

Virág Barnabás:

Kihívásokból előnyt kovácsolni, avagy egy 20000 milliárd forintos kérdés utóélete

A modern magyar gazdaságtörténetben eddig egyetlen jegybankelnöki beszéd sem ért el akkora figyelmet, mint Matolcsy György december 5-én az Országgyűlés Gazdasági Bizottságában tartott beszámolója. Átalakuló világunkban a gazdaságunkat fenyegető veszélyeket és a fenntartható felzárkózási pályánkat megalapozó ötleteket taglaló elnöki gondolatok napokig tematizálták a szakmai diskurzusokat. Sajnálatos módon azonban többen is voltak, akik egy-egy állítást a szöveggörnyezetéből hámisan kiragadva próbáltak meg kritikát megfogalmazni. A politikai szférából érkező, minden józanságot nélkülöző és a pénzügyi stabilitást veszélyeztető hangulatkeltés teljességgel elfogadhatatlan. De ugyanígy problémás, amikor a jegybank korábbi elnöke tesz téves és félrevezető állításokat.

Az alábbiakban Surányi György december 12-i írására reagálok röviden. Van, amiben csak egyetérteni lehet a jegybank korábbi elnökével. Ilyen állítása, hogy „az alapvető tényeket is mellőző helyzetelemzés szomorú, mert lehetetlenné teszi a valósággal való szembenézést”. Épp ezért elemzésem első felében a kritikaként felsorolt tényeket veszem górcső alá, míg a második fele az ominózus lakossági megtakarítások kezelését érintő javaslatot tárgyalja részletesebben. Megelőlegezve megállapításaimat, a kritikák nagy része nem állja ki a valóság próbáját, miközben a lakossági megtakarítások mobilizálását érintő észrevételek egy szöveggörnyezetéből kiragadott mondat tudatos félreértelmezésén alapulnak, így vitaalap helyett szintén csak hangulatkeltésnek alkalmasak.

Mit mutatnak a tények?

A Surányi György által távirati stílusban felsorolt tények folyamatosan visszatérő állítások, ezért a széljegyzetnél kissé hosszabban fogom őket összevetni a valósággal:

- Időről időre előkerülő állítás, hogy az infláció már jóval korábban elszabadult, amire példaként a 2020. januári 4,7 százalékos hazai inflációra szokás hivatkozni. Nincs olyan monetáris politikával foglalkozó szakember a világon, aki egyhavi adat alapján ítélné meg bármely központi bank teljesítményét. Különösen nem egy olyan időszakban amikor épp indirekt adóemelés vagy egy váratlan természeti katasztrófa befolyásolja az infláció alakulását. Az idézett állítással azonban mégis ez történik. 2020. januárban a hazai infláció valóban 4,7 százalékra ugrott. Ugyanakkor az infláció közel felét a dohánytermékek jövedéki adójának számottevő emelése, illetve az afrikai sertéspestis érdemi árfelhajtó hatása magyarázta, így ez az egyetlen havi adat semmilyen érdemi információ-tartalommal nem bír az inflációs célkövető monetáris politika megítélhetőségében.

- Egy inflációs célkövető jegybank teljesítményét nem egyhavi adat alapján, hanem a tényadatokat az inflációs céllal hosszabb időszakon át összevetve érdemes értékelni. Ha egyhavi adat helyett hosszabb időszakot nézünk, akkor a tény az, hogy az MNB ebben az időszakban eredményesen biztosította az árstabilitást Magyarországon. 2017. január és 2020. december közötti 48 hónapból 44 alkalommal a hazai infláció a 3 százalékos cél körüli toleranciasávbán mozgott, az időszak átlagos inflációja pedig éppen 3 százalék volt. Az áremelkedés üteme az eltelt hónapok felében a cél alatt, míg másik felében a cél felett tartózkodott. Az a narratíva, hogy Magyarországon az infláció elszabadulása már 2017-ben megkezdődött egyszerűen nem állja meg a helyét.
- Nehéz megkésettséggel vádolni azt, aki elsőként cselekszik. Több hónapos kommunikációs előkészület után 2021 júniusában az MNB Európában az első között, az Európai Unióban pedig elsőként indította meg kamatemelési ciklusát. Mind a szigorítás megindításának időpontja, mind pedig a kamatemelések üteme messze meghaladta az előzetes várakozásokat. Mára már a múlt homályába vész, de csak 2020. végén jelentek meg az első vakcinák, miközben az újabb vírusmutációkkal szembeni hatékonyság és a gyors átoltottság elérhetőségének kérdése még egész 2021-ben ott lebegett a döntéshozók feje fölött. Nem meglepő, hogy a kilátások ilyen fokú bizonytalansága mellett az év első felében Európában senki sem vállalkozott kamatemelésre.
- Surányi György inkonzisztensnek tartja, hogy a kamatemelési ciklus megkezdését követően az MNB fokozatosan vezette ki válságkezelő eszközeit. Az MNB-nek, akárcsak a többi, nemkonvencionális eszközet alkalmazó jegybanknak figyelembe kellett vennie, hogy az inflációs fordulat egy törékeny, bizonytalan helyzetben történt: bár a gazdaságok kilábalása elindult, ugyanakkor az átoltottság szintje alacsony volt, nem lehetett még tudni a vakcinák hatásosságát, fennállt a koronavírus újabb hullámainak lehetősége, így a járványhelyzet jövőbeli alakulását is komoly kockázatok övezték. Éppen ezért a válságkezelő eszközök kivezetése csak fokozatosan, az árstabilitás elsődlegessége mellett a pénzügyi stabilitás szempontjait figyelembe véve történhetett. Ez teljességgel megfelelt a nemzetközi gyakorlatnak, sőt jóval hosszabb lefutású kivezetésekre is könnyű példát találni.
- A szerző visszatérő kritikája, hogy a szigorítási ciklus során a hazai reálkamatok nem emelkedtek, sőt még csökkentek is, amivel a jegybank a monetáris kondíciók ezen komponensében lazított. Amennyiben elfogadnánk ezt az érvelést, akkor Magyarországon jelenleg egy minden korábbinál gyorsabb hitelbővülést, de legalábbis a hitelkínálati kondíciók folyamatos lazítását

kellene megfigyelnünk. Természetesen mindenki érzi, hogy ez nincs így (a részleteket az MNB legutóbbi Pénzügyi Stabilitási Jelentése átfogóan bemutatja). A gazdasági szereplők megtakarítási és beruházási döntései szempontjából a várt inflációs pályát figyelembevevő ún. előretekintő reálkamat számít. A kamatemelési ciklus során a 2021. nyarat jellemző -2,3 százalékos előretekintő reálkamat – amely a várható kamatokat veti össze a várt inflációs pályával – 2022 során pozitív tartományba került és jelenleg is érdemben pozitív. A két számjegyű kamatkörnyezetben, minden aktuálisan elérhető előrejelzés szerint a hazai infláció 2023 végére jó eséllyel ismét egy számjegyű tartományba kerül.

- És mi történt pontosan tavaly nyáron a hazai árindexszel, amikor állítása szerint az energiaárak még nem erősítették az inflációt? A hazai infláció a globális folyamatokkal összhangban emelkedett. A régió több országában 7 százalék fölé került az áremelkedés üteme 2021 őszi hónapjaiban, de Németországban és az USA-ban is meghaladta a 6 százalékot. Az eurozónában szinte minden ország rátája jóval a jegybanki cél fölé került már 12 hónappal ezelőtt is: a gyors gazdasági kilábalást felmutató balti országokban a ráta elérte a 8-9 százalékos szintet. Bár a tőzsdei gázárak ekkor még visszafogottabb szinteken alakultak, viszont a mértékben a tények már itt is mást mutattak. A Surányi által leírt 20-30 eurós árakhoz képest ugyanis 30-50 eurós szintekre emelkedtek a gázárak 2021 nyarán. Ami viszont teljesen hiányzik az érvelésből, hogy 2020 hasonló időszakában pedig még csak 4-15 euro körül ingadoztak. Tehát a gáz éves inflációja 2021 júliusában már 573 százalék volt, míg 2021 egészében, átlagosan 372 százalék! Ez a lakossági gázárakban akkor még nem, de a vállalati árakban már egyre inkább költségnövekedésként jelentkezett.
- Surányi György – sokadszorra – kritizálja a jegybank aranyvásárlásait is, aminek keretében a jegybank 2018-2021 között két lépésben 3,1 tonnáról 94,5 tonnára növelte aranytartalékát. A kritika itt sem állja ki a valóság próbáját. Az elmúlt években az arany nemzetközi tartalékokon belüli szerepe globálisan erősödött. Csak a régiót nézve a lengyel jegybank 2018-2019-ben 125 tonna aranyat vásárolt. Aleš Michl, a cseh jegybank új elnöke pedig idén nyáron úgy nyilatkozott, hogy meg szeretné tízszerezni, azaz a jelenlegi 11 tonnáról 100 tonnára növelné a cseh aranytartalék nagyságát.
- Az arany tartásával a szerző megállapítása alapján 4 százalékos elmaradt kamatot „realizál” a jegybank. Kérdezem én, hol volt elérhető az elmúlt években biztonságos és likvid devizaeszközökön ez a 4 százalékos hozam?! A kockázatmentes német hozamok még az idei év első hónapjaiban is negatív tartományban alakultak és jelenleg is csupán 2 százalék közelében vannak. De

az aranytartalék őrzésének adófizetői veszteséget okozó milliárdjait is érinti, holott a korábbi biztonsági aranykészletünket leépítő egykori jegybanki vezetőként pontosan tudni kell: az MNB készpénz és arany őrzésére szolgáló létesítményei akkor is állnak, ha a páncélszekrény épp üres.

- A tényeket érintő ferdítések mellett egy kommunikációs javaslatot is kapunk, jelezve, hogy egy jegybankelnöknek mit szabad mondania és mit nem nyilvánosan. Véleményem szerint ez egy hibás megközelítés. A befektetői képpel összhangban lévő, reális, megoldásokat is felmutató gazdaságpolitikai helyzetértékelés miatt még senkit nem büntetett a pénzpiac, ellenben az igazság elhallgatásáért, már annál inkább. Ez utóbbi súlyos hazai mementója a magyar gazdaság 2006-2009-es kudarcsorozata.

A Surányi György által immár sokadjára felhozott tények sokkal inkább a valóság egyoldalú leírására alkalmasak, mint a helyzet árnyalt értékelésére. A továbbiakban lássuk a lakossági megtakarításokat érintő javaslatot és annak kritikáját.

Valójában miről is beszélt Matolcsy György és miről nem?

Matolcsy György sokat idézett mondatai a jegybank évek óta hangoztatott és számtalan formában publikált versenyképességi javaslatairól szólnak, melyek közt külön fejezetet kapott a „lakossági megtakarítások aktivizálása” nevű javaslatcsomag. Ezek a javaslatok a sajtóban is megjelentek már többször, mindenki számára megismerhetők és természetesen semmi közük azokhoz a rémhírekhez, amit egyes politikusok különböző nemlétező javaslatok kapcsán az elmúlt napokban keltettek. Sajnálatos, hogy a szöveget a kontextusából kiragadók és félreértelmezők táborához Surányi György is csatlakozott.

Az elnöki beszéd alaptézise, amelyet a jegybank már régóta képvisel az, hogy Magyarországnak tennie kell azért, hogy a sikeres 2010-es évtized után a 2020-as évtizedet is megnyerhesse. A 2010-es évek sikereinek alapja az egyensúly és a növekedés egyidejű fenntartása volt. Aktuálisan ismét egyszerre kell javítani az egyensúlyt és megújítani a növekedési modellünket, hogy hazánk folytathassa felzárkózási pályáját. A Magyar Nemzeti Bank a monetáris politika vitelén túl is mindent megtesz ennek érdekében elemzések és javaslatok készítésével. A legfontosabb publikációk e témában a [Versenyképességi program 330 pontban](#) című 2019-es kiadvány és a 2022-ben megjelent [A fenntartható egyensúly és felzárkózás 144 pontja](#). Ezekben egy teljeskörű versenyképességi reform és az extenzív növekedés helyett az intenzív növekedési modellre való átállás mellett száll síkra az MNB. Ennek érdekében javasolja többek között a magánszektor és az állami szolgáltatások minél szélesebb körű digitalizációját, valamint egy átfogó adatreformot. Ezek az elemzések már jóval az energiaválság előtt is foglalkoztak Magyarország energiafüggőségével és energiaintenzitásával, és javaslatokat tettek annak csökkentésére. A programok a magyar gazdaság valamennyi meghatározó

területét érintették, így javaslatokat fogalmaztak meg a termelékenység javítása, az épített lakások számának növelése, a pénzügyi szektor hatékonyabbá tétele, a humán erőforrás javítása és egy demográfiai fordulat érdekében is. Végül, de nem utolsónak már a 330 pontos program is tartalmaz részleteket arról amire az MNB elnöke múlt hétfői beszédében utalt. Azaz, hogy hogyan lehet a lakossági megtakarításokat kölcsönösen előnyös módon bevonni a gazdaság finanszírozásába, ahogy az a lakossági állampapírok révén az államadósság finanszírozásában az elmúlt évtizedben egyszer már lehetségessé vált.

Természetesen nem várható el, hogy mindenki a jegybank összes, olykor több száz oldalas elemzéseinek eredményeit folyamatosan ismerje. Az azonban igen, hogy amikor bárki egy, a megtakarítók bizalmát érintő kiemelten fontos kérdésben ír, akkor kiragadott állítások helyett az MNB elnöki beszédének valamennyi kulcsmondatára azonos hangsúllyal hívja fel a figyelmet. Az érintett témában a legfontosabb állítások így hangzanak: „Van kiút. Először is vissza kell térni az egyensúlyi növekedési pályára, helyre kell hozni az egyensúlyt, helyre kell hozni a költségvetést, szükség van egy célzott folyó fizetési mérleg javító programra...” Ebből mindenki számára egyértelműen érthetőnek kell lennie, hogy a javaslat Surányi György állításával szemben nem újabb lazításról, illetve többlet kormányzati beruházásokról szólt. Egyértelmű, hogy az MNB jelenlegi elnöke az erőforrások átcsoportosítását javasolja, nem többlet állami költést, tehát egyáltalán „nem tenne még egy lapáttal a tűzre”.

De Surányi sajnálatos módon nem emeli ki a másik nagyon erős jegybanki üzenetet sem: „mi a jövő évi 3,5 százalékos költségvetési deficit mellett érvelünk és harcolunk”. Ehelyett pontosan a fenti idézetet hiányolja, mondván „Ha a javaslat úgy szólna, hogy a költségvetés egyensúlyának rontása nélkül, még inkább annak határozott javítása mellett kellene helyet teremteni ésszerű, a gazdaság versenyképességét javító, energia hatékonyságát emelő stb. programoknak, akkor azt egyértelműen támogatni lehetne.”. Nem hibáztatom az írásom olvasóját, ha ezen a ponton úgy érzi, hogy kezdi elveszteni a fonalat. Világos, hogy Surányi György egy nemlétező állítást vitat hosszasan, amire a szöveg eredeti hangsúlyai alapján valójában semmi szükség nem lett volna.

A belső és külső egyensúlyt folyamatosan biztosító hosszú távú, versenyképességet erősítő beruházások finanszírozására van szükség

A jegybank elnökének beszédében szereplő lakossági megtakarítások mozgósítása egyértelműen nem az állam finanszírozására történő felhasználásra vonatkozott, csupán a kormány azon szerepére, hogy megfelelő gazdaságpolitikai programokkal ösztönözheti a versenyképesség erősítését: „...ha lennének kormányzati programok, amelyek bekapcsolják ezt a 20 ezer milliárdot például az energiahatékonyság

keretében indított programokra, energiatakarékosságra, például élelmiszeripari termelékenység programokra, akkor megmozdítanánk ezt a pénzt.”

Fontos kiemelni, hogy a versenyképességet erősítő beruházások jóval kevésbé inflatorikus hatásúak, mint a fogyasztás bővítése. Azaz, ha a megtakarítások ösztönzésével, amelynek fontos eszköze a legalacsonyabb hozamú készpénzből más befektetési formákba történő terelés is, a túlzott fogyasztást is mérsékelni lehet, az egyben támogatja a jegybank legfontosabb célját, az árstabilitás elérését is. Ha pedig a költségvetési egyensúly egyértelmű fenntartása miatt nem több, hanem hatékonyabb állami beruházásokat szorgalmaz a jegybank elnöke, akkor az hosszabb távon már önmagában is dezinflációs (azaz inflációt csökkentő) hatású.

Ez a dezinflációs hatás azért is kritikusan fontos, mert 2022-ben az éves átlagos infláció 14,6 százalékon alakulhat, és jövőre is még az ideihez hasonló mértékű lehet. Arra ugyanakkor minden számítás szerint jó esélyünk van, hogy jövő év végére az infláció egyszámjegyűvé válik. Ha egy kínálati sokkokkal terhelt időszakban, mint a jelenlegi, gyorsabban sikerül előrelépni termelékenység-javító, energiahatékonyságnövelő programokban, akkor a dezinfláció korábban és kisebb reálgazdasági áldozatokkal következhet be.

A mennyiségi pénzelmélet fontos tankönyvi példa, de már meghaladott a modern jegybankok körében

Nem először okoz félreértést, hogy Surányi György a mennyiségi pénzelméletet statikusan használja érvelésében. A jegybankok a pénzmennyiségi célokat a '80-as években sorra feladták, és ma már a vezető jegybankok nem is próbálkoznak a pénzmennyiségi célokat követve küzdeni az infláció ellen.

Aktuálisan a jegybankok a kamatok alakításával, a piaci kondíciók befolyásolásával törekednek az árstabilitás elérésére. A mennyiségi pénzelmélet helyett aktuálisan az endogén pénzteremtés elmélete uralja a jegybankok működését. A pénztartásnak fontos motívuma a likviditási preferencia. A gazdasági szereplők még alacsony vagy negatív kamat mellett is tartanak likvid eszközöket azért, hogy a fizetési kötelezettségeiknek eleget tudjanak tenni. A gazdaságpolitika szerepe éppen az, hogy a stabilizációs politikája feleslegessé tegye a túlzott likviditási preferenciát, és vonzóvá tegye ezen pénzek kihasználását olyan módon, ami a fenntarthatóság irányába tereli a gazdasági fejlődést.

A gazdaságban lévő pénz mennyisége ugyanis a gazdaság forrásigényéből fakad – hiába nő meg például a bankok betétállománya, ez csak akkor befolyásolja a vállalatok beruházási döntéseit, ha a pénz ára, vagyis a kamat szintje is változik. Ráadásul az MNB elnökének javaslata – a Surányi György cikkében szereplő állítással ellentétben – nem a forgási sebesség növelését szorgalmazza, hanem a meglévő

megtakarítások átcsoportosítását. Így valójában a lakossági portfólió elemeinek – amúgy maradékelven, a gazdaságpolitikától függetlenül alakuló – forgási sebességei ellentétesen változnának.

Az ide kapcsolódó félreértés másik példája az a gondolat, hogy a teljes készpénzállomány a gazdasági körforgás része. Valójában a lakosság tulajdonában lévő készpénznek csak egy kisebb részéhez kapcsolódik tényleges, tranzakciókban nélkülözhetetlen gazdasági szerep. A készpénz nagyobb része (becslések szerint mintegy 80 százaléka, vagyis több mint 5 ezer milliárd forint) vagyontartási célokat szolgál. Vagyis nemcsak, hogy nincs állandó mozgásban, hanem kifejezetten mozdulatlanul fekszik a párnacihákban, miközben a lakosságnak is elemi érdeke lenne magas inflációs közegben ennek a pénznek megfelelőbb megtakarítási formát találni. Ha a lakosság készpénz helyett hasonlóan kockázatmentes és likvid lakossági állampapírt vagy vállalati kötvényt tartana, akkor nemcsak a háztartások profitálnának a kamatbevételből, hanem a gazdaság finanszírozási szerkezete is kedvezőbb lehetne. Ez nem kell, hogy az aggregált kereslet növekedését okozza. Az addicionális belföldi forráshoz jutó szektorok ugyanis kevésbé lennének rászorulva külső források igénybevételére, így a lakossági megtakarítási portfólió átalakulása végső soron külföldi adósságot válthatna ki, jelentősen csökkentve ezzel az ország külső sérülékenységét is. A lakosság megtakarítási szerkezetének kiemelt szerepét jól illusztrálják a 2010-es évek folyamatai, amikor az állam a belföldi finanszírozás erősítése mellett döntött. A kedvező kamatozású lakossági állampapírok megjelenésével ugyanis jelentős portfólió-átrendeződés történt: a készpénz és betéti eszközök összes megtakarításon belüli arányának a 7-8 százalékpontos csökkenése pedig nagyban hozzájárult, hogy az állam 2012-ben még 20 százalék közeli GDP-arányos nettó külső adóssága 10 százalék alá csökkenhessen.

A vonzóbb megtakarítási termékek egyszerre támogatják az egyensúlyhelyreállítást és az infláció elleni harcot

Azt Surányi György is elismeri, hogy a jelenlegi megtakarítási szerkezet nem megfelelő, „nagyfokú diszkomfort érzése lehet” a készpénzraktározó lakosságnak, hiszen az emelkedő inflációs környezetben a nem kamatozó eszközök veszítenek értékükből. Ebből kifolyólag jogosan merül fel a kérdés, miért ne lehetne alternatívát nyújtani a lakosságnak? A vonzóbb megtakarítási termékek a fenti céllal összhangban a lakosságot jobban bekapcsolnák a hazai gazdaság finanszírozásába.

A vonzóbb termékek növelnék a lakossági megtakarítások szintjét, ami kulcsfontosságú az infláció elleni küzdelemben és a külső egyensúly helyreállításában. A háztartások a rendelkezésre álló jövedelmükkel kapcsolatban dönthetnek, hogy fogyasztásra, beruházásra vagy megtakarításra fordítják. Amennyiben utóbbi opciót vonzóbbá, kedvezőbbé teszi a gazdaságpolitika, a

fogyasztás csökken, ami dezinflációs hatású. Emellett a háztartások fogyasztásának jelentős az importtartalma, így a megtakarítások növelése a másik fontos célt, a külső egyensúlyt is erősíti. Végül, de nem utolsósorban: amennyiben sikerülne vonzó alternatívát nyújtani a nem kamatozó készpénzben, vagy az alacsony kamatozású látra szóló betétekben levő megtakarításoknak, akkor az a lakossági betéti kamatokra is pozitívan hatna, ezáltal tovább erősíthetné a monetáris transzmissziót és segítené az infláció elleni harcot.

A konszenzus: egyensúlyi növekedés

Írásom zárásául ismét Surányi György egyik meglátására hivatkoznék: „Akármilyen hasznos és kívánatos egy új program, azt csak az egyensúlyt őrző, azt helyreállító keretek közé szabad beilleszteni.” Ha valaki akár egy percet is szánt az MNB elnöki múlt hét hétfői beszédének megismerésére, akkor nyilvánvaló számára, hogy annak mondanivalója pontosan ez: „vissza kell térni az egyensúlyi növekedési pályára, helyre kell hozni az egyensúlyt”. Szakmai szempontból érthetetlen tehát, hogy miért volt szükség egy nemlétező javaslatról hosszú elemző cikket írni. Szomorú helyzetképet fest a magyar közéletéről, hogy a jegybankelnök beszédében vázolt problémakörök boncolgatása, a lehetséges kiutak keresése helyett többen is inkább nemlétező állításokkal próbáltak meg egy egyébként is megannyi bizonytalansággal jellemezhető közegben hangulatot kelteni.