

BOD PÉTER ÁKOS

A magyar pénzpolitika nemzetközi meghatározottságáról

A magyar gazdaságpolitikát negyed évszázada kritikusan befolyásolja a nemzetközi finanszírozási helyzet, a pénzügyi piacokhoz és a nemzetközi pénzügyi intézetekhez fűződő viszony. A 2010-től folytatott magyar politika fontos vonatkozásokban eltér a nemzetközi szervezetek ajánlásaitól. Európában a recesszió alatt a gazdaságpolitikák sokfélesége mutatkozott meg: a korábbi doktrinális egyöntetűség helyébe a gazdasági felfogások pluralizálódása lépett, gyakoribbak az aktivista kormánypolitikák. A recessziós időszak után azonban nem állt vissza a status quo, hanem elnyúló konszolidációs szakasz következett, amelynek során a nemzetközi pénzügyi piacok már kritikussabbak a nem szabványos kormányzati megoldásokkal szemben. Az európai intézményrendszer pedig a közös szabályok által kikényszerített, pénzügyi fegyelem irányába mozdult el 2009 után. Mindezek következtében az ideiglenesen tágabbá váló magyar gazdaságpolitikai mozgástér ismét visszaszűkülhet az európai konszolidációs erőfeszítések miatt.

1. GLOBÁLIS FÜGGÉS ÉS LOKÁLIS VÁLASZ

Ebben az esszében a magyar költségvetési és monetáris politika mozgásterének külső meghatározóit tekintem át, megkísérelve a hazai gazdaságpolitika gyors mozgásainak az értelmezését. Maga a külső környezet radikális változásokon esett át: a pénzügyi krízis hatására 2008-tól az addig uralkodó gazdaságpolitikai, pénzügyi felfogásban egy sor korábbi bizonyosság rendült meg. A korábitól nagyban eltért számos befolyásos ország kormányzati fellépése fejlett piacgazdaságokban is: hosszú idő óta először államosítottak pénzügyi intézetet, piacvédő intézkedéseket vezettek be, kétszámjegyű államháztartási hiányt produkáltak recessziós évben. Hazánkban szintén éles fordulatokat vett a gazdaságpolitika, előbb a nemzetközi intézményektől felvett hitel kondíciói miatt, majd a 2010-es politikai változások után. Pénzügyi életünket szokatlan intézkedések érintették, rövid időn belül nagymértékben megváltoztak a szabályozási és adózási viszonyok.

A gazdasági adatok és fejlemények áttekintésével könnyű bemutatni, hogy gazdaságpolitikai reakcióink az utóbbi időben sok vonatkozásban eltérnek a releváns vonatkozási keretül szolgáló országcsoportéitól, azaz valóban érvényesül egyfajta „magyar út”. Másfelől azonban az is nyilvánvaló, hogy a magyar gazdaság a nemzetközi pénzügyi folyamatoknak, eseményeinek közvetlen és azonnali hatása alatt áll. Az alábbiak annak a kifejtésére irányulnak, hogy miként jött létre, valamint milyen következményekkel jár a sajátos magyar gazdasági helyzet és a magyar gazdaságpolitika más országokétól eltérő karaktere; az hogyan egyeztethető össze a nagyfokú gazdasági-pénzügyi nyitottság tényével.

2. A NEMZETI GAZDASÁGPOLITIKAI VÁLASZOK GAZDAGSÁGA

A makrogazdasági folyamatok gyors változásai idején az elemzők, a döntéshozók az új viszonyokra és a hirtelen változó körülményekre koncentrálnak, hajlamosak elfelejteni a múlttól, holott az új helyzetre adott, eltérő viselkedést gyakran éppen az adott gazdaságra vonatkozó *útvonal- (pálya-)függőség* magyarázza.¹ Amikor az akkori magyar kormány 2008 őszén az európai hatóságokhoz és a Nemzetközi Valutaalaphoz (IMF) fordult pénzügyi segítségért – elsőként az EU tagállamai közül –, ez a fordulat ugyan elég váratlanul következett be, mégsem mondhatni, hogy ne illeszkedett volna egy hosszabb folyamatba. Gazdaságunk már a politikai rendszerváltozás idején nyitottnak számított, majd gazdasági és pénzügyi nyitottsági mutatóink tovább nőttek a rákövetkező két évtizedben, amelynek során intézményesen végleg integrálódunk az immár globális gazdasági térbe. Azonban a volt tervgazdaságok között már az 1970-es évek közepétől megkülönböztette a magyar gazdaságot – és egyben determinálta a lehetséges gazdaságpolitikai opciókat is – az állam külső eladósodottságából fakadó, *pénzügyi kitétség*. Az üzleti hitelezőkkel szembeni eladósodottságnak lett a következménye, hogy a fizetéseképtelenség elkerülése érdekében az államszocialista rendszer akkori vezetői – minden politikai ellenérzésüket félretéve – már 1982-ben beléptették az országot az IMF-be, és újabb hitelek felvételével tartották fenn az állam külső finanszírozását.

A külső adósságnak mint gazdaságtörténeti előzménynek komoly magyarázó szerepe volt és maradt mindmáig a magyar pénzügyi politika alakulásában. Az tehát, hogy a nemzetközi fejlemények és változások szinte azonnal „begyűrűznek” mihozzánk, és hogy a pénzügyek terén Magyarországra alkalmazkodási kényszer hat, már jó ideje a bevett igazságok közé tartozik. Ebből az előéletből ugyanakkor nem következik, hogy a politikai rendszerváltozást követő, szűk két évtized múlva, 2008-ban ismét éppen a magyar állam legyen kénytelen nemzetközi szervezetekhez fordulni, és nem például Lengyelország, vagy a volt Csehszlovákia két utódállama. Sőt azt kell kimondanunk, hogy a magyar politikai osztály a többszöri államcsődveszély ellenére nem volt képes levonni az előzményekből azt a nyilvánvaló következtetést, hogy az állam túlzott eladósodását és az azzal járó, óriási kockázatokat és potenciális veszteséget el kell kerülni. Ilyen konszenzus nem alakult ki a közvéleményben sem, holott a két évtizeddel ezelőtti körülményekhez képest immár tényleges piaccgazdaság van nálunk, és családi, vállalati hitelügyletek révén millióknak mindennapos élménye a pénzügyi nyitottság.

Amennyire nehezen érthető és különös a magyar politikai elit és a közember megragadása egy rossz viselkedési mintában, annál érthetőbb, hogy az előzmények ismeretében a szakmai elemzők, hitelminősítők és egyéb professzionális megfigyelők Magyarországot mára besorolták a pénzügyileg kevésbé konzervatív, és ezért inflációra hajlamos, pénzügyileg sérülékeny országok közé. Ez a kategorizálás nyomon kísérhető a szuverén kockázati minősítésünkben, a CDS-felárakban, az eurózónába való, várható belépésünk időpontjának elemzői becslésében. Témánk miatt fontos annak a beismerése, hogy a valamikor „reformszocialista bezzegország”, majd a „tranzícióban élen járó tagjelölt” státuszából a 2000-es évek után először csak egyike lettünk a „feltörekvő”, illetve „konvergáló” gazda-

1 NELSON, R. & WINTER, S. [1982]

ságoknak, majd a krízis után azon kell igyekeznünk, hogy ne társítsák nevünket a súlyosan problematikus PIGS (PIIGS) országokéval.²

Ezzel azonban előrefutottunk: ami a nemzetgazdasági adatokat illeti, a pénzügyi és kereskedelmi nyitottság terén a miénkhez hasonló a helyzet a kelet-közép-európai térségben, amelyet a földrajzi közelség és a történelmi előélet alapján természetes összehasonlítási keretnek tekinthetünk: az *európai volt tervgazdaságok* („*tranzíciós országok*”) csoportjában. Mégsem követett minden ország azonos gazdaságpolitikai pályát az államszocialista rezsimek 1989/1990-es összeomlását követően. Valójában a mögöttünk álló két évtizedben a magyar átalakulásnak egy sor igencsak sajátos, másokétól eltérő fordulatát éltük meg. A térség gazdasági – és különösen pénzügyi – kitettségének a ténye tehát nincs ellentétben a gazdaságpolitikai pályák sokféleségével, részben természetesen a pénzügyi starthelyzetben fennálló eltérések miatt.

Eltérően például az 1990-es évek legelejének lengyel átalakulásától, amely az ország már évek óta tartó nemzetközi fizetéseképtelenségi állapotában, az IMF mint végső hitelező erőteljes irányítása mellett ment végbe, minálunk a tranzíciós válság alatt is sikerült megőrizni az állam fizetőképességét, és ezzel a nemzetközi tőkepiachoz való hozzáférést. A magyar állam (pontosabban a nevében fellépő Magyar Nemzeti Bank) mindvégig jelen volt a piacokon kötvénykibocsátóként, miközben más tranzíciós országok még nem léptek ki a világ pénzügyi piacaira.

Érdeemes felidézni, hogy a rendszerváltoztató kormányok a súlyos nehézségek közepette mekkora erőfeszítéseket tettek a nemzetközi pénzügyi élet hivatalos- és magánszereplőivel való kapcsolat folyamatos fenntartásáért, és az esetleges külső fizetéseképtelenséggel járó megrázkódtatások és veszteségek elkerüléséért. Az erőfeszítések pozitív következményei közé sorolható a közvetlen külföldi befektetések (FDI) beáramlása, amely máskülönben nem valósulhatott volna meg már az 1990-es évek legelejétől, enyhítve a történelmi méretű tőkehiányunkon. A fizetőképesség fenntartásának politikájára viszont az adósságállomány tartósságát is magával hozta, ami nyilvánvalóan mindaddig visszahúzó tényező és a külső sérülékenység forrása, amíg a hazai megtakarítások gyarapodásának és a gazdasági növekedésnek az együttes hatására el nem jelentéktelenik az öröklött adósságteher. Nem így lett: a magyar gazdaságpolitika csak átmenetileg volt képes akár csak megközelíteni is a fenntartható költségvetési pályát, a megtakarítás kultúrája pedig nem fejlődött ki. Ellenkezőleg: a minden más térségbeli országnál erősebb politikai ciklusok 1994 és 2010 között a költségvetési hiányelfutások szabályos görbéit rajzolták fel (2010 sajátos okok miatt lett

2 Az EBRD úgynevezett *tranzíciós indexei* (amelyek tulajdonképpen a volt tervgazdaságok elé mintaként állított, szabadpiaci modellnek való intézményi megfelelés szerint osztályozzák a bank működési célországait) mindig is jó képet adtak a magyar viszonyokról – azokban az években is, amikor a magyar gazdaságpolitika nyilvánvalóan súlyosan hibás pályára került. A jó indexeknek azonban nincs érezhető üzleti hozama, ezzel szemben a legutóbbi idők európai fejleményei közepette az elemzői figyelem igen erősen összpontosult az államháztartási hiány és az államadósság mértékére, az államadósság fenntarthatóságára. Ebben a kontextusban terjedt el az erősen dehonesztáló PIGS csoportnév a jócskán eladósodott portugál, itáliai, görög és spanyol államra, amelyhez a korábbi növekedési sztár, Írország is társult. 2009/2010-es adataink alapján sajnos sokkal közelebb állunk ehhez a csoporthoz, mint az európai mércével mérten csekély államadósságú, új tagállamok átlagához – pedig erős érdekünk lenne az előbbiekkal való asszociáció elkerülése.

kivétel), amihez a háztartások gyorsuló eladósodása társult az áttekintett időszak második évtizedében.

Szembeötlő, hogy gazdasági életünk mennyire függ a belpolitika szférájában zajló mozgások eredőitől. A rendszerváltozás kezdetén feltételeztük, hogy a piacgazdaságra való átteréssel a gazdasági folyamatok autonómiája ugrásszerűen megnő. Remélni lehetett, hogy a rendszerváltozás kiteljesedésével a politika élet ciklikus alakulása, a választások miatti kormányzati ritmus már nem gyakorol különösebb hatást a gazdaságra. Nem így történt hazánkban, ahol igen markáns ciklikusság fejlődött ki.³

A fejlett piacgazdaságokra szintén hat a politika önmozgása, és megfigyelhető bizonyos üzleti-politikai ciklikusság. Érthetően: a modern piacgazdaságban jelentős az állami szektor megrendelő, pénzköltő, szabályozó, foglalkoztatási szerepe, azaz a közszektor erősen és közvetlenül kihat a teljes gazdasági életre. Ám a kiforrott demokráciákban a választók átlátanak a megvásárlásukra irányuló politikai manipuláción, és nem támogatnak olyan kormánypolitikát, amely a nem túl távoli jövőben nagy adóemelésekkel fogja megfizettetni velük a nagyvonalú állami pénzosztogatás költségeit. A független sajtó meglepte is fékként hat a rövid távú politikai akciókkal szemben: az üzleti élet szereplői is felemelik a hangjukat az ilyen kísérletek láttán.

Hazánk átmeneti, sajátos állapota abban is megnyilvánult az áttekintett időszakban, hogy nálunk a voksvásárló, populista gazdaságpolitikai lépésekkel szemben gyenge volt az ellenállás. A választási években rendre megnőtt az államháztartási deficit, azt követően pedig – és ez a jobbik eset – jelentős kiigazítás következett be. A gazdaság politikai okú „rángatózása” hazánkban különösen nagy erővel hat ki a gazdasági életre; mindenesetre erőteljesebben, mint a többi térségbeli országban.

Abban is különbözünk a régió sok más országától, hogy a privatizációs folyamat – amelynek alaptechnikája minálunk a piaci értékesítési eljárás volt – elég korán kiterjedt a biztosítókra és a bankokra. Miközben akkor még több más országban a magánosítást ezekben a szektorokban el se kezdték, vagy a privatizációnak a kuponos technikájával és az inkumbenseket (a liberalizáció előtt teljes mértékben állami tulajdonú, majd privatizált távközlési szolgáltatókat) helyzetbe hozó, egyéb módszereivel próbálkoztak, nálunk korán megkezdődött a pénzügyi szervezetek államtalanítása. Eltért tovább a bankkonszolidációs folyamatnak nevezett feltőkésítési, átstrukturálási műveletek magyar technikája és időzítése is a térség más országainak a gyakorlatától: a cseh gazdaságban például a mienknél jó néhány évvel később, komoly makrogazdasági megrázódtatás közepette került sor a bankok feltőkésítésére. Az, hogy a magyar pénzügyi szektor konszolidálása és államtalanítása előbb történt, mint az országocsoport más államaiban, modernizációs előnyökkel járt hazánkra nézve, másrészt viszont ott, ahol a transzformációs krízistől időben elváló, külön bankválság következett be az 1990-es évtized végén, mint a cseheknél, a döntéshozókban jobban tudatosult a makroprudencia fontossága.

Noha a globális folyamatoknak a pénzügyi rendszer van leginkább kitéve, átalakítása mégis igen sokféle formát öltött a térségben. A mienktől nagyban eltérő irányt vett a külföl-

3 Az üzleti politikai ciklusok alakulásával kitéjdt szakirodalom foglalkozik, lásd pl. BENCZES-ÜRÖGDI [2008], NÉMETH A. [2011].

di tulajdonnal szemben óvatos *szlovén* út, vagy a másik végletként a globális folyamatokat magabiztosan igénylő és vállaló *balti* hozzáállás. Ezek ráadásul sikeres fejlődési útnak bizonyultak, egészen a nemzetközi pénzügyi válság kitöréséig.

Mindez azt példázza, hogy az ún. *washingtoni konszenzust* közvetítő valutaalapi nyomás, illetve az európai uniós tagságból következő intézményi-politikai konvergencia és egyéb külső befolyásolások ellenére, jelentősen eltérő nemzeti utakat jártak be a térség országai.⁴ Két évtized alatt a liberalizálás és deregulálás terén meglehetősen nagy mértékbeli különbségek fejlődtek ki az úgynevezett posztszovjet térségben. Elég illusztrációként például a *Heritage Foundation* által összeállított *Gazdasági szabadság* mutatót tekinteni: ebben hazánk 2011-es helyezése a világ 179 elemzett országa között az 51-ik, míg Észtország a 11-ik helyet kapta (megelőzve az „angolszász” Nagy-Britanniát), Csehország a 28-ik, Szlovákia a 37-ik, míg Franciaország a 64-ik (!), Szlovénia vagy Lengyelország pedig még lejjebb található.⁵

A liberalizáltsági sorrendben való elhelyezkedés és általában is az addigi közgazdasági konszenzusnak, elméleti fősodornak való megfelelés azonban hirtelen jelentőségét veszítette a 2007 utáni, világméretű pénzügyi zavarok nyomán, hiszen a legkomolyabb visszaesést gyakran az addigi „jó tanulók” szenvedték el a nagyfokú nyitottságuk következtében. Igazából annyira meggyengült mára az addig meghatározónak számító, washingtoni konszenzus, hogy a sajátos *nemzeti különutak* tényét elfogadja a nemzetközi pénzügyi világ; 2008 őszétől egymás mellett léteztek klasszikus és módosított keynesi gazdaságpolitikák, kínálati oldali politikák, valamint eklektikus nemzeti megoldási kísérletek (ezek egyike a 2010 nyarától folytatott magyar gyakorlat).⁶

3. A VÁLSÁGBAN AKTIVIZÁLÓDNAK AZ ÁLLAMOK

Az előzményeket azért érdemes felidézni, mert a 2007 után kibontakozó, nemzetközi pénzügyi turbulencia és az abból kifejlődő pénzügyi válság a nemzeti eltéréseket, az államok gazdaságpolitikai viselkedésének sajátosságait új módon exponálta. Egyfelől elmondható a 2007–2010 közötti időszakról, hogy a gazdasági és a pénzügyi folyamatok roppant erős *szinkronizáltságot* mutattak; éppen a szinkronizáltság és az abból fakadó „fertőzés”, valamint a gazdaságok intenzív összekapcsoltsága miatt vált a válság globális jellegűvé.⁷ Másfe-

4 A washingtoni konszenzus kifejezést még 1989-ben az amerikai *John Williamson* vezette be annak a liberalizáló-dereguláló-privatizáló gazdaságpolitikai felfogásnak a szinonimájaként, amivel a Washingtonba látogató harmadik világbeli vagy posztkommunista országbeli politikus szembesült az IMF-nél, Világbanknál, vagy az amerikai kormánynál, a vezető kutatóintézetekben. A francia *Fitussi* nevéhez köthető a Washington–Brüsszel-konszenzus fogalma – amit ő kritikai érrel, sőt elítélően használ – az új tagoknak és a feltörekvő gazdaságoknak adott, egybehangzó „nyugati” gazdaságpolitikai ajánlások leírására.

5 2011 Index of Economic Freedom

6 Ezen a helyen nincs mód elemezni a második Orbán-kormány első hónapjainak gazdaságpolitikáját; az első intézkedésekre vonatkozó, rövid személyes elemzésem megtalálható a *Magyar Szemlében* (BOD [2010]).

7 L. BINI SMAGHI [2010]: „*The synchronized manner in which shocks have been transmitted across market segments and countries is perhaps what distinguishes this crisis from previous ones. The growing interconnectedness of the world economy has enabled the crisis to spread above and beyond what would be warranted by fundamentals and to attain a truly global dimension.*”

lől viszont jelentős eltérésekkel reagáltak a különféle országok; eleve nem mindegyik kontinensre terjedt ki a krízis, és a hatások is elég nagy mértékben szóródtak azonos kontinensen vagy gazdasági csoportosuláson belül.

Ami azonban a legfeltűnőbb: erősen megnőtt a *kormányzati aktivitás* a válságkezelés ügyeiben mind a fejlett országokban, mind pedig a perifériát alkotó térségekben. Ez utóbbi érdekes fejlemény, mert a rendszerváltoztató és a fejlődő országok a korábbi hasonló pénzügyi krízisek során igyekeztek úgy eljárni, ahogy a világgazdaság vezető gazdaságainak a *neoliberális* szemléletű tanácsai sugallták: visszafogott állami aktivitás, a fősodor szerinti stabilizációs kúra alkalmazása. Mára azonban a gazdaságpolitikai felfogásokat tekintve is meglehetősen eltérő módon fejlődött a világ. A válságra különféle doktrinális alapon adtak választ az országok: jelenleg nincs olyan erejű gazdaságpolitikai fősodor, mint volt 2008-ig. Fontos felzárkózó gazdaságok (így például India és Kína) eleve nem szenvedtek sokat a pénzügyi központok viharainak közvetlen hatásaitól, míg máshol a megszokottól nagyban eltérő karakterű gazdasági és pénzügyi politikát folytattak az adott kormány lehetőségeinek és politikai felfogásának függvényében.

Mindebből az is következik, hogy az európai periférát alkotó országcsoportban, ahova hazánk is tartozik, nagyobb tere nyílt az egyéni pénzügypolitikai cselekvésnek anélkül, hogy a nemzetközi pénzügyi piaci szereplők különösebben fennakadtak volna a sajátosságokon. A pénzpiacok azért sem „büntették” váratlan tőkekiáramlás vagy más, potenciálisan káros műveletek formájában a feltörekvő piacok többségét a 2007 utáni turbulenciák során, mert éppen a megelőző krízisek (az 1990-es évek latin-amerikai, kelet-ázsiai valutaváltságai, az európai tranzíciós országok bankválságai) megleckéztették az érintett országok hatásait a makrogazdasági egyensúly fenntartásának és a pénzügyi közvetítő rendszer prudenciális szabályozásának fontosságáról – és a leckét jól megtanulták. A válság így a feltörekvő országok zömét meglepően jó makroprudenciális állapotban találta.⁸

A nemzeti pénzügyi politika mai mozgásterét érintő tényezők áttekintése előtt célszerű kiemelni azt, amiben a mostani válság eltér a nagy gazdaságok döntéshozóinak történelmi tapasztalatait formáló, korábbi krízisektől. A világgazdaság centrumát alkotó országokban a recesszió lefutása jelentősen eltért a nagy világgazdasági válsághoz képest: miközben 2008 és 2010 között majdnem olyan mély volt az ipari termelés esése, mint az 1930-as világválság első éveiben, ezúttal az egyéni fogyasztás a válság alatt csak csekély mértékben gyengült, vagy éppen stagnált a fejlett gazdaságokban, és a munkanélküliség sem többszöröződött meg: a hagyományos depressziót sikerült elkerülni.⁹ A gazdaságpolitikai döntéshozók az érintett országokban az aggregált kereslet legnagyobb tételét kitevő, lakossági fogyasztást pénzügy-politikai eszköztáruk erőteljes felhasználásával támogatták meg. Következésképpen viszont rövid időszak alatt ezekben az országokban hatalmas államadósság halmozódott fel.

Hazánk esete azonban más, nehezebb: a visszaesés 2009-ben mélyebb volt, mint az európai átlag. Ez egyébként az *európai felemelkedő gazdaságok* többségéről elmondható. A vártnál mélyebb visszaesés általános okai között megtalálható a *gazdasági nyitottság*, amely a megelőző évek pénzügyi-kereskedelmi liberalizációjának és az exporttól való függésnek

⁸ MORENO [2011]

⁹ BORDO & LONDON-LANE [2010]

a következményeként alakult ki. A nyitottság nem egyszerűen állapotváltozó, hanem a válságig uralkodó gazdasági felfogás szerint a „jó gazdaságpolitika” sikermutatója is. A rendszerváltoztató országok mindegyike gyors ütemben nyílt meg a nemzetközi tőkeáramlások előtt, aminek hála, a gazdasági növekedési teljesítmény az országok többségében jól alakult – a krízisig. Viszont dokumentálhatóan éppen a nagyfokú nyitottság következményeként szenvedtek el 2008 után az európai átlagnál nagyobb gazdasági visszaesést, valutaleértékelődést, tőzsdeesést, életszínvonal-csökkenést.¹⁰

A fejlett európai gazdaságokban, különösen az Egyesült Államokban a pénzügyi rendszer helyreállítása meglepően gyorsan megtörtént 2010 végére – amiben nagy szerepe volt a rendszerkockázatot képviselő pénzintézeteknek nyújtott, állami segítségnek. Egyidejűleg azonban az érintett országokban korábban szokatlan méretű államháztartási hiányok álltak elő. A deficit megugrásának csak kisebb részéért felelős a bankok kimentése vagy megerősítése; főként az elmaradt adóbevételek, és másfelől a megnövekvő szociális kiadások duzzasztották fel a deficitet. Mégis összekapcsolódott a két jelenség: 2010-re a *szuverén eladósodás* vált a fő gazdasági problémává Európában, mivel egy sor állam adósságpozíciója veszedelmesen megromlott, emellett a politika világában és a közvéleményben felerősödtek a *bankokkal és a bankárokkal szembeni ellenérzések*.

4. A GAZDASÁGPOLITIKAI MOZGÁSTÉR A VÁLSÁG ALATT ÉS UTÁN

Ez az a nemzetközi (és európai) környezet, amelyhez a magyar gazdaságpolitikának viszonyulnia kellett 2008 előtt, majd a válság kitörését követően is. Itt azonban ismét megmutatkozik az európai folyamatok és a magyar trendek között diszkrépancia: a magyar állami eladósodás előbb kezdődött, és egészen más lefutást mutatott, mint az európai országok zömében; a gazdasági ütemcsökkenés is már jóval a 2008-as pénzügyi zavarok előtt bekövetkezett. Bár az események meglepetésszerűen fejlődtek ki, az elemzők már észlelték 2005 körül, hogy a magyar *nemzetgazdasági fundamentumok* nincsenek rendben, és hogy a kormányzati gazdaságpolitikák sokat rontottak a relatív helyzetünkön.¹¹ Hazánk úgy lépett be az Európai Unióba, hogy azonnal ún. *túlzott deficit eljárás* indult meg ellene a Stabilitási és Növekedési Egyezmény megszegéséért (mivel a GDP-hez mérve mindig is jóval a határértéknek számító 3% feletti volt az államháztartási hiány). Az EU-nak átadott, első két konvergenciaprogram egyikét sem tartotta be a kormány. Akkor mindennek közvetlen következményei még nem lettek, ám mint utólag bebizonyosodott, a *gazdaságpolitika hitelessége* súlyosan és tartósan sérült.

Mіндеzen hatások együttes következtében 2008 ősze Magyarországon makrogazdasági kereteinek *gyors romlását* hozta meg. Különös helyzetbe került hazánk azzal, hogy a megelőző években kialakult, tartós és nagyarányú államadósság miatt a magyar állam nemcsak hogy nem élhetett a recessziós időkben kézenfekvő költségvetés-élénkítési eszközökkel, hanem éppen ellenkezőleg: a korábbi költségvetési kiigazítás (megszorítás) folytatására kény-

¹⁰ BOD [2009]

¹¹ A Standard & Poor's-nél és a Fitch-nél 2000 és 2005 között, a Moody's-nél 2002 és 2005 között az *A*, illetve az *A3* kategóriába tartozott a magyar szuverén kockázat, és utána romlott le 2010 végéig a befektetőknél ajánlott kategória aljára (a „bukott angyal” státusztól már csak egy fokozatra).

szerült. Míg a szomszédos országokban állami gazdaságélénkítő programokat indítottak, csökkentették az adóelvonásokat, több központi bank (illetve az eurózóna országaiban az Európai Központi Bank) mérsékelte az irányadó kamatok szintjét, addig hazánkban ezzel ellentétes gazdaságpolitikai klíma érvényesült 2008 végétől – alapvetően a nemzetközi hitellezők kívánsága szerint.

2010 áprilisában fordulat állt be a magyar belpolitikában, amikor a leadott szavazatok 53 százalékát elnyerő pártkoalíció a parlamenti helyek 68 százalékát kapta, amivel kétharmados, minősített többségre tett szert. A májusban hivatalba lépő (második) Orbán-kormány a gazdaságpolitikában a korábitól nagyban eltérő fogalomhasználattal, kormányzati szerkezettel, intézkedésekkel fogott hozzá egyfajta sajátos „magyar út” követéséhez.

A kormány programjának és döntési gyakorlatának megértéséhez utalnunk kell a közvetlen előzményre, a 2009-es évre, amikor gazdaságunk nagyobb mértékben zsugorodott, mint az eurózóna, és különösen nagy lett a kontraszt például a lengyelekhez képest. A 2008. novemberi IMF/EU-hitelcsomag fejében vállalt hiánycéltartás, a közkiadások kényszerű visszafogása mélyítette a recessziót, a gazdaságpolitikában pedig az átmenetiség érzése, a *távlat hiánya* az elkerülhetetlennél is jobban visszavetette a magyar üzleti aktivitást. A fejlemények a 2010 tavaszán hivatalba lépő miniszterelnököt megerősítették a „megszorítások” értelmetlenségéről és egy új felfogású gazdaságpolitika szükségességéről korábban kialakult nézeteiben. Ám más előzmények is hathattak az új kormány gondolkodására: a nyugati kormányok maguk is rendkívüli lépéseket tettek, keményen léptek fel az addig érinthetetlennek gondolt nagybankokkal szemben, nemzeti piacvédő (sőt: protekcionista) reflexek keltek életre. Úgy látszott, hogy az új európai helyzetben valóban újfajta módon lehet politikai, gazdaságpolitikai döntéseket hozni, ha van hozzá kellő politikai erő és elszántság.

2010 nyarának magyar kormányzati intézkedései között volt olyan, amely a választók támogatásának megerősítését szolgálta, de a fontos döntések némelyike a *kínálati oldali közgazdaságtan* elnevezésű gazdaságpolitikai irányzat ajánlásai szerinti: ilyen (nem válságadóval terhelt, körbetartozó vállalatoknál) a nyereségadó, valamint a személyi jövedelemadó mérséklésének meghirdetése a gazdasági növekedés beindításának szándékával. A kínálati oldalt erősítő adócsökkentésnek azonban az az ára, hogy a deficit ideiglenesen megnő. Itt viszont belépett a gazdaságpolitikai döntéshozatal *külső korlátja*: a hivatalos hitellezők (a Nemzetközi Valutaalap és az Európai Unió) nem bizonyultak partnernek ahhoz a kísérlethez, amelynek keretében kormányunk 2010–2011-ben a hitelszerződésben szereplőnél nagyobb államháztartási hiány árán alkalmazott volna *költségvetési stimulust* a későbbi nagyobb gazdasági növekedés reményében.

A hitelnyújtó partnerek álláspontja érezhetően meglepte a magyar döntéshozókat. Okkal, hiszen jó érveket lehetett felhozni a költségvetési hiány egyszeri növelése mellett. A kormányátvétel során például kiderült, hogy az előző kormány által készített költségvetésben szereplőnél jelentősen *nagyobb hiány várható* az adott évre, vagyis a nagyobb egyszeri

deficit csupán a realitást, a valós állapotot tükrözné.¹² Erős érvek gondolták a választást megnyerő párt nyilvános elkötelezettségét a gazdaságélénkítés mellett. A szakmailag leg-erősebb érv az lehetett volna, hogy az előző kormány által addig alkalmazott gazdaságpolitikai cselekvés *prociklikus* jellegű, és mint ilyen, a válságot elmélyítette 2009-ben is. Mindezen érvek azonban együttesen sem bizonyultak elégségesnek a Valutaalap és az EU delegációival való tárgyalások során.

A hitelezői oldal álláspontjának megértéséhez látni kell az európai gondolkodásban beálló fordulatot: 2010 nyarán az európai tagállamok többsége elérkezettnek ítélte az időt a rendkívüli gazdaságpolitikai szakasz lezárására (szakmai zsargonban: az „*exitre*”). A hantulatváltásba a 2010 tavaszi görög ügy nagyban belejátszott: a túlzottan eladósodott, és gazdaságpolitikai vállalásait rendszeresen megsértő Görögország finanszírozási zavara árnyat vetett az eurózóna egészére. Onnantól tehát a fő gazdaságpolitikai kulcsszó az EU-n belül immár a *költségvetési fegyelem* lett. A magyar kormánynak a költségvetési mozgásteret bővítő érvei 2009-ben talán még fogadókészségre találtak volna, de 2010-re Németország és a többi jelentős tagország már növekedési szakaszba került, a magyar gazdaság sem zsu-gerodott tovább, vagyis megkésztett lett volna a hazánk költségvetési élénkítése.

A külső körülmények megváltozását érzékelve döntött úgy a magyar kormány, hogy ha gazdaságpolitikai mozgásteret kifelé szűkült – a várakozásokhoz képest mindenképpen –, akkor majd *befelé*, az üzleti szférával fennálló viszonyok terén tágitja azt. Így került be az első intézkedési csomagba a „bankadó” (ami nemcsak a bankokra, hanem a biztosítókra is hatályos, holott az utóbbiakra nem alkalmazhatók az iparági különadó kivetésével kapcsolatos, hivatalos indokok).

Az iparági különadó nem teljesen új gazdaságpolitikai eszköz; voltak ilyenek a bank-szektorban, az energiaágazatban, külön elszámolás a társadalombiztosítási kasszából sokat kivevő gyógyszergyárakkal. Az Orbán-kormány által kirótt, 200 milliárd forintos évközi elvonás azonban *mértéke* miatt más eset, mint a korábbi „Robin Hood-adók”. A 2010-es európai klíma azonban megengedte, a hazai politikai hangulat pedig támogatta a bankok megadóztatását. A pénzügyi intézkedésekre kirótt adó mellett elhangzó, kormányzati érvek között a politikai jellegűeken kívül szerepelt közgazdasági természetű is: itt oligopol piaci szerkezet-ről van szó, amelyben a nemzetgazdasági átlagnál sokkal több nyereség keletkezik.

Valójában az oligopol minősítés csak részben igaz, hiszen nagyszámú hitelintézet, biz-tosító, pénzügyi vállalat alkotja az adóval érintett pénzügyi ágazatokat. Pénzügyi piacaink

12 Az erről szóló tanulmány (Gazdasági Tényfeltáró Bizottság, 2010) kalkulációja szerint az adott évre 5,4 %-os GDP-arányos hiány adódott korrigáló intézkedések nélkül, és mintegy a GDP 2 százalékára tehető többlet hiány terheli a következő éveket. Ezeknek csak kisebb része az, amit a köznyelv „csontváz a szekrényben” kifejezéssel illet (be nem fizetett nemzetközi tagdíj, költségvetési fedezet nélküli katonai, egészségügyi, mun-kaügyi és egyéb kormányzati elkötelezettségek). A többsége jól ismert volt a hazai (és kisebb részben talán a külföldi) elemzők előtt: a betervezettnél kisebb adóbevétel, az állami tulajdonú közlekedési vállalatoknál és kórházaknál felgyült veszteség, amelynek a kifizetése („konszolidálása”) előbb-utóbb elkerülhetetlen, viszont amikor a kifizetés bekövetkezik, a kimutatott államháztartási hiány annnyival azonnal megnő. Az előző kor-mány személyiségei természetesen tagadták a csontvázak létét. A nemzetközi szervezetek álláspontja igen egyszerű volt: ha vannak nem várt, nem tervezett vagy hibásan tervezett tételek, az új kormány hozzon év közben konkrét bevétel-növelő vagy kiadáscsökkentő intézkedést a vállalt deficit mérték eléréséhez. Ez lelo-hasztotta a többlethiány-kereső kedvet, mert éppen a folyamatos kiadáslefaragás és lakossági megszorítás meddő éveit akarta lezárni az új kormány.

sajátos viszonyai miatt a bankok a megelőző években valóban jóval nagyobb nyereségrátát értek el, mint mondjuk a német, osztrák vagy francia megfelelőik. Ennek a helyzetnek az ismeretében persze furán hat az a későbbi kormányérvélés, amely szerint a különadóval sújtott magyar cégek az „öldöklő verseny” miatt nem lesznek képesek azt kitermelni, áthárítják az ügyfelekre a többletterheiket. Ez nyilván politikusi túlzás; ha a verseny öldöklő lenne, akkor eleve nem állnának elő a nagy banki nyereségek. Egyébként, ha a különadók kivételének az indoka az elégtelen versenyhelyzet az illető ágazatban, akkor az államnak nem osztoznia kellene az ügyfeleken elért extraprofiton, hanem eleve meg kellene akadályoznia az ilyen piaci helyzet kialakulását, éppen az ügyfelek, a fogyasztók érdekében.

A pénzügyintézetek természetesen ellenvéleményüket hangoztatták a nyilvánosság előtt, és tudni lehet, hogy a Valutaalap képviselőihez fordultak, hiszen az IMF a válság idején maga kezdeményezett egyeztetést a térségben aktív külföldi bankok vezetőivel, hogy az érintett pénzügyintézetek ne szűkítsék kelet-közép-európai tevékenységüket. A külföldi bankok úgy gondolták, hogy a térség és benne a magyar gazdaság melletti, akkori kiállásuk miatt nem érdemelnek meg ekkora sarcot, azonban a magyar kormányt az érvelés nem hatotta meg. Az IMF is csak addig ment el, hogy a kormánnyal folytatott, eredménytelen tárgyalásról kiadott közleményben (2010 júliusában) utalt a nagymértékű bankadó gazdasági növekedést mérséklő hatásaira.

A bankok a különadót rendben befizették. A közvéleményben egészében véve jó visszhangja volt a kormány döntéseinek. Rekonstruálható, hogy a döntéshozók megerősítést nyertek a rendkívüli banki adó sikeréből; hamarosan egy második intézkedési csomagról is döntöttek, amely további iparágakat érintett (és újabb konfliktust nyitott meg a leginkább érintett külföldi államokkal).

5. ORSZÁGÉRTÉKELÉS, ORSZÁGIMÁZS, KORMÁNYZATI MEGÍTÉLÉS

A nemzetközi hitelminősítő intézetektől kapott 2010-es visszaminősítések megmutatták, hogy a magyar gazdaság állapotát és a kormányzati reakciókat a korábbinál kockázatosabbnak ítélik meg kívülről. A nagy hitelminősítők ugyan korábban elég gyakran tévedtek, amikor később bajba keveredett vállalatokat és államokat túl sokáig kockázatmentesnek minősítettek (talán ezért is váltak később óvatossá), de a magyar szuverén besorolásrontása mögött részben tényadatok, részben nehezen eloszlatható aggályok álltak.¹³ A 2011-re elfogadott, állami költségvetéssel és annak deficitadataival nem voltak különösebb gondjai az elemzőknek, hitelminősítőknek, mivel a hiánymutató a válságadók beszédésével és a magánnyugdíj-pénztári járulékbefizetés eltérítésével, a nyugdíjpénztári vagyon egy részének tervezett felhasználásával a 3 százalékos szint alatt tartható. A kételyek inkább a rákövetkező évekre és főként a magyar gazdaságpolitika fenntarthatóságára irányultak.

Általában is gondot okoztak az elemzőknek az Orbán-kormány gazdaságpolitikai lépései; nehéz irányvonalat találni bennük, mivel a 2010-es intézkedések némelyike lerontja

13 Lásd a Moody's 2010. december 6-i sajtóközleményét (Moody's Investors Service, Frankfurt am Main).

a kínálati oldali lépések hatását. A kínálati oldali („supply-side”) gazdaságpolitika ugyan nem számít vitán felül álló irányzatnak, de azt a nemzetközi partnereink, az elemzők értik, beazonosítják. Mivel a magyar munkaerőpiaci aktívás nagymértékben elmarad az amúgy sem magas európai átlagtól, közismerten költséges a hazai jóléti rendszer, eközben 2010-ig a munkajövedelmek adóterhelése kiemelkedően nagy, elégséges érvet lehet találni egy *határozott kínálati oldali, adómérséklő, modern konzervatív politika* bevezetéséhez. Ám a tényleges intézkedések között nem csak munkahelyteremtő és kínálatélenkítő jellegűek voltak; kisebb jelentőségű ügy, de lerontja az összképet a *nők kedvezményes nyugdíjba engedése*, ami megbontja az amúgy sem szilárd nyugdíjrendszeri logikát, és újabb tízezreket enged ki az aktívák közül. Világos kínálati oldali politikához nem a *magánnyugdíjpénztári pillér* felszámolása, sokkal inkább kiterjesztése tartozna, mivel annak a logikája erősítené az *egyéni felelősség és öngondoskodás* értékeit, amelyekre a supply-side közgazdaságtan nagyban alapoz.

A *társasági adók leszállítása* világos kínálati oldali üzenetet hordoz, ugyanakkor a néhány kiválasztott ágazatra kirótt *válságadó* – bármi is az indoklás – adóemelés, és mint ilyen, nem illeszkedik a gazdaságösztönző felfogásrendbe, a kivetés módja pedig elbizonytalanítja a külső gazdasági tényezőket. Ha az állam hiányának féken tartásához rendkívüli bevételekre van szükség, sor kerülhet különadókra, ámbátor a kínálati oldali nézetrend szerint csak akkor, ha az állam már kimerítette a kiadásoldali megtakarítások összes lehetőségét.

A makroadatokból kiolvasható országképet lerontja a kormány nagyszámú belső intézményi konfliktusa (a Költségvetési Tanács, az említett válságadók, a magánnyugdíjpénztári ügyek, az Alkotmánybíróság, az MNB ügyében). Ezek között a pénzügyi megítélés szempontjából különösen fontos a *kormány és a központi bank viszonya*. Míg a magyar előtörténetből adódó örökségekkel és a helyi sajátosságainkkal csak a beavatott elemzők lehetnek tisztában, a kormány és a jegybank közötti feszültség ügyét világosan értik külföldön, hiszen arra számtalan példa akad más országokban is. Az tudható, hogy konfliktushelyzetben a külső megfigyelők, elemzők, kommentátorok jellemzően inkább a jegybank álláspontja felé hajlanak, jól ismerve a rövid távú és pártos célokat követő kormányati törekvések természetét.

A monetáris hatóságok között párbeszéd hiánya vagy a stratégiai jelentőségű, pénzügyi-célok körüli egyet nem értés a legnagyobb kárt mégsem a külső megítélésben okozza, hanem az országon belül, ugyanis az intézményközi „zajok” egy ponton túl lerontják a követett monetáris politika hatékonyságát. Különösen az *inflációs célkövetési (IC)* rendszerben lenne szükség arra, hogy az inflációs pályát illetően egy hangon szóljon a kormányzat és a monetáris politika, hiszen éppen ez a monetáris szisztéma a legérzékenyebb a jegybanki döntéshozatal hitelességére: az IC-rendszer nagymértékben a „várakozások menedzselésén” nyugszik.¹⁴

A gazdaságpolitikai mozgástér szempontjából a pénzügyi piacok véleményén, reakcióján kívül kiemelten fontos az *Európai Unió szabályrendszereinek* alakulása. Amint az *Európai Tanács* a korábbi munkacsoport (Task Force) következtetései alapján 2010 telén kimondta: az unió a továbbiakban szigorúbban ítéli meg a tagállamok költségvetési fegyelmezetlenségeit és szabályozási gyengeségeit. 2011 elejétől *új európai pénzügyi felügyeleti*

14 SVENSSON [2010]

rendszer kezdte meg a működését: az Európai Bankfelügyelők Bizottságának (CEBS) korábbi feladatait átvevő *Európai Bankfelügyeleti Hatóság* (EBA). A pénzügyi piacok felügyelete terén a nemzeti felügyeletet megmaradnak, de a korábbinál szorosabb együttműködési rendszerben látják el feladataikat. Valószínűsíthető, hogy a pénzügyi szervezetek felügyeletei között idővel ahhoz hasonló szoros szakmai együttműködés alakul ki, mint ami a tagállami versenyhivatalokra jellemző.

A 2010-ben elfogadott tanácsi döntés más vonatkozásban is keményen érinti (érintheti) a magyar pénzügyi politika vitelét: 2011-től életbe lépett az úgynevezett *európai szemeszter*, amelynek keretében minden év első hat hónapja során az Európai Tanács értékeli a tagállamok által bemutatandó költségvetési és egyéb gazdaságpolitikai terveiket. A cél az, hogy már korai szakaszban kiderüljenek a megalapozatlanságok és ellentmondások, felszínre kerüljenek a kifejlődőben levő egyensúlytalanságok. A görög, ír eset ismeretében nem meglepő, hogy a különböző okokból ugyan, de uniós támogatásra szoruló tagállamok kimentése felgyorsította a gazdaságpolitikai koordináció és gazdasági kormányzás (governance) felülvizsgálatának a menetét. A tagállamok korai fázisban látni akarják a nemzeti költségvetési terveket; ugyanis ha a kockázatos vagy felelőtlen kormányzati programokból már tagállami költségvetési törvény vált, sokkal nehezebb (jogilag is, érdemben is) külső tényezőknek beavatkozniuk. Ez viszont azt is magával hozza, hogy a referenciacsoporthoz rosszabb mutatókat felmutató ország (mint hazánk is) a saját út kijelölése előtt alapos és kritikus figyelemben részesül a Tanácsban; ha pedig gazdaság- és társadalompolitikai platformja is eltér a többi tagállamban elfogadott mintától, akkor a Tanácsban nehéz meggyőzési feladat vár a külön utat bemutató kormánytagra.

Az EU részéről azonban nagy a tét. A fejlett világ mindhárom pólusa – az Egyesült Államok, az EU és Japán – teret vesztett a 2008–2009-es recesszió alatt: még egy évtizede ez a három nagy szereplő a világ bruttó hazai termékének úgy 55 százalékát adta, mostanra már csak 45 százalékát mondhatja magáénak. Leginkább az EU érzi meg a pénzügyi hatásokat, éppen azért, mert pénzügyi értelemben nem valódi unió. Az EU peremállamai ráadásul pénzügyi vonatkozásokban sérülékenyek; érthető tehát, hogy az uniós közösség a válság akut szakaszát követő, konszolidációs időszakban a korábbinál érzékenyebb és kritikusabb a tagállamok belső politikájával, gazdaságpolitikai gyakorlatával szemben.

6. KÖVETKEZTETÉSEK

A nemzetközi pénzügyi zavarok kiéleződésének idején a korábitól erősen eltérő, és gyakran egyéni gazdaságpolitikai megoldásokhoz folyamodtak az államok. A nemzetközi pénzügyi szervezetek is változtattak a hitelek fejében megkövetelt, gazdaságpolitikai kondíciókon, a korábbiaknál jobban figyelembe vették a hozzájuk forduló országok sajátos viszonyait és adottságait. Még az olyan viszonylag homogén országcsoportban is, amilyenhez hazánk tartozik, jelentősen eltérő gazdaságpolitikai, pénzügyi reakciókkal találoztunk a válság éveit. A 2010-ben végrehajtott, magyar gazdaságpolitikai irányváltás nem annyira az eszközök és intézkedések rendkívülisége miatt váltott ki nemzetközi figyelmet, mint inkább azért, mert a recesszió szakaszát követően kiéleződő, európai pénzügyi feszültségek miatt a pénzügyi piacok szereplői a korábbiaknál sokkal érzékenyebbé váltak a makrogazdasági kockázatokra.

Hirtelen nagyra nyíltak az állampapírhozamok különbségei még az eurózónán belül is, annak kifejeződéséeként, hogy a pénztulajdonosok képesek komolyan különbséget tenni a tagországok között a kockázatoságát illetően. Az új helyzetben a sajátos nemzeti külön utak megvalósíthatóságával szemben ismét kritikusabbak lettek a piaci szereplők. A gazdasági nyitottság tényéből ezért ismét erős megfelelési kényszer adódik a kisebb európai tagországok kormányaira nézve. A magyar pénzpolitika számára mindebből nem az következik, hogy ne maradjon cselekvési mozgástér, és egyetlen irányzat keretein belül kellene elhelyezkednie; viszont a pénzügyi piacok fontos magán- és hivatalos szereplőivel meg kell tudnia értetni sajátos, nem szokványos megoldási kísérleteit.

Az Európai Unió ugyan aligha képes a tagállamok ilyen nagy száma és ennyire jelentős fejlettségbeli, gazdaságszerkezeti szóródása mellett gyorsan eljutni a közös pénzpolitika és a közös pénzügyi szabályozás intézményes garanciáihoz, de a tagországok közötti gazdaságpolitikai, pénzügy-politikai koordináció sokkal határozottabb lesz, mint a válság előtt. Mindezek miatt csak olyan nemzeti politikai kezdeményezés számíthat sikerre, amely beilleszthető az európai keretekbe, és jól értelmezhető a nemzetközi pénzvilág szereplői számára.

IRODALOMJEGYZÉK

- BENCZES ISTVÁN–ÜRÖGDI ANDRÁS [2008]: A politikai üzleti ciklusok új elmélete és empiriája. *Pénzügyi Szemle*, LIII/2, 265–279. o.
- BINI SMAGHI, LORENZO [2010]: What has the financial crisis taught us? The global dimension and international policy cooperation. BIS. <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100907.en.html>
- BOD PÉTER ÁKOS [2009]: The Financial Landscape – Seen from a Converging Country. In: HIERONYMI [ed.]: Globalization and the Reform of the International Banking and Monetary System. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, 137–158. o.
- BOD PÉTER ÁKOS [2010]: Nem szokványos gazdaságpolitikai intézkedések. *Magyar Szemle*, XIX. 11–12. sz., 167–176. o.
- BORDO, MICHAEL D.–LANDON-LANE, JOHN [2010]: The lessons from the banking panics in the United States in the 1930s for the financial crisis of 2007–2008. NBER Working Paper 16365
- FITOUSSI, J.-P.–SARACENO, F. [2004]: The Brussels-Frankfurt-Washington Consensus Old and New Tradeoffs in Economics. Paris: [OFCE] Observatoire Français des Conjonctures Economiques No 2004-02, február
- Gazdasági Tényfeltáró Bizottság [2010]: Jelentés az ország állapotáról. Sokszorosítás, é. n. 68. o.
- Heritage Foundation [2011]: 2011 Index of Economic Freedom. <http://www.heritage.org/index/ranking>
- NELSON, R.–WINTER, S. [1982]: An evolutionary theory of economic change. Harvard University Press
- NÉMETH ANDRÁS OLIVÉR [2011]: A politika, a gazdaságpolitika és a gazdasági folyamatok. 3. fejezet. In: BOD P. Á. (szerk.): Gazdaságpolitikai döntések – válságban. A magyar eset. Századvég (megjelenés alatt)
- MORENO, RAMON [2011]: Policymaking from a „macroprudential” perspective in emerging market economies. BIS Working Papers. No. 336.
- SVENSSON, LARS E. O. [2010]: Inflation targeting, NBER Working Paper Series. 16654
- WILLIAMSON, JOHN: What Washington Means by Policy Reform. In: WILLIAMSON, JOHN (ed.): Latin American Readjustment: How Much has Happened. Institute for International Economics, Washington, 1989