

## Horgony 2010

### Nehéz év volt

Tisztelt Hölgyeim és Uraim!

Az elmúlt másfél évben korábban nem látott mélységű gazdasági válság söpört végig Magyarországon, melynek során többször is eszembe jutottak, a feltörekvő piacok egyik legnevesebb nemzetközi szakértőjének, Guillermo Calvonak gondolatai. „A feltörekvő piacokon a nyugalmas időszakokat, hirtelen olyan periódusok követhetik, amikor a jegybankár inkább hasonlít egy kötéláncoshoz, aki biztosító kötélen egyensúlyoz két toronyház között, semmint egy higgadt elemzőhöz, akinek a legnagyobb problémája az, hogy megtalálja a Taylor-szabály legmegfelelőbb alkalmazását.” A Monetáris Tanács elnökeként csak megerősíteni tudom Calvo professzor szavait. Az elmúlt évben váratlan eseményeken, azonnali beavatkozást követelő helyzeteken kellett sorozatban úrrá lennünk, de mára elmondhatjuk, hogy gyors és határozott intézkedésekkel, az érdekelt felek hatékony együttműködésével, országunknak sikerült a legrosszabb forgatókönyvet elkerülnie. Magyarország az elmúlt fél évben nagyon hosszú, keserves, de egyben sikeres utat tett meg pénzügyi stabilitás biztosítása érdekében. Számos nehéz feladat áll azonban még előttünk ahhoz, hogy a gazdaság egésze dinamikus és egyben fenntartható növekedési pályára állhasson. Egy hasonlattal élve: a tüzet sikerült eloltanunk, de a ház újjáépítésének nagy része még ránk vár. A továbblépéshez nemcsak az szükséges, hogy megértsük miért kerültünk ebbe a helyzetbe, hanem az is, hogy változtassunk a korábbi rossz szokásainkon. Beszédemben a pontos diagnózishoz szeretnék hozzájárulni, és szeretnék arról is szólni, hogyan látjuk az előttünk álló időszakot, és milyen lépéseket tartunk fontosnak ahhoz, hogy minél gyorsabban tudjunk megszabadulni a múlt örökségétől.

Legfontosabb állításaim a következők:

- A jövőben csak olyan növekedési pálya tartható fenn Magyarország számára, ami a korábbiaknál jóval kisebb fizetési mérleg hiánnyal és jóval fegyelmesebb gazdaságpolitikával társul. Így jórészt belföldön kell felhalmozódnia azoknak a megtakarításoknak, amelyek a hazai vállalati beruházásokat finanszírozzák.
- A közeljövőben a kamatcsökkentések sebessége a kockázati étvágy várható alakulásának függvénye. A tőkeáramlások hektikus alakulásának lezárultával, a jegybank fokozatosan visszatérhet a belföldi kereslet-kínálati folyamatokra

koncentráló monetáris politikához. Hosszabb távon az inflációs célokkal összhangban meghozott monetáris döntések garantálhatják, hogy a most elért historikusan alacsony árnövekedési ütem tartósan fennmaradjon.

- Bár a mostani válságból való teljes kilábalásig még sok időnek kell eltelnie, a következő, hasonló mélységű krízis megakadályozására képes intézményrendszer alapjait most, a kritikus elemzések időszakában kell lerakni.

## **Mi történt: nemzetközi bankválság + klasszikus latin amerikai válság**

Hölgyeim és Uraim!

Az elmúlt időszak eseményeit, folyamatait elemezve azért nehéz a pontos diagnózist megállapítani, mert mi kettős válságot éltünk át. A nemzetközi pénzügyi válság közepette tört ki az a magyar finanszírozási válság, melynek kockázataira elemzők, nemzetközi szervezetek és nem utolsósorban maga a jegybank is már hosszú évek óta figyelmeztettek. E két válság szorosan összefonódott. A világméretű pénzügyi válság epicentruma nyilvánvalóan az Egyesült Államok volt, ahol a pénzügyi rendszer szabályozatlansága és az ehhez kapcsolódó túlzott kockázatvállalás, olyan eszközök tömegét hozta létre, amelyek kockázati és likviditási profilját gyakorlatilag egyetlen piaci szereplő sem tudta pontosan felmérni. Kétségtelen, hogy a Lehmann-csődöt követően, a kockázatvállalási hajlandóság bekövetkezett drasztikus visszaesése, a pénzpiacok globális megbénulása volt a közvetlen kiváltója a hazai eseményeknek. De hiba lenne azzal áltatnunk magunkat, hogy sok más országhoz hasonlóan mi is csak véletlen elszenvetői voltunk a válságnak. Az a tény, hogy Európában az egyik legmélyebb és leginkább elhúzódó recesszióval kell szembenéznünk, és hogy azon kevés ország közé tartozunk, amelyeknek a nemzetközi szervezetek segítségét kellett kérnünk az ország finanszírozásához, világosan mutatja, nálunk a külföldről importált sokkokat felnagyították a hazai problémák. Az időzítés sem véletlenül esik egybe: a nemzetközi pénzügyi válságot megelőző túlzottan optimista, a kockázatokat alulértékelő globális befektetői hangulat tette lehetővé, hogy nálunk ilyen sokáig fennmaradjon egy olyan eladósodási folyamat, amelynél kisebb egyensúlytalanság is a korábbi években egyes latin-amerikai és dél-kelet ázsiai országokat nemzetközi spekulációs támadás áldozataivá tett.

### **Válságkezelés.**

A kettős válság tőkekiáramlás, a forint elleni spekuláció, az állam folyamatos finanszírozásának ellehetetlenülése, valamint a hazai tulajdonú bankok külföldi forrásainak elapadása formájában jelentkezett. Korábban nem tapasztalt mértékű kockázati felárak fizetésére kényszerültünk, a pénzpiacok működése szinte

megbénult. Egy lefelé tartó spirálba kerültünk, ahol reális veszélye volt annak, hogy lejáró külföldi adósságainkat nem tudjuk megújítani, az állam nem tud állampapírokat kibocsátani, a leértékelődő forint a devizahitelesek tömeges fizetéseképtelenségéhez és ezen keresztül bankok ellehetetlenüléséhez vezet, különösen, mivel az állam nem volt abban a helyzetben, hogy a nehézségekkel szembesülő pénzügyi intézetek segítségére siessen. Ekkor a gazdaságpolitika legfőbb feladata a befektetői bizalom, a piacok működésének helyreállítása volt. Ez minden más szempontot megelőzött, hiszen ez volt az előfeltétele a gazdasági összeomlás megakadályozásának.

Mivel Magyarországon egyszerre jelentkeztek a globális pénzügyi krízis és az ország specifikus finanszírozási válság tünetei, a bajok orvoslására nem lehetett ugyanazokat a recepteket alkalmazni, mint más országokban. Tekintettel arra, hogy Magyarország a világ egyik leginkább eladósodott országa, az már az első pillanatban nyilvánvaló volt, hogy ha a piaci finanszírozás forrásai elapadnak, a nemzetközi szervezetekhez kell támogatásért fordulnunk. Az IMF és az EU által nyújtott hitelek biztosították az államháztartás folyamatos finanszírozhatóságát, segítettek áthidalni a bankok forráshoz jutási problémáit, egyben megnövelték a jegybank intervenciók képességét és így elriasztották a forint ellen spekuláló befektetőket. Az árfolyam stabilizálása szükségessé tette, hogy a jegybank irányadó kamatával lekövesse a kockázati prémium hirtelen megemelkedését. A jegybank másik kulcsfeladata az volt, hogy likviditásbővítő eszközökkel a bankrendszer folyamatos működőképességét biztosítsa. Az elmúlt évben számtalan olyan új eszközt vezettünk be, amely segítette a bankokat a piaci finanszírozás ellehetetlenülése esetén. Jelentős mennyiségű forint, euro és svájci frank likviditást pumpáltunk a rendszerbe. A helyzet stabilizálásában fontos szerepe volt a hazai leánybankok tulajdonosainak is, amelyek minden hangulatkeltő híresztelés ellenére folyamatosan biztosították leányaiknak a szükséges forrásokat.

E lépések elsősorban a finanszírozhatóság fenntartásában segítettek. A bizalom helyreállítása azonban azt is szükségessé tette, hogy alapproblémánkat, a túlzott eladósodást is legalább elkezdjük orvosolni. Ezért volt szükség arra, hogy a legmélyebb recesszió közepette a kormányzat azonnali kiigazító intézkedéseket hozzon. Míg azokban az országokban, ahol pusztán a nemzetközi bankválság okozta a gondokat, fiskális élénkítéssel próbálták meg enyhíteni a gazdasági visszaesést, nálunk ez nem volt járható út. A mi válságunk ugyanis arról szólt, hogy a piac már nem volt hajlandó finanszírozni a további eladósodást.

A gyors és határozott intézkedések segítettek abban, hogy legnagyobb félelmünk, a latin amerikai és a Dél- Kelet Ázsiai országokból ismert „sudden stop”, a

tőkeáramlások leállítását követő gazdasági összeomlás nem következett be. Az állam nyáron vissza tudott térni a piacokra, normalizálódtak a bankközi pénzpiaci felárak, a lakosság bankrendszerbe vetett bizalma helyreállt.

### **A válságkezelés sikeres, de az alkalmazkodás fájdalmas**

Ünneplésre azonban nincs semmi okunk, a válság által kiváltott kényszerű gazdasági alkalmazkodás fájdalmát mindössze mérsékelni tudtuk. A munkanélküliség emelkedik, vállalatok zárnak be, az eladósodott háztartásokat a magasabb törlesztő-részletek sújtják, miközben az államnak még a legelesettebbek számára nyújtott támogatásokat is csökkentenie kellett. Ráadásul mindezt az elmúlt nyolcvan év legsúlyosabb globális válságával egy időben került sor, így azok a mechanizmusok, amelyek korábban más, hasonló válságba került országokat segítették a kilábalásban, a mi esetünkben sokkal kevésbé működnek. Ennek következtében elhúzódó recesszióra kell számítanunk, előrejelzésünk szerint csak jövő év második felében várhatjuk a növekedés megindulását, a foglalkoztatási szint helyreállításához pedig több évre lesz szükség.

### **A válság oka: mértéktelen eladósodás, lassuló növekedés**

Ha a válság okait keressük elég két számpárt idéznünk. Az ország nettó külső adóssága 2001-ben a GDP 15%-a volt, ma 55 %. A magyar állam adóssága 2001-ben a GDP 55%-a volt, ma 80%. A magyar gazdaság már a 90-es évek közepétől nagy folyó fizetési mérleghiánnyal működött, de 2001-től a külföldi források már nem a termelésbe befektetett működő tőke, hanem sokkal inkább a fogyasztást és az államháztartás hiányát finanszírozó adósság formájában jelentkeztek. A lakossági eladósodást elsősorban az fűtötte, hogy míg korábban a hitelek csak egy nagyon szűk réteg számára és nagyon magas kamatok mellett voltak elérhetőek, a bőséges nemzetközi likviditás a hazai megtakarítások elégtelensége mellett is lehetővé tette a bankok lakossági devizahitel expanzióját. Hozzájárultak ehhez a túlzottan optimista jövedelemvárakozások is, amit részben a munkaerőpiac működésébe történő állami beavatkozások eredményeként elszaladó jövedelemvárakozások, a növekvő állami juttatások, az euro gyors bevezetéséhez fűzött csalóka remények is fűthettek. Ha a magyar specifikus tényezők gyökereit keressük, akkor elsősorban a költségvetési politikát kell elemeznünk. Kopits György szavaival élve: Magyarország hosszú idő óta fiskális alkoholizmusban szenved és ezt a káros szenvedélyünktől a rendszerváltás óta nem tudtunk megszabadulni.

A fiskális alkoholizmus elsősorban azért káros, mert, ahogy azt a közgazdasági szakirodalomból tudjuk, a gazdaságpolitika által létrehozott rossz ösztönzők, a húzd meg, ereszd meg politikák által generált ingadozások károsan hatnak a hosszú-távú fejlődésre. A jóléti transferek kiterjedt rendszere tönkreteszi a munkavállalási

kedvet és nem ösztönöz a tanulásra, az emberi tőke fejlesztésére. A termelést és foglalkoztatást sújtó adók eltántorítják a befektetőket, és létre sem jönnek azok a munkahelyek, amelyek alternatívát kínálnának az inaktívak széles tömegeinek. De vannak kevésbé látványos csatornák is, amelyeken keresztül tovább nyomorít bennünket a fiskális alkoholizmus. A korrupció, a verseny hiánya, a költségvetési politika által gerjesztett bizonytalanság mellett, még a leginkább vállalkozó szellemű és legtehetségesebb polgárok is óvatosabbak lesznek, elvesztik bátorságukat, hiszen csökken a jövő tervezhetősége. Emiatt kevesebb lesz a beruházás, kevesebb lesz az új ötlet, lassabb lesz a gazdasági fejlődés. Ezen túlmenően, mint minden bizonytalan állampénzügyekkel rendelkező ország, drágábban jutunk forráshoz a nemzetközi pénzügyi piacon, ami még tovább nehezíti a gazdaság fejlődését.

### **Devizahitelezés és monetáris politika**

Tisztelt Vendégeink!

A piac hatékony működésének elengedhetetlen előfeltétele a kiszámíthatóság. Enélkül nem áramlanak olajozottan a megtakarítások a reálgazdaságba, nincs megbízható gazdasági tervezés és hosszú távú gondolkodás. A válság az infláció költségeinek újabb elemére mutatott rá, a devizahitelezés terjedéséből fakadó károokra. Ha makroszempontról vizsgáljuk a kérdést, akkor a devizahitelezés legfontosabb okának azt kell tekintenünk, hogy a belső megtakarításokat felszívta az állam nagy finanszírozási igénye. A külső és belső egyensúlytalanság miatt a bankszektor csak devizában jutott forrásokhoz, önmaga viszont árfolyamkockázatot érthető módon nem vállalt fel. Ha azonban a hitel keresletet meghatározó egyéni döntéseket nézzük, akkor a devizahitel választásának legfőbb oka az volt, hogy a magas infláció miatt a forint kamatok magasak voltak. Bár a jegybank és más szervezetek próbálták felhívni a lakosság figyelmét arra, hogy számítani kell a nagyobb árfolyam ingadozásra, de valójában csak egy hosszú távon és tartósan eredményes út lehet a devizahitelezés visszaszorítására. Ha nálunk is olyan alacsony lesz az infláció, mint Európában, akkor nálunk sem lesz lényegesen magasabb a hazai devizában folyósított hitel kamata, és nem is kell magyarázni a forintban való hitel felvétel előnyeit.

A magas infláció mellett a makro-prudenciális felügyelet gyenge hatékonysága is hozzájárult a devizahitelezés gyors terjedéséhez. Voltak országok, melyek adminisztratív intézkedésekkel is próbálkoztak a devizahitelezés korlátozása érdekében. A válság előtti időszakot jellemző pénzügyi bőségben, az agresszív terjeszkedési stratégiában gondolkodó nemzetközi bankcsoportok kijátszották az országoként eltérő adminisztratív korlátozásokat, így azok nem voltak

eredményesek. Ma a bankrendszer viselkedésének változása és a nemzetközi koordináció új lehetőséget teremt a hatóságok eredményesebb beavatkozására.

## **Még sokáig fizetjük az eladósodás árát**

Hölgyeim és Uraim!

A világgazdaság fejlődése sohasem volt egyenes vonalú, amióta adatokat látunk mindig is hosszabb-rövidebb ciklusok, fellendülések és azokat követő válságok jellemezték. A korábbi pénzügyi válságok tapasztalatai arra utalnak, hogy ilyen válságok után a befektetők kockázatvállalási hajlandósága tartósan mérséklődik. Ez azt is jelenti, hogy nemzetgazdasági szinten hitelből sokkal kevésbé lehet növekedni, mint korábban és a piacok a sokkal kevésbé tolerálják a gazdaságpolitika kalandor kilengéseit. Azaz az első tanulság, amit érdemes megjegyeznünk, hogy a jövőben csak olyan növekedési pálya tartható fenn Magyarország számára, ami a korábbiaknál jóval kisebb fizetési mérleg hiánnyal és jóval fegyelmezettebb gazdaságpolitikával társul. Így jórészt belföldön kell felhalmozódni azoknak a megtakarításoknak, amelyek a vállalati beruházásokat finanszírozzák.

A belső kereslet lassabb bővülését hitelkínálati oldalról kényszerűen támogatja a bankszektor óvatosabb hitelezési aktivitása. Ami az államháztartási egyensúly várható alakulását illeti, a korábbiaknál jóval kiegyensúlyozottabb pozíció megcélzása első látásra politikai választás kérdése. A helyzet azonban valójában az, hogy a kockázatkerülő nemzetközi befektetői környezet, a jelenlegi adósság szintek mellett, a korábbiaknál jóval kevésbé lesz toleráns az államháztartás túlfutásaival szemben, így a költségvetési politika a következő években alapvetően kényszerpályán mozog.

A korábbi évtizedek tapasztalataiból az is kitűnik, a nagyobb gazdasági válságok után a világgazdaság bővülése tartósan lelassul. Ezt részben a bankszektor tőkeáttételének leépülése, részben pedig a válsághoz való alkalmazkodás által generált gazdasági szerkezetváltás kényszere okozza. Mivel a szerkezetváltáshoz kapcsolódó technológiai áttörés nem valósul meg egyik napról a másikra, a köztes időben a növekedés tartósan lassabb lesz, gondoljunk csak a 70-es évek olajválságát követő évekre. Mindez pedig további rossz hírt jelent az olyan kis nyitott gazdaságok számára, mint Magyarország, ahol a belső kereslet tartós nyomottsága miatt az exportértékesítés lehet szinte az egyetlen növekedési faktor. Összefoglalhatjuk tehát a második tanulságot a jövőre vonatkozóan: a magyar gazdaság gyors növekedési pályára való visszatérése egyáltalán nem automatikus. Mivel az általános gazdasági környezet inkább barátságtalan lesz, csak az egyensúlytalanságokat kordában tartó és egyúttal növekedésbarát gazdaságpolitikával lehet esélyünk a felzárkózásra.

## **Már megtett lépések: félig tele, félig üres pohár**

A recept látszólag egyszerű. Ahogy Adam Smith mondta „ahhoz, hogy egy országot a legsötétebb barbarizmusból, a bőség legmagasabb fokára emeljünk, nemigen kell más, csak fizethető adók, elviselhető törvények, és egy elfogadhatóan működő államigazgatás”.

Az elmúlt bő félév során jelentős előrelépések történtek egy ésszerű, hosszútávon fenntartható költségvetési gazdálkodás irányába. Ugyanakkor az adósságpálya alakulásának pontos mértéke három tényező miatt igen bizonytalan. Egyrészt bizonytalan az, hogy a most meghozott intézkedések mennyire bizonyulnak tartósak, másrészt bizonytalan a válság utáni időszakban a magyar gazdaság potenciális növekedési üteme, harmadrészt bizonytalan, hogy a költségvetés kamatterhe, azaz a befektetők kockázatvállalási hajlandósága a jövőben miként alakul.

Az államháztartás finanszírozhatóságával kapcsolatos kockázatokat nagymértékben csökkentheti, ha a költségvetési politikában is a szabály-alapú viselkedés jut érvényre. Az elmúlt időszakban történtek ebbe az irányba mutató komoly lépések. Megalakult a Magyar Köztársaság Költségvetési Tanácsa, amely más országok tapasztalatai alapján erősítheti a költségvetési tervezés megbízhatóságát, és erősíti annak hosszabb távú szemléletét. Elfogadásra került az adósság növekedését korlátozó fiskális szabály, amely nem engedi, hogy a reáladósság értéke tartósan emelkedjék. Az is igaz persze, hogy eddig sem a szabályokkal volt a baj, hiszen az Európai Unióba való belépésünk óta nálunk is törvényi előírás a Stabilitási és Növekedési Egyezmény, de hiába fogalmazta meg a Bizottság a túlzott deficit eljárás keretében a magyar költségvetésre vonatkozó elvárásait, és hiába tettünk ígéretet ezek teljesítésére a konvergencia programokban, ez nem volt elegendő fiskális fegyelem megteremtéséhez.

Bár a költségvetés egyensúlyi helyzetének javulása a közelmúltban igen látványos volt, az elmúlt félév lépései szükségszerűen a stabilizációról szóltak, és a hosszú távú fejlődés szempontjaival kapcsolatban komoly tennivalók akadnak még. Egyrészt a magyar növekedés komoly korlátja a termelést terhelő adók magas marginális szintje, és az adórendszer bonyolultsága: mindez rossz ösztönzés a legális gazdasági tevékenységek végzése szempontjából. A 2010-es lépések a munkát terhelő adók csökkentésében előremutatóak, az átlagbér szintjén a korábbi adóék többletünk felét ledolgoztuk a visegrádi átlaghoz képest, a versenyképesség erősítéséhez azonban további lépésekre van szükség. Emellett fontos arról is megemlékezni, hogy bár a költségvetés kiadási szintje jelentős mértékben csökkent, ez a közszolgáltatások számos területén igen komoly feszültségekhez vezetett, mert

az alapvető struktúrák változatlanok maradtak. Azaz az adórendszer növekedésbaráttá tétele mellett a költségvetés kiadási oldalán is maradtak még érdemi feladatok az eljövendő kormányok számára.

### **Rövid távú kilátások, a monetáris politika szempontjából szerencsés konstelláció**

Itt térnék rá Hölgyeim és Uraim a jegybank előtt álló közvetlen kihívásokra. Bár a nemzetközi pénzpiacok megnyugodni látszanak, és a globális növekedési kilátások is kedvezőbben alakulnak, mint év elején gondoltuk, a magyar gazdaság kilábalása a recesszióból lassú folyamat lesz. A kedvezőbb külső konjunktúra segíti majd az exportáló vállalatok boldogulását, a belső kereslet azonban tartósan visszafogott marad. A növekvő munkanélküliség, a jóléti juttatások visszafogása, a nagyobb törlesztőterhek nem teszik lehetővé a fogyasztás bővülését. A romló jövedelmezőség és a kihasználatlan kapacitások magas szintje miatt a beruházási kereslet fellendülésére sem számítunk. A kereslet mérsékléséhez az is hozzájárul, hogy a bankrendszer is sokkal óvatosabbá vált, így a recesszió miatt kockázatosabb ügyfeleknek szigorúbb feltételekkel készek csak hitelt nyújtani. A belső kereslet zsugorodása következtében külső egyensúlyi mutatóink folyamatosan javulnak. A folyó fizetési mérleg év közben még többletbe is fordult, amire 1995 óta nem volt példa. Bár ennek a javulásnak egy része ciklikus komponensekhez köthető, az előrejelzési horizontunkon sem számítunk további nettó külső forrásbevonásra.

A belső kereslet visszaesése nem ad lehetőséget az áremelésre, így a magánszektor által generált áremelkedés rendkívül alacsony, a mért infláció csak a kormányzati adóintézkedések miatt haladja meg a 3%-os célunkat. A vállalati alkalmazkodás a béremelkedések mérséklődésében is megnyilvánul. Az árak és bérek növekedésének egyidejű mérséklődése megteremti a lehetőséget az alacsony inflációs szint stabilizálódásának.

Jelenleg ez a dezinflációs folyamat a monetáris kondíciók óvatos lazítása mellett is megvalósulhat. A kamatcsökkentések sebessége a kockázati étvágy várható alakulásának függvénye. A nemzetközi pénzügyi közvetítőrendszer újraindítása érdekében meghozott hatósági intézkedések és a magyar gazdaság finanszírozhatósága érdekében megtett lépések már eddig is jelentős kamatmérséklésre adtak lehetőséget. Bár az eddigi eredmények még törekenyek, és a piacok minden rossz hírre nagyon hevesen reagálnak, a hosszú távú makrogazdasági pálya kiszámíthatóságának növelésével tovább tudjuk erősíteni a befektetők bizalmát. Ezért a költségvetési fegyelem megőrzése kulcsszerepet játszik abban, hogy a magánszektor növekedését minél jobban támogató kamatkondíciók alakulhassanak ki.



A tőkeáramlások hektikus alakulásának lezárultával a jegybank fokozatosan visszatérhet a belföldi kereslet-kínálati folyamatokra koncentráló monetáris politikához. Hosszabb távon az inflációs célokkal összhangban meghozott monetáris döntések garantálhatják, hogy a most elért historikusan alacsony árnövekedési ütem tartósan fennmaradjon. Ebben segít bennünket, hogy az MNB 2008 elején, az árfolyamsáv eltörlésével elnyerte teljes függetlenségét, így már semmi nem akadályozza abban, hogy a stabilitás és tartós növekedés szempontjait előtérbe helyező politikát folytathasson.

Az előttünk álló időszakban a jegybanknak különösen fontos feladata lesz a pénzügyi közvetítőrendszer hatékony működésének elősegítése. Bankjaink tőkehelyzete erős, képes a recesszió miatt bekövetkező hitelezési veszteségek elviselésére.

Ugyanakkor ahhoz, hogy a monetáris politika aktívan hozzá tudjon járulni a gazdaság kiszámítható pályájához és a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásához, a globális válság tanulságait e tekintetben is le kell vonnunk. Fel kell készülnünk a rövidtávú hozamelőnyre vadászó tőkeáramlások kezelésére. Mindent el kell követnünk annak érdekében, hogy a bankszektor viselkedésének a gazdaság ingadozásait felerősítő mechanizmusait jobb szabályozással, hatékonyabb, makroprudenciális szempontokat is figyelembe vevő ellenőrzéssel mérsékeljük.

A makroprudenciális eszközök alkalmazása sokrétű lehet, közös cél azonban, hogy a pénzügyi intézményrendszer szintjén ne jelenjenek meg olyan kockázatok, melyek a rendszer egészének stabilitását is veszélyeztethetik. Bár a mostani válságból való teljes kilábalásig még sok időnek kell eltelnie, a következő, hasonló mélységű krízis megakadályozására képes intézményrendszer alapjait most, a kritikus elemzések időszakában kell lerakni. Az intézkedések egyik típusa a bankok és a gazdasági szereplők túlzott kockázatvállalását igyekeznek megakadályozni. Ilyen típusú javaslattal a jegybank már előállt: a felelős lakossági hitelezésre irányuló szabályozási javaslatunk, egyszerre próbálja meg kezelni a túlzott kockázat vállalást, és a devizahitelek terjedésében rejlő piaci kudarcot. Az európai intézményekben zajló vita azonban annak a lehetőségét is felveti, hogy olyan eszközöket is találjunk, amelyek a bankrendszer gazdasági ciklust erősítő, prociklikus viselkedését enyhítik. Hiszek abban, hogy a Lámfalussy professzor által is említett Európai Rendszerkockázati Tanács alkalmas fóruma lehet a pénzügyi rendszer szintjén megjelenő kockázatok időbeni feltárásának és a kockázatokat kezelő javaslatok kimunkálásának. Azáltal, hogy ennek irányító testületében két Eurozónán kívüli tagállam képviselője is helyet fog kapni, tovább erősíti mások mellett hazánk biztonságát is.

## **Válság és lehetőség.**

Tisztelt Hölgyeim és Uraim!

Az elmondottak kapcsán látható, hogy bár a körülöttünk zajló gazdasági és pénzügyi válság rendkívüli kihívások elé állít minket, a helyzet azt is kiváltotta, hogy régóta felhalmozott problémáinkat elkezdjük felgöngyöltetni. Így a helyzet ugyan nehéz, de lehet alapunk a bizakodásra. Az előttünk álló kihívások továbbra is jelentősek, a Magyar Nemzeti Bank ugyanakkor készen áll arra, hogy kiszámítható, hiteles monetáris politikával támogassa a fellendülést megalapozó, prudens és megfontolt gazdaságpolitikát. Célunk változatlan, válságokon és kormányzati ciklusokon átívelő: az ár- és a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosításával elősegíteni a Magyar Köztársaság gazdaságának fejlődését. Ebben a pozitív szellemben egy John Gardner idézettel szeretném zárni a mondandómat mely így szól: „Állandóan nagyszerű lehetőségekkel szembesülünk, csak ezek éppen megoldhatatlan problémáknak vannak álcázva”. Köszönöm megtisztelő figyelmüket.