

Maradjunk a tényeknél, azon Magyarország csak nyerhet

Szerzők: Balogh Csaba, Horváth Dániel

Az utóbbi időszakban számos olyan nyilatkozat látott napvilágot, amelyekben a magyar gazdaság várttól elmaradó gazdasági teljesítményének felőseit keresték. Meggyőződésünk, hogy abban a rendkívüli gazdasági környezetben, amelyben a világ a 2020-as évtized eleje óta működik, az érveken és tényeken alapuló szakmai viták segítik a gazdaságpolitika döntéshozóit, a gazdaság szereplőit és a családokat a rendkívül komplex környezet megértésében és a gazdaság működéséhez nélkülözhetetlen bizalom helyreállításában. Éppen ezért a jegybank nyitott a vitákra. A tényeket, háttér-számításokat nélkülöző, megalapozatlan állítások viszont ártanak mindenkinek, így ezekre az MNB továbbra is tényekkel, elemzésekkel alátámasztott cáfolatokkal reagál.

A gazdaságpolitikát érintő szakmai viták értékesek, mivel a vélemények ütköztetésével pontosabb helyzetképet alkothatunk és jobb döntésekre juthatunk. Ehhez azonban az kell, hogy tényeken és adatokon alapuló, elfogulatlan, szakmai hozzászólásokkal vigyük előre a közös gondolkozást. A Magyar Nemzeti Bankot bíráló vélemények alapvetően helyes alapról indulnak, amikor azt állítják, hogy az infláció visszaveti a gazdasági növekedést. Abban az aktuális nemzetközi trendekkel is ellentétes következtetésben viszont komoly tévedés húzódik meg, miszerint amennyiben az infláció mértéke egy számjeggyűvé válik, úgy ez az összefüggés már jelentősen veszít érvényességéből. A közgazdasági összefüggések ugyanis nem változnak meg varázsütés-szerűen az egyszámjeggyű inflációs tartomány elérését követően sem. Ezt bizonyítja, hogy a világ meghatározó jegybankjai a hazainak töredékét elérő, egyszámjeggyű inflációs dinamika mellett is rendíthetetlenül küzdenek az árstabilitás újbóli eléréseért, mindezt pozitív reálkamat fenntartása mellett.

Nézzünk ezzel kapcsolatban néhány példát: jelen pillanatban az Egyesült Államokban az infláció már 3,2 százalékra süllyedt, miközben az elemzők azt várják, hogy a kamatok még hónapokig a jelenlegi 5,5 százalékos szinten maradnak. Az alapkamat és az infláció különbségeként előálló reálkamat az USA-ban jelenleg érdemben pozitív: +2,3 százalék. Az eurózónában sincs ez másképp, ahol az átlagos infláció novemberben már 2,4 százalékra esett, de az irányadó kamat 4 százalékon alakul. A reálkamat az EU tagok több mint felénél pozitív tartományban van és ez az arány egyre nő. Olaszországban +3 százalék, Németországban +0,7 százalék, a feltörekvő országnak számító, ugyanakkor a globálisan igen jelentős szerepet betöltő Kínában is +4,6 százalékról beszélhetünk. Ezekben az országokban úgy gondolják, hogy az árstabilitás nem egyenlő az egyszámjeggyű inflációval,

a növekedés beindításához pedig a jegybankok azzal tudnak hozzájárulni, ha újból helyreállítják a kiszámíthatóan alacsony inflációs közeget. Az alacsony inflációs közegben pedig javul a bizalom, aminek köszönhetően a növekvő reálbérek növekedés-élénkítő hatása is gyorsabban megjelenik és a kiszámítható keresleti kilátások mellett a beruházások mértéke is emelkedik.

Az elemzők és a kutatóintézetek is pontosan látják a helyzetet

Egy brutális inflációs sokkot követően, a sokszor pattanásig feszült külső környezetben az MNB komoly erőfeszítéseket tesz az árstabilitás megvalósítása érdekében. 2023 májusa óta valósítja meg a jegybank a rendszerváltás óta látott leggyorsabb hazai kamatcsökkentési ciklust úgy, hogy közben a dezinflációs pályát és a pénzügyi stabilitásunkat is megőriztük. Az MNB-t bíráló véleményekkel szemben a monetáris politika lépéseiről többségében ellenkező értékelések születtek. Ezt a kört jól jellemzik például a Makronóm Intézet októberi¹ és novemberi² kamatdöntéseket követő állásfoglalásai. Az alábbiakban a következő megállapítások olvashatók, összhangban egyébként a piaci konszenzussal:

Makronóm Intézet 2023. október 24-e:

- „a kamatcsökkentést tekintve **a nemzeti bank elment a falig**”
- „**a lépés meghaladja a 25-50 bázispontos elemzői és piaci várakozásokat**, azaz a jegybank a vártnál nagyobbab lazított”
- „**A magasabb infláció és a gyengébb forintárfolyam káros a gazdaságra**, míg az élénkebb hitelezés hasznos ... **Úgy tűnik, hogy most inkább a hitelezés élénkítését helyezte előtérbe [a jegybank.]**”

A Makronóm Intézet 2023. november 25-i értékelésében az alábbiakat írja:

- „az alapkamat 2024 februárjában 10 százalék alá kerül ... Ez pedig inkább laza hangnem, hiszen **határozott lazítást jelent.**”
- „**A kamatcsökkentésekkel óvatosan kell bánni**, a túl gyors lazítás gyengíti a forintot és inflációs kockázatokat rejt, így az alapkamatot nem lehet gyorsabban mérsékelni, mint azt a piac elfogadja.”

Valójában a piaci elemzők a 2023. októberi kamatdöntést megelőzően ez év végéig 3-szor 50 bázispontos, összességében 150 bázispontos kamatcsökkentésre számítottak. Az

¹ [MNB-ülés: a vártnál jobban csökkent az alapkamat – makronom.eu](https://www.makronom.eu/mnb-ules-a-vartnal-jobban-csokkent-az-alapkamat)

² [Jelentősen, 11,5 százalékra csökkent az alapkamat – makronom.eu](https://www.makronom.eu/jelentosen-115-szazalekra-csokkent-az-alapkamat)

MNB Monetáris Tanácsa ezzel szemben két lépésben, november végére ért el 150 bázispontos kamatcsökkentést, oly módon, hogy közben a pénzüpiaci stabilitást is megtartotta. Ezt jelzik vissza a Makronóm Intézet értékelései is.

Tények alapján folytassunk szakmai vitát

A jegybankot érintő bírálatok két központi állításra épülnek. Eszerint a pozitív reálkamat nagymértékben visszafogja a fogyasztást. Másrészt azok a vállalatok, amelyeknek vannak szabad forrásaik, a beruházások tervezése helyett a magas jegybanki alapkamat miatt inkább lekötik és fialtatják a pénzüket.

A fogyasztás visszaesésével kapcsolatban érdemes áttekinteni a növekedési problémák hátteréről szóló közel múltban publikált [jegybanki megállapításokat](#):

- 1) az elmúlt években végig mélyen negatív reálkamat érvényesült hazánkban, de ez nem pörgette fel a fogyasztást, mert arra a magas infláció miatt bekövetkező reálbércsökkenés és bizonytalanság növekedése messze erősebb – negatív – hatást gyakorolt.
- 2) A hazai fogyasztás tartós emeléséhez az infláció leszorítására van szükség, ami a bérek vásárlóértékének emelkedésén keresztül tudja megalapozni a fogyasztás helyreállítását.

A vállalatokkal kapcsolatos állítások megítéléséhez még ennél is pontosabb adatokat tudunk segítségül hívni:

- A vállalatok likvid eszköz állománya az elmúlt két évben nemzetközileg is kiemelkedő mértékben, bőven a GDP 30 százaléka fölé emelkedett. A jelentős növekedés elsősorban a profit által is „húzott” infláció bevételnövelő hatásának, a támogatott programok „beszákolásának”, valamint az elmaradó beruházásoknak a következménye. Mindez arra utal, hogy a vállalati forrásellátottság bőséges, és ez önmagában nem korlátja a beruházásoknak.
- Ezt látva fel kell tennünk a kérdést: valóban a magas kamatok tántorítják el a vállalatokat a beruházásoktól? Biztos vannak olyanok, amelyeket talán igen, de ha megnézzük a vállalati likvideszköz-állomány szerkezetét, akkor megérthetjük, hogy nem ez az alapvető indok. Sokkal fontosabb a gazdasági környezet általános bizonytalansága, ami leginkább a magas inflációhoz és annak tovaryűrűző következményeihez volt köthető.
- Az eszközállomány szerkezetének vizsgálatából az látszik, hogy a vállalatok forintbetét-állománya 2021 végén, 2,4 százalékos alapkamat mellett volt csúcson, azóta nominálisan is mérséklődött, inflációval korrigálva (reálértéken) pedig negyedével

alacsonyabb az állomány, mint két évvel ezelőtt volt. Ennek ráadásul több mint a fele látraszóló betét, az alapkamattól lényegében független, átlagosan 1,5 százalékos körüli kamatozással. E számok nem azt támasztják alá, hogy a vállalatok a magas forint kamatok miatt inkább bankban fialtatnák a pénzüket.

- De akkor hova ment a pénz? A válasz egyszerű: elsősorban a devizabetétekben és a (jelentős részben külföldi értékpapírokat tartó) befektetési jegyekben jelent meg, vagyis olyan eszközökben, amelyeknek a hozama nem a jegybanki kamathoz - és nagy részben nem is a hazai kamatkörnyezethez - kötött. Érdekes kérdés, hogy ha a reálkamat előjele lenne a döntő, akkor miért látjuk azt, hogy a támogatott hitelek negatív reálkamata mellett sincsenek érdemi beruházások? Az elérhető kétszámjegyű negatív reálkamat ellenére a támogatott hitelprogramok esetében a beruházási hitelek iránti kereslet egész évben alacsony maradt. A Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogramban az október végéig szerződésre került összegek 18 százaléka, míg a Széchenyi Kártya Program MAX+ keretében szerződött összegek mindössze 5 százaléka finanszírozott beruházásokat.
- A likvid eszközök növekedésének összetétele is alátámasztja tehát azt, amit az MNB is állít: a probléma forrása a bizonytalanság, ami miatt mindenki kivár a beruházásokkal! A fenti tendenciát sajnos tovább erősítheti a kamatstop minapi kiterjesztése, ami a vállalatokat még inkább a devizaeszközök felé fordíthatja.
- A jegybanki [vállalati felmérésekből](#) azt is egészen pontosan látjuk, hogy milyen problémákat tartanak relevánsnak a vállalatok. A legfrissebb, októberi válaszok alapján nem meglepő módon az első helyen 51 százalékkal a vevők hiánya áll. Ezt követte a magas energiaár (45 százalék), a beszállítók áremelése (41 százalék) és a munkaerőköltség emelkedése (33 százalék). Az első négy helyezett tehát egyértelműen inflációs jelenség. Még a munkaerőhiány (24 százalék) is megelőzi a finanszírozási problémákat, amelynek 21 százalékos említési aránya egyébként teljes mértékben megfelel a 2020 óta látott átlagnak és semmit nem emelkedett a magas nominális kamatkörnyezetben.

A fentiek is azt bizonyítják, hogy ha a gazdaság problémáit nem felületesen kezeljük, hanem a gyorsan megtalálható tényadatokat is részletesebben megvizsgáljuk, akkor egyértelmű a kép: a legfőbb kihívást az infláció jelenti. Közös célnak kell kitűznünk az árstabilitás minél gyorsabb elérését, ugyanis ez indíthatja be a bérek vásárlóértékének jelentősebb és tartós emelkedését, teret adva a fogyasztás és beruházások helyreállításnak.