.). Észrevételeimben nem foglalkozom az írás szélesebb (nem szakmai) kontextusával és a vita további hullámaival (lásd [Bánfi Tamás](#), [Vizvári Béla](#), [Kun János](#) cikkét).<sup>2</sup> Mondandómat néhány olyan kérdésre korlátozom, amely az eszmecserében az indokoltnál csekélyebb figyelemben részesült, vagy amelyről az írást vitató kollégáktól eltér a véleményem.

### *Ki, mit lát a képen?*

Az alábbi képet kétszer érdemes megnézni. Először úgy, hogy nem tudjuk a címét. Mit látunk rajta?



Most pedig úgy nézzük meg, hogy tudjuk: a kép „Az MNB allegóriája” címet viseli.<sup>3</sup> A legtöbben valószínűleg mindkét esetben ugyanazt látják. Ellenszenves, hajlíthatatlan inkvizítor, ruhátlan fiatal lány, nyugalmat és méltóságot tükröző vízesés egyaránt látható a képen (és sok más is beelátható), de ha valaki úgy tekint rá, hogy az csak taszító lehet, akkor annak is fogja látni.

---

<sup>1</sup> A szerző az MTA KTI főmunkatársa és a Költségvetési Tanács tagja; 2001 és 2008 februárja között az MNB Monetáris Tanácsának volt a tagja. Az írás, amely a szerző személyes véleményét tükrözi, a KTI 2010. február 18-án tartott szakmai rendezvényén elhangzott hozzászólásán alapul. A rendezvény előadója Surányi György volt.

<sup>2</sup> Megjegyzem azonban, hogy néhol követhetlenné válik, hogy ki, kivel is vitázik. Például Kun János, Karvalitscsal vitatkozva érvel amellett, hogy a 2008. októberi nagy emelés után túl lassú volt a jegybanki kamatcsökkentés, holott Surányi írta, hogy ebben az időszakban a kamatcsökkentés túlságosan gyors volt.

<sup>3</sup> A kép valódi címe: Hilos De Plata; festője Octavio Ocampo.

Surányi György évek óta mondja és írja, hogy szerinte rossz úton jár a monetáris politika. De ha ezzel a háttérrel vizsgálja az MNB felelősségét a nemzetközi válság hazai következményeiért, akkor azzal is számolnia kell, hogy a jegybankra vonatkozó előzetes ítéletei túlságosan is befolyásolhatják következtetéseit. Így a képből csak az inkvizítort látja, és rejtve marad a vizesés (a vonzó lányról nem is szólva).

### *A felelősség kérdése*

[Felcsuti Pétertől](#) és [Pete Pétertől](#) eltérően, nem látok problémát abban, hogy Surányi György felveti a jegybank felelősségének kérdését. Pete gunyorosan, Felcsuti komolyan érvelve utasítja el a felelősség firtatását, főként arra hivatkozva, hogy a nemzetközi válságot senki nem láthatta előre. Ez persze igaz, a jövőre vonatkozó tanulságok leszűréséhez mégsem lehet megkerülni a kérdést: az MNB és a mások által meghozott (vagy elmulasztott) döntéseknek volt-e szerepük abban, hogy Magyarországot sok más országnál rosszabb helyzetben érte és kedvezőtlenebbül érintette a nemzetközi krízis? Ennek fényében vetődnek fel a további kérdések.

### *A jegybank „alapvetése”*

Rendes körülmények között, normál üzletmenetben a jegybanki döntéshozók nem tudnak mit kezdeni (és nem is kell bármit kezdeniük) azokkal a bírálatokkal és javaslatokkal, amelyek eleve elutasítják az MNB „monetáris politikai alapvetését” (ezek [Karvalits Ferenc](#) szavai). Az alapvetés az inflációs célkövetésnek nevezett monetáris politikai keret, amelyben kitüntetett szerepe van annak, hogy az inflációs kilátások milyen irányban és mennyire térnek el a kormánnyal közösen kitűzött inflációs céltól. A jegybanki döntéshozók főként ebben a keretben értelmezik a makrogazdasági folyamatokat, ennek összefüggéseit szem előtt tartva hozzák meg az alapkamatra vonatkozó döntéseiket, és erre hivatkozva kommunikálnak a gazdaság – kitüntetetten a pénz- és tőkepiacok – szereplőivel. Ha olyan döntéseket hoznak, amelyek ebből a keretből kilógnak, és nincs nagyon világos magyarázat/jelzés arról, milyen specifikus tényezők okozták az eltérést, akkor a jegybanki politika következtelennek és követhetetlennek mutatkozik. Ezt pedig a pénzügyi piacok megbüntetik: az árfolyam gyengül, az állampapírhozamok emelkednek, és az állami nemfizetés elleni biztosítás ára (ez a bizalomhiány egyik fontos fokmérője) magasabb lesz.

Rendes körülmények között tehát lehet ugyan próbálkozni a jegybankárok jobb/más belátásra térítésével (lásd pl. [Surányi 2007-ben megjelent cikkét](#)), de aligha érhet célt a monetáris politika alapjainak megkérdőjelezése: a döntéshozók, ha akarnának, akkor sem tudnak ebből a keretből kilépni. Ahhoz, hogy komolyan megfontolják, revízióra, kiegészítésre szorulnak-e a monetáris politika alapjai és keretei, súlyos megrázkódtatásnak kell bekövetkeznie. Ez most megtörtént: a nemzetközi válság új helyzetet teremtett. A közgazdaságtant és a gyakorlati gazdaságpolitikát művelők világszerte önvizsgálatba kezdtek – sokan, sokhelyütt igyekeznek végiggondolni, hogy feltevéseikben, módszereikben, gondolkodásmódjukban mi lehetett a baj, továbbá milyen tévedések, melléfogások történhettek a rendelkezésükre állt információk értelmezésében és értékelésében. Az ilyen típusú önvizsgálat friss és számomra rokonszenves példája Oliver Blanchard és IMF-es szerzőtársainak a [makrogazdasági politika újragondolásáról](#) szóló írása. A fő kérdésük így szól: miben tévedtünk?

### *A jegybank és a kereskedelmi bankok*

Surányi György írása számomra két okból keltett csalódást. Egyrészt néhány fontos szakmai üzenetét – amelyre most a szokásosnál nagyobb lett volna a fogadókészség – úgy sikerült a jegybank általános, és csupán kis részben megalapozott elmarasztalásába becsomagolnia, hogy azokat csak nagy erőfeszítéssel lehet a vádaktól kihámozni. Másrészt az egyik vezető

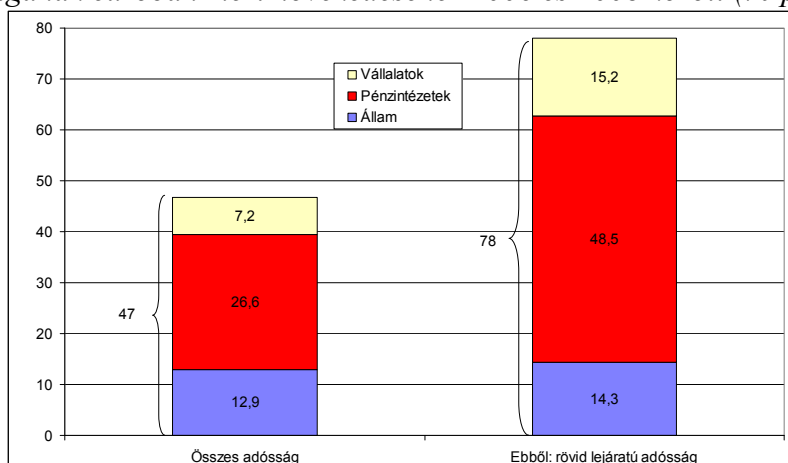
kereskedelmi bank elnökeként azzal teremthetett volna igazán erős fedezetet a jegybank felelősségének elemzéséhez, ha a magyar gazdaság sérülékenységéért viselt felelősség kérdését a kereskedelmi bankokra nézve is alaposan megvizsgálja. Valahogy úgy, mint Blanchard et al.: „mit gondoltunk, tettünk rosszul, miben tévedtünk?”

Ez azért fontos kérdés, mert ha valamiben, akkor a jegybank döntéshozóinak utólag [elismert](#) szakmai felelőssége – amelyben, a monetáris tanács egykori tagjaként, nyilván nekem is részem van – elsősorban az ügyben vethető fel, hogy csak beszéltünk, továbbá (a Stabilitási jelentésekben) csak írtunk arról, hogy a bankok kellő megfontolás nélkül, egymással versengve bővítik a fedezettel nem rendelkező háztartások devizában való hitelezését. Arról is csak írtunk és beszéltünk, hogy egyre élesebbé válik közöttük a „kockázat alapú verseny” (egyre kockázatosabb ügyfeleknek, egyre kockázatosabb „termékeket” adtak el). A jegybank tehát – az egyes szám harmadik személyre visszatérve – igenis figyelmeztetett arra, hogy veszélyes irányba visz a kereskedelmi bankok tevékenysége, tény viszont: *nem csapott a kezükre*. Igazat kell adni [Róna Péternek](#): bár az MNB-nek erre nem volt felhatalmazása, nem is kezdeményezte, hogy ilyen felhatalmazáshoz jusson. (Persze tudjuk: minden előírás és korlátozás megkerülhető, és a hitelezés bővülését aligha lehetett volna megakadályozni, az expanzió lassítására azonban lett volna mód.)

Mindamellet, egy kereskedelmi bank vezetőjének – még ha egyetemi tanárként jegyzi is írását – szakmája nevében is indokolt elszámolnia: miért nem folytattak körültekintőbb hitelezési politikát, miért nem figyeltek jobban a veszélyekre. Ez után már valószínűleg így szólna a kérdés: miért nem védett meg a jegybank önmagunktól? Miért nem akadályozott meg bennünket az önmagunkra, az adósokra és a nemzetgazdaságra nézve veszélyes és károsnak bizonyult hitelexpanziómban?

Az önreflexió hiánya zavarba ejtő azzal az egyébként jogos, jegybankot ért bírálattal kapcsolatban is, hogy a devizatartalékok szintje 2008 őszén, a válság kitörésekor túlságosan alacsonynak bizonyult. Nyilván senki nem vitatja, hogy jobb lett volna, ha magasabbak lettek volna a devizatartalékok. De hogyan lehet eltekinteni attól, hogy döntően a kereskedelmi bankok hitelfelvétele (a belföldi devizahitelezés forrása) növelte az ország rövidlejáratú külső eladósodását – amely a fokozott devizatartalék-igényt támasztotta?

*Az állam, a pénzüzetek és a vállalatok hozzájárulása az ország összes, illetve rövid lejáratú külső adósságának euróban mért növekedéséhez 2006 és 2008 között (%-pontban)*



Forrás: [MNB: Fizetési mérleg, külfölddel szembeni állományok](#) alapján saját számítás

Az ábrán látható, hogy 2006 és 2008 között az ország adósságának, különösen pedig rövid lejáratú adósságának növekedéséhez főként a pénzüzetek eladósodása járult hozzá. (Az összes külső adósság 47%-kal nőtt; ehhez a pénzüzetek mintegy 26%-ponttal járultak hozzá. Az összes adósságon belül viszont a rövid lejáratú adósság közel 80%-kal emelkedett,

amely döntően a pénzügyi rövid távú hitelfelvétel következménye – közel 50%-pontnyi hozzájárulás). Jobban meggondolva, Surányi azt kéri számon a jegybankon, hogy közpénzekből (elismerten jelentős költségekkel) miért nem fedezte kellően a kereskedelmi bankok – felelőtlennek bizonyult – rövid lejáratú külső eladósodását és az ebből nyújtott belföldi devizahiteleit. Ugyanakkor – írásának más helyein – abban marasztalja el a jegybankot, hogy az árfolyam alakulására is reagáló kamatlépéseivel egyfajta implicit árfolyam-garanciát nyújtott a devizahitelezőknek és a hitelfelvevőknek. De lehetett volna-e erősebb implicit garancia annál, mint hogy a jegybanki tartalékok együtt emelkednek a kereskedelmi bankok rövid távú külső eladósodásával és belföldi devizahitelezésével? Aligha.

Ennek ellenére, utólag el kell ismerni: ha a jegybank csak a szavát emelte fel, de érdemben nem korlátozta, illetve lassította a devizahitelezés expanzióját (és a rövidlejáratú külföldi adósság ezzel összefüggő növekedését), akkor magatartásával a devizatartalékok magasabb szintre való feltöltése lett volna összhangban.

### ***Amiben egyetértünk ...***

Amint utaltam rá, írásában Surányi elrejtett néhány fontos üzenetet, amelyre pedig a jegybank döntéshozóinak jó lenne odafigyelniük. Az egyik az, hogy kis, nyitott gazdaságban a reálárfolyam a monetáris politika szempontjából nagyon is számít – a jegybank nem szemlélheti tétlenül a valuta közgazdaságilag megalapozatlan, túlzott fel-, illetve leértékelődését, hanem tennie kell ellene. Ebből szerintem nem következik reálárfolyam-cél követése, csupán annyi, hogy tompítani kell azokat a kilengéseket, amelyekre közgazdasági modellek és egyszerű hüvelykujj-szabályok egyaránt figyelmeztetnek. (Ilyen volt a helyzet a forint 2008 közepén tapasztalt rendkívüli felértékelődésének idején – a túlértékeltségre [az IMF is felhívta a figyelmet – ld. 9. old.](#)) Ezzel szorosan összefügg a másik fontos üzenet: egy kis, nyitott gazdaságban a defláció fenntarthatósága a külső egyensúlyhiány, s így a külföldi adósságnövekedés fenntarthatóságától is függ. Ha a külföldi adósság emelkedése fenntarthatatlan pályára kerül, idővel ugyanez vár az árfolyam és a hazai infláció pályájára is. Végül azt is fontos üzenetnek tartom, hogy ügyelni kell a belföldi hitelállomány növekedésére és a magánszektor nettó pénzügyi megtakarításainak alakulására – nem elsősorban az inflációra gyakorolt közvetlen, hanem a külső egyensúlyon keresztül érvényesülő közvetett hatások miatt. Ezek a gondolatok jól kiegészíthetik az inflációs célkövetésre összpontosító jegybanki szemléletet.

### ***...és amiben nem***

Négy fontos kérdés van, amiben erősen különbözik a véleményünk: 1. a jegybanki kamatpolitika és a háztartási hitelexpanzió (nettó megtakarítások) kapcsolatának; 2. a hazai gazdaság különös sérülékenysége okainak; 3. a devizahitelezés hatásainak és 4. a 2008 őszi elhatározott fiskális kiigazításnak a megítélése.

### ***A válság előtti kamatpolitika, a hitelexpanzió és a megtakarítások***

A cikk azt állítja, hogy a magas jegybanki kamat okozta a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak csökkenését. „A forint és deviza kamatának nagyon nagy különbsége (...) és a várható inflációhoz viszonyított ugyancsak magas pozitív reálkamat szint (...) tovább pörgette főleg a lakossági (hitel-) keresletet, mérsékelte a belföldi pénzügyi megtakarítást.” Ha szerző azt írná, hogy a magas forintkamat, illetve devizakamattal szembeni jelentős különbség megváltoztatja a hitelkereslet *összetételét* (növeli a deviza-, és csökkenti a forint hitel keresletét), akkor a megállapítás sem magyarázatra, sem igazolásra nem szorulna. Azt is érteném (egyet is értenék), ha a magas forintkamat csökkenő belföldi jelentőségéről, s

az ebből adódó gondokról lenne szó. De az idézett kijelentés hangsúlyozottan az összes hitelkeresletre és az összes megtakarításra vonatkozik.

Abból, hogy a kamatszint (illetve -különbözet) mértéke és a hitelexpanzió üteme egyaránt magas volt, nyilván semmiféle oksági összefüggés nem olvasható ki. Sőt, alaposabb elemzés nélkül az sem mondható meg, hogy a hitelexpanzióban a kereslet alakulása vagy a pénzügyi intézetek agresszív kínálati versenye játszott-e fontosabb szerepet. (Én az utóbbira tippelnék.) Persze egy nem plauzibilis, a megszokott közgazdasági logikát kikezdő állítás akár igaz is lehet, csak be kell bizonyítani. Az írás azonban nem mutat be olyan lehetséges csatornákat, mechanizmusokat, amelyek révén a magas kamatok a feltételezett hatásokat kiváltanák, de olyan empirikus vizsgálatokra sem hivatkozik, amelyek e hatás létezését igazolnák. Így az az olvasó, aki bízik a szerző szaktudásában és osztozik a jegybanki politika iránti bizalmatlanságában, elhiszi az állítást, a többi olvasó pedig vagy átsiklik felette, vagy vakarja a fejét. A pénzügyi számlák (PSZ) vonatkozó adatai további okot adnak a fejtakarássra: a háztartások GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítása (a PSZ terminológiája szerint: nettó finanszírozási képessége) 2006 után főként a bruttó pénzügyi megtakarítások („pénzügyi eszközök tranzakciója”) csökkenése miatt esett vissza, a hitelfelvétel („pénzügyi kötelezettségek tranzakciója”) e folyamatban kisebb szerepet játszott.

*A háztartások pénzügyi eszközeinek és kötelezettségeinek tranzakciói és nettó finanszírozási képessége a GDP százalékában*

	2004	2005	2006	2007	2008	2007I-III	2008I-III
Pénzügyi eszközök tranzakciója/GDP	7,4	9,0	8,6	7,2	6,2	5,4	4,5
Pénzügyi kötelezettségek tranzakciója/GDP	5,1	4,8	5,3	5,7	5,0	5,4	5,4
Nettó finanszírozási képesség/GDP	2,3	4,3	3,3	1,5	1,2	-0,1	-1,0
<i>Változás az előző évhez (az előző év azonos időszakához) viszonyítva (%-pont)</i>							
		2005	2006	2007	2008		2008I-III
Pénzügyi eszközök tranzakciója/GDP		1,6	-0,4	-1,3	-1,0		-0,9
Pénzügyi kötelezettségek tranzakciója/GDP		-0,3	0,5	0,5	-0,8		0,0
Nettó finanszírozási képesség/GDP		1,9	-1,0	-1,8	-0,3		-0,9

Forrás: [MNB: A nemzetgazdaság pénzügyi számlái](#) alapján saját számítás

Miközben nehéz belátni, hogy a magas forintkamatok hogyan okozhatták a hitelek iránti összes kereslet expanzióját, ennél még nehezebb megérteni, hogyan idézhették elő a – döntően forintalapú – bruttó megtakarítások csökkenését. A megfejtés alighanem az, hogy a magas kamatok hatását erősebb tényezők ellensúlyozták. Ilyen lehetett a devizalapú hitelek kínálatának expanziója, és az a várakozás, hogy a 2006. évi fiskális kiigazítás gyorsan lecseng (mint emlékezetes: „nem fog fájni”), ezért hitelfelvétellel és a megtakarítások leépítésével érdemesnek látszott a fogyasztást simítani. (További magyarázatok: a magas jegybanki kamatnak a betéti kamatokra gyakorolt hatását ellensúlyozhatta a kereskedelmi bankok magas kamatmarzsa, valamint a kamatadó – ez utóbbira [Kun János](#) hívta fel a figyelmet.)

*Milyen tényezők okozták a magyar gazdaság sérülékenységét?*

Surányi érvelése szerint nem azért volt jelentős a magyar gazdaság közvetlen sérülékenysége 2008 őszén, mert magas volt az államadósság és nagy volt a devizahitelek állománya, hanem azért, mert nem volt kellően magas a devizatartalékok szintje. (Karvalits viszont arra emlékeztet, hogy az állam forint-finanszírozási csatornáinak kiszáradása volt a közvetlen ok – ezen a magasabb jegybanki devizatartalékok sem segíthettek volna.) De ha elégtelen volt a devizatartalék-szint, akkor vajon mennyivel magasabb szint lett volna a kritikus helyzetben elegendő? 2-3 milliárd eurónyi biztosan nem, 20-30 milliárdnyi talán igen, de ez is csak feltételezés – a dolog nem volt kipróbálva. Az sem világos, hogy technikailag hogyan lehetett volna a maximális biztonságot szavatoló szintre feltölteni a devizatartalékokat, ellenben

biztos, hogy ennek igen jelentős, közpénzekből fedezendő (az államháztartási hiányt növelő) költségei lettek volna.

A magyar gazdaság különös sérülékenysége azonban nem önmagában az államadósság és a hazai devizaadósság magas arányának (és szerintem nem is elsősorban a devizatartalékok relatíve alacsony szintjének), hanem számos, veszélyt jelző tényező egymásra torlódásának volt a következménye. Nálunk nemcsak a külföldi adósság nőtt meredeken és emelkedett a GDP arányában magas szintre, hanem a kereskedelmi bankok hitel/betét aránya is – a devizahitelek arányát tükrözve – ugyancsak gyorsan emelkedett igen magasra. A hazai bankrendszer sérülékenységi mutatói nem a környező visegrádi országokéhoz, hanem a balti országokéhoz hasonlítottak, de volt egy fontos különbség: a balti országoknak elhanyagolható volt az államadósságuk, miközben az államadósság/GDP ráta az EU új tagállamai közül nálunk volt a legmagasabb.

### *A devizahitelek a válság fényében*

Az írás makrogazdasági és gazdaságpolitikai szemléletű okfejtéséből feltűnően kilóg a devizahitelezés mikro-szemléletű mentegetése. A szerző érvelése szerint nem a devizahitelek, hanem az összes hitel növekedése bizonyult túlzottnak, mivel a devizahitelek nem tekinthetők az ügyfelek szempontjából sokkal kockázatosabbaknak, mint a forintbitelek (az utóbbiak esetében nem az árfolyam, hanem a kamat változása miatt viselnek az adósok kockázatot). A makrogazdasági folyamatok és a gazdaságpolitikai reakciók szempontjából azonban nem az a fontos, hogy a hitelfelvevők melyik típusú hitellel járnak jól vagy rosszul; az írás témáját tekintve az a kérdés, hogy melyik korlátozza a gazdaságpolitika mozgásterét.

Ha a szerző a válság előtt érvel amellett, hogy a devizahitelezés semmivel sem problematikusabb, mint a forintban való hitelezés, akkor csak azt lehet mondani: ki tudja – lehet, hogy igaza van. A válság kitörése után azonban világossá vált, hogy a jegybankot éppen a belföldi devizahitelek felduzzadt állománya akadályozza meg abban, hogy anticiklikus monetáris politikával enyhítse a gazdaság súlyos visszaesését. A monetáris kondíciók lazítása – s így a hazai valuta jelentősebb leértékelődése – számottevően tompíthatta volna a recessziót, mégpedig az infláció gyorsulása nélkül, hiszen a belföldi kereslet erősen csökkent. A nagyobb leértékelődés pénzt és jövedelmet pumpálhatott volna a gazdaságba, hiszen a nettó export (az áru- és szolgáltatásforgalmi egyenleg) többletet mutatott. A költségvetési politikának nem volt lehetősége a belföldi kereslet élénkítésére – erre mindjárt visszatérek – a monetáris politikának azonban lett volna, ha nem lettek volna ott a devizahitelek.

A devizahitelek megléte két okból is akadályozta a jegybankot abban, hogy anticiklikus politikát folytasson. Egyrészt azért, mert a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztette volna a hazai valuta jelentősebb leértékelődése (amire Surányi is utal: „...az árfolyam összeomlása 'csupán csak' pár százezer családot és az egész bankrendszert roppantotta volna meg”). Másrészt azért, mert indokoltan látszott a félelem attól, hogy a magánszektorban a nagyobb leértékelődés kedvező jövedelmi hatásait jelentősen ellensúlyozták volna a devizaadósság forintértékének emelkedéséből eredő, ellentétes irányú vagyonghatások.

Lehetünk tehát agnosztikusak abban a kérdésben, hogy a devizaadósság expanziója a háztartások szempontjából jó volt-e, de semmi kétségünk sem lehet abban, hogy makrogazdasági szempontból határozottan rossz volt. Pontosán akkor akadályozta meg a monetáris politika számottevő lazítását, amikor azt a gazdasági visszaesés szükségessé és egyben lehetővé is tette volna. Egyébként a „liability dollarization” (= devizahitelezés) ilyen természetű veszélyeire és a vonatkozó nemzetközi tapasztalatokra még jóval a legutóbbi válság előtt sokan felhívták a figyelmet (lásd például [Calvo és szerzőtársai](#) 2004-ben megjelent írását).

Az viszont, hogy – amint a szerző állítja – „nem konvencionális” monetáris politikai eszközökkel *lényegesen* tompítható lett volna a visszaesés, nincs kellően alátámasztva; ebben [Karvalits Ferenc](#) és [Felcsuti Péter](#) szkeptikus álláspontja felé hajlok. *Kvázi-fiskális* monetáris eszközök alkalmazása (például kedvezményes hitelnyújtás egyes célokra/szektoroknak) talán segíthetett volna, itt viszont a kemény fiskális korlátok jelentették az akadályt. Észrevételeim utolsó része e fiskális korlátok értelmezéséhez kapcsolódik.

#### *A 2008 őszi kiigazítási program*

A cikk a jegybank bűnlajstromához sorolja, hogy a 2008 októberi kormányzati kiigazítási program – amely a 20 milliárd dollárnyi nemzetközi hitel előfeltételét jelentette – „túlhűtötte” a gazdaságot. Az, hogy az MNB szorgalmazott volna „a válság egyébként is súlyos hatásait tovább eszkaláló fiskális szűkítést” semmivel sincs alátámasztva, de nem ez a lényeg. Ennél fontosabb és sokkal érdekesebb kérdés, hogy milyen információk birtokában és milyen döntési alternatívákat („trade-off”-okat) mérlegelve születhetett meg a fiskális kiigazítás mértékére vonatkozó döntés, amely az IMF-el kötött megállapodás alapjául szolgált.

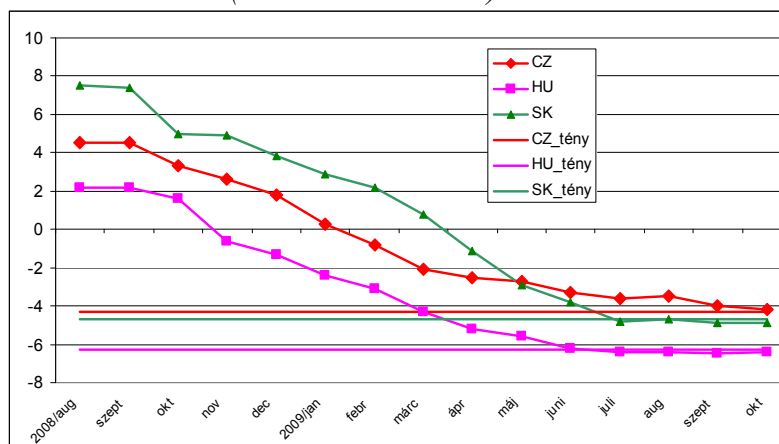
Sem a mérlegelésben, sem a döntésben nem volt részem, de egyetérttem a döntéssel. Ma is azt gondolom, hogy a 2008 októberében rendelkezésre állt információk alapján a prociklikus, vagyis a gazdasági visszaesést fokozó „fiskális szűkítésnél” sokkal sötétebb kilátások elé nézett az ország. Az akkori általános nemzetközi megítélés szerint Magyarország és a magyar állam egyaránt finanszírozási válság előtt állt. Ebben a helyzetben gyorsan és meggyőzően kellett olyan gesztusokat – vagyis az egyensúlyhiányok kiigazítására irányuló hihető bejelentéseket – tenni, amelyek egyértelműen kifejezték, hogy a kormány megértette a probléma természetét, azt kezelni kívánja és tudja is. A fiskális szűkítés bejelentése, majd bevezetése – a nemzetközi hitellel alátámasztva – meggyőzőnek bizonyult. (A jelek szerint Görögország most azért néz súlyos külső finanszírozási gondok elé, mert éppen e kettő hiányzik: [“good old bailout” – conditional on “getting the house in order”](#)).

Nem tudhatjuk, mit történt volna, ha az ország és az állam finanszírozási krízisének küszöbén a kormány – hosszú évek fiskális felelőtlenségével a háttérben – közli: arra számít, hogy a gazdaság visszaesik, ennek enyhítésére pedig a GDP-arányos államháztartási hiánycél 4%-ra való emelését látja indokoltnak. Nem tudhatjuk, hogy e feltételezett bejelentés milyen mértékű tőke kivonást, forintleértékelődést okozott volna, az állampapírok mekkora hozamemelkedését idézte volna elő; szerencsénknek tekinthetjük, hogy ezt nem is kellett kipróbálni. De nemzetközi tapasztalatokból tudható, hogy mindezek együtt hosszú évekre tehetik tönkre a reálgazdaságot (lásd például a már hivatkozott Guillermo Calvo egy másik [elemzését](#)). Ezért annak, aki higgadtan tekint vissza 2008 őszére, látnia kell: akkoriban a válság „hatásait eszkaláló fiskális szűkítésnek” valójában nem a válság következményeit enyhítő fiskális politika, hanem a valutakrízis és a gazdasági összecsuklás volt a tényleges alternatívája.

Ehhez képest részletkérdésnek tűnhet, mégsem érdektelen, hogy a döntéshozók 2008 őszen milyen prognózisoknak voltak a birtokában: tudhatták-e, hogy mekkora visszaesés elé néz a hazai és a nemzetközi gazdaság? Surányi szerint ugyanis „ahelyett hogy rögtön a válság legelején emelték volna 4 százalék körüli szintre az államháztartás hiányát (...) 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.”

Amint az alábbi ábrából látható, 2008 októberében még a hazai GDP 1,6%-os növekedését jelezte előre a [Consensus Economics](#) által felmért elemzők konszenzusa 2009-re, és csak ezt követően (a múltra vonatkozó friss információk alapján) kezdett gyorsan csökkenni az előrejelzések átlaga – csakúgy, mint Csehország és Szlovákia esetében. (2008 októberében az előrejelző intézmények GDP-növekedési prognózisainak átlaga Csehországra 3,3%, Szlovákiára 5% volt; az előzetes tényadat: 4,3, illetve 4,7 százalékos visszaesés.)

*A GDP 2009. évi volumenváltozására vonatkozó előrejelzések átlagának havi alakulása 2008 augusztusa és 2009 októbere között: Magyarország, Csehország és Szlovákia (százalékos változás)*



*Jelmagyarázat:* a három egyenes vonal a három ország 2009. évi GDP-csökkenésének tényadatát, a három görbe pedig a 2009. évi GDP-változásra vonatkozó – havonta változó – átlagos előrejelzéseket mutatja.

*Forrás:* A [Consensus Economics: Eastern Europe Consensus Forecasts](#) havi kiadványai alapján készített összeállítás

2008 októbere körül nemcsak a kutatóintézeti és piaci elemzői előrejelzések, hanem a nemzetközi szervezetek által közzétett prognózisok sem jelezték a nemzetközi és a hazai gazdaság jelentős visszaesését; ezekre hivatkozva sem lehetett volna a fiskális deficitcéltnövelni. A 4-5 százalékos hazai GDP-visszaesésre vonatkozó előrejelzések csak 2009 márciusa-áprilisa körül váltak általánossá (lásd az ábrát); ennek előrelátását pedig aligha korrekt a fél évvel korábban készített programon számon kérni.

Eredetileg azonban az októberi IMF-program sem volt annyira szigorú, mint amennyire utólag – elsősorban a külső piacok visszaesése miatt – bizonyult. A program a gazdaság 1 százalékos visszaesésével számolt, így figyelembe vette a GDP-arányosan mintegy 2 százalékpontnyi, a költségvetés úgynevezett strukturális (ciklikus és egyszeri tényezőktől megtisztított) egyenlegében tervezett megszorítás növekedés-visszafogó hatását. Főként a külső kereslet akkor előre nem látott mértékű visszaesésének, valamint az évközi további kiigazításnak volt a hatása, hogy a gazdaság tavalyi zsugorodása meghaladta a 6 százalékot, a strukturális egyenleg-javulás pedig a GDP arányában mintegy 3 százalékpontnyinak bizonyult.

Mindent egybevetve, a döntéshozók más információk birtokában és főként más alternatívával szembesülve döntöttek 2008 októberében, mint amelyek alapján Surányi György őket a válság hatásainak eszkáálásában elmarasztalja.

### **Tanulságok és kilátások**

Nyilvánvalóan rossz, hogy a 2009-es súlyos gazdasági visszaesést nálunk nem tompíthatták számottevően az úgynevezett automatikus fiskális stabilizátorok (amelyek például az adóbevételek csökkenése és a munkanélküliségi ellátások emelkedése miatti költségvetési hiány-növekedés révén csillapíthatják a recessziót.). A kilátásokat illetően azonban jó hír, hogy a 2008-ban elfogadott költségvetési felelősségi törvényben szereplő, és 2011-től teljes erővel működő hazai fiskális szabályok betartása nemcsak azt vonja majd magával, hogy az állami adósságráta a gazdaság növekedése esetén csökken, hanem azt is, hogy a költségvetés egyenlege végre nem erősíti, hanem enyhíti majd a gazdasági ciklusok hatásait.

Ez pedig visszavezet az alapkéréshez: ki, miért a felelős? A magyar gazdaság 2008 őszén tapasztalt sebezhetőségéért és annak következményeiért a jegybankot, a kereskedelmi bankokat és a pénzügyi felügyeletet egyaránt terheli felelősség. Úgy látom azonban, hogy a felelősség döntő része a korábbi *költségvetési politikára* hárul: a 2002 és 2006 közötti – Európában egyedülállóan durva és a gazdasági ésszerűséget tökéletesen nélkülöző – prociklikus élénkítésnek az árát kellett a 2009-ben elszenvedett prociklikus fiskális megszorítással megfizetni. Az érvényes hazai fiskális szabályok betartása azonban elejét veheti annak, hogy ez a minta megismétlődjék.