

Arcképvázlat jegybanki háttérrel*

Matolcsy György tizenkét éve
a Magyar Nemzeti Bank élén

II. rész. Az Európa-rekord alapkamat és az Európa-rekord infláció kezdete

A Magyar Nemzeti Bank gyakori közleményeinek legfeltűnőbb vonása, hogy a vezérkar, Matolcsy Györggyel az élen, tévedhetetlen. Ennek igazolására a vezető munkatársak a jelek szerint bármikor bevethetők. Aminek több magyarázata lehet. Egy: az MNB minden döntését alapos konzultáció előzi meg, és azok mindig a legteltesebb egyetértést tükrözik. Kettő: az MNB valamennyi vezető munkatársának kötelessége, hogy a lehető legjobb tudása szerint képviselje a felső vezetés döntéseit. De hogy e kettő közül melyik változat érvényes Matolcsy György 2013 óta tartó regnálása alatt, csak tippelni lehet.

Maga az elnök kétségkívül rendkívül olvasott és tájékozott, korábban, gazdaságpolitikusként is igyekezett más országok kiváló megoldásait honosítani vagy átformálni. Több könyve bizonyítja, hogy Matolcsy milyen gyakran s milyen odaadással csodálkozik rá friss olvasmányélményeire, milyen változatosan hozza összefüggésbe azokat itthoni viszonyainkkal vagy éppen a kívánatos teendőkkel.¹

Az a Pallas Athéné Könyvkiadó is szorgoskodik az elnök nézeteinek terjesztésében, amelyet az MNB által közpénzekből gründolt Pallas Athéné alapítványok vagyonaát menedzselő Optima Befektetési Zrt. birtokol. A kiadó honlapján Matolcsynak A magyar jövőkép és stratégia, Az idő mintázatai, Az amerikai birodalom vs európai álmom, továbbá a közgazdasági nézeteit összegző Egyensúly és növekedés című köteteit magyar és angol nyelven egyaránt meg lehet vásárolni; kétkötetes olvasónaplója azonban egyelőre, sajnálatos módon, csak magyarul hozzáférhető.

A laikus csak ámul, mikor volt ideje az elnöknek arra, hogy a Magyar Nemzeti Bank ügyeivel foglalatoskodjon. Pedig akadt teendője bőven. Működése alatt a magyar gazdaság 2013 és 2019 közötti, viszonylag nyugodt periódusát, majd a 2020-tól máig tartó válságait kellett menedzselnie.

Sorozatunk első részében Matolcsynak a közpénzekhez való viszonyát tekintettük át, a másodikban azt vizsgáljuk, miért épp Magyarországon alakult ki az Európai Unió legnagyobb inflációja és a legmagasabb jegybanki irányadó kamata, a harmadik rész pedig a jegybank veszte ségeinek okait firtatja.

Kezdjük ott, amikor már nagyon nagy volt a baj.

* A tanulmány első részét előző számunkban közöltük – a szerk.

¹ Például: Válogatás Matolcsy György Heti Válaszban megjelent írásaiból, 2002–2013. A kiadó nincs feltüntetve. Jegybankelnöki publikációit pedig az MNB honlapja vezető helyen közli. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/>

2022. október 14.

„Szeretném tisztázni, hogy épp Washingtonban vagyok, ahol ezekben a napokban a világ jegybankárai, vezető gazdaságpolitikusai és befektetői gyűlnek össze” – kezdte látható zavarban a reggel 9 órára meghirdetett, ám egy technikai malőr miatt jóval későbbre csúszott tájékoztatóját Virág Barnabás, a Magyar Nemzeti bank alelnöke, aki a Nemzetközi Valutaalap éves közgyűlésén vett részt.² Majd rátért a lényegre. Bejelentette, hogy az előző napon az MNB Monetáris Tanácsa rendkívüli ülést tartott, amelyen soha korábban nem látott, brutális méretű kamatemelésről döntött. Az irányadó kamatot öt százalékponttal 13 százalékról 18 százalékra emelte fel, mindemellett magára vállalta, hogy a megdrágult energiahordozók behozatalához szükséges devizát az importőr az év végéig nála igényelheti, hogy ne másoktól kelljen beszereznie. A piaci elemzők szerint havonta legfeljebb egymilliárd euróhoz jutott így az MVM. Ezzel az MNB mérsékelte a deviza iránti piaci keresletet. Ez más nézőpontból annyit tesz, hogy a forint árfolyama védelmében beavatkozott a piacon.

Ezt a hatásos, ám kézenfekvő megoldást néhány nappal korábban az ismert befektetési bankár, Zsiday Viktor javasolta blogjában az MNB-nek.³ „A tartalékok azért vannak, hogy a nagy bajban bevessük őket. És most Magyarországon baj van.

² Virág Barnabás tájékoztatója a Monetáris Tanács 2022. október 14-én hatályba lépő döntéseiről. <https://www.youtube.com/watch?v=xE-SpkhYzqs>

³ Zsiday Viktor blogja, A devizatartalék mire való? 2022. október 11. <https://zsiday.hu/2022/10/11/a-devizatartalek-mire-valo/>

Az ország havonta hatalmas pénze-
ket költ energia (elsősorban földgáz)
vásárlására, ami gyakorlatilag azt
jelenti, hogy az MVM forintot vált le
euróra, és ezért megveszi a gázt. Vi-
szont a folyamatos, hatalmas mérté-
kű euróvásárlás állandóan gyengíti
a forintot [...] semmi akadálya nincs
annak, hogy az MVM közvetlenül a
jegybanktól, a jegybanki tartalékok
terhére vegye meg az eurót. Ezáltal
a jegybanki devizatartalék csökken-
ne, viszont a folyamatos eurókereslet
nem jelentkezne a piacon, így lenne
esélye a forintpiac stabilizálódásá-
nak.”

Az MNB-nél vagy felmerült ez az
ötlet, csak késlekedtek vele, vagy fel-
sem merült. Végül is mindegy. Hasz-
nos volt.

Ilyen súlyú döntéseket – drámai
kamatemelést és súlyos devizapiaci
beavatkozásokat – persze nem az
alelnöknek kellene bejelentenie. Ha-
nem az elnöknek személyesen. Ma-
tolcsy Györgynek. Csakhogy ő nem
tehetette meg. Tizenhat nappal koráb-
ban ugyanis teljes elnöki tekintélyét
latba vetve alelnökei sorfala előtt
büszkélkedett, hogy az MNB 13 szá-
zalékon leáll a kamatemeléssel.⁴

Október 14-re kiderült, hogy
mégsem. Ezt nyilván nem ő akarta
megmagyarázni, kockára téve té-
vedhetetlenségét. Ha már az MNB
hitelességének annyi.

2022. szeptember 27.

A döntés, amely a válsághoz közeli
állapotot előidézte.

„Lezártuk az eddigi, 16 hónapos
kamatemelési ciklusunkat. Egy jó

⁴ Matolcsy György, a jegybank elnökének saj-
tótájékoztatója. 2022. szeptember 27. <https://www.youtube.com/watch?v=KqnjGusbqW4>

nagy pontot tettünk, hogy mindenki láthassa: vége van. Európában, az Európai Unióban a legnagyobb mértékben emeltük az alapkamatot [...] Nincs értelme egy két számjegyű alapkamatnál tovább menni” – magyarázta tehát szeptemberben Matolcsy.⁵ Meg akarta nyugtatni a piacokat, de kiprovokálta a forint elleni spekulatív támadásokat. Ha azt mondd, nem emeled tovább a kamatot, annak ellenére, hogy még gyorsul az infláció, meglátjuk, képes vagy-e betartani – gondolhatták a brókerek, nem éppen alaptalanul.

Elkezdődött az az időszak, amelyet utólag az Európai Unió legnagyobb inflációjával és legmagasabb irányadó kamatával jellemezhetünk. Hogyan is írta annak idején Zsiday? *„Bizonyára rosszabbul fogunk élni, mint 4 éve. Recesszió lesz. Infláció lesz. Világvége valószínűleg nem.”*⁶ Bejött.

De pörgessük csak vissza: mi történt szeptember 27. és október 13. között?

Piaci körökben értetlenkedést keltett Matolcsy szeptemberi elmentmondásos nyilatkozata, hogy az MNB egy szokatlanul nagy, 1,25 százalékpontos emelés után, 13 százalékon befagyasztja az alapkamatot, miközben arra számít, hogy az infláció, amely a húszszázalékos lélektani határt átlépte, egy ideig még tovább gyorsul. Részben ez az értetlenkedés, részben a kedvezőtlen külpiaci és világpolitikai események következtében szabadesésbe kezdett a forint. Az árfolyam a negatív csú-

csot október 13-án érte el, amikor egy ideig egy euróért már több mint 434 forintot kellett fizetni. Ez már olyan súlyos jele volt a válságnak, hogy az utca embere is felkapta rá a fejét. Rögvest összeült a Monetáris Tanács, és tagjai – ki itt, ki ott volt, Virág Barnabás például Washingtonban – gyorsan megvitatták az eseményeket. Erről az ülésről nem készült el a jegybank által szokásosan publikált rövidített jegyzőkönyv, vagy nem nyilvános, a Monetáris Tanács szó szerinti jegyzőkönyvei pedig szigorúan titkosak. Így kideríthetetlen, hogy a tagok miképp vélekedtek a drámai helyzetről, az apparátus milyen javaslatokat készített elő – ha egyáltalán voltak ilyenek –, az ülésen milyen megoldásokat vetettek fel, és milyen érvekkel döntöttek az irányadó kamat példátlan mértékű megemeléséről.⁷

Ráadásul azzal a sajátos megoldással éltek, hogy az alapkamatot formálisan változatlanul 13 százalékon hagyta a Monetáris Tanács, viszont – hangsúlyozottan átmenetileg – bevezetett egy új eszközt, az úgynevezett egynapos betéti tendert. Valójában ennek az egynapos betétnek a 18 százalékos kamata lett az irányadó, nem az alapkamat. Ez napokig zavarokat okozott. *„Mi történik akkor, amikor egy országban az alapkamat elveszti irányadó jellegét? Ha a jegybank kitartóan azt állítja, hogy ő nem emel kamatot, és az alapkamat változatlan is marad, de a gazdaság mozgását meghatározó irányadó kamatot közben*

⁵ uo.

⁶ Zsiday Viktor blogja. Világvége, 2022. szeptember 30. <https://zsiday.hu/2022/09/30/vilagvege/>

⁷ A Monetáris Tanács üléseinek rövidített jegyzőkönyveit itt lehet elolvasni: <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kamatmeghatarozo-ulesek-rovidített-jegyzokonyvei/2022>

sutyiban emeli? Nagyjából az, mint amikor egy jól működő közlekedési lámpás kereszteződésbe odaáll egy rendőr is, aki a karjelzéseivel más utasítást ad. Hiába tudjuk, hogy a rendőr karjelzése felülírja a lámpát, ha nem kapcsolják ki a lámpát, karambol lesz. Nem lehet egyszerre két-féle jelzést adni” – jellemezte a helyzetet találóan Király Júlia, az MNB korábbi alelnöke.⁸

Ettől kezdve a jegybank 18 százalékos kamatot fizetett a kereskedelmi bankoknak a nála egy napra elhelyezett betétekre. Nem meglepő módon a bankközi piac kamatai szinte azonnal erre a 18 százalékra mentek fel. A magas kamatok elbátortalanították mindazokat, akik a forint további gyengülésére spekuláltak, a forint lassan erősödni kezdett. Ez mérsékli az inflációt, mert az importcikkek árszintje nem nő tovább, esetleg csökken is. Mindazonáltal a kamatemelés az MNB számára hatalmas veszteséget okozó, fájdalmas, a hitelességét csorbító döntés volt, az üzleti élet szereplőit viszont lebeszélte arról, hogy hitelek felvételére gondoljanak. „Ilyen magas kamaton csak az vesz föl hitelt, akinek nem volna szabad adni” – kommentálta a döntést találóan Hegedüs Éva, a Gránit Bank elnöke, arra utalva, hogy ezeket a kamatokat a szokásos üzletmenet során aligha lehet kitermelni.

Kitérő: egy jegybanki kamatemelés nem foglalkoztatja különösképpen a közélet iránt kevésbé érdeklődő olvasókat, médiafogyasztókat. Ők

⁸ Király Júlia: Legalább 98 százalék kudarc. A jegybanki hitelesség megsemmisüléséről. Magyar Narancs, 2022. október 26. <https://magyarnarancs.hu/publicisztika/legalabb-98-szazalek-kudarc-253428>

alapesetben kétféle kamattal találkoznak: azzal, amelyet a bank fizet a betétek után (ha éppen fizet), és azzal, amelyet adósként ők fizetnek a kölcsöneik után a bankoknak. Az előbbit kevesellik, az utóbbit sokallják, így van ez rendjén, egy bank nem állíthat minden kamatláb mellé közlekedési rendőrt. Ezek a kamatok azonban többé-kevésbé a jegybanki irányadó kamattól függenek.

Ha az árak emelkedni kezdenek, a jegybank kamatot emel. Ha a kamatszint jelentősen meghaladja az inflációt, azaz nagy, pozitív reálkamat alakul ki, akkor a háztartások és az üzleti szektor kereslete csökken. Nagy pozitív reálkammattal el lehet érni, hogy mérséklődjön a gazdaságban az összkereslet, ami visszafogja az árak emelkedését, jó esetben megállítja azt. Az inflációtól mélyen elmaradó negatív alapkamat viszont kifejezetten költekezésre ösztönzi a gazdaság valamennyi szereplőjét.

Egy-egy ország nemzeti valutája a nemzetközi piacon végső soron épp olyan áru, mint bármely más termék. A forint is ilyen. Az árfolyama szabadon lebeg, ha nő iránta a kereslet, erősödik, ha csökken, akkor gyengül. Ha erősödik, egy euróért kevesebb forintot kell adni, ha gyengül, akkor többet. Ez az árfolyam pedig visszahat a belső árakra. Könnyen belátható: ha felértékelődik, más szóval erősödik a forint, kevesebb forintért meg lehet vásárolni egy külföldön gyártott terméket, és azt olcsóbban el lehet adni belföldön is. Ha leértékelődik, akkor többet kell adni ugyanazért, ennek következtében a belföldi árak is nőni fognak.

A forint iránti keresletet szintén a kamatok mozgatják, végső soron a jegybanki alapkamat. Ha a kamat

alacsony, és a befektetők úgy vélik, nem érdemes bizonytalan, alacsony hozamú, esetleg gyorsan inflálódó forintot vásárolni, vagy forintban kibocsátott állampapírokat, értékpapírokat venni, akkor elfordulnak tőle. Eladják a forintot, a forintban jegyzett állampapírt, részvényt, kötvényt. Ezzel tovább növelik a forint kínálatát, egyúttal fűtik a deviza iránti keresletet, ami szélsőséges esetben a forint árfolyamának összeomlásához vezethet. Ha viszont nőnek a kamatok, és az inflációt meghaladó, vagyis pozitív reálkamatok alakulnak ki, akkor több esély van arra, hogy a devizatulajdonosok forintot, forintban kibocsátott értékpapírokat vásárolnak. Felértékelődik a forint, más szóval erősödik az árfolyama. Az erős forint pedig, mint láttuk, olcsóbbá teszi az importot, lefelé viszi az árakat.

Az alapesetekre lecsupaszított képleteket persze ismeretlen tényezők sora bonyolíthatja. Ám bármennyire átláthatatlanok legyenek is ezek az összefüggések, az infláció előbb-utóbb kikényszeríti a kamatemelést. A nemzeti valuta árfolyamának meredek esése úgyszintén. Minden más már az időzítés, a mértékek és ezernyi egyéb, számításba veendő tényező függvénye.

Aligha vitatható, hogy 2022. október 14-én a forint árfolyamának összeomlással fenyegető zuhanása kényszerítette ki az irányadó kamat 18 százalékra emelését. Az Európai Unióban sehol nem drágult meg annyira a hitelezés, mint Magyarországon.

Bő egy évvel később Virág Barnabás hősiiesen megvédte a Monetáris Tanács mindkét döntését. A szeptem-

berit, amely után bejelentették, hogy lezárják a kamatemelési ciklust, majd az októberit is.⁹ Elismerete, hogy a két döntés között „valutaválsághoz közeli” állapot alakult ki, ám ezt szerinte az Északi Áramlat felrobbantása idézte elő, nem az MNB monetáris politikája. Erre a nyilatkozatra még a ritkán megszólaló Simor András is berágott. Az MNB korábbi elnöke pontról pontra levezette, hogyan jutott el az MNB addig, hogy saját döntését heteken belül megmásítsa.¹⁰

„2022. szeptember 27-én az MNB leállította kamatemelési ciklusát, arra hivatkozva, hogy a 13 százalékos kamatszint elégséges az infláció megfékezéséhez. A kamatdöntés napján egy euró 407,45 forintot ért. Ezt követően a forint – az ezt megelőző időszakban jellemző 395–410 forintos sávból kitérve – gyorsan gyengülni kezdett, és október 13-ára 432,94-re esett az euróval szemben. Ez 16 nap alatt 6,25 százalékos gyengülést jelentett, ezzel a forint elérte mindenkori mélypontját az euróval szemben. Október 13-án aztán az MNB ijedtében egy lépésben 5 százalékponttal, 18 százalékra emelte az irányadó kamatot. Ennek hatására a forint néhány nap alatt visszatért a korábbi kereskedési sáv közlébe, és az év végéig 400–417 forint között kereskedtek a magyar devizával. A jegybank a kamateme-

⁹ Virág Barnabás: A jegybank nem hibázott, az Északi Áramlat felrobbantása miatt gyengült a forint. 24.hu, DELLA, 2023. november 8. <https://24.hu/fn/gazdasag/2023/11/08/podcast-della-interju-virag-barnabas-mnb-jegybank-alapkamat-inflacio-forintarfolyam/>

¹⁰ Simor András reakciója az MNB-alelnök szavaira: Ez nagyon gáz. 24.hu, 2023. november 14. <https://24.hu/fn/gazdasag/2023/11/14/simor-andras-mnb-virag-barnabas-reakcio-forint-arfolyam-kamat-eszaki-aramlat/>

lési ciklus szeptemberi leállításával jelentős hitelességi veszteséget szenvedett, amelyen a kamatemelés sem változtatott.”

Simor András adatokkal cáfolta Virág Barnabás nyilatkozatát, mely szerint az Északi Áramlat felrobbantása után „szeptember 27-én este néhány perc leforgása alatt több mint 20 százalékkal ugrott a gázár”, és hogy az alelnök szerint „ördögi spirál alakult ki a magyar gazdasággal kapcsolatban, mert akkor töltöttük fel gáztárolóinkat”. Ezt az állítást Simor András a tőzsdei árak alakulását idézve tette helyre: „Az amszterdami tőzsdén a földgáz ára 2022 augusztusában érte el a 293 euró/MWh-s csúcspontját. Ezt követően az ár meredeken esni kezdett, szeptember 27-ére 180 euróra csökkent, majd október közepére már 157 euró körül volt a tőzsdei árjegyzés, ahonnan aztán az év végéig 84 euróra zuhant. Hol van az alelnök úr által említett 20 százalékos áremelkedés? Talán ott, hogy szeptember 26. és 28. között 15,6 százalékot emelkedett a földgáz világpiacon, hogy aztán az azt követő három napban 17,8 százalékkal csökkenjen. Október 3-án, alig egy héttel a robbanás után már alacsonyabb volt a gáz világpiacon, mint a robbanás előtt, és onnantól kezdve tovább csökkent [...] Azt pedig nem gondolhatja komolyan senki, hogy a forint nem bír ki egy kétnapos világpiacon gázáremelkedést.” Majd felidézte, hogy a régió többi devizájának az árfolyama szeptember 27. és október 13. között nem omlott össze, csak a forinté, majd összegzésként megállapította: „a forint kálváriáját nem a csővezeték felrobbantása és az annak következtében kialakuló pánikjelenségek, hanem a jegybank monetáris

politikai botladozása okozta. Erre most még rátesz egy jókora lapáttal az alelnök tényekkel szembemenő mosakodása, ami már nemcsak gáz, hanem nagyon gáz.”

Simor András 2020 novemberében az osztrák Erste Bank felügyelőbizottságába választották. E tisztviselésében 2023-ban újabb három évre megerősítették. 2024 januárjában, néhány nappal azt követően, hogy vitába keveredett az MNB csúcsvezetőivel, váratlanul lemondott.

Virág Barnabás pedig kapott még egy lehetőséget a 24.hu szerkesztőségétől, hogy kifejtse: „2022 őszén az MNB jelentős pénzügyi viharban navigálva is felismerte a széljárást, így a meglévő információkat jól alkalmazva, magabiztosan és bátran, hitelességünket megőrizve hajóztunk ki nyugodtabb vizekre.”¹¹

Mindmáig ez az egyik kulcsmomentum ahhoz, hogy megértsük, miképp működik az MNB gépezete. Lehet, hogy szeptemberben a Monetáris Tanácsnak igaza volt, amikor nem akarta az alapkamatot tovább emelni, mert tagjai azt gondolták, hogy a 13 százalékos elég az infláció megállításához. Lehet, hogy tévedtek. A fejlemények az utóbbira utalnak. Az MNB vezetői azonban konokul ragaszkodnak mindig-igazukhoz, konfabulálnak. Meglehetősen összehangolatlanul. Mert 2022 decemberében az Országgyűlés gazdasági bizottságában Matolcsy szóba sem hozta az Északi Áramlat felrobbantását, a forint elleni

¹¹ Virág Barnabás: „Tévedések és kihagyások”, avagy mi is történt valójában 2022 őszén? 24.hu, 2023. december 16. <https://24.hu/fn/gazdasag/2023/12/16/virag-barnabas-valasz cikk-simor-mnb-penzpiac-monetaris-politika-inflacio-alapkamat-velemeny/>

októberi támadást kizárólag a spekulációra vezette vissza. Szerinte a kamatemelési ciklust lezáró döntés másnapján összeültek, akik a forint leértékelésén akartak kaszálni, és „megszületett egy terv. Ennek a tervnek persze – olyan a világ, kicsi, kis falu – kiszivárogtak részletei, [...] láttuk, hogy a terv az, hogy október 14-én, pénteken minden összeáll, és hétfőn ránk zúdul egy óriási pénzügyi támadás.”¹² Ezt előzte meg hősiesen a kamatemeléssel.

Bármiképp történt is, a 2022. október 13-án szigorúan átmenetinek meghirdetett 18 százalékos irányadó kamat 2023 márciusáig fennmaradt. Akkor már az infláció is csillapodott, ezért hónapról hónapra egy-egy százalékponttal csökkentette az irányadó kamatot a Monetáris Tanács, míg össze nem ért az alapkamattal. Ez a kettős kamattrendszer – aminek azért volt már egy sikeresnek nem tekinthető előzménye – csak 2023 szeptemberében szűnt meg, ami egy ideiglenes jegybanki eszköztől igazán szép túlélési teljesítmény. A kamatcsökkentés pedig folytatódott, és a mai napig tart. A kormány sürgetné a tempót, az MNB azonban most már óvatos. Nem csoda, úgy megégette magát, hogy kis híján odakozmált.

Az Európai Unió legmagasabb kamatszintje stabilizálta a forint árfolyamát, megállította a leértékelődését, sőt egy ideig erősítette is az euróhoz képest, és valóban hozzájárult Európa legnagyobb inflációjának csillapításához.

Egyetlen baj van: nem lett volna szabad eddig eljutni. Sem az inflációs Európa-rekordig, sem a kamatcsúcsig.

2013. március 4.

Matolcsy hivatalosan ezen a napon lett az MNB elnöke. A kormány azonban már korábban érvényesítette befolyását: 2011 tavaszán négy új taggal bővült a Monetáris Tanács, velük többség alakult ki a Simor András, Karvalits Ferenc és Király Júlia alkotta vezérkarral szemben. Az utóbbiak a 2008–2009-es válság tapasztalatainak edződve olyan óvatos monetáris politikát folytattak, amely a gazdasági stabilitást tartotta szem előtt, ám ily módon a devizahitelesek is védtek a forint durva leértékelődésétől. Tisztában voltak vele, hogy ha sokat gyengül a forint, a devizaadósok ezrei, tízezrei képtelenek lesznek a tartozásaikat megfizetni. Az újonnan kinevezett külső tagok viszont alacsony kamatokkal, olcsó hitelekkel óhajtották támogatni a kormány gazdasági növekedést serkentő politikáját.

Azokban a hónapokban a magas kamat valamennyire támaszt jelentett a forint árfolyamának. Azokban a hónapokban a kormány gyorsítani akarta a gazdasági növekedést.

Mindkét álláspont mellett lehetett érvelni. A forint árfolyamának viszonylagos stabilitása valamelyest segítette azokat, akik svájci frankban vagy euróban adósodtak el. A gazdaság fellendítése pedig a 2008–2009-es válság után igazán időszerű volt, a kormány pedig türelmetlen. Végül is a választási kampányban a gazdaság talpra állítását ígérte, nem évekig tartó vergődést.

¹² Jegyzőkönyv az Országgyűlés Gazdasági Bizottságának 2022. december 5-én, hétfőn, 10 óra 03 perckor az Országház Tisza Kálmán termében (főemelet 37.) megtartott üléséről. <https://www.parlament.hu/documents/static/biz42/bizjkw42/GAB/2212051.pdf>

Csakhogya az Orbán-kormány működését már a kezdetektől, 2010 nyaratól értetlenkedéssel fogadták a nemzetközi mezőnyben, ami válsághoz közeli állapotba vetette vissza a gazdaságot. A forint árfolyamának védelmében a Monetáris Tanács 2010 áprilisa és 2011 decembere között fokozatosan 5,25 százalékról 7 százalékra emelte az alapkamatot, majd a következő év augusztusáig ott is tartotta. Ellensúlyozni próbálta, hogy a nemzetgazdasági miniszter, azaz Matolcsy unortodoxnak nevezett intézkedései miatt elpárolgott a külföldi befektetők bizalma, akik csak megfelelően nagy kamatfelár fejében, magas hozam reményében tartották a pénzüket forintban és a forintalapú értékpapírokban. Közben a devizaadósok megkapták azt a lehetőséget, hogy kedvezményes árfolyamon, végtörlesztéssel szabaduljanak meg összes tartozásuktól, de erre csak a tehetős háztartásoknak volt elég pénzük, a többség nem tudta megtenni. Az ő adósságaik a forint értékvesztésével egyre duzzadtak, a halmozódó tartozás sok adós háztartást, családot megnyomorított. (Devizaadósságaik forintra váltásáról végül 2014 novemberében született meg a törvény. Az átváltás ezúttal már nem kedvezményes, hanem piaci árfolyamon történt, azaz egy svájci frankot 256,47 forinton, egy eurót 308,97 forinton átszámítva. A devizaadósok fennmaradt tartozásai ezzel az átváltással a hitel felvételének idejétől függően összességében 70-80 százalékkal duzzadtak meg.)

A Monetáris Tanács külső és a belső tagjai közti konfliktus 2012 augusztusában vált nyilvánvalóvá, amikor a többség folyamatos, hónapról hónapra 0,25-0,25 százalékpont-

os kamatcsökkentést kényszerített ki, kisebbségbe szorítva az MNB e szempontból „béna kacsá” elnökségét. Amikor Matolcsy Orbán Viktor javaslatára Áder János köztársasági elnök kinevezte a jegybank élére, az alapkamat már ismét 5,25 százalék volt. A kamatcsökkentés pedig töretlenül folytatódott.

Nyilvánosan a Magyar Közgazdasági Társaság szokásos vándorgyűlésén, 2013 szeptemberében hirdetett programot Matolcsy.¹³ A konferencián az első sorokat az MNB vezetői részére lefoglalták, oda köznapi halandó be nem merészkedhetett. A beosztottak pedig csendben figyelték elnökük ígéhirdetését. Többnyire új kinevezettek voltak: a Simor-csapat harminc felső vezetője közül hárman maradtak az MNB-ben, a többieket vagy menesztették, vagy önként távoztak.

Új politikájában az új elnök tartósan laza monetáris kondíciókat ígért, és érzékeltette, hogy a kamatcsökkentéssel az MNB nyereséges lesz. Ezt is a sikermutatók közé sorolta. Tudni lehetett róla, hogy túlértékeltnek tartja a forintot, borítékolható volt, hogy a közeli években eltűri annak értékvesztését, mert úgy véli, ez segít felpörgeti a gazdaságot.¹⁴ A forint leértékelődése pedig szinte garantálta az MNB árfolyamnyereségét, mivel az olcsóbban vásárolt deviza átszámítva egyre több forintot ért. Az elnök mindemellett ismertette az első – később többször

¹³ Matolcsy György: Reform és fordulat. A nem-hagyományos magyar válságkezelés sikere 2010 és 2014 között. https://www.mkt.hu/vandorgyules/2013/Matolcsy_Gyorgy.pdf

¹⁴ A forint 2010. évinél gyengébb árfolyamát Matolcsy a növekedési fordulat, „legfontosabb rejtett forrásának” nevezte. Matolcsy György: Egyensúly és növekedés. Kairosz Kiadó, 2015.

prolongált – növekedési hitelprogramot. Ennek lényege, hogy az MNB 2750 milliárdos keretösszeggel, nulla kamatozással ad hitelt a kereskedelmi bankoknak, amelyek 2,5 százalékos kamattal adták tovább a kis- és középvállalkozásoknak. A konstrukció későbbi kiterjesztésével 2021 végéig az MNB összegzése szerint 75 ezer vállalkozás közel 6400 milliárd forint összegben jutott olcsó forráshoz.¹⁵

Erre Matolcsy mindmáig büszke, magának tulajdonítja, hogy 2013-ban a – Felcsuti Péter szóhasználatával – a zombi bankok¹⁶ végre megmozdultak, újra hitelezni kezdtek. Az MNB valóban irdatlan mennyiségű pénzt tolt oda nekik, ingyen, kamat nélkül. Addigra már feledésbe merült, hogy a hitelezés 2010 után egyebek mellett azért állt le, mert a bankadó elvette a pénzügyi nyereségének nagy részét, majd a devizahitelek kedvezményes végtörlesztésének árát szintén a bankokkal fizettették meg. Vagyis a *zombisításért* a Matolcsy vezette nemzetgazdasági tárca is felelős volt. A részben általa okozott bénultságot Matolcsy immár az MNB elnökeként szándékozott feloldani, aki a növekedési hitelprogrammal igyekezett életet lehelni a zombikba. A program mérlegét tovább árnyalja, hogy néhány évvel később, amikor az MNB – mint láttuk – radikális kamatemelések-

re kényszerült, ezek a „nullás” növekedési hitelek is hozzájárultak a kamatveszteségeihez. A növekedési hitelprogram beindítóiban fel sem rémlett, hogy ez valaha bekövetkezhet.

De térjünk vissza a kezdetekhez. Matolcsy kinevezésével kétségkívül új korszak kezdődött az MNB-ben: olyan, amelyben nincs kibeszélés, különvélemény, a Monetáris Tanács rendszerint egységesen szavaz. Ha vannak is belső viták, azokat a kapun belül tartják. Két esetet kivéve. Az első: a Matolcsy György által évekig sztárolt, 2015-ben alelnökké előléptetett Nagy Mártonnak 2020 májusában máig tisztázatlan körülmények között távoznia kellett. Közben az MNB közleményben tudatta, hogy *„a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikáért, pénzügyi stabilitásért és hitelösztönzésért felelős alelnöke, Nagy Márton – más fontos vezetői megbízatása miatt – a mai napon lemondott alelnöki tisztségéről”*,¹⁷ ő Rogán Antalig meg sem állt. Bár távozásakor még „más fontos vezetői megbízatásról” szó sem volt, rögvest miniszterelnöki tanácsadóvá avanszált, és ma már nemzetgazdasági miniszterként ő Orbán Viktor fő guruja. Matolcsy többször nyilvános vitába keveredett vele, és konfliktusokról így nyilatkozott: *„2021 közepén ki kellett tennünk a jegybankból, ki kellett ebrudalnunk, mert, ahogy azt a miniszterelnök úrnak is elmondtam, jelentős szakmai hibákat vétett, elfogadhatatlan volt a vezetési stílusa, ami a jegybank érdekeivel el-*

¹⁵ Hegedűs Sándor – Schmidt Brigitta: Az NHP evolúciója – rugalmas igazodás a változó körülményekhez. In: Hitelezési fordulattól a zöld átmenetig, MNB, 2022. augusztus. <https://www.mnb.hu/letoltes/hitelezesi-fordulattol-a-zold-atmenetig-tanulmanykotet-a-novekedesi-hitelprogram-eddigi-kilenc-everol-2013-2022.pdf>

¹⁶ Felcsuti Péter: Zombi bankok Magyarországon. Élet és Irodalom, 2011. szeptember 30.

¹⁷ Személyi és hatásköri változások a jegybanknál, mnb.hu, 2020. május 28. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlomenyek/2020-evi-sajtokozlomenyek/szemelyi-es-hataskori-valtozasok-a-jegybanknal>

lentétes viselkedést is mutatott”.¹⁸ Az eset amúgy – memorizáljuk – még 2020 májusában történt, vagyis Matolcsyt vagy megcsalta a memóriája, vagy szimplán eltévesztette az évszámot.

Matolcsy régi barátja, Patai Mihály szintén kegyvesztett lett. Az 1980-as években együtt dolgoztak a Pénzügykutató Intézetben, azóta is szoros kapcsolatban álltak. Amikor Matolcsy válófélben volt, egy ideig Patai Országház utcai lakásában talált otthonra. Az ügy súlyos összeférhetlenséget jelentett, hiszen Patai a magyar UniCredit Bank elnök-vezérigazgatója volt, a pénzügyintézet felügyelő MNB elnöke aligha élvezhette volna az ő vendégszeretétét. Az ügyet 2016. október 6-án a *Népszabadság* tárta fel. Két nappal később a kiadó bejelentette, hogy felfüggeszti a lap kiadását; gyakorlatilag megszüntette. Patai hónapokkal később egy interjúban azt mondta, Matolcsy soha nem lakott nála. 2019-ben Matolcsy invitálására Patai az MNB alelnöke lett, együtt a Budapesti Értéktőzsde elnöki posztját is betöltötte. Ám 2023-ban az őszi hónapokban egyre több szakterületet vettek el tőle, decemberben a tőzsde éléről is menesztették. Utódja Virág Barnabás, Matolcsy feltétlen híve és a sajtótájékoztatókon az ő hangja. Patai fegyelmezetten hallgat. Banki körökben biztosra veszik, hogy szakításuk mögött mély személyes konfliktust kell keresni.

¹⁸ Matolcsy György keményen bírálta a kormányt. Portfolio.hu, 2024. február 29. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20240229/matolcsy-gyorgy-kemenyen-biralta-a-kormanyt-672055>. A hangfelvételt itt lehet meghallgatni: <https://www.facebook.com/watch/?v=802692245045550>

Mindezek fényében a Monetáris Tanács oly sokszor deklarált egy-sége is kevésbé hiteles. A felsőbb vezetőknek a jegybanki döntéseket kritikátlanul dicsérő cikksorozatai úgyszintén.

Az új korszak egyik első, nem éppen legfényesebb jellemvonása az a szándék volt, hogy az MNB-nél képződő nyereség veszítse el közpénzjellegét. Ezt a Matolcsy-arc-képvázlat első része taglalta, most csak rögzítsük a tény: a MNB igazgatósága magának tulajdonította azt az árfolyamnyereséget, amely a forint értékvesztésén keletkezett. Nem árt megismételni: *„2014-ben a forint árfolyama jellemzően gyengébb volt, mint 2013-ban, a hivatalos és a bekerülési árfolyam egyes időszakokban jelentősen eltávolodott egymástól. [...] Az év során 511 milliárd forint árfolyamnyereség keletkezett, így 2014-ben is a jegybanki eredmény legjelentősebb összetevője volt.”*¹⁹ Ennek nagyjából a fele került ki az MNB mérlegéből, és ketyeg azóta is a nyilvánosság elől eltitkolva. A 2022. októberi fordulatig a forint több mint ötven százalékkal értékelődött le az euróhoz viszonyítva, ez volt addig az MNB nyereségének fő, többnyire egyetlen forrása.

A magyar gazdaság mindeközben sajátos kegyelmi állapotba került. A 2006-tól 2013-ig tartó hét szűk esztendőnek vége szakadt, lezárult a 2008–2009-es válságot követő helyreállítási szakasz. Másutt is, ám az uniós tagállamok közül Magyarországon a legkésőbb. A pénzügyi stabilizáció azonban Európa-

¹⁹ Magyar Nemzeti Bank: Éves jelentés 2014. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-eves-jelentes-2014.pdf>

szerte vagy tán globálisan is szinte túl jól sikerült. A fogyasztói árak esni kezdtek, szaknyelven szólva defláció fenyegetett, ami egyike a legveszélyesebb jelnek: ha az üzleti szektorban azt látják, hogy beruházásaik megtérülését a csökkenő árak veszélyeztetik, kívárnak, nem kezdenek új fejlesztésekbe. Válaszul a jegybankok negatív betéti kamattal igyekeztek elérni, hogy a pénz ne az ő számláikon heverjen tétlenül. Az Európai Központi Bank 2014-től, a Svájci Nemzeti Bank 2015-től, a Japán Bank 2016-tól valamennyi kamatot levont a náluk elhelyezett betétekből. Az amerikai Federal Reserve nem ment eddig, irányadó kamata nulla közelében maradt. Magyarországon a Központi Statisztikai Hivatal 2014-ben és 2015-ben mért csökkenő fogyasztói árakat, deflációt, ezen felbátorodva az MNB 2016-ban a nála egy napra elhelyezett betétekből 0,05 százalékot levont. Az első között lépett be a negatív kamatok világába.

Az alacsony kamatok bátorították a beruházókat, ezenkívül külön lendületet adott az uniós források bősége. Hatalmas segítség volt: a magyar gazdaság nem vagy alig szorult rá euró- és dollárhitelekre, a költségvetés pedig úgy költhetett évente több ezer milliárdot beruházásokra, fejlesztésekre, hogy nem kellett megemelnie az adókat. A munkaalapú társadalom eszméje jegyében nagyjából félmillióval nőtt a foglalkoztatottak száma, ez is hozzájárult a viszonylag gyors növekedéshez. Ezt a hat évet utólag extenzív fejlődési modellként emlegeti a közgazdák többsége, köztük Matolcsy. A szocializmus politikai gazdaságtanából átvett, aktualizált fogalom arra utal,

hogy a 2014 és 2019 között végbe ment, átlagosan évi 4,1 százalékos növekedés ellenére a termelékenység és a hatékonyság nem vagy alig javult.

Az olcsó pénz arra ihlette a közgazdászokat, hogy átírják a régi szabályokat, ebben az MNB apparátusa élen járt. Nagy Márton eszmei vezetésével új ideológia gyanánt importálták és átértelmezték az 1980-ban elhunyt amerikai közgazdász, Arthur Okun téziseit a magasnyomású gazdaságról. Ennek alapján – vagy azt félreértve – arra következtettek, hogy a jegybanki politika annál többet már nem tehet, mint hogy nullára vagy mínuszba viszi a kamatokat, ezért az államnak is növelnie kell a kiadásait, akár megugró deficit árán is.

Nem csupán tanokat importált a globális térből az MNB, hozzá akart járulni a közgazdasági gondolkodás megújításához is. Például 2020-ban javaslatot tett az úgynevezett maastrichti szabályok módosítására, külön kötetben fejtve ki, mikor célszerű Magyarországon átvenni a közös valutát. A kiadványt szakmai körökben – már ahol egyáltalán minősítésre érdemesítették – szarkasztikusan úgy emlegették, mit annak a gyűjteményét, hogy milyen feltételekkel csatlakozhat az euróövezet Magyarországhoz. A kritikus fogadtatás ellenére a jegybanki javaslatözön egyik fő tézise informális kormányprogram lett: akkor lehet bevezetni az eurót, amikor az ország fejlettsége eléri az uniós átlag kilencven százalékát.²⁰ Ezt Matolcsy 2030-ra

²⁰ Fenntartható felzárkózás euróval – Hogyan újítsuk meg a maastrichti kritériumokat? Magyar Nemzeti Bank, 2020. <https://www.mnb.>

vélte megvalósíthatónak. Varga Mihály pénzügyminiszter viszont azt lebegtette meg, hogy ha 2030 körül Magyarország már az EU nettó befizetője lesz – vagyis hozzájárulása a közös költségvetéshez meghaladja az ingyenes támogatások összegét –, akkor az uniós tagság „új nézőpontot kaphat”.²¹ Ezzel az elsőik között pendítette meg a Huxit lehetőségét.

Ha Orbán Viktor legutóbbi EU-ellenes kirohanásait felidézzük, könnyen az a benyomásunk támadhat, hogy ezt az új nézőpontot egy ideje már tudatosan formálják.

2019. szeptember 5.

„Több hagyományos összefüggés elvesztette magyarózó erejét” – mondta Nyíregyházán a Magyar Közgazdasági Társaság vándorgyűlésén Matolcsy.²² Nagyjából annak a korszaknak a végnapjaiban, amely a régi tankönyvek kidobálása jegyében telt el. „2013 óta a magyar gazdaság folyamatos felzárkózási pályán halad” – dicsekedett, megjegyezve, hogy mindez a magyar modell sikerének tulajdonítható. „Globálisan megfigyelhető, hogy az infláció lényegében eltűnt, és átléptünk a negatív kamatok világába”, márpedig ahhoz, hogy ebben a megváltozott világban továbbra is felzárkózó pályán maradjon a magyar gazdaság,

szükség van a magyar modell 2.0-s változatának kidolgozására. Ebben egyes iparágak – a high tech, a zöldtechnológiák, az értékteremtő vállalatok – célzott állami támogatásban részesülnének, a foglalkoztatás tovább bővülne, a bérek vásárlóereje is folyamatosan nőne.

Remek összegzést kapott a népes hallgatóság Matolcsytól, sok jó megérzéssel, vitatható diagnózissal és még kétségesebb terápiás javaslatokkal. Látványosan bizonyította az elnök, ami régóta sejthető volt: őt nem a monetáris politika foglalkoztatja, megmaradt gazdaságpolitikai gurunak. Időről időre azt méricskéli, hogyan lehetne gyorsítani Magyarország felzárkózását Ausztriához. Előbb 2018-ban állt elő egy 180 pontból álló programcsomaggal,²³ amely felvázolta az utat, hogyan érhető el 2030-ra az osztrák fejlettség 86 százaléka. Miért pont annyi, kérdezhetnénk vissza, ám erre csak egy válasz van: papíron bármi lehetséges. Majd ezt a csomagot még tovább pakolva 2019-ben már 12 terület megreformálására tett javaslatot 330 pontban.²⁴ Az intuitív és evidens, reális és teljesen irreális pontok elegyének a méltatása túlfeszítené eme összegzés kereteit. Esélyeit azzal lehet jellemezni, meglehet, tiszteletlenül, hogy nemzetgazdasági miniszterként Matolcsy a Széll Kálmán-terv megalkotójaként azt hirdette meg, hogy az államadósság rátáját a hazai össztermék 82 százalékaról 50

[hu/letoltes/fenntarthatofelzarkozaseuroval-digitalis.pdf](https://www.mnb.hu/letoltes/fenntarthatofelzarkozaseuroval-digitalis.pdf)

²¹ Varga Mihály első ízben és keményen reagál Matolcsy György kritikájára, *atv.hu*, 2021. augusztus 2. <https://www.atv.hu/belfold/20210801/varga-mihaly-fellinitidez-es-elso-izben-reagal-matolcsy-gyorgy-kritikajara>

²² Matolcsy György: Magyar modell 2.0. Veszélyes vizeken is élen maradni. *mnb.hu*, 2019. szeptember 5. <https://www.mnb.hu/letoltes/matolcsy-gyorgy-mkt-2019-magyar-modell-2-0-veszelyes-vizeken-is-elen-maradni.pdf>

²³ 180 lépés a magyar gazdaság fenntartható felzárkózásáért, 2018. július, <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-180-pontja.pdf>

²⁴ Versenyképességi program 330 pontban, Magyar Nemzeti Bank, 2019. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/versenykepességi-program-330-pontban>

százalék alá kell leszorítani, amit 2018-ra tartott megvalósíthatónak.²⁵ Ennek az ambiciózus tervnek a része volt a magánnyugdíjpénztári vagyon lenyúlása is. Csakhogy legutóbb, 2024 júniusában 76,1 százalék volt az államadósság rátája. Matolcsy jövődöléseinek a találati arányát nagyjából a kettő, az 50 és a 76,1 százalék közti különbséggel lehet jellemezni. Az íróasztalnál kalkulált trendbe bármikor bekavarhat az államokat nem tisztelő valóság.

A Trianon utáni száz esztendő leg-sikeresebb évtizede a 2010–2019 közötti – ismételtette Matolcsy, saját magának tulajdonítva ezt a teljesítményt, amennyiben nemzetgazdasági miniszterként 2010 és 2013 között ő hajtotta végre a válság utáni növekedési fordulatot, és 2013 után ő újította meg a monetáris politikát. Más nézőpontból azonban felmerülnek bizonyos kétségek. Például az, hogy a 2009-es krízis után a Bajnai-kormány működése alatt beindult növekedés lefékeződésében nincs-e szerepe Matolcsy unortodox megoldásainak, a nemzetközi szervezetekkel való szüntelen csatározásoknak? A krízis után miért a magyar gazdaság helyreállítása tartott a legtovább az Európai Unióban? Az MNB élén nem követett-e el Matolcsy súlyos hibákat azzal, hogy úgy vélte, az idők végezetéig alacsonyok maradnak a kamatok, nyakló nélkül lehet ingyenpénzt adni az üzleti szektor egy részének, és a jegybanki nyereséget nyugodtan el lehet verni? A laza költségvetés és a laza monetáris

politika kombinációja, a felzárkózás hajszolása nem vitte-e erőltetett növekedési pályára a gazdaságot? Az erőltetett növekedés pedig nem játszott-e szerepet az Európa-rekorder magasságú infláció és az irdatlan jegybanki veszteség létrejöttében?

De hagyjuk az utólagos okoskodást. Az MNB vezérkara már akkor súlyos figyelmeztetést kapott, amikor még az öntömjenezéssel volt elfoglalva, és ügyet sem vetett arra, hogy éledezik az infláció.

A sikeresnek látszó pálya veszélyeit az MNB korábbi elnöke, Surányi György villantotta fel először, még 2019 októberében, hetekkel azután, hogy Matolcsy meghirdette a grandiózus, magyar modell 2.0 munkacímen ismertetett programját.²⁶ Az MNB-ben az elmúlt évek fejleményeiből „*azt a következtetést vonták le, hogy megszűnt a hagyományos kapcsolat egyfelől az infláció, másfelől a bérek, a hitelek erőteljes növekedése, a növekvő negatív reálkamatok nyomán egyre lazább monetáris politika, az expanzív állami és uniós keresletteremtés, valamint a forint folyamatosan leértékelődő árfolyama között*” – írta a HVG-ben. Bírálta, hogy az MNB vezetőit „*nem is érdekli, milyen mértékben gyengül a forint*”. Pedig gyűltek már a figyelmeztető jelek. „*Anélkül, hogy bármilyen jelentős külső sokk érte volna a magyar gazdaságot, az infláció két és fél év alatt négy százalékponttal emelkedett.*” A viszonylag tetszetős növekedési adatok elfedik, hogy ismét romlik a külső egyensúly, érvelt tovább. „*A Magyar Nemzeti Bank*

²⁵ Széll Kálmán Terv – Összefogás az államadósság ellen, <https://2010-2014.kormany.hu/download/4/d1/20000/Sz%C3%A9ll%20K%C3%A1lm%C3%A1n%20Terv.pdf>

²⁶ Surányi György: Vigyázzunk jobban a forintra! HVG.hu, 2019. október 8. https://hvg.hu/360/201940_vigyazzunk_jobban_aforintra

vezetőinek »megnyugtató« szavai olykor nemhogy csillapítanak a forint iránti bizalmatlanságot, hanem növelik. Ez szükségképpen a forint felesleges gyengüléséhez vezet. Ismétlem: felesleges gyengüléséhez” – szúrt oda Matolcsynak.

Egyszerűsítsük le: nem igaz, hogy eltűnt az infláció, mert éppen éledezik. Nem igaz, hogy a feszes munkaerőpiacnak, a bérek termelékenységet meghaladó emelésének nincs inflációs hatása. Nem igaz, hogy a forint leértékelődése nem emeli meg a belföldi árszínvonalat. Nem igaz, hogy az alacsony negatív reálkamatoknak, a laza, állami keresletet támasztó költségvetési politikának ne lennének kockázatai. Máris meglát-szanak, a külső egyensúly gyorsan romlik. Ha a laza monetáris politika laza költségvetési politikával társul, a kettő egymást erősíti, közös hatásuk pedig megjelent az árak emelkedésében.

Ám hiábavaló volt az intelem. Pedig, mint utóbb kiderült, Surányi

György már-már látnoki precizitással jelezte előre a fejleményeket. „Változatlan politika mellett ma egyetlen olyan tényező van csupán, ami az infláció további emelkedése ellen szól. Ez pedig egy nem kívánt, kívülről jövő recesszió és/vagy defláció, ami a Magyar Nemzeti Banktól teljes mértékben függetlenül alakulhat ki. De talán nem erre kellene építeni a tartós árstabilitást megvalósítani kívánó politikát.”

Négy hónap múlva valóban az MNB-től független, nem kívánt esemény ütött be. A pandémia. A gazdaság időleges leállítás, a boltbezárások, a szolgáltatások szüneteltetése, a háztartások jövedelmének apadása időlegesen megfékezte az éledező inflációt, amely azonban 2022 februárjára már nyolc százalékra gyorsult. Akkor Oroszország lerohanta Ukrajnát. A nyári hónapokban pedig elszabadultak az árak.

(A harmadik részt következő számunkban közöljük – a szerk.)

