

Banai Ádám – Kuti Zsolt:

A monetáris transzmisszióba történő ad-hoc beavatkozások nem segítik a magyar gazdaság stabil, fenntartható növekedési pályára állását: a BUBOR leváltására tett javaslat is téves út

A 2022-23-as inflációs hullám súlyos károkat okozott a világ gazdaságaiban. Az infláció elapasztotta a gazdasági növekedést és súlyos nyomás alá helyezte a költségvetéseket. A bérek vásárlóértéke csökkent, a családok pénzügyi vagyonának reálértéke leértékelődött, a bizonytalanság megugrása visszavetette a fogyasztást és a beruházásokat.

A tavalyi évben a jegybank és a kormányzat lépései együttesen – kiegészülve a világpiaci nyersanyagárak csökkenésével – az év eleji 25 százalékos fölötti inflációt az év végéig 6 százalék alá szorították. Decemberre a régióban Magyarországon lett az egyik legalacsonyabb az árak növekedési üteme, ami az idei év elején jó eséllyel tovább csökken. Mindez jó alapot szolgáltat ahhoz, hogy újra tudjon indulni a hazai növekedés.

Az infláció makacs és veszélyes jelenség. A gazdaságtörténelem már többször bizonyította, amennyiben túl korán hirdetünk győzelmet felette meglepően gyorsan képes újból visszatérni. A hazai gazdaságpolitika azzal tud a legtöbbet tenni a gazdasági növekedés újraindításáért, ha kitartóan a stabilan alacsony inflációs közeg visszaállítására és megőrzésére helyezi a hangsúlyt. Minél gyorsabban tudjuk tartósan lecsökkenteni az inflációt és javítani az ország kockázati megítélését, annál inkább helyreáll a fogyasztói és a vállalati bizalom, gyorsul a gazdasági növekedés. Egy ilyen közegben a piaci kamatok is gyorsabban és fenntartható módon csökkenhetnek.

De ennek a fordítottja is igaz. Minden olyan intézkedés, amely gyengíti ezt a folyamatot, akadályozza a fenntartható növekedési célok elérését. Ezen az úton kulcsfontosságú a monetáris transzmisszió megfelelő működése. Az elmúlt másfél év fontos tapasztalata, hogy a monetáris transzmisszióba történő beavatkozások többségében a káros mellékhatások messze meghaladták azokat a várt rövid távú előnyeit. Legtöbb esetben csak a piaci bizonytalanság nőtt, aminek súlyos ára volt: romló kockázati megítélés, emelkedő hozamfelárak és a leminősítési kockázatok növekedése.

Nem lenne ez másként a héten felröppent új ötlet, a banki referenciahozamok BUBOR-ról diszkontkincstárjegy hozamra történő lecserélése esetén sem. Ez egy olyan téves előfeltevésekre alapozó tervezet, amely – végső megvalósítási formájától függően kisebb vagy nagyobb mértékben – hosszabb távon drágábbá, illetve nehezebben elérhetővé teszi a gazdaság újraindításához szükséges piaci alapú hiteleket.

Számos érv szól az ellen, hogy a BUBOR helyett a diszkontkincstárjegyek hozamát kelljen széleskörben alkalmaznia a bankrendszernek referenciaként a hitelek árazásakor.

- 1. A bizonytalanság, a kockázatok növekedésére a hitelezési felárak növekedésével reagál a bankrendszer.** A BUBOR alakulása átlátható, jól és széles körűen követi le a piaci folyamatokat. Ezzel szemben a DKJ hozamot a jegybank sokkal kevésbé tudja befolyásolni és az állam is csak közvetetten, például a DKJ kínálat szabályozásával, vagy az egyes pénzügyi szereplők eszközösszetételére vonatkozó szabályozással. Sokszor bebizonyosodott már azonban, hogy az ár- és kamatjellegű mutatók befolyásolása mennyiségi változókkal nagyon nehéz, hiszen nemlineáris és instabil kapcsolatokról van szó. Emellett a DKJ piacon speciális

keresleti oldali tényezők is komoly hatással vannak, ami szintén bonyolítaná a monetáris kondíciók menedzsmentjét. Egy ilyen beavatkozással csökkenne a bizalom, és nőne a bizonytalanság, ami széles körben, a pénzpiacok számos részén éreztetné negatív hatását. A felmerülő kockázatokat magasabb hitelfelárakkal kompenzálná a rendszer – azaz a várt pozitív hatás helyett ez inkább nehezítené a gazdasági növekedés fellendülését.

2. **A lépés hatására már most nőtt a piaci bizonytalanság, ami a hitelminősítőknél negatív tényező, ahogy ezt azonnal jelezte a Standard and Poor's kommentárja is.** A hitelminősítő rögtön negatívan reagált, jelezve, hogy az ilyen lépések akár az ország hitelminősítését is veszélyeztethetik. Emellett a piaci reakciók is kedvezőtlenek voltak, ami mind a forint árfolyam gyengülésében, mind a kamatvárakozások emelkedésében, mind a tőzsdei árak esésében egyértelműen látszott.
3. **A referenciakamat módosításával a bankok érdekeltté válnának abban, hogy a DKJ hozamok minél magasabban alakuljanak.** A DKJ piacon a likviditás alacsony, így időről-időre piaci anomáliák léphetnek fel, amire turbulens időszakokban eddig is volt példa. A kereslet is változékonyan alakul, ahogy ezt láthattuk már többször a 2010-es évek közepén és a 2020-as években is, amikor az aukciókon a kereslet lényegében eltűnt. A bankok ezen a piacon könnyebben befolyásolhatják a hozamok alakulását, hiszen már kis mennyiségek eladásával, saját aukciós keresletük visszafogásával, esetleg short ügyletekkel is növelhetik a hozamokat, ami magasabb állami kamatkidrást eredményez.
4. **Az állam oldalán érdekonfliktus alakulhat ki.** Amennyiben váratlan sokk-helyzetben az ÁKK-nak likviditásra van szüksége a nagyobb DKJ-kínálat a hozamok emelkedését okozza, növelve az érintett ügyfelek törlesztőterheit, épp a legkritikusabb időszakban.
5. **A kiszámíthatatlanság nemcsak az állam finanszírozási költségeire hatna negatívan, hanem a piaci hitelezés dinamikájára is.** A DKJ hozama akár néhány nap alatt is változhat 1-2 százalékponttal, ami a hitelfelvevők számára is óriási bizonytalanságot jelentene. Egy hitelfelvételi folyamat végén is történhet olyan elmozdulás, ami miatt egy hosszasan tervezett hitelügylet azonnal megvalósíthatatlanná válhatna.
6. **A hitelfelvevők a várható jövőbeli kamatcsökkentések pozitív hatásaiból sokkal kevésbé részesülnének.** A referenciakamat megváltoztatására a bankok a feláraik növelésével akár azonnal tudnak reagálni, a hitelkamatok végső szintje szempontjából hatástalanítva a felvetett szabályozói javaslatot. Bár „normál” piaci helyzetben nincs nagy különbség a BUBOR és a DKJ hozam szintje között, ugyanakkor az utóbbi időszakban ez érdemben kitágult. A mostani alacsonyabb DKJ hozamok miatt az új hiteleken megemelkedő felárak idővel magasabb hitelköltséghez is vezethetnek, ahogy a DKJ és a BUBOR közötti különbség visszatér a jelenleginél alacsonyabb historikus átlaghoz. Ugyanis a BUBOR várható, további jelentős csökkenését már „nem nyernék meg” azok a szereplők, akiknek a hitele a DKJ-hoz lenne árazva.
7. **A kamatkockázati fedezésének ellehetetlenülése szintén drágítaná a hitelezést.** A banki felárak növelése pusztán technikai oldalról is felmerülne, hiszen a DKJ hozam sokkal

volatilisabb, és a piacon elterjedt BUBOR alapú kamatcsere eszközökkel nem lenne képes a bankrendszer azt jól fedezni. A rosszabb és drágább fedezési lehetőségek pedig természetesen végül szintén lecsapódnának a hitelek magasabb feláraiban.

Mindenki közös érdeke, hogy a reálgazdaság szereplői mielőbb kiszámítható és stabilan alacsony kamatszinten juthassanak finanszírozáshoz, aminek eléréséhez már ismerjük a receptet: az „egyensúly ÉS növekedés képlete” majd egy évtizeden át jól működött Magyarországon. A gazdasági növekedés újraindításának a legjobb módját most sem kell feltalálni: „elég” egy olyan nyugodt, a várható előnyöket és kockázatokat együttesen mérlegelő, stabilitásorientált gazdaságpolitikai környezetet teremteni, ahol az infláció tovább csökken, a magyar pénzügyi eszközök megítélése javul, a gazdasági bizalom erősödik – és ahol a jegybank fenntartható módon képes végrehajtani kiszámítható, az egyensúly fenntartására törekvő kamatcsökkentési ciklusát.

Olyan téves intézkedések, ad-hoc ötletek – mint most a BUBOR lecserélésével kapcsolatos tervezet - csak károsan csökkentik a gazdaságpolitika mozgásterét, és nehezítik a hosszabb távú célok elérését. Ezek helyett hagyjuk inkább türelmesen kibontakozni a kedvező tendenciákat, így sokkal erőteljesebb lesz azok hosszú távú eredménye.

Szerzők:

- Banai Ádám ügyvezető igazgató, MNB
- Kuti Zsolt főközgazdász, ügyvezető igazgató, MNB