

**Banai Ádám:**

## **A tények makacs dolgok – Monetáris politika jegybanki szemszögből**

*A koronavírus-járvány utáni újraindulás ára az infláció megugrása, amit a világ számos országában tapasztalunk. Ennek oka, hogy a helyreállítást követően a kereslet jellemzően gyorsabban áll helyre, mint a kínálat. Nemzetközi szintén megfigyelhető, hogy minél gyorsabban volt képes egy ország a gazdaság újraindítására, annál hamarabb jelentek meg ezek az inflációs hatások. Az infláció megjelenése miatt a jegybankok nemcsak a gazdaságpolitikán belül, hanem általában a közbeszédben is a szokásosnál nagyobb figyelmet kapnak. A hazai sajtóban is számos állítás (ezek a szövegben kiemelve jelennek meg), hangzott el az elmúlt hetekben a Magyar Nemzeti Bankkal, illetve szűkebben a monetáris politika vitelével kapcsolatban, amelyek sok esetben egyoldalúak vagy egyszerűen tévesek. Éppen ezért érdemes megvizsgálni a tényeket, hogy az olvasók reális képet kapjanak az elmúlt időszak folyamataival kapcsolatban.*

### **1. Több sajtóorgánumban is az a téves híresztelés jelent meg, hogy a magyar gazdaság valójában már régóta inflációs problémákkal küzd.**

Érdemes elsőként a tényeket idéznünk. A 2017 januárja és 2021 márciusa között eltelt 51 hónapból 47-szer, azaz az esetek több mint 90 százalékában a hazai infláció az MNB által kijelölt toleranciasávon belül alakult, miközben az átlagos inflációs rátánk ebben az időszakban szinte pontosan 3 százalék volt. Ez azt jelenti, hogy Európa legsikeresebb jegybankja volt az MNB az inflációs cél elérésében. Továbbá az sem elhanyagolható tény, hogy a fenti időszakban a fogyasztóiár-index a cél körül ingadozott, tehát az esetek körülbelül felében a cél alatt, míg másik felében felette alakult. A most tapasztalható infláció alapvetően globális jelenség: a gazdaságok újraindítása, a világpiaci olajárak emelkedése, a globális szállítási költségek növekedése, a globális ellátási lánc töredezettsége, illetve a deflációs aggodalmak mind hozzájárulnak az infláció elmúlt hónapokban látott emelkedéséhez. Az árrobbanás mértékét kiválóan szemlélteti a Kínából Európába irányuló szállítmányok költségének emelkedése, ami 2021. szeptember elejére a 2020. júniusi szintről több mint 8,5-szeresére nőtt. Érdemes a nyersanyagpiaci árak növekedését is számba venni: például 2021 szeptember közepe és 2020 augusztusa között a gáz világpiaci ára közel nyolcszorosára, míg a szilícium ára nagyjából két és félszeresére emelkedett. Ilyen mértékű külső áremelkedés minden érintett gazdaságban magasabb inflációval jár. Ugyanakkor ezek a folyamatok részben átmenetinek tekinthetők, azaz a szállítói kapcsolatok helyreállításával hatásuk

lecseng, és a Magyar Nemzeti Bank proaktív szigorítási ciklusának eredményeként az infláció 2022 második felében fokozatosan visszatér a jegybanki célhoz.

## **2. A túlzottan laza monetáris politika egyik egyértelmű bizonyítékának tartják, hogy Magyarországon volt az egyik legnegatívabb reálkamat. Vagyis eszerint az inflációs környezethez képest is mélyen voltak a hazai kamatok.**

Bár a reálkamat-számítás önmagában is tartogat szakmai kihívásokat, érdemes a legegyszerűbb ténnyel kezdeni: a sokszor hivatkozott rövid reálkamatok még a régióban sem voltak kiugróan alacsonyak, a magyar érték inkább a régiós átlagon mozgott. Ugyanakkor érdemes végiggondolni, hogy valóban csak a rövid reálkamatok fontosak-e. Figyelembe véve a hitelek és a megtakarítások lejárat szerkezetét (gondoljunk például a hosszú jelzáloghitelek vagy lakossági állampapírok népszerűségére), nyilvánvalóan nem a válaszunk. A hosszú oldalon akár az állampapírok által kínált hozamokra, akár egyes hiteltermékekre gondolunk pedig inkább a régió átlaga felett volt a hazai reálkamat.

## **3. Idén tavasszal az MNB látszólag váratlanul fordult, és nyár elején hirtelen kamatot emelt.**

Az MNB inflációval kapcsolatos értékelésénél viszonylag egyszerű dolgunk van, hiszen elég csak a Monetáris Tanács közleményeit nyomon követni. Látható, hogy az MNB már 2020 végén felhívta a figyelmet a felfelé mutató inflációs kockázatokra, és jelezte, hogy proaktívan fog fellépni a másodkörös hatások elkerülése érdekében, amelyet 2021 márciusától az MNB egyre erőteljesebben hangsúlyozott havi közleményeiben és döntéshozói interjúk során. Ennek megfelelően a koronavírus-járvány harmadik hulláma után, 2021 júniusában az elsők között kezdte meg a kamatemelési ciklusát a jegybank az inflációs kockázatok tartós hatásainak megelőzése és az inflációs várakozások horgonyozása érdekében. A jegybank a kamatkondíciók szigorításával párhuzamosan megkezdte a hosszú futamidőn ható válságkezelő eszközök fokozatos kivezetését is, vagyis több eszközzel avatkozott be az inflációs cél elérése érdekében.

## **4. Külső szemlélők szerint a jegybank váratlanul lezárta az NHP Hajrát, pedig még tavasszal is keretet emelt.**

Az emelkedő infláció kockázatára a jegybank már korábban felhívta a figyelmet, ugyanakkor a válságból való gazdasági kilábaláshoz elengedhetetlen volt a megfelelő mértékű monetáris politikai támogatás, amit a jegybank minden piaci szegmensben és lejáraton képes volt biztosítani. Célzott támogatás nélkül a korábbi

válsághoz hasonlóan súlyos reálgazdasági áldozatokkal kellett volna szembesülnie a magyar gazdaságnak. A pénzügyi válságot elkerülte az ország, és 2021 második negyedévére a gazdaság sikeresen újraindult. A sikeres újraindulással pedig az NHP Hajrá elérte célját. A megkötött szerződésekhez kapcsolódóan ráadásul még mintegy 500 milliárd forintnyi lehívás várható, így NHP Hajrá keretében folyósított források a következő hónapokban is segítik a gazdaság helyreállítását. A program tekintetében a jegybank 3000 milliárdos keretösszeget határozott meg, így a program valójában nem a bejelentéskor, hanem a keretösszeg kimerülésével zárul majd le. A Magyar Nemzeti Bank összességében a régió legaktívabb jegybankja volt a válságkezelésben, hiszen több mint 10 000 milliárd forinttal támogatta a magyar gazdaság szereplőit.

#### **5. A nagy hűtés mellett laza elemek is megmaradtak az MNB eszköztárában, ilyenek a zöld programok.**

A klímaváltozással kapcsolatban új kockázatok jelentek meg a pénzügyi szektorban és a monetáris politika vitelében az egész világon, így a jegybankok egyre aktívabban keresik azokat a lehetőségeket, ahol a gazdaság zöldítését támogathatják. A jövőben kizárólag az éghajlati változásokkal szemben fenntartható gazdasági modell lehet pénzügyileg stabil és hatékony az árstabilitás elérésében. A szélesebb értelemben vett gazdasági stabilitás megvalósításához a magyar jegybank is elengedhetetlennek ítéli a környezeti fenntarthatóságot. Ezzel ráadásul az MNB törvényben rögzített mandátumának tesz eleget, hiszen augusztus óta kifejezett célja a környezeti fenntarthatóság támogatása is. A júniusi kamatdöntéskor a Monetáris Tanács jelezte, hogy megindítja válságkezelési eszközeinek kivezetését, de a hosszútávú fenntarthatóságot támogató programok tartósan az eszköztár részei maradnak.

#### **6. Az MNB-t még mindig nem tartják elég határozottnak a szigorításban, a régióban más is szigorít, például a cseh jegybank.**

Bár az MNB mindig a beérkező külső és belső makrogazdasági adatok, illetve ezek inflációs kilátásokra gyakorolt hatása függvényében hozza meg döntéseit, érdemes ezzel kapcsolatban is néhány fontos tényre felhívni a figyelmet. A magyar jegybank a régióban más jegybankokat megelőzve elsőként lépett, hogy kezelje a koronavírus válságot. A cseh jegybank az MNB után kezdte meg a monetáris politikai irányultságának szigorítását, miközben a lengyel és a román jegybank döntéshozói még csak elkezdték mérlegelni a monetáris szigorítás lehetőségét. Emellett hangsúlyozni kell, hogy az MNB a válságkezelésben az eszközök széles skáláját alkalmazta, így a monetáris szigorítás is széles spektrumon zajlik: nemcsak a

kamatok, hanem egyéb, célzott eszközök fokozatos visszavonása, illetve átalakítása is a folyamat részét képezi.

**Látható, hogy a Magyar Nemzeti Bank a válság előtti időszakban Európa legsikeresebb intézménye volt mandátumában rögzített célja, az inflációs cél elérésében. A válságban példátlan mértékű, a régióban a legtöbb erőforrást mozgósította a magyar gazdaság stabilitásának megőrzésére és az újraindulás támogatása érdekében. Ezzel jelentős szerepet vállalt a magyar gazdaság sikeresen újraindulásában. Az ezzel párhuzamosan megjelenő infláció új feladat elé állította a jegybankot, amire proaktívan, a világon elsők között, megfelelően reagált. Vagyis a jegybank sikeresen folytatja azt az anticiklikus politikát, amit korábban is követett.**

*„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaságban 2021. október 7-én.”*