

Mégis be lehet lépni újra és újra ugyanabba a folyóba?

Válaszok Surányi György és Róna Péter sűrűn hangoztatott, de annál megtévesztőbb kritikáira

Egy budapesti kerekasztal-beszélgetésen Surányi György és Róna Péter a Magyar Nemzeti Bankot (MNB) illetően több szakmailag megalapozatlan, negatív hangulatkeltésre alkalmas kijelentést is tett. A jegybank már számos alkalommal (például [itt](#) és [itt](#) és [itt](#)) volt kénytelen korrigálni mind Surányi György, mind pedig Róna Péter megtévesztő kijelentéseit, amelyekkel minden alkalommal az MNB hitelességét kívánták aláásni. Az alábbi 9 pontban – a teljesség igénye nélkül – az elhangzott csúsztatásokra, téves helyzetértékelésre kívánunk ismét röviden reagálni.

1. Az MNB monetáris politikája 2017 és 2021 között biztosította az inflációs cél elérését – semmi jele annak, hogy az MNB inflációs többletet generált volna.

Míg a 2008-as válság utáni mérlegalkalmazkodás időszakában az európai országokat deflációs környezet kialakulása fenyegette, addig az MNB 2017-től nagy pontossággal állította be az inflációt a jegybanki célnak megfelelő 3 százalékos értékre. Ez nemzetközi összehasonlításban is kivételes eredmény volt, hiszen 2017 eleje és 2020 vége között az átlagos infláció éppen 3 százalékon alakult, azaz megegyezett a jegybanki céllal, és ezen időszakban 48 hónapból 44 alkalommal az infláció a 3 százalékos szint körüli ± 1 százalékos toleranciasávban ingadozott.

2. Végre egyszer számoljunk már le a 2020 eleji infláció megtévesztő bemutatásával!

2020 januárjában valóban megfigyelhető volt egy mai szemüveggel nézve kisebb mértékű – 4 százalék fölé történő – kiugrás az infláció alakulásában, azonban ez nem fundamentális keresleti tényezőkhöz volt köthető. Ebben a hónapban az infláció közel felét a dohánytermékek jövedéki adójának számottevő emelése, illetve az afrikai sertéspestis érdemi árfelhajtó hatása magyarázta. Valószínűleg nincs olyan jegybankár a világon, aki egy szűk termékkört érintő indirekt adóemelés és egy váratlan természeti katasztrófa által meghatározott inflációs környezetben monetáris szigorítás mellett döntött volna, különösen nem a koronavírus kitörésének árnyékában.

3. A 2010-es évek második felében az MNB likviditásbővítése biztosan nem emelte az inflációt, hiszen a jegybankmérleg szűkült...

Surányi szerint „[a jegybanki állampapír-vásárlások és a piacra özönlő – összesen mintegy 11 milliárd forintnyi – nulla kamatozású jegybanki pénztömeg megjelenése miatt már 2020 elején látszott, hogy az ország gyorsuló inflációs pályára került.](#)” Az érveléssel csak annyi a probléma, hogy a jegybank a 2010-es években jelentősen szűkítette a mérlegét, ami a 2013-as 40 százalékos GDP-arányos szintről 2020 elejére a GDP 25 százalékra csökkent: ebben az időszakban a jegybank nem vásárolt állampapírt, limitált mértékű hitelösztönzési programjai pedig célzottan a beruházások bővítését szolgálták. A jegybank a koronavírus kitörésére már mérlegének érdemi bővítésével reagált, viszont finoman fogalmazva is furcsa egy későbbi programcsomaggal magyarázni a 2020 eleji inflációt...

4. Félrevezetés az is, ha a koronavírus-válság kezelését célzó monetáris politikával próbálja valaki magyarázni a jelenlegi magyar inflációt.

Érdemes egy pillantást vetni a hazai és a régiós inflációs folyamatokra! Jól látszik, hogy egészen 2022 közepéig a magyar infláció a régiós országokéval párhuzamosan alakult. Ennek oka az volt, hogy az infláció megjelenése eredendően nemzetközi, külső tényezőkhöz volt köthető. A hazai infláció 2022 augusztusában emelkedett a régiós átlag fölé, majd novemberre a legmagasabb szintre nőtt Európában. Viszont az MNB ekkor már több mint 1 éve szigorított: elsőként indította meg a kamatemeléseit, a legmagasabb szintre emelte az Európai Unióban az irányadó kamatát és válságkezelési programjait már rég kivezette. Ismételten meglehetősen furcsa a monetáris politikát vádolni a magas inflációért.

5. A kettős válság szinte minden jegybankban veszteséget eredményezett, azonban az nem jelez semmit a monetáris vagy a fiskális politika minőségéről.

A járvány hatásainak kezelése és az infláció elleni küzdelem Európa szinte minden jegybankját komoly kihívás elé állította, aminek eredményeként sok országban a hazait jelentősen túlszárnyaló mértékű veszteség alakult ki. Svédországban például a GDP 1,3 százalékát, Csehországban a GDP több mint 6 százalékát, míg Svájcban a GDP 17 százalékát is meghaladta 2022-ben a jegybank vesztesége, szemben a hazai 0,6 százalékkal. A jegybanki veszteségek megjelenése és emelkedése Európa legtöbb jegybankját érinteni fogja a következő években.

6. A jegybank sikerességét nem az eredményének alakulása, hanem a monetáris politika hatékony vitele, céljainak elérése mutathatja meg.

A nemzetközi tapasztalatok alapján az is kijelenthető, hogy a jegybankok tőkehelyzete nincs összefüggésben monetáris politikájuk sikerességével. Ismét a cseh jegybankot lehet példaként említeni, amely jelentős veszteségei miatt már hosszú évek óta negatív saját tőke mellett működik anélkül, hogy az korlátot jelentene monetáris politikájának vitelében. Éppen ezért a Magyar Nemzeti Bank úgy véli, hogy költségvetési tőkefeltöltés nélkül, saját tőkéjének negatívba fordulása mellett is hatékonyan tudja működtetni monetáris politikáját, amíg a későbbi években várható pozitív eredménye majd újra pozitívba fordíthatja a jegybank saját tőkéjét.

7. Teljes félreértés az MNB aranyvásárlásaival magyarázni a jegybanki veszteséget.

A jegybankok világszerte tartanak aranyat a tartalékaik között az előnyös tulajdonságai okán: mivel nem kapcsolódik egyetlen országhoz sem, így bizalomerősítő szerepe és előnyös hitelkockázati tulajdonságai vannak, kedvező a diverzifikációs hatása a tartalék többi elemének kockázata kapcsán, illetve válsághelyzetben menedékeszközként funkcionál. Ennek fényében nem meglepő, hogy az elmúlt időszak bizonytalanságai nyomán több jegybank is újra az arany irányába fordult (például a régióban a lengyel jegybank számottevően több aranyat vásárolt).

8. Az aranyvásárlás javította a jegybanki eredményt, az arany őrzése pedig nem jelent addicionális költséget az MNB-nek.

Az MNB két részletben növelte aranytartalékát a jelenlegi 94,5 tonnás szintre. Az első vásárlások idején, 2018 végén az arany ára 1000-1100 euro között mozgott, míg 2020 végén és 2021 elején 1400-1600 euro között alakult. Az elmúlt időszak eseményei hatására az arany ára emelkedett, jelenleg az 1800 eurós szint közelében jegyzik. Bár ma a tartalékezelés szempontjából releváns rövid futamidejű német vagy francia állampapírok hozamai valóban pozitívak, azonban a vizsgált időhorizont egy jelentős részében még negatív tartományban alakultak. Ezt a negatív hozamot érdemes összevetni az aranyból származó jelentős pozitív eredménnyel. A feladataiból adódóan egyéb tárolási funkciókat is ellátó MNB-nek az arany fizikai tartása pedig nem jelent addicionális költséget.

9. Az EU-transzferek MNB-nél való átváltása helyes lépés volt.

Az EU-pénzek jegybanknál történő forintra váltása mögött több megfontolás is meghúzódik. Egyrészt a beáramló EU-transzferek fontos részét képezik a hazai devizatartalékképzésnek, így az esetleges piaci átváltás miatt hiányzó összegek könnyen elégtelen tartalékmegfeleléshez, az ország külső sérülékenységeinek növekedéséhez is vezethettek volna. Másrészt Surányi állításával szemben éppen az EU-pénzek piacra vezetése jelentene mesterséges beavatkozást az árfolyamba, ami a piaci folyamatok tartós eltérítésével kedvezőtlen hatásokat is generálhat. Végül az is felvetődhet, hogy mikortól is kellett volna az EU-pénzeket piacra vezetni, és ezzel mesterségesen erősíteni a forint árfolyamot, ha az infláció egészen 2021 tavaszáig az MNB toleranciasávjában alakult.