

Lehmann Kristóf

A számok nem hazudnak – a hitelességről csak hitelesen

A 2021-es év nívuma, hogy a koronavírus gazdasági hatására a kilábalás fázisában megjelent a gyorsan emelkedő infláció. Globális alkatrész-hiány, vágtató energiaárak, elszálló szállítási és nyersanyag-költségek határozták meg mindenütt az árazási döntéseket. A jegybankok eltérő stratégiával reagáltak: voltak, amelyek kommunikációval és kivárással (például az Európai Központi Bank), mások határozott döntésekkel és szigorítási ciklussal (például a régiós jegybankok, köztük az Európában elsőként kamatemelésekbe kezdő Magyar Nemzeti Bank is). Az eltérő stratégiák ellenére abban világszerte konszenzus van, hogy a hasonló pályák mentén emelkedő infláció legfőbb oka, a koronavírus-járvány által okozott egészen rendkívüli közeg.

Ezt a konszenzust itthon azonban nem mindenki osztja. Az elmúlt hetekben hasonló érvek mentén Király Júlia és Surányi György is a nemzetközi trendekkel teljesen azonos pályán haladó infláció okaként a hazai gazdaságpolitikát próbálták azonosítani. Király Júlia, az MNB korábbi alelnöke több helyen elmondta, hogy véleménye szerint a Magyar Nemzeti Bank elvesztette a hitelességét, mert lépései nem voltak összhangban a kommunikációjával, így nem is lehet hatékony az infláció elleni küzdelemben. Erős állítás, de szavak helyett nézzünk inkább a tényeket. Mit is jelent a jegybanki hitelesség és hogyan teljesített e téren a Magyar Nemzeti Bank.

A hitelesség három fő kritériuma

Egy jegybank hitelességének alapja az egyértelmű és világos mandátumrendszer. A mandátum ismeretében tudjuk értékelni a jegybank elért teljesítményét megfigyelhető, mérhető módon. Így tudjuk objektíven kiértékelni, hogy a jegybanki cél elérése teljesült-e. Másodsorban fontos szempont a hitelesség kapcsán, hogy a jegybanknak megvan-e a képessége, hogy a cél elérése érdekében hatékonyan fellépjen vagy vannak tényezők, amelyek gátolják a jegybanki beavatkozás hatékonyságát. Végül a megtett intézkedések mellett, az is lényeges szempont, hogy a jegybank kommunikációja egyértelmű-e, és annak megfelelően lép-e. Röviden, ahogyan a hétköznapi életben is a hitelesség alapja, azt teszi-e, amit mondott.

Lássuk mit mutatnak a számok! A Magyar Nemzeti Bank 2001 óta inflációs célkövető jegybank, 2007-től az MNB elsődleges, azaz a legfontosabb, prioritást élvező célja a

3 százalékos folytonos inflációs cél elérése. A 3 százalékos inflációs cél bevezetése óta a 2007 elején kezdődő időszak három eltérő periódusra osztható.

Az első időszak, a 2007-2012 végéig tartó periódus az inflációs cél felüllövésével jellemezhető. Ez a számok szintjén azt jelenti, hogy a teljes periódus 72 hónapjából 17 hónapban és csak nagyon rövid időszakokra sikerült elérni az inflációs célt a toleranciasávot is figyelembe véve. Az ezt követő 2013 és 2016 közötti periódus az inflációs cél alüllövésével írható le, ahogy a táblázatból is kiderül. Ezt követte a koronavírus-járvány előtti 2017 és 2020 közötti időszak, amely a magyar inflációs célkövetés történetének páratlanul sikeres periódusa volt, hosszú és egybefüggő árstabilitási időszakot elérve. A négy év 48 hónapjából 44 hónapban volt az infláció a jegybanki cél körüli toleranciasávon belül. A 2017-2020-as periódus az MNB számára nemcsak az inflációs célkövetés időszakában, hanem régiós összevetésben is kiemelkedő hazai teljesítményt hozott.

A régiós jegybankok inflációs teljesítményének és relatív kamatköltségének alakulása a vizsgált időszakban

	Hány hónapban teljesült az inflációs cél?			Hány hónapban volt alüllövés?			Hány hónapban volt felüllövés?			Kamatfelár a régiós legalacsonyabb kamathoz		
	MNB	NBP	CNB	MNB	NBP	CNB	MNB	NBP	CNB	MNB	NBP	CNB
2017-2020	44	39	38	2	6	0	2	3	10	0,30	0,69	0,42
2013-2016	3	1	13	45	47	35	0	0	0	1,60	1,77	0,00
2007-2012	17	33	34	0	0	15	55	39	23	5,55	2,71	0,00

Forrás: Bloomberg

Megjegyzés: Az inflációs cél teljesülése kapcsán a nemzetközi gyakorlatban elfogadott inflációs céltől vett +/-1 százalékpontos eltérést vettük figyelembe minden hónapban. Az átlagos százalékpontos kamatfelár kalkulálásában az adott havi legalacsonyabb régiós jegybanki alapkamathoz viszonyított kamatfelárok teljes időszakra vonatkozó átlagát vettük.

MNB: Magyar Nemzeti Bank., NBP: lengyel jegybank., CNB: cseh jegybank

A hitelesség kapcsán az is fontos szempont, hogy mekkora relatív kamatköltséggel sikerül a célt elérni. Mint látható, a 2017-2020-as évek nemcsak a legjobb inflációs teljesítményt hozták el, de a legkisebb relatív kamatkülönbséggel érte le ezt az MNB a régió jegybankjaihoz mérve. A számok alapján egyértelműen kijelenthetjük, hogy szemben a korábbi időszakokkal, amikor 2007-2012 között magas kamatok árán is

felüllötte az inflációs célját a jegybank, így regionális összevetésben a leggyengébben teljesített, vagy az inflációs cél tartós alullövés időszakával összevetve, éppen az utóbbi években vizsgázott kiemelten jól a jegybank. Elérve és hosszan fenntartva a célt, ráadásul sokkal alacsonyabb relatív kamatköltség mellett. A számok nem hazudnak! Az inflációs cél havi teljesülése és annak relatív kamatkülönözete teljesen objektív mutatója a jegybanki teljesítménynek. A jegybank korábbi felsővezetőinek az MNB-vel szemben megfogalmazott véleményét ezen számok tükrében érdemes elhelyezni, mérlegelve saját időszakuk teljesítményével.

Vizsgáljuk meg a második tényezőt, a jegybank képességét, hogy kellő mértékben tudjon lépni. A Magyar Nemzeti Bank monetáris transzmissziójának működését a 2000-es években súlyos gátak nehezítették. A legnagyobb gátat a lakossági devizahitelezés jelentette, mert az a monetáris transzmisszió minden fontos csatornájának működését korlátozta. Ha például a jegybank az alapkamatot csökkentve lazítani akart, akkor többszörös problémával szembesült. Egyrészt a kamatcsatorna a később súlyos pénzügyi, gazdasági és társadalmi válságot okozó devizahitelek hatalmas állománya miatt nem működött. A lakossági hitelállomány 61 százaléka devizában volt denominálva, így a forintkamatok a kamatcsatornán keresztül nem hatottak rájuk, csak a maradék 39 százalékos forinthitelek árazódtak át. Ennél is nagyobb problémát jelentett, hogy a kamatcsökkentés forintgyengítő hatása miatt a havi törlesztőrészek emelkedtek, így a háztartások elkölthető jövedelme csökkent, tehát a gazdaság élénkítése helyett lassította a fogyasztást a lépés. Összességében, teljesen ellentétes transzmissziós hatás játszódtott le, mint egy egészséges gazdaságban elvárnánk. Napjainkra a lakossági devizahitel arány az állományon belül gyakorlatilag eltűnt (0,3 százalékos). Hasonló korlát jellemezte az államháztartást is: az árfolyam nem tudott szabadon lebegőként viselkedni, ugyanis az államadósság magas devizaaránya megkövetelte, hogy a forint árfolyamát erősen tartsa a jegybank. Mára az önfinanszírozási programnak köszönhetően az államadósság devizaaránya a 2007-2013 időszak átlagában vett 40,6 százalékos szintről 21 százalékra csökkent, így az a jegybank monetáris politikáját nem köti gúzsba. A hazai szektorok adósságszerkezete sokkal egészségesebb, így sem a magánszektor, sem az államháztartás oldaláról nincsenek olyan gátak, mint amelyek a korábbi időszakban nehezítették a monetáris politika hatékony működését. Megjegyzésként megemlítendő, hogy a nemrég bejelentett kamatstop a kamatcsatorna egy részét fékezi, ez arányaiban azonban jóval kisebb (a lakossági hitelek ötödére terjed ki) és a hatás csak átmenetileg jelentkezik.

Az egyes szektorok adósságán belül a devizaadósság aránya

	Lakossági devizahitel arány	Vállalati devizahitel arány	Az államadósság devizaaránya
2007-2012	61,1%	56,5%	40,6%
2021	0,3%	37,3%	21,0%

Forrás: MNB

Végül vizsgáljuk meg, hogy az infláció megjelenéséhez köthető 2021-es kommunikáció hitelességét. A Magyar Nemzeti Bank az infláció tartós emelkedését már 2021 tavaszán, jóval más jegybankok előtt jelezte. A márciusi kamatdöntés követő közleményben már szerepelt, hogy a jegybank *„kiemelt figyelemmel követi a gazdaság újraindítása során esetlegesen jelentkező másodkörös inflációs hatásokat”*, továbbá, hogy *„felfelé mutató inflációs kockázatok erősödése esetén az MNB készen áll a megfelelő eszközök alkalmazására”*. Így kommunikációjával az MNB egyértelmű irányt mutatott, hogy felkészítse a piaci szereplőket a szigorítási ciklus megkezdésére. Ezt a kommunikációt erősítette a 2021-es májusi monetáris tanácsi közlemény, amely már így fogalmazott: *„A Monetáris Tanács megítélése szerint az elmúlt időszakban tovább erősödtek az inflációs kilátásokat övező kockázatok... A Monetáris Tanács megerősíti, hogy az árstabilitás biztosítása és az inflációs kockázatok csökkentése érdekében proaktív módon készen áll a monetáris kondíciók szükséges mértékű szigorítására.”* A tényekre fókuszálva: az MNB előbb fokozatosan felépítve, több hónapon keresztül kommunikálta az inflációs kockázatot és a várható szigorítást, majd júniusban megkezdte a kamatemelési ciklusát. Tehát a valóságot teljes mértékben nélkülözi Király Júlia állítása, hogy a Magyar Nemzeti Bank nem azt tette, amit kommunikált. Abból a szempontból sem állja meg a helyét a vélemény, hogy a 2021. júniusi közleményben a Magyar Nemzeti Bank azt is jelezte, hogy szigorítási ciklust kezdett a kamatemeléssel, tehát nem egyedi lépésről, hanem tartós szigorítási folyamatról van szó. Ugyanez igaz a pandémiás válságkezelő eszközök kivezetésére is: először érkezett a kommunikációs jelzés, majd a leállítás. Röviden, az MNB pontosan azt tette, amit mondott és azt mondta, amit később tett.

A fentiek alapján látható, hogy az MNB monetáris politikájában az utóbbi évek a korábbi időszakokkal összevetve a legsikeresebb időszakot hozták el, így jó esélyünk van rá, hogy az elmúlt év gyorsan emelkedő inflációja Magyarországon az első között tér majd vissza az árstabilitást jelentő 3 százalékos jegybanki cél környezetébe. A számok ezúttal sem hazudnak!

„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2022. február 1-én.”