

## Reálkamatok, infláció és gazdasági növekedés II.

### Parragh László kampánya a jegybank és a tények ellen – válasz 7 pontban

Szerző: Kuti Zsolt\*

A gazdaságpolitikai viták hasznosak egy kihívásokkal teli időszakban. Ennek azonban alapvető feltétele, hogy azok tényeken és hiteles érveken alapulnak. A valótlan-ságokra épülő állítások ezzel szemben legfeljebb hangulatkeltésre és a gazdaságpoliti-  
kai mozgástér szűkítésére alkalmasak.

Utóbbira jó példa Parragh László, a Magyar Kereskedelmi és Iparkamara (MKIK) elnökének kampánya a jegybank ellen. Az elmúlt időben több alkalommal beszélt a jegybanki működésről, a monetáris politikáról, azonban ezekben a megszólalásokban számos, a tényektől és a valóságtól távol álló kijelentést tett. Interjúi ennek következtében inkább a közvélemény megtévesztésére, mint tájékoztatására voltak alkalmasak. Az alábbiakban Parragh László leginkább kirívó 7 kijelentését vesszük górcső alá.

- 1) **Az MNB-nek valóban a nemzetközi piacokon kell forráshoz jutnia a vesztesége fedezésére?** Parragh László egyik októberi nyilatkozatában azt jelezte, hogy a jegybanknak veszteségei fedezése érdekében a nemzetközi piacokhoz kell fordulnia, ahol kérdéses, hogy mennyiért tud forráshoz jutni. Ez a megállapítás is azt bizonyítja, hogy az MKIK elnöke nem látja át a jegybank és a monetáris politika működésének lényeges pontjait. Hiszen az egyik alapvető közgazdaságtani összefüggés szerint az MNB veszteségét jegybankpénzben korlátlanul tudja finanszírozni. Ezt támasztja alá a cseh, chilei, izraeli és mexikói jegybank tapasztalata is, amelyeknek a tartós, hosszú éveken keresztül negatív saját tőke sem okozott gondot a működésben. Így tehát fel sem merül, hogy az MNB-nek a nemzetközi piacokhoz kellene fordulnia.
- 2) **Mekkora kamatcsökkentésre számítottak valójában az elmúlt hónapokban a gazdasági szereplők?** Parragh László a novemberi kamatdöntés kapcsán azt állítja: „*érthetetlen, hogy ennek ellenére miért nem vágtak legalább 100 bázispontot, ráadásul a piac ezt beárazta*”. A tények azonban egyértelműen mást mutatnak: október közepén az elemzők többsége háromszor 50 bázispontos kamatcsökkentésre számított az év végéig hátralévő három ülésen. Az MNB

ennél nagyobb mértékben, 75 bázisponttal csökkentette az alapkamatot a legutóbbi három ülésén, messze meghaladva azt, amit a piaci elemzők a monetáris politika új, októberben kezdődő szakasza előtt elképzelhetőnek tartottak.

- 3) **Időben lépett a Magyar Nemzeti Bank?** Parragh László szerint a jegybank *„ütemet tévesztett, így most folyamatos késésben van”*. Abban szerencsére már nem nagyon van vita, hogy az MNB gyorsan, a világ jegybankjai közül az elsők között reagált az infláció kitörésére, ezt a közelmúltban épp a London School of Economics széleskörű összehasonlító elemzése erősítette meg. Az MNB már az aktuális számok nyilvánossá válása előtt megkezdte a kommunikációt az inflációról, és ezzel az elmúlt két évtizedben az abszolút első helyet foglalja el a vizsgált 24 jegybank között.

Az infláció csökkenésének beindulására ugyanígy a Magyar Nemzeti Bank válaszolt az elsők között monetáris politikájának változtatásával, és már 4 hónappal az infláció tetőzését követően elindította kamatcsökkentési ciklusát, amit azóta is folyamatosan folytat a dezinfláció és a hazai pénzügyi piacok stabilitásának veszélyeztetése nélkül. Öröndetes, hogy Parragh László 8 hónapot követően konstataálta, hogy az MNB *„jó irányt vett a kamatcsökkentésekkel”*.

Az már inkább elszomorító, hogy Parragh úr szerint a jegybanknak *„el kellene kezdenie a valós kamatcsökkentést”*. A tény ezzel szemben az, hogy tavaly május óta folyamatosan tartó kamatcsökkentések során 725 bázispontnyi kamatot vágott a jegybank. A kamatcsökkentés valóságosságát mutatja, hogy ilyen rövid idő, 8 hónap alatt soha még ekkora mértékű csökkentésre nem volt példa az elmúlt több mint 20 évben az MNB inflációs célkövetéses rendszerében. (Valójában előtte sem, de akkor más volt a monetáris rezsim.) Az sem világos, hogy jön ki Parragh Lászlónál a számítás, amely szerint *„ha a jegybank ezt [a 100 bázispontos kamatcsökkentést] a múlt év utolsó hónapjában meglépi, akkor két hónappal előbbre lennének”*...

- 4) **Milyen pályán haladva folytatja a jegybank a kamatcsökkentéseket?** Parragh László véleménye alapján *„előremutató lenne, ha a jegybank egyértelművé tenné, hogy átáll a száz bázispontos csökkentésre, amelyet végig is vinne”*. A gazdasági növekedés és a társadalmi felzárkózás kulcsa az infláció további csökkenése és az árstabilitás elérése, hiszen az infláció leszorítása alapfeltétele a hazai fogyasztás és a beruházások újraindulásának. Az árstabilitás eléréséhez szükséges legalacsonyabb kamatpályát kell végigvinni, amelynek ütemét

körültekintően, adatvezérelten lehet csak megállapítani. Még Parragh Lászlónál sincs ott a bölcsek köve, hogy előre tudja, a következő hónapok kamatdöntései során pontosan milyen nagyságú kamatcsökkentések tudják ezt biztosítani. Persze kibicnek semmi sem drága, de egy ilyen bizonytalan világban jobb ezt a beérkező adatok függvényében és a piaci környezet ismeretében hónapról hónapra eldönteni.

- 5) **Kiugrónak számít a magyar reálkamat?** Parragh László szerint a reálkamatok *„brutális mértékben, 5-6 százalékkal nőttek, ez a szintje lassan hazánkban lesz a világon a legmagasabb”*. Ezen állítás kapcsán fontos látni, hogy globális jelenségről van szó. Az infláció csökkenésével párhuzamosan mindenhol nőttek a reálkamatok az utóbbi időben: az Egyesült Államok mellett sok fejlett országban és a közép-kelet-európai régióban is 10 százalékpontos, vagy azt meghaladó emelkedést láttunk. Ennek hatására az MNB által vizsgált 53 országból álló mintában az elmúlt egy év során 6-ról 38-ra nőtt azon országok száma, ahol a reálkamatok pozitív tartományba emelkedtek. A piaci várakozások szerint 2024 végére érdemben tovább nő ez a szám.

Emellett érdemes látni, hogy hogyan is alakult, alakul valójában a reálkamat Magyarországon: 2023 során az év nagy részében mélyen negatív reálkamatok jellemezték Magyarországot – a magyar gazdaság mégis visszaesett. Az év utolsó negyedében – miközben a gazdaság megkezdte a kilábalását – a ráta a pozitív tartományba emelkedett. A dezinfláció felgyorsulásával a visszatekintő reálkamatok valóban megemelkedtek, de ezek a jelenlegi – a jegybanki várakozásokkal összhangban lévő – piaci várakozások alapján az év közepére jelentősen, 1 százalék körüli szintre szűkülnek be és teljesen belesimulnak a régiós folyamatokba. Az előretekintő rátánál eltérő időzítéssel és amplitúdóval, de hasonló módon játszódik le a folyamat. A dolog nem egyedi, érdemes majd követni a cseh reálkamatok alakulását a következő hónapokban.

- 6) **Milyen tényezők hátráltatják a fogyasztás fellendülését?** Parragh László azt is állítja, hogy *„a pozitív reálkamat káros a gazdaságra nézve, csökkenti a fogyasztást és a kereskedelem erősödését”*. Fontos felhívni arra a figyelmet, hogy hazánkban mélyen negatív volt a reálkamat-környezet az utóbbi években, és a lakosság döntő többsége is negatív, nem ritkán -10 százaléknál is alacsonyabb reálkamatokkal szembesült. A fogyasztást a negatív reálkamat mégsem élénkítette. Miért? Mert az infláció felemésztette a bérek és a

megtakarítások értékét. Több évet visszamentünk az időben: a reálbérek 2021 közepi, a nettó pénzügyi vagyron reálértéke 2020-as szinten van. Ilyen környezetben lehettek bármennyire is negatívak a reálkamatok, az semmit nem segített. Csak az infláció teljes letörése, az árstabilitás elérése, a pénzügyi piaci stabilitás megőrzése, a megalapozott reálbérnövekedés fenntartása és ezeken keresztül a fogyasztói bizalom helyreállítása fogja elhozni a fogyasztás bővülését.

- 7) **Végezetül tisztázzuk, hogy mi akadályozza a vállalati beruházásokat.** Parragh László úgy látja, hogy a jelenlegi kamatok mellett a hazai vállalatok „*nem tudják kigazdálkodni a drága hiteleket*”. Tévhit, hogy a jelenlegi gazdasági környezetben a reálkamat szintje határozza meg a hitelezést. A lassuló hitelpiac Európa-szerte ugyanígy tetten érhető a jóval alacsonyabb kamatkörnyezet, valamint pozitív és negatív reálkamatok mellett is, aminek oka a bizalom és a kereslet visszafogott alakulása. A bankok mindenhol a vállalati hitelkereslet jelentős csökkenését tapasztalják. Itthon az is jól látszott, hogy a rendkívül negatív reálkamatú támogatott vállalati hitelprogramoknál sem jelentkezett számottevő kereslet a beruházási hitelek iránt: a Baross Gábor program forrásainak 20 százaléka, míg a Széchenyi Kártya Program 5 százaléka volt beruházási célú.

A felmérések széleskörűen (pl. MNB rendszeres vállalati felmérése; az Európai Bizottság ESI felmérése) azt mutatják, hogy a vállalkozók a kereslet hiányát említik a termelés fő akadályának, amit a munkaerőhiány követ, a finanszírozási kihívások pedig a rangsorokban hátrébb jelennek meg. Parragh László állítását az MKIK saját 2023. júliusi kiadványa is cáfolja, amely szerint az energiaárak, a munkaerőhiány és a kereslethiány mellett az első öt tényező között sem szerepelt a tőke- vagy pénzhiány akadályozó tényezőként! A vállalatok hatalmas összeget, közel 23 ezer milliárd forintot tartanak likvid pénzügyi eszközben, amelynek nagy része készpénz (1800 milliárd) és látraszóló forint- és devizabetét (több mint 9500 milliárd), miközben csak 4000 milliárd forint van lekötött forint betétben. Mindez bőséges forrása lenne a beruházásoknak.

Az az állítás sem igaz, hogy a betéteken elérhető vonzó kamatok miatt nem indítanak beruházásokat a hazai vállalatok: a likvid eszközök túlnyomó többsége vagy egyáltalán nem kamatozik (készpénz) vagy pedig a jegybanknál jóval alacsonyabb kamatot fizet (a látraszóló betéti állomány átlagos

kamatszintje 2023-ban 1,57 százalék volt.). Mindez világosan mutatja, hogy a beruházások újraindulásában jelenleg a keresleti kilátások javítása és a fogyasztói bizalom erősítése a kulcstényezők.

**Minden valótlan érv a hazai gazdaságpolitika mozgásterét szűkíti. Ha Parragh László tanácsait követnénk, az ismételten magas inflációhoz, a bérek és a megtakarítások reálértékének csökkenéséhez, az újraindult gazdasági növekedés leállásához vezetne. Csak az infláció legyőzésével fog nőni a jövedelmek reálértéke, helyreállni a bizalom, és csak ezek tudják megalapozni a fogyasztás és a beruházások tartós élénkülését, ezek eredményeképp pedig a magyar gazdaság dinamikus növekedését. Éppen ezért továbbra is arra kérnénk Parragh Lászlót, hogy kerülje a múlt hetihez hasonló kinyilatkoztatásait, mert – a tények ismeretének hiányában – ezzel csak nehezíti, károsítja a hazai monetáris politikával kapcsolatos közbeszédet.**

\* A szerző a Magyar Nemzeti Bank Főközgazdája