

AZ ÉREM KÉT OLDALA: MONETÁRIS POLITIKA ÉS ADÓSSÁGMENEDZSELÉS¹

Neményi Judit²

Riecke Wernert pályakezdőként ismertem meg a hetvenes évek végén. Ő is a *Szokolczai*-féle Ökonometriai főosztályon (INFELOR Rendszertechnikai Vállalat) kezdett el az egyetem után dolgozni. Ez a cég a KSH háttérintézeteként már akkor megrendelésekre dolgozott. Főleg minisztériumoknak készítettünk gazdasági számításokat, különböző – ÁKM-alapú, strukturális és idősoros ökonometriai – modellekkel és elemzésekkel (alkalmazott kutatással) foglalkoztunk. A nemzetgazdasági makromodelleken keresztül alakult ki egyfajta átfogó gazdasági világgépünk³, amit lebontva haladtunk a pályánk során a részletek felé. Bár az „infeloros” években soha nem dolgoztunk együtt, de sokat beszélgettünk, és kiderült, hogy sok mindent egyformán látunk. Innen datálódott a barátságunk.

A Szokolczai-főosztály felszámolása után⁴, a nyolcvanas években a rendszerváltásig különböző helyeken dolgoztunk. Werner egy rövid árhivatali kitérő után a Pénzügykutatóban, majd különböző gazdaságpolitikai (a *Kupa*-féle adóreform és a *Medgyessy*-féle gazdaságpolitikai) titkárságokon keresztül került 1990-ben – *Surányi Gyuri* hívására – a Magyar Nemzeti Bankba (MNB). Az MNB-ben először elnöki tanácsadó, majd a pénzügypolitikai főosztály elődosztályának vezetője lett. 1995-től a pénzügypolitikai terület ügyvezető igazgatójának, majd 1998-ban al-elnöknek nevezték ki. Én pedig az Országos Tervhivatal különböző műhelyeiben (Modellezési főosztály, Tervgazdasági Intézet), majd a Gazdaságkutatóban dolgoztam.

1 A 2021. szeptember 30-án a Rajk Szakkollégiumban *Riecke Werner* emlékére rendezett összejövetelen elhangzott hozzászólás írott változata.

2 *Neményi Judit* a Pénzügykutató Intézet tudományos tanácsadója, a Magyar Nemzeti Bank monetáris tanácsának tagja volt 2005–2011-ig. E-mail: nemenyij51@gmail.com.

3 A népgazdasági tervező és elemző szak közgazdász-matematikai szakágazatán végeztünk mind a ketten. Később, az MNB-ben ezért kerülhettünk *Surányi Gyurinnál* „a makroszakosok” kategóriájába, versus „a pénzügyesek”, akik az „igazi hozzáértők a banki dolgokban” (*sic!*).

4 Magyarországon előbb-utóbb minden jól működő műhelyt felszámoltak, a szocialista időszakban is, de ez később is így folytatódott. Gondoljunk csak a rendszerváltáskori háttérintézet-bezárásokra vagy például az első független Költségvetési Tanácsra. Majdnem minden munkahelyváltásunk valamilyen felszámoláshoz kapcsolódott. Ha egyszer megírtuk volna Wernerrel a nyolcvanas évekbeli munkahelyváltásaink történetét, komplett képet kaptunk volna a kései szocialista rendszer működéséről.

Az élet a rendszerváltáskor sodort megint egymás mellé minket. Én, mivel megtörttek a makrogazdasági idősorok, és ellehetetlenült az idősoros ökonometriai modellezés, a Pénzügyminisztérium frissen alakult Pénz- és tőkepiaci főosztályán próbálkoztam egy új szakmával, a gazdaságpolitikával. A Magyar Nemzeti Bankkal való koordináció és kooperáció feladatát és a költségvetés piaci finanszírozását (az állampapírpiac létrehozását) kaptam feladatul. Aztán 1995-től én is az MNB-ben kötöttem ki, 1996-tól a közgazdasági és kutatási területet irányítottam vezető közgazdászként, és az MNB-igazgatóságának tagja lettem.

Wernerrel 1992-től kezdve egy évtizeden át nagyon szoros együttműködésben azon dolgoztunk, hogy Magyarországon megteremtődjenek a piacgazdasági működés alapintézményei, és azok hatékonyan működjenek. Ár- és pénzügyi stabilitást álmodtunk, s a kezdetektől az európai uniós tagság és a közös valuta bevezetése lebegett a szemünk előtt. Ehhez tartozott, hogy az alapvető fontosságú intézmények profilját megtisztítsuk az oda nem illő feladatoktól, valamint hogy fontos, de a szocializmusban nem létező intézményeket hozzunk létre, és elősegítsük az alapvető piacok kialakulását és fejlődését.

Itt most két olyan eredményt szeretnék felidézni a közös munkáinkból, amelyek a mai időkig hatnak.

1. 1992–1996: A MAGYAR NEMZETI BANK FÜGGETLEN KÖZPONTI BANKKÁ ALAKÍTÁSA

A helyzet a rendszerváltáskor címszavakban a következőképpen nézett ki:

- az MNB korlátlanul finanszírozta a költségvetést kedvezményes kamatú hittel;
- az állam devizaadóssága az MNB mérlegében szerepelt, azt a saját nevére vette fel a bank;
- a forint leértékelődése miatt keletkező árfolyamvesztéséget kamatmentes és lejárat nélküli hitelként írta jóvá a bank a költségvetés felé;
- az MNB mérlegében tetemes méretű kedvezményes kamatú refinanszírozási hitelállomány is volt,
- és mindemiatt az MNB egyre növekvő veszteséggel működött, ami az akkori erős inflatorikus környezet miatt nem volt fenntartható, a veszteséget a költségvetésnek meg kellett térítenie.

Tehát volt korlátlan monetáris finanszírozás, kedvezményes refinanszírozás, jegybanki külső devizaeladósodás szuverénként, nem volt viszont likvid állampapírpiac és az intézményi befektetőkből is hiány volt.

1991 év végén elfogadták a jegybanktörvényt, amely kimondta, hogy fokozatosan meg kell szüntetni a költségvetés monetáris finanszírozását, és lépcsős csökkentést írt elő öt évre előre vetítve. 1992-ben született két kormányhatározat: az egyik előírta, hogy meg kell állapítani, kinél (milyen intézmények mérlegében) van, és mekkora a magyar államadósság.⁵ A másik, hogy 1993-tól a költségvetés hiányát kizárólag piaci kamatozású állampapírokkal kell finanszírozni.⁶

Egyrészt a szocialista gazdaságbeli monobankból független központi bankot kellett faragni, másrészt piaci alapokra kellett átállítani a költségvetés finanszírozását, s ehhez létre kellett hozni az állampapírpiacot.

Ezeknek a feladatoknak a megoldásához nagy segítséget jelentett, hogy a kilencvenes évek első felében többször is részt vehettünk monetáris politikai és adósságmenedzselési tanfolyamokon az IMF és a Bank of England szervezésében. Amit tanultunk, azt próbáltuk úgy adaptálni a magyar viszonyokra, hogy minél előbb kialakuljanak és működni kezdjenek a piacgazdaság alapvető intézményei. Auto-didakták voltunk, „learning by doing” üzemmódban dolgoztunk, de egy nyelvet beszéltünk.

Az MNB függetlenségének, illetve a monetáris politika hatékonyságának megteremtéséhez szükség volt az MNB úgynevezett kvázi fiskális (finanszírozási és adósságkezelési) tevékenységeinek a felszámolására. A privát szektor kedvezményes refinanszírozásának fokozatos megszüntetése mellett a legnagyobb kihívást a költségvetés monetáris finanszírozásának és az MNB mint magyar szuverén adós státuszának megszüntetése jelentette. A közvetlen jegybanki finanszírozást fokozatosan, az MNB saját nevében történő devizaeladósodását az 1996. év végén végrehajtott adósságcserevel sikerült kiiktatnunk a rendszerből.

Werner az MNB-ben, én pedig a Pénzügyminisztériumból foglalkoztam ezekkel a feladatokkal. Ő képviselte a *monetáris politikai* szempontokat, én meg az *adósságkezelési* megfontolásokat, de mindketten, az első pillanattól fogva tudtuk, hogy ez valójában ugyanannak az „éremnek” a két oldala. Hamar a kezünkbe került *Tobin* Nobel-díjas közgazdász írása⁷, s a gyakorlatban is észlelhettük, hogy a monetáris politika és az adósságkezelés egyaránt a gazdaságban kinn lévő adós-

5 Az államadósság valódi nagysága és összetétele csak az MNB és a költségvetés mérlegeinek összevonásával (konszolidálásával) volt megállapítható.

6 A törvény 1996-ra írta elő a monetáris finanszírozás teljes megszüntetését, 1993-tól pedig évente egyre csökkenő mértékben adott lehetőséget az MNB-beli államkötvények állományának növelésére.

7 JAMES TOBIN (1963): *Fiscal and Debt Management Policies. The Commission on Money and Credit.* Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, N.J.

ság teljes spektrumát befolyásolja, csak különböző csatornákon keresztül, más-más intenzitással és késleltetéssel.⁸

Azt is tapasztalhattuk mindjárt a kezdetekkor, hogy a költségvetés együttműködése nélkül nem megy sem a költségtakarékos finanszírozás megvalósítása, sem a dezinfláció. A kilencvenes évek elején azonban a piacok és a gazdaság összeomlása miatt megugró államháztartási hiányt, amelyet tovább növelt a piaci árazású kamatkidadások megjelenése, közvetlenül a költségvetésben, az évtized első felében nem sikerült megfékezni. A finanszírozási igény jóval meghaladta a rendelkezésre álló forrásokat, ami az intézményi átalakításokat nagyon megnehezítette.⁹ Az állampapírpiacra korlátozottan voltak jelen az intézményi befektetők, és az állampapírok értékesítésének infrastruktúrája (primary dealer rendszer) is csak később alakult ki. Ezért az MNB kettős ügynöki szerepet kapott: egyrészt lebonyolította az állampapír-aukciókat, másrészt pedig, mivel az aukciókon általában nem kelt el az összes meghirdetett állampapír, a maradékot az MNB „reziduális vevőként” elvitte, majd a hálózatában értékesítette, közben szem előtt tartva a törvényben meghatározott monetáris finanszírozási korlátot.

Wernerrel létrehoztunk egy bizottságot (ma likviditáskezelési bizottságnak hív-nánk), ami hetente ülésezett, hogy soha ne legyen üres a „kassza”, hogy elkerülhető legyen az államcsőd. A későbbi évtizedekben, amikor megannyiszor különböző nehéz helyzetekben farkast (államcsődöt) kiáltott némely politikusunk vagy szakértőnk, mindig az jutott eszembe, hogy „ti még nem láttatok olyat!”. Mi viszont Wernerrel és még négy hozzáértő kollégával elég hosszú időn keresztül napi szinten kezeltük az állam likviditását 1992–1994-ben, s olykor tényleg hajszálon múltot, hogy volt miből kifizetni az esedékes kiadásokat.

Közben pedig fokozatosan fejlesztettük a forintállampapírok piacát. Aukcionálva, a diszkontkincstárjegyeiktől indulva az egyre hosszabb lejáratú államkötvényekig haladtunk, és korlátozott mértékben lakossági instrumentumokat is kibocsátottunk. Elkészültek az első kibocsátási tervek, majd előkészítettük a piacot a külföldiek előtti nyitásra, s megvolt az állampapír-forgalmazói rendszer terve is.

Hamar kiderült számunkra, hogy *a monetáris és a fiskális politika összehangolása nélkül nem létezik sikeres gazdaságpolitika*, pedig akkoriban a „*mindenki* (már-mint a két fő gazdaságpolitikai ág) *tegye a dolgát!*” volt az egyre erősebben uralkodó koncepció a világban. A koordináció és az összehangoltság nem volt diva-

8 „There is no neat way to distinguish monetary policy from debt management, the province of the Federal Reserve from that of the Treasury. Both agencies are engaged in debt management in the broadest sense, and both have powers to influence the whole spectrum of debt.” (JAMES TOBIN [1963]: An Essay on Principles of Debt Management. In: THE WHOLE (1963:143–219).

9 Ezt a problémát 1995 tavaszán a Bokros Lajos pénzügyminiszter nevéhez fűződő költségvetési kiigazító csomag oldotta meg.

tos, a kormány és a központi bankok közötti intézményi „szeparáció” a központi bankok frissen elnyert függetlenségét volt hivatott megvédeni.¹⁰ Ez az alapelv állt az akkoriban elkezdett euróövezeti előkészületek mögött is. Azonban a kelet-közép-európai átalakuló országokban, a kialakuló piacgazdaság körülményei közepette nem mindig az volt a nyerő, ami a fejlett országokban bevált gyakorlatnak számított. Azzal tudtunk tekintélyt nyerni nemzetközi téren is, hogy átgondoltan és összehangoltan próbáltuk működtetni az intézményeinket (a Pénzügyminisztériumot és az MNB-t). Mi Wernerrel ezen munkálkodtunk, noha ebben az időszakban mi még nem vettünk részt a döntéshozatalban és bizony sok értetlenséggel találkoztunk.

„Kétfrontos” harcot kellett folytatnunk. A Pénzügyminisztérium nagyhatalmú főnökei nehezen értették meg, hogy a piacgazdasági átmenet azt jelenti: nem a két intézmény (a PP és az MNB) közötti alkukban születik meg az a (kedvezményes) kamatmérték, amit fizetni kell az államadósságra. Ugyanakkor az MNB nagyhatalmú alelnöke nehezen értette meg, hogy mi szükség van a hazai valutában denominált állampapírpia kialakítására, amikor olyan könnyen lehet külföldről vagonnyi a kereskedelmi bankoktól felvett hitellel eladósodni.¹¹

Werner már a kilencvenes évek első felében sok olyan ötletnek, főleg jegybanki eszköznek, működési módnak volt a szellemi atyja, ami lehetővé tette, hogy az MNB a szinte mindvégig kifizetett pénzügyi helyzetben biztos pont legyen az ország menedzselésében. Hatékonyan azonban csak akkor működhetett a monetáris politika, ha az MNB-t megtisztítottuk a kvázi fiskális funkcióitól, és ha olyan piacokat építettünk, amelyek közvetíteni tudták az MNB jelzéseit a pénzügyi szektor és a gazdaság felé. Az egyik legnagyobb feladat az volt, hogy az MNB visszavonuljon a szuverén adós pozícióból.

A hatékony monetáris működéshez 1993-ra már elengedhetlenné vált az MNB-nél lévő nulla kamatú és lejárat nélküli – a devizaadósságon keletkezett leértékelési veszteségből felhalmozódott –, úgynevezett „nullás” költségvetési hitelállománynak a kamatozó, piacképes állampírokká való átalakítása.¹² Ez az állomány

10 Egyébként a leendő euróövezeti országok se álltak valami jól a kilencvenes évek elején a monetáris és a fiskális politikai követelmények teljesítésében, a központi bankok függetlenítése pedig némelyik országban csak az utolsó pillanatban történt meg.

11 Tekintve, hogy Magyarország a rendszerváltást követően mindvégig teljesítette az adósságszolgálati kötelezettségeit a külföld felé, a további adósságok felvétele nem ütközött akadályba. Felmerült, hogy ha már forintban szeretne az állam eladósodni, akkor miért nem úgy csináljuk, mint az osztrákok, hogy behívatunk hat kereskedelmi bankot, és lejegyeztetjük velük zárt kibocsátásban a hitelt/kötvényt. A piaci árazás fontosságát nehéz volt megértetni.

12 A „nullás állománnyal” szerzett tapasztalataink tettek minket szkeptikussá a nem piacképes, nulla kamatú és lejárat nélküli eszközökkel, főleg a hitelekkel szemben, amelyeknek az igénybevétele a Covid-válságban nemzetközi szinten is felmerült.

1995-re már olyan hatalmassá nőtt, hogy az úgynevezett maastrichti szabály szerint mért bruttó államadósság körülbelül negyven százalékát ez tette ki, eltakarva az államadósság valódi szerkezetét, az MNB-nél lévő devizaadósságot. 1996 év végén sor került az „adósságcsere”, amelynek során a teljes „nullás” állományt kamatozó értékpapírra váltottuk át, és ezt követően az Államadósságkezelő Központ vette fel és kezelte az állam devizaadósságát. Ezzel a monetáris és fiskális funkciókat végérvényesen sikerült szétválasztani.

2. 1995-2001: AZ ÁRFOLYAMCÉLT KÖVETŐ MONETÁRIS RENDSZER HATÉKONY MŰKÖDTETÉSE

A költségvetési politika átalakítása és a hiány csökkentése 1995-ben megteremtette a hatékony monetáris politika és a költségtakarékos adósságmenedzselés lehetőségét.

Az 1995. évi nagymértékű költségvetési kiigazítással egy időben bevezetett, *árfolyamcél*t követő monetáris rendszer működtetése, amely nominális horgonyként az *előre bejelentett csúszó, szűk árfolyamsávot* alkalmazta, egy sor újabb feladatot jelentett egyrészt az eszköztár átalakítását és az eszközök alkalmazását, másrészt a döntés-előkészítést illetően.

Ebben az időszakban is – az akkor kétszámjegyű – infláció mérséklése és az árstabilitás elérése volt a monetáris politika végső célja, csak akkor még – a választott monetáris rendszer sajátossága miatt – a forintárfolyam volt az a fő változó, amire reagált a kamatpolitika. Az árfolyamcélt követő rendszerben a jegybankelnök, Surányi György hozta a kamatdöntéseket, a jegybanktanács a monetáris rendszert érintő döntésekben volt kompetens. Az egyszemélyi döntés ugyancsak az árfolyamcélt követő rendszer sajátosságaiból következett, mert ebben a rendszerben azonnali, gyors döntésekre is szükség volt az árfolyamsávon belüli mozgások miatt.

Ahhoz, hogy az MNB elnöke gyorsan és megfelelően tudjon reagálni a piaci mozgásokra, nagyon jól strukturált információs rendszer kialakítására volt szükség. Ennek alapelemei a monetáris irányelvek, az inflációs jelentések és az operatív monetáris bizottsági (OMB) anyagok voltak, és természetesen ebben az időben is készítettünk rendszeres makrogazdasági előrejelzéseket negyedéves gyakorisággal, de ezeket nem publikálta az MNB, mert az árfolyamcélt követő rendszerben a spekulatív mozgásokat ezzel lehetett mérsékelni.

1995 után, amikor már én is az MNB-ben dolgoztam, az volt köztünk Wernerrel a munkamegosztás, hogy ő a monetáris eszköztár és a piaci működés felelőse, én meg a döntés-előkészítés közgazdasági és kutatási eszközeinek a tervezését irá-

nyitottam. Werner a jegybanktanács tagjaként 1998-tól már a döntéshozatalban is részt vett.

A pénzpolitikai főosztály feladata volt a Monetáris Politikai Irányelvek¹³ összerakása, amihez az előrejelzéseket a közgazdasági főosztály szállította. A közgazdasági és kutatási főosztály, amelyet 1996-tól én vezettem, készítette a döntésselőkészítő, közgazdasági elemző és alkalmazott kutatásszámba menő anyagokat. A főosztály kiemelt produktuma volt az inflációs jelentés, amely 1998-tól negyedévente jelent meg. A pénzpolitika pedig, amelyet Werner irányított, a rövidebb távú piaci elemzéseket, a heti gyakoriságú OMB-ülések anyagait készítette, valamint a jegybanki eszköztár fejlesztéséért is felelt.

Werner vezetésével alakult ki az ebben az időszakban folytatott *sterilizált intervenciók politika eszköztára*: az egyre kisebb leértékelődéssel működő árfolyamsáv erős szélén az MNB interveniált (devizát vett), s a rendszerbe bekerülő többletlikviditást különböző eszközökkel (reverse repóval, majd, amikor már nem volt több állampapírja a banknak, a kéthetes betét bevezetésével) kivonta a rendszerből.

Az inflációcsökkentés fokozatossága, ami a kilencvenes évek második felének monetáris politikáját jellemezte, sok kritikát kapott kívülről és belülről, de mindent egybevetve, ha visszatekintünk, akkor egyértelműen sikeresnek mondható. Ezt utólag mindenki elismerte. A gazdaság egyensúlya a felzárkózási pályára állt. 2000 közepére kifutott a csúszó leértékelési rendszer, és az egy számjegyű, de még mindig magas infláció további csökkentéséhez már monetáris rezsimváltásra és szabadabban mozgó (a spekulációt könnyebben kivédő) árfolyamrezsimre lett volna szükség. Az árfolyamrendszer megváltoztatását, a sávszélesítést az első Orbán-kormány megtorpedózta, minden elfogadható szakmai érv nélkül. Visszatekintve azt lehet gondolni, hogy valószínűleg Járαι Zsigmond, aki akkor már 2001-től várományosa volt a jegybankelnöki posztnak, „magának tartogatta” ezt a történelmi változtatást. Nem is kellene erről szót ejteni, ha nem lett volna meglepő, hogy Werner is a sávszélesítés ellen volt a 2000 július elején tartott monetáris tanácsi ülésen. A mai napig nem tudom, miért változtatta meg az álláspontját (korábban a mielőbbi sávszélesítést tartotta helyesnek) ebben a fontos kérdésben.

13 Az Irányelvek elkészítése nagyon hasznos volt a piaci szereplők orientációjában is, a kormánnyal való kapcsolattartásban is, mivel azokat a megfontolásokat tartalmazta, amelyekre a monetáris döntések épültek. Az Irányelvekben az MNB előrejelzései is szerepeltek, amelyeket később, az inflációs célt követő rendszer bevezetése után az inflációs jelentések explicit módon tartalmaztak. 2001-ben az Irányelveket megszüntették, mondván, hogy ezek sértik az MNB függetlenségét, de ez nem bizonyult jó döntésnek, a piacokon sokszor keletkezett riadalom alapvető értelmezési és kompetenciakérdések miatt (mikor és ki határozza meg az inflációs célt, mire reagál a bank stb.).

Egy évvel később az új jegybankelnök egyik első lépése volt az árfolyamsáv kiszélesítése.

2001 után megint eltért a pályánk. Amikor újra találkoztunk, nem akartam az-
zal terhelni a kapcsolatunkat, hogy kérdőre vonjam, miként támogathatta 2002
második felétől és 2003-ban mindvégig a szavazatával a Járai-féle átpolitizált,
kontraproduktívan túlszigorító monetáris politikát, ami az ország kibontakozá-
sát legalább annyira, ha nem súlyosabban gátolta¹⁴, mint a kárhoztatott „fiskális
alkoholizmus”.

A kilencvenes évek számunkra egyértelmű sikert hozott. 2000-re a makrogaz-
dasági mutatók mind jól alakultak, az európai uniós konvergencia indulhatott
volna. A gazdaság növekedése, az inflációcsökkenés, a külső és belső egyensúly
mind jól állt, az államadósság a GDP százalékában harminc százalékponttal
csökkent, és közelítette az 50 százalékot. Bár még nem sejlett fel az unióba való
belépés lehetősége, de reális esélyt láttunk arra, hogy a következő évtized végére
bevezethető legyen az euró. Csak elhatározás kérdése volt. Illetve nem, mert aztán
hol többször is elhatározták (2002–2006), de nem tettek érte, hol meg elutasították
(2010–2021), mert a forint árfolyamának gyengítésre játszottak. Az „európrojekt”
különböző indíttatású elhalasztása volt a kétezres évek első húsz évében a magyar
gazdaságpolitikusok legfőbb bűne, ami visszavetette az országot. Wernerrel ezt
egyformán gondoltuk.

3. MELLŐZÖTTEN

2004-ben lejárt az alelnöksége, és ezt követően Werner már nem kapott itthon
feladatot a gazdaságpolitika formálásában. Nem töltötte ugyan haszontalanul az
utolsó 15 évét, mert a világ fejlődő országaiban sok hasznos tanácsot adhatott az
állampapírpiacok kiépítését és az adósságkezelést illetően, de az ő tudásával és
tapasztalataival itthon kellett volna szolgálnia az ország felzárkózásának ügyét.
Már nem volt lehetősége, hogy jobb irányba befolyásolja az eltévelyedő hazai gaz-
daságpolitikai döntéshozást. Találó kritikai és előremutató meglátásait cikkek-
ben tette közzé.

Visszagondolva, Werner karrierjének csúcspontját jelentették az MNB-s évek, és
kétségtelen, hogy a Magyar Nemzeti Bank modern központi banki profiljának ki-

14 Az elhibázott kamatpolitika leglátványosabb bizonyítéka volt, amikor 2003 januárjában – igazi
„hungarikumként” - a ± 15 százalék széles árfolyamsáv erős oldalát érte spekulatív támadás. Ez-
után, az árfolyamsáv elmozdítását követően a magyar kamatkülönbözetet tíz százalékpont fölé
tornáztta fel a monetáris tanács, miközben a világban igen nagy likviditásbőség uralkodott. A ka-
matkiadások megugrása nehezítette a fiskális kiigazítást.

alakításában és piacgazdasági jegybanki eszköztárának kialakításában meghatározó szerepet játszott. Sajnos úgy ment el, hogy a nagy közös álmaink nem tudtak megvalósulni. Az ország stabilizációja ingatag lábakon áll még mindig, ma is feladat a felzárkózási pályára állítás, még ha alapvetően mások is az általános körülmények, s az euró bevezetése az elmúlt évtizedben távolabb került, mint valaha.