

## Balogh Csaba – Felcser Dániel

### Az MNB a korrekt szakmai viták híve, ahol alapkövetelmény

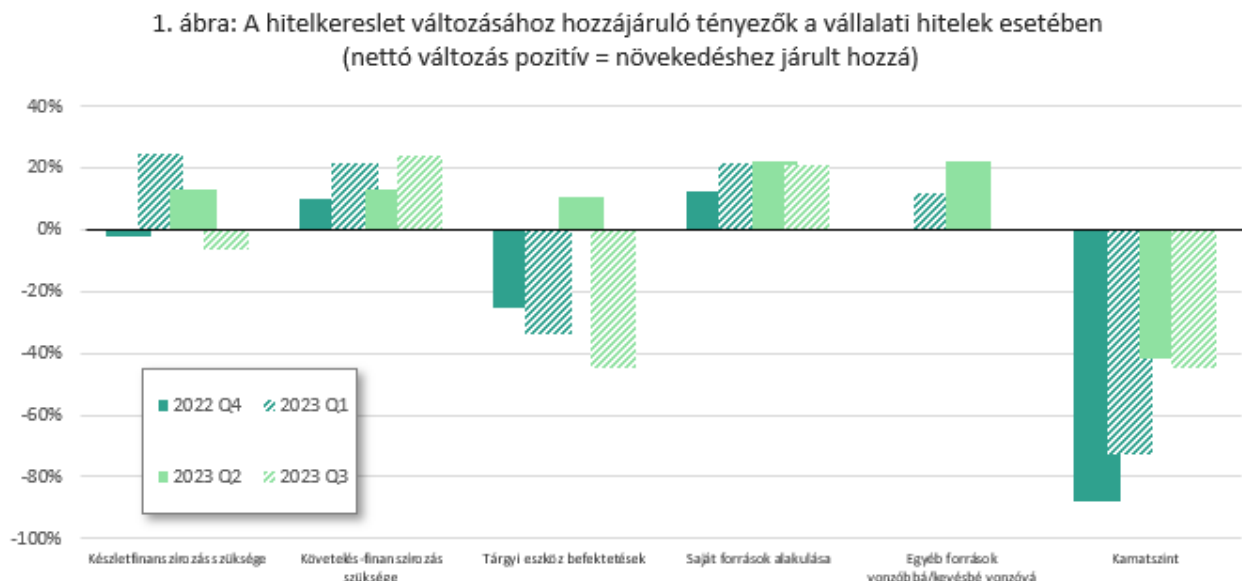
#### a tények teljeskörű bemutatása

A Magyar Nemzeti Bank mindig is nyitott volt arra, hogy a hazai gazdaságot érintő kérdésekben **korrekt vitát folytasson**. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy e viták lefolytatása során határozottan a szakmaiság és a tényeken alapuló állítások hívei vagyunk, és ezt várjuk el a vitában részt vevő felektől is. Kisgergely Kornél, az Eximbank vezérigazgatójának [válaszcikke](#) **több olyan állítást tartalmaz, amelyek nem állnak összhangban az adatokkal**. A továbbiakban ezek közül emelünk ki néhányat.

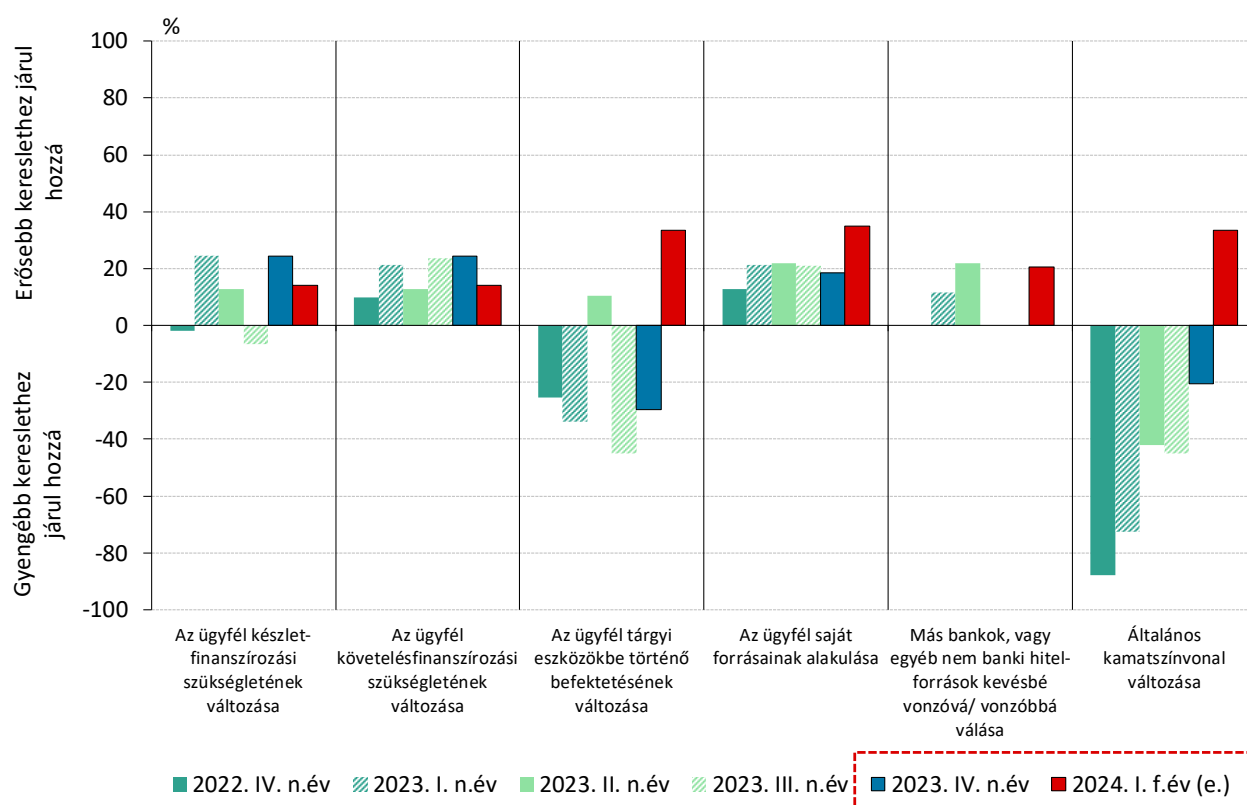
**Fontos az elején tisztázni: az MNB sosem állította, hogy a kamatkörnyezet nem hat a hitelezésre, ez ugyanis a monetáris transzmisszió egyik fontos csatornája. Az MNB egyik fő állítása a hitelezésre ható tényezők relatív súlyára vonatkozik, melyet az MNB és más intézmények felmérései is visszaigazolnak: a rövid oldali kamatkondíciók nem szerepelnek a hitelezést és a vállalati aktivitást akadályozó legfontosabb tényezők között.** A hitelkeresletnél az egyéb fontos tényezők mellett az új kamatszabályok, a támogatott programok, valamint a piaci hitelek jelentős részének alapkamatnál hosszabb futamidejű és alacsonyabb szintű kamatbázisa miatt nem közvetlenül az alapkamat szintje számít. A piaci hitelezésnél fontos hosszú kamatokat pedig leginkább az inflációs kilátások és a kockázati megítélés mozgatja. Ezért is hangsúlyozza a jegybank, miközben az alapkamatot így is historikusan a leggyorsabb ütemben csökkenti, hogy nem az azonnali kamatcsökkentés mértékére kell fókuszálni, hanem **az árstabilitást és pénzügyi stabilitást biztosító kamatpályát kell megvalósítani**.

A fentieket megerősíti az [MNB Hitelezési felmérése, mely](#) egy a banki hitelezési vezetők hitelpiaci várakozásait összefoglaló kérdőíves felmérés, amit a jegybank a banki válaszok összesítését követően módosítás nélkül publikál. Az MNB így nem tud önellentmondásba keveredni a felméréssel, hiszen az a bankok – és nem a jegybank – helyzetmegítélését tükrözi. Sajnálatos, hogy Vezérigazgató úr az adatok bemutatása során (1. ábra felső része) elhagyta az utolsó két adatpontot. **Az MNB által publikált, tehát a 2023. negyedik negyedévére és 2024. első felére vonatkozó adatokat is tartalmazó eredmények (1. ábra alsó panel) ugyanis azt mutatják, hogy a hazai bankok 2024 első félévére (a kérdőív januári kitöltése során) előretekintve már élénkülő hitelkeresletet vártak a vállalati hitelek iránt, amelyet az általános hozamkörnyezet kedvezőbbé válása is támogat.** Ugyanis nem az egynapos lekötésre vonatkozó alapkamat mindenkorai szintje, hanem a hosszabb hozamok alakulása határozza meg a vállalati hitelek valódi kamatköltségét, főleg a hosszabb lejáratú, beruházási hitelek esetében. A hosszabb futamidejű hozamokra pedig legfőképp az inflációs várakozások, a gazdaságpolitika minősége és az ország kockázati megítélése van hatással. **Ahelyett, hogy az MNB-t önellentmondással vádolná, érdemes a teljes képet az olvasók elé tárni.**

1. ábra: A hitelkereslet változásához hozzájáruló tényezők a vállalati hitelek esetében (felső ábra: Eximbank, alsó ábra: Magyar Nemzeti Bank)



Forrás: MNB | A szigorításhoz, illetve enyhítéshez hozzájárulást jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.



Megjegyzés: A növekedéshez és csökkenéshez hozzájárulást jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. A piros szaggatott keret jelöli a Kisgergely Kornél cikke által be nem mutatott adatokat.

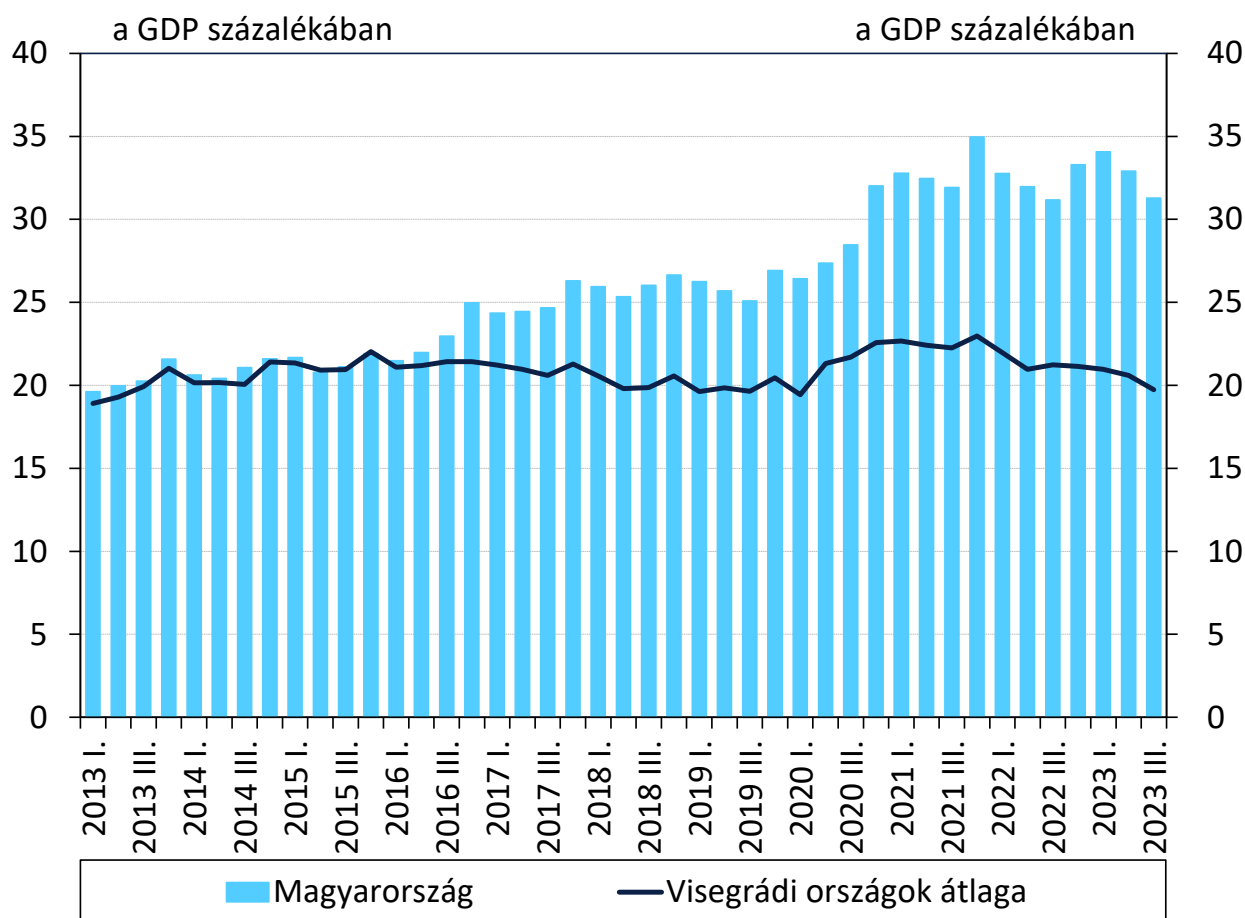
Forrás: MNB [Hitelezési felmérés, 2024. február](#)

**A második tévedés a nagyarányú forgóeszközhitel nyújtásának fontosságával indokolni a 2023-ban elindított támogatott hitelprogramokat, köztük a Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogramot (BGH). A vállalati szektornál felhalmozódott pénzeszköz-, kötvény- és betétállomány a régiós tendenciától elszakadva nőtt az elmúlt években. Amíg a vállalati likvid eszközök GDP-arányos értéke a visegrádi országok esetében 20 százalék körül ingadozott, addig ez az arány Magyarország esetében 2016 közepe óta elvált a régiótól, 2020 vége óta pedig 30–35 százalék között ingadozott és jelenleg 31 százalékot tesz ki (2. ábra). A régiós értéket tehát több mint 10 százalékponttal meghaladó likvid eszközállomány abba az irányba mutat, hogy a vállalatok aggregált likviditása bőséges. **A vállalati szektor likvid eszközállománya tehát régiós összehasonlításban kiemelkedően magas, ami egyértelmű bizonyítéka annak, hogy azt nem volt értelme 2023-ban nagyon drága és általános támogatott hitelprogramokkal növelni.****

**A program hatékonyságát annak nagyvállalati fókusz is megkérdőjelezi.** A BGH hatékonysága és addicionalitása szempontjából a magas kiinduló likviditás mellett fontos szempont az is, hogy a programban elérhető támogatott források 46 százaléka nagyvállalatokhoz áramlott, akik egyébként is jellemzően könnyedén hozzáférnek a hitelpiachoz (többségük akár az alacsonyabb kamatozású devizafinanszírozáshoz is). Így a program reálgazdasági addicionalitása esetükben különösen kétséges, miközben az államháztartás költségeit ezek a hitelek is ugyanúgy növelik.

**De a likviditási problémák miatt potenciálisan csődbe menő vállalatok magas arányával riogatni is teljesen alaptalan, ha alaposabban megvizsgáljuk a támogatott programban résztvevő vállalatok tényadatait.** A 2024. januári adatok alapján a BGH keretében összesen mintegy 3 000 db szerződéskötés történt. Figyelembe véve, hogy a KSH adatai alapján 2022-ben 395 286 társas vállalkozás működött Magyarországon, a BGH szerződéskötések darabszáma az 1 százalékot sem éri el. Ráadásul a program nagyvállalati aspektusa miatt a forráshoz jutó kiváltságos vállalatok érdemi része esetében nem is beszélhettünk lejáró NHP forrásokról. **Azaz a tények figyelembevételével nem lehetett volna azzal riogatni, hogy a vállalatokat a támogatott hitelprogramok hiánya nagy arányban „taszította volna csődbe”.**

2. ábra: A vállalati likvid eszközök GDP-arányos alakulása



Megjegyzés: A visegrádi országok átlaga Csehország, Lengyelország és Szlovákia átlagát jelenti. Vállalati likvid eszközök: vállalati pénzeszköz-, kötvény- és betétállomány.

Forrás: EKB.

**A programok indokoltsága még inkább megkérdőjelezhető, ha figyelembe vesszük azok extrém magas költségeit.** A szerző megemlíti, hogy „Ami a kamattámogatott hitelek költségvetési vonzatát illeti, számításaink szerint ezeket a hitelprogram pozitív gazdasági hatásai messze felülmúlták”. Bár a fenti pontatlanságok miatt kíváncsiak lennénk az ezen állítást megalapozó háttérszámításokra, de ha ezek nélkül is elfogadjuk ezt az állítást, akkor is felmerül a kérdés, hogy miért az Eximbanknak kell a forrást biztosítani ezekhez a programokhoz. Az [MNB szakértőinek írásában](#) egyértelműen bemutatásra került, hogy **az állam jóval alacsonyabb költségek mellett megtehetné volna mindezt. Bizonyára nem véletlen, hogy ennek cáfolatáról nem olvashattunk a válaszcikkben.**

A válaszcikkben a fentiek mellett még több olyan téves állítás van, amelyet jegybankos kollégáink vagy mi korábban már többször cáfoltunk. Ezek közül, figyelve arra, hogy ne éljünk vissza az olvasók türelmével csak néhányat emelünk ki a következőkben.

**Nincs árfolyamfetisizmus Magyarországon, de fontos, hogy mindenki tisztán lássa, mit okoz a jelentős forintgyengülés.** Egyrészt szakmai tény, hogy rugalmas rendszerekben is lehet

árfolyamválság, elég az árfolyamválságra rákeresni a nemzetközi szakirodalomban vagy visszalapozni a 2008. őszi történésekhez a gazdaságtörténeti szakkönyvekben. Egy olyan kis, nyitott pénzügyi rendszerű országban, mint Magyarország **egy árfolyamválság kiteljesedése beláthatatlan következményekkel (tőkemenekítéssel, elszabaduló inflációval, állampapíreladási hullámmal) járhat – jobb nem játszani a tűzzel.**

**Ugyanígy tévúton jár, aki az egyensúlyi reálkamat becslésének bizonytalanságára alapozva mond véleményt a jelenlegi kamatszintről.** A cikkben is említett korábbi [MNB-tanulmány](#) már a felvezetőben kiemeli, hogy **ez egy elméleti egyensúlykonceptió, nem megfigyelhető változó.** Ezért is tudott a tanulmány csak nagyon széles becslést adni, mely szerint az akkor negatív euroövezeti reálkamatból kiindulva az egyensúlyi reálkamat 1,5–3,5 százalék között lehetett a 2010-es évek elején Magyarországon. **Fontos azonban, hogy az infláció mérésére a hivatkozott modell az előretekintő reálkamatot használta, amelyre a jelenlegi elemzői inflációs várakozások (2025 első negyedévére 4,2 százalék) és az aktuális egy éves BUBOR (7,3 százalék) alapján most 3 százalék körüli érték, azaz az említett egyensúlyi sávval összhangban lévő reálkamat adódik.** Ezt kellene összevetni az egyensúlyi reálkamat aktuális értékével, utóbbi viszont az említett nehézségek miatt kihívást jelent. Az akkori becslés ugyanis egy tartósan alacsony inflációs közegben készült, mely az elmúlt 30 év legalacsonyabb inflációjú évei voltak hazánkban is. Az akkori eredményeket ezért nem lehet könnyedén átemelni 2024-be: **egy globális inflációs sokkhatás után járunk, ezért a nemzetközi elemzések az egyensúlyi reálkamat emelkedését jelzik. De a lényeg: a jelenlegi turbulens évtizedben haszontalan egy nem mérhető változó becslésére alapozni szakpolitikai következtetéseket.**

**Végül, ha már a fentiekben tisztáztuk, hogy a hitelezési felméréssel az MNB nem került önellentmondásba magával, fontos kiemelni a válaszcikk egyik lényeges önellentmondását.** Bár a szerző határozottan állítja, hogy a lakosság megtakarítási rátájának az emelkedése „csak a magas kamatokkal magyarázható”, akkor miként indokolná a saját 2. ábrája utolsó részét. Annak ellenére, hogy 2023 májusától (közel egy éve) meredeken csökken az alapkamat, a lakosság megtakarítási hajlandósága vajon mitől emelkedik tovább? A válasz persze nem újdonság, hiszen az MNB ezt már sokszor hangsúlyozta: **az infláció árnyéka hosszú, azaz az elmúlt évek magas inflációs környezete miatt sokkal óvatosabbá vált a lakosság.** Erre egyetlen megoldás van, az árstabilitás minél előbbi elérése és tartós biztosítása. **A gazdaságpolitika különböző ágai a tartós árstabilitás elősegítésével tudják legtöbbet tenni a bizalom, a fogyasztás és a növekedés mielőbbi helyreállításáért.**

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2024. március 21-én.”*