

Balogh Csaba – Felcser Dániel

A tartós árstabilitás alapozza meg a gazdasági növekedést és a piaci hitelezést

(Reflexió Kisgergely Kornél Portfolio.hu-n 2024. január 31-én megjelent cikkére)

A Magyar Nemzeti Bank függetlenségét és önállóságát alaptalanul kritizáló cikkek ellentétesek közös érdekünkkel, az árstabilitás megteremtésével. Az ilyen írások éppen azt a jegybanki hitelességet próbálják aláásni, amely nélkülözhetetlen az inflációs várakozások horgonyzásához, így az árstabilitás gyorsabb eléréséhez. Ezek a kontraproduktív megszólalások nem segítik az árstabilitás elérését és ezzel a növekedés beindulását, hanem az árfolyam gyengítésén, illetve a közbizalom és a gazdaságpolitika hitelességének rombolásán keresztül éppen gátolják azokat.

Az MNB e cikkektől függetlenül természetesen a saját feladatára koncentrál. Így tett 2022 októberében is, amikor megakadályozta az országot fenyegető árfolyamválságot. Az MNB szorosan monitorozza a különböző reálkamatoakat, ezért pontosan tudja, hogy az idézett cikkben az előretekinthető reálkamatok alapján levont következtetések megalapozatlanok. Az elmélettel ellentétben a valóságban ugyanis a gazdasági szereplők túlnyomó többsége a visszatekinthető reálkamatokra fókuszál. Adódik tehát a kérdés, hogy a gazdasági szereplők széles köre által követett visszatekinthető reálkamat alapján mélyen negatív reálhozam-környezetben hol maradt a fogyasztás és a beruházás sok jegybankot kritizáló megszólaló által vizionált megugrása, illetve ezek nyomán várt gazdasági növekedés? E kérdésre adunk választ írásunkban, miközben cáfoljuk az újabb tévedéseket, rávilágítva arra is, hogy a Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogram rendkívül drága volt és ennek ellenére nagyon alacsonyan alakult a programon belül a beruházási hitelek aránya.

Tárgyi tévedés azt állítani, hogy az MNB az inflációs cél mellé bevette az árfolyamcél is.

A jegybanknak továbbra sincs árfolyamcélja, de a monetáris politika időhorizontján az inflációt befolyásoló valamennyi tényezőt, így az árfolyam alakulását is figyelembe kell vennie az árstabilitás elérése érdekében meghozott döntései során. **Ez egyáltalán nem jelenti az önálló monetáris politika feladását.** A 2008-as válság átalakította a közgazdasági gondolkodást, és rávilágított az MNB által is hangsúlyozott összefüggésre, amely szerint **kis, nyitott gazdaságok esetében a pénzügyi piaci stabilitás szükséges feltétele a fenntartható árstabilitásnak.** Így teljesen természetes, hogy a devizapiaci stabilitás is kiemelt figyelmet kap.

Az MNB a 2022. októberi intézkedéseivel egy árfolyamválságot előzött meg.

Pontosan ilyen kiemelt figyelmet érdemeltek a 2022. októberi események is, melyek időszakát a szerző mindössze egy 6,5 százalékos árfolyamgyengüléssel aposztrofálta, miközben ennél sokkal több minden történt abban az említett két hétben (részletesen ld. [itt](#)). **A szeptemberi kamatdöntést követő hetekben a forint folyamatosan, historikus mélypontok sorozatát elérve gyengült az euróval és a dollárral szemben.** A jegybank adatai azt mutatták, hogy **a külföldiek forint elleni spekulatív állományának számottevő emelkedését a belföldi szektorok forintvásárlásai egyre kevésbé tudták ellensúlyozni.** A hazai közhangulat is érezhetően megváltozott, **erősödött az euroizációs nyomás, a forint a nemlineáris leértékelődés határára ért.** Mindezek érdemben veszélyeztették a pénzügyi stabilitást.

Az MNB 2022. októberi intézkedései a pénzügyi piacok stabilizálásával két legyet ütöttek egy csapásra: a dezinflációt erősítve érdemben mérsékeltek az állam finanszírozási költségeit is.

A 2022. októberi 500 bázispontos rendkívüli kamatemelés tökéletes példa arra, hogy az inflációs várakozások horgonyzása mérsékli a hosszú hozamokat, így az adósság jelentős részét kitevő forintkötvényeken – sokaknak meglepő módon – végeredményben mérsékli a kamatkiadásokat. A rendkívüli kamatemelés megállította a hosszú hozamok felfutását, és a következő hónapban az 5 éves állampapírhozam 330 bázisponttal csökkent. Azaz már rövid távon is csökkent a hazai piacról történő forrásbevonás költsége. **A jegybanki lépések emellett az infláció csökkentésén keresztül is mérséklék az állami kamatterheket, és az MNB határozott lépései nélkül az állam deviza-kamatkiadásai is megugrottak volna.**

Az októberi intézkedések jelentőségének kibővítése mellett az is egyértelmű megtevesztés, hogy az MNB a piaci folyamatok alakítása helyett azok lekövetésére kényszerül.

Az MNB mindig is világos és egyértelmű kommunikációval alakította a döntéseire vonatkozó piaci várakozásokat. Erre szolgálnak a kamatdöntéseket megelőző alelnöki nyilatkozatok és a kamatdöntést követő háttérbeszélgetések is. **A jegybank a piaci szereplőket időben felkészítette az irányadó ráta 2023 májusában megkezdett csökkentésére is,** és az alapkamattal történő összezáras időzítésére vonatkozó várakozások leköveték a jegybanki iránymutatást. Ezt követően a jegybank az alapkamat csökkentésével folytatta a kamatkondíciók mérséklését, ami

jól példázza azt, hogy **a kontroll továbbra is az MNB kezében van.** Míg tavaly október közepén az elemzők többsége háromszor 50 bázispontos kamatcsökkentésre számított év végéig, az MNB ennél gyorsabban, háromszor 75 bázisponttal csökkentette az alapkamatot, messze meghaladva azt, amit a piaci elemzők elképzelhetőnek tartottak.

Már év végén is jeleztük, hogy napirenden van a kamatcsökkentés gyorsítása, erre erősített rá a január közepi alelnöki nyilatkozat, ugyanakkor a kockázati környezet fontosságát mindig is hangsúlyoztuk. Ezen azonban nem segítenek az olyan, az adatokat jelentősen befolyásoló, egyeztetés nélkül felvetett ötletek – mint legutóbb a referenciakamatok újragondolása –, amelyek növelik a bizonytalanságot és a kockázatokat.

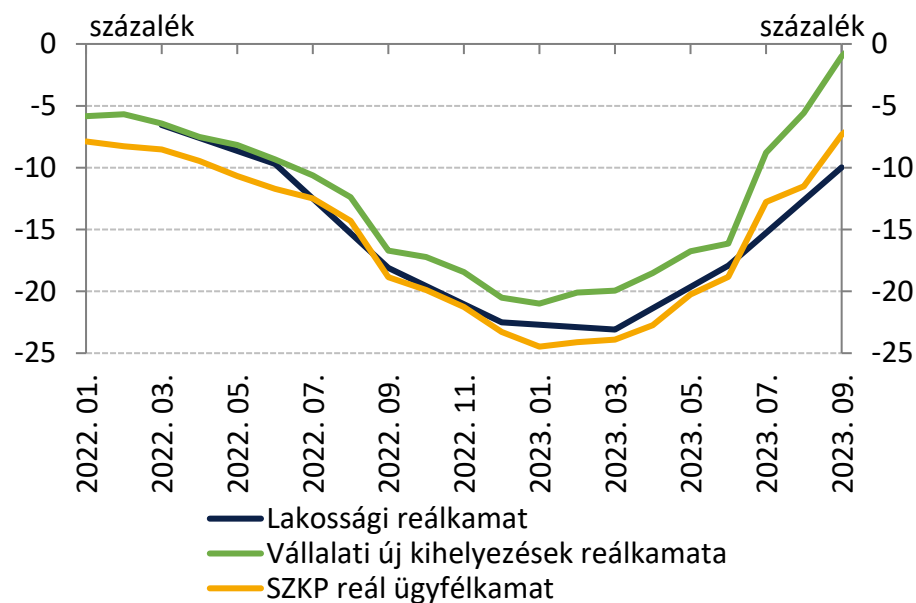
A cikk másik témáját, a reálkamatokat illetően a szerző a közgazdasági elmélet szerinti helyes számítási módot alkalmazza, a következtetései azonban félrevisznek.

A szerző által ismertetett, elméletileg *„helyes reálkamat mutató az aktuális nominális kamatból az ugyanarra az időszakra vonatkozó inflációs várakozásokat vonja ki. Ezt nevezzük előretekintő reálkamatnak.”* Az előretekintő reálkamat mint közgazdaságilag helyes mutató szerepét a jegybank régóta hangsúlyozza – többek között az MNB szakértőinek [monetáris politikai témákban](#) írt 2022. október-novemberi szakmai cikkeiben –, azonban ennek vizsgálatában eddig egyedül maradt. Ez is azt mutatja, hogy a visszatekintő reálkamat szerepét nem szabad alábecsülni. Az elméleti, modellezési kereteken túllépve a mostani, volatilis inflációs környezetben a megfigyeléseink azt mutatják, hogy **a gazdasági szereplők túlnyomó része, így a háztartások, a vállalatok, de még a megalapozott ismeretekkel rendelkező intézményi befektetők is jellemzően a visszatekintő reálkamatokra fókuszálnak.** Ennek fényében téves az az állítás, ami szerint *„csak az előretekintő reálkamatnak van hatása a gazdasági folyamatokra”*. Erre nyújt példát a 2022. október eleji helyzet, amikor az előretekintő reálkamat már pozitív tartományban alakult, de ennek ismételtetésével az árfolyamválságot nem lehetett volna megakadályozni.

Így egyből egyértelművé válik, miért téves a szerző azon megállapítása, amely szerint a reálkamat „már 2022 óta óriási teherként nehezedik a magyar gazdaságra”.

Nem a pozitív reálkamat tehát a növekedés gátja. A cikkben is bemutatott, a gazdasági szereplők többsége által figyelemmel követett visszatekintő reálkamat 2023 szeptemberéig mélyen negatív tartományban mozgott: **a lakosság és a vállalatok számára elérhető reálkamatok is jellemzően negatív tartományban alakultak** (1. ábra). **A vállalatok és a lakosság által valójában figyelt reálkamatok mélyen negatív szintjénél viszont dübörögnie kellett volna a növekedésnek.**

1. ábra: A lakosság, illetve a vállalatok számára elérhető visszatekintő reálkamatok alakulása



Megjegyzés: A lakossági reálkamat a forint készpénz, betét és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állománya és fizetett kamata, illetve a KSH inflációs adatközlései alapján került kiszámításra.

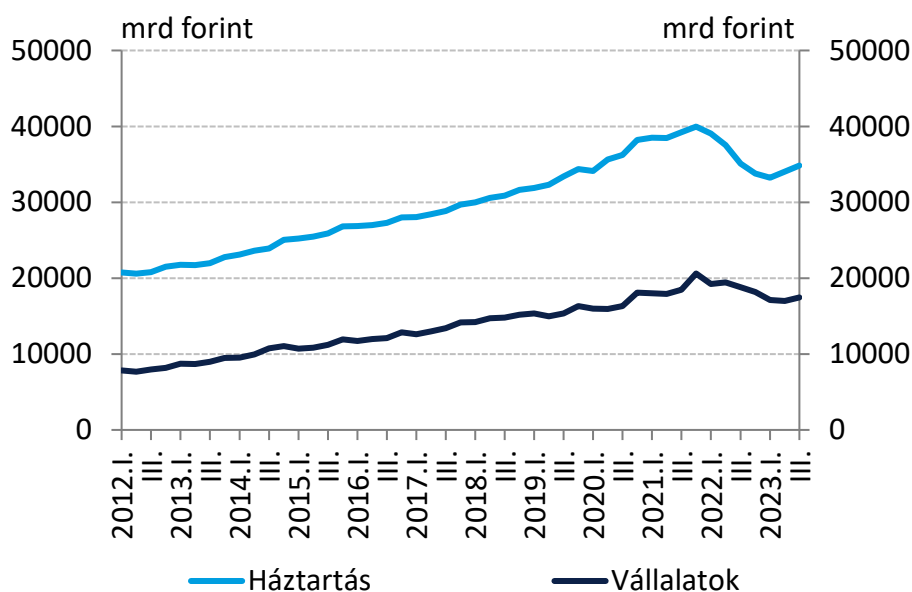
Forrás: KSH, MNB

A megtakarításokat is reálértéken kell vizsgálni, és akkor érthetővé válik, hogy miért fontos az infláció tartós letörése a fogyasztás újbóli élénküléséhez.

A szerző helytelen kiindulási alapról von le hibás következtetést, amikor azt hangoztatja, hogy a háztartások „**2023-ban csökkenő reáljövedelmek mellett is növelték megtakarítási rátájukat, hiszen drámaian megnőtt a megtakarításokon realizálható reálkamat**”. A cikkben egy szemléletes ábrát is láthattunk a megtakarítások állományáról, csak a reálkamatokat követően a szerző, megelégedve arról, hogy a megtakarításoknak is a reálértéke a mérvadó, sajnálatos módon csak nominálisan mutatta be az adatokat. A 2. ábránk segítségével egyből kirajzolódik az infláció pusztító hatása: a nettó pénzügyi vagyon reálértéke mind a

lakosság, mind a vállalatok körében évekkal visszaesett és a 2023 közepén indult mérsékelt korrekcióval is még mindig csak a 2020-as szinten tartózkodik. Előretekintve ez azt valószínűsíti, hogy amíg a háztartások és a vállalatok a megtakarításaikat nem építik vissza, addig hiába várjuk a fogyasztás és a beruházások gyors élénkülését. **A 2023-as év gyenge gazdasági teljesítménye mögött tehát nem a magas reálkamat, hanem az infláció áll, ami a bérek és megtakarítások reálértékét jelentősen csökkentette. Ebben a helyzetben a jegybank azzal teszi a legtöbbet, ha fegyelmezett monetáris politikát folytatva mielőbb eléri a tartós árstabilitást.**

2. ábra: A háztartások és vállalatok likvid pénzügyi vagyona reálértéken



Megjegyzés: Készpénz, betét, kötvény, tőzsdei részvény, befektetési jegy és biztosítás összege 2020-as árakon az adott szektorban.

Forrás: MNB, pénzügyi számlák

Vessünk egy pillantást arra is, hogy miért „fagyott be teljesen a magyar hitelpiac 2023-ban”!

Tévedés azt gondolni, hogy a hitelfelvétel egydimenziós döntés, és annak mértéke csak a kamatoktól függ. Az Eximbank vezetője az általa írt cikk több állításában is a kamatszintet teszi meg fő felelősként, miközben a hitelpiacon látott negatív tendenciákat elemzi. **Ha a hitelezés csak a kamatokon múlna, akkor 2023-ban a mélyen negatív reálkamatok mellett egész Európában a hitelezés fellendülését kellett volna látnunk.** Ezzel szemben a bankok Európa-szerte a beruházási hitelkereslet csökkenését érzékelik, azaz a hazai folyamatok belesimulnak

a nemzetközi trendekbe. Magyarországon 2023 során a rendkívül nagyvonalú, **nominálisan is alacsony kamatozású** hitelprogramokban alacsonyan maradt a beruházási hitelek aránya. A Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogramban összesen 28 százalék, a Széchenyi Kártya Programban pedig csupán 6 százalék.

A hitelezés lassulása mögött nem az áll, hogy a vállalatok a magas kamatok miatt növelnék a megtakarításaikat. A likvid eszközök felhalmozása nem a magas kamatszintekhez kötődik, hiszen ez a felhalmozás már a jegybank kamatemelési ciklusa előtt tapasztalható volt. Továbbá **a vállalatok visszajelzései szerint a beruházásokat elsősorban a kereslet- és a munkaerőhiány akadályozzák, a pénzügyi korlátok mindössze a harmadik helyen állnak a korlátozó tényezők között.** A Magyar Kereskedelmi Iparkamara és a VOSZ által készített felmérésekben a tőke- és pénzhiány – mint korlátozó tényezők – még dobogós helyre sem kerültek fel.

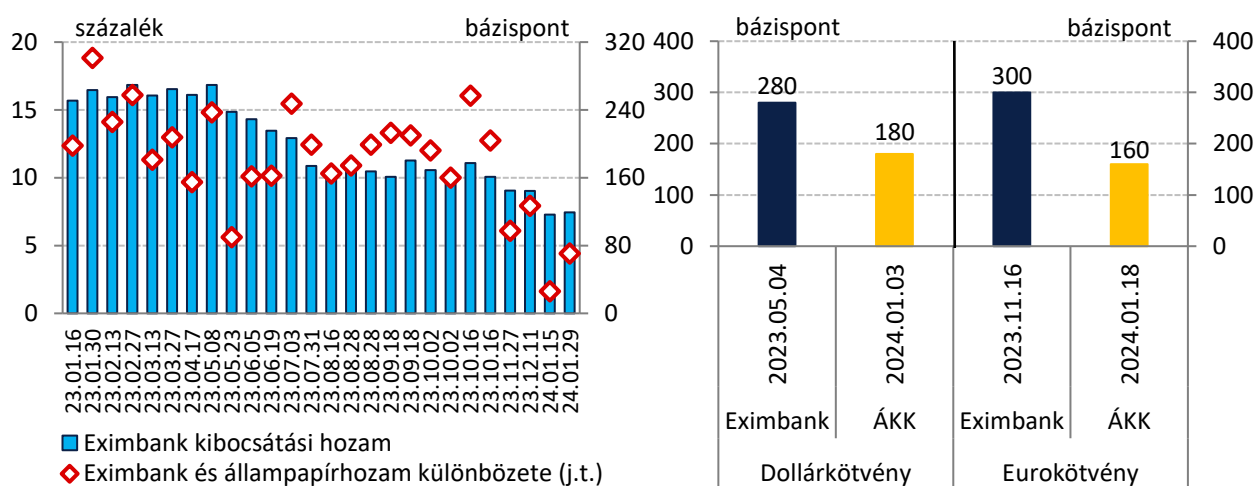
Röviden érdemes kitérni arra is, hogy mennyire volt hatékony az Eximbank 2023-ban indított Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogramja.

A cikk szerzője szerint a program hiányában mintegy 2600 milliárd forint értékben történt volna szerződéskötés a vállalati hitelpiacon 2023. január és november között. Ez a szám vélhetően úgy áll elő, hogy az ezen időszakban tapasztalt vállalati szerződéskötések volumenéből a szerző egyszerűen kivonta a programban szerződött összegek nagyságát. Amennyiben 2600 milliárd forint lett volna a szerződéskötési volumen ebben az időszakban, az valóban jelentős, nominális értelemben 27 százalékos éves alapú visszaesést jelentett volna. **Egy hitelprogram hatását azonban túlzó leegyszerűsítés ceteris paribus módon (azaz minden más változatlanságát feltételezve) vizsgálni!** A szerző ezzel ugyanis azt állítja, hogy a cikkben szereplő 780 milliárd forintnyi hitelkihelyezésből egyetlen forint sem valósult volna meg a program hiányában. Ez nyilvánvalóan nem reális feltételezés.

A Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogram rendkívül drága volt (és még évekig az lesz) egy olyan időszakban, amikor a költségvetést egyébként is feszült helyzet jellemzi. 2023-ban az állami kamattámogatások nagyságrendileg 435 milliárd forintba kerültek az államnak, amiből **az Eximbank kamatkiegyenlítése (a Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogrammal együtt) 120 milliárd forintot tett ki.** Ráadásul a fejlesztési bankok drágábban tudnak forrást bevonni, mint az állam, ami további költségvetési terhet jelent. Ezen felár mértéke időben változó, az elmúlt időszakban – részben a fejlesztési bankok extrém mérlegbővítése miatt is –

jelentősen emelkedett: az Eximbank devizakibocsátásai az elmúlt bő egy évet vizsgálva 100–140 bázisponttal, míg a forint kibocsátásai 100–200 bázisponttal haladták meg a központi költségvetés hasonló futamidejű kibocsátásainak költségét (3. ábra). Az elmúlt időszakban végbement kibocsátások miatti többletköltség becslésünk szerint mintegy 60 milliárd forint a teljes futamidőn, ahhoz képest, mintha az ÁKK vont volna be forrásokat a piacról.

3. ábra: Eximbank forint- és devizakötvény kibocsátásainak hozamfelára az ÁKK kibocsátásaival összevetve



Megjegyzés: Bal panel – Eximbank fix kamatozású, forintkötvény kibocsátások hozama és hozamfelára a közeli állampapír-piaci referenciahozamhoz képest. Jobb panel – Eximbank és ÁKK legutóbbi devizakötvény kibocsátásainak hozamfelára.

Forrás: ÁKK, Bloomberg, Eximbank, MNB-számítás

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2024. február 28-án.”