

Héjjas Péter István – Mosolygó Zsuzsa: Reakció a jegybanki kamatemelések költségvetési kihatásait elemző cikkre

A Portfolio.hu hasábjain néhány hete megjelent cikkre szeretnénk reagálni. Ez a cikk – mely jegybanki háttérszámításokra hivatkozott – a jegybanki kamatemelések költségvetési kamatkiadásokra gyakorolt hatásait kívánja bemutatni. Fő mondanivalója, hogy hiteles monetáris politika esetén a jegybanki kamatemelések az inflációs várakozások csökkentése révén a hosszú hozamokat csökkenthetik. Ezáltal nem szükségszerű, hogy a jegybanki kamatemelés a költségvetés kamatkiadásainak emelkedésével jár. Sőt, az általuk modellezett három forgatókönyv közül a legvalószínűbbnek tartott esetben inkább csökkenés következik be a kamatkiadásokban. A jelen következtetésre a jegybanki kamatpálya és az állampapírhozamok alakulásának egybevetéséből jutnak. Az alábbiakban görcső alá vesszük az általuk választott módszert, annak érdekében, hogy értékelhessük a cikk következtetéseit.

Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy a reagálással nem a jegybanki kamatemelések szükségességét kívánjuk alátámasztani, vagy elvetni. A kamatdöntéseket ugyanis a jegybanknak a pénzpiaci és makrogazdasági tényezőkre válaszul kell meghoznia, tekintet nélkül az állami kamatfizetési kötelezettségre gyakorolt hatásra. A kamatokat nem (csak) a jegybank „állítja elő”, hiszen a hazai gazdaságpolitika (a monetáris, a fiskális és a jövedelempolitika) egészének, valamint a globális folyamatok eredőjeként alakul ki az az inflációs környezet és várakozás, melyben a jegybank az adott kamatlépéseket meglépi. Ezért a piaci kamatok emelkedéséért sem (csupán) a jegybank okolható, a jegybank lépése gyakran éppen a piaci folyamatok elfogadását jelenti. A monetáris politikai döntések szempontjából még a jegybank kamateredménye is közömbös, s ilyen körülmények között eléggé érthetetlen az államadósság kamatkiadásainak a cikkben szerepeltetett módon történő megközelítése.

Mindezeket figyelembe véve sem értünk egyet a cikkben megfogalmazott eredménnyel, mely szerint a jegybanki kamatemelések – Magyarország elmúlt ötévi folyamatainak esetében empirikusan is alátámaszthatóan – a hosszú állampapírhozamok csökkenését eredményezték, valamint eredményezik a jövőben is. Az elméleti alapfeltevést természetesen mi is elfogadjuk, vagyis azt, hogy egy hiteles jegybank – az inflációs várakozások emelkedése, vagy az infláció vártnál rosszabb alakulása miatti – kamatemelése a hosszabb távú kamatszintre akár csökkentőleg is hathat (ennek bekövetkezte nyilván a piaci várakozásoktól és a jegybanki kamatlépés méretétől is függ). Azt azonban nem látjuk alátámasztva, hogy ez a közgazdasági összefüggés a hazai kamatszerkezetben is olyan egyértelműen kimutatható lenne, ahogy az a cikkből kiviláglik.

A jelen tanulmányban főként a jegybanki kamatszint és az állampapírpiaci hozamgörbe alakulásának kapcsolatát kívánjuk vizsgálni¹.

A témában az alábbi fő kritikusként talált pontokat kívánjuk részletesen is áttekinteni:

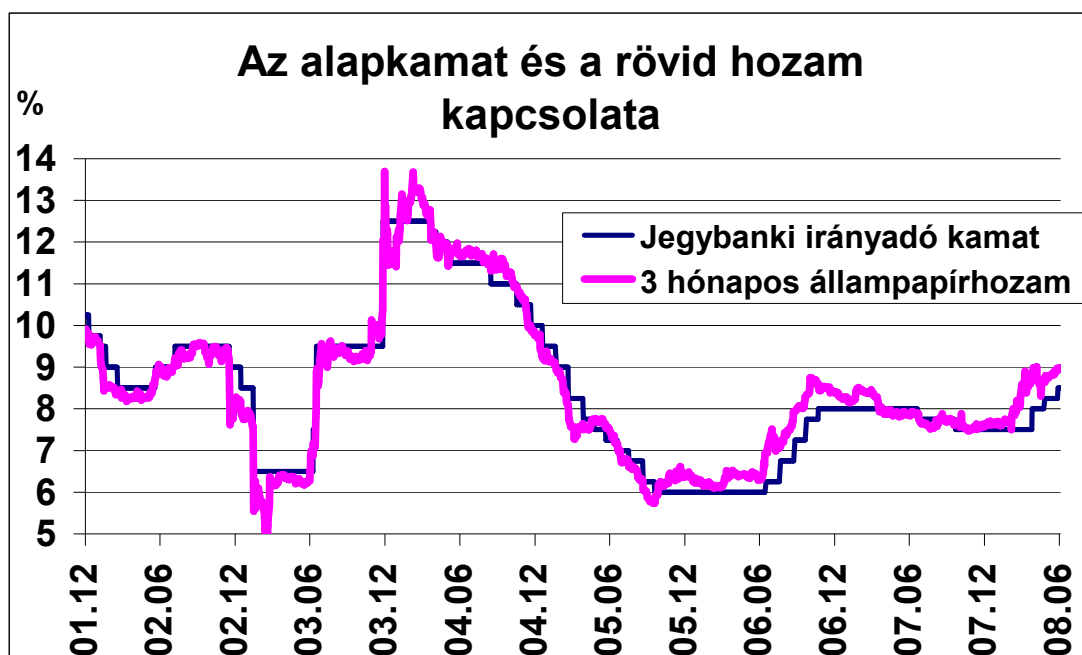
- Az alapkamat és a hosszú lejáratú (10 éves) állampapírhozam között hosszú távon pozitív kapcsolat figyelhető meg.

¹ Az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) spline eljárással becsli a hozamgörbét (ez az adatsor az ÁKK honlapján elérhető), a Magyar Nemzeti Bank a Nelson-Siegel eljárás alapján szerkeszt hozamgörbét. A kétféle hozamgörbebecslés valószínűleg nem indokolja az eltérő konklúziókat.

- Az alacsony esetszám problematikája. A vizsgált 2002-2008-as időszak csupán 12 kamatemelési adatpontot tartalmaz, ami alapján nehéz hosszú távú következtetéseket levonni.
- A kamatemelések hatásainak vizsgálatánál a súlyozás elhagyása félrevezető lehet, főleg egy olyan időszakban, amikor 25-300 bázispont között mozogtak a kamatemelések. A hozamok ugyanis nemcsak a kamatdöntés irányával mozognak együtt, hanem az alapkamat változásának mértékével is.
- A háttérszámítás 3 napos átlagokkal dolgozik, vagyis a kamatdöntés utáni 3 nap átlagos kamatszintjét és a döntés előtti 3 nap átlagos kamatszintjét hasonlítja össze. A vizsgálatainkat azonban kiterjesztettük más periódusú késleltetésekre is, hiszen egyáltalán nem igazolható az, hogy a kamatdöntések pontosan ilyen időzítéssel árazódnak be a hozamokba.
- A minta sajátosságából következően a cikk által kimutatott negatív kapcsolatot leginkább a 2006 nyár végi kamatemelések támasztják alá, ezért ezt az időszakot külön vizsgálat alá vesszük. Ekkor ugyanis a hozammozgások nem a monetáris szigorításokkal, hanem a kormányzati megítéléssel (hitelesség romlásával, majd javulásával) álltak kapcsolatban.
- A kamatemelések mellett a kamatsökkentések hatásának kimutatása is érdekes lehet a jegybanki kamatpolitika hatásainak értékelésénél.
- Az állam és a jegybank jövedelmi konszolidációja, ezen belül az MNB eredményét érintő jegybanki kamattételek alakulása.

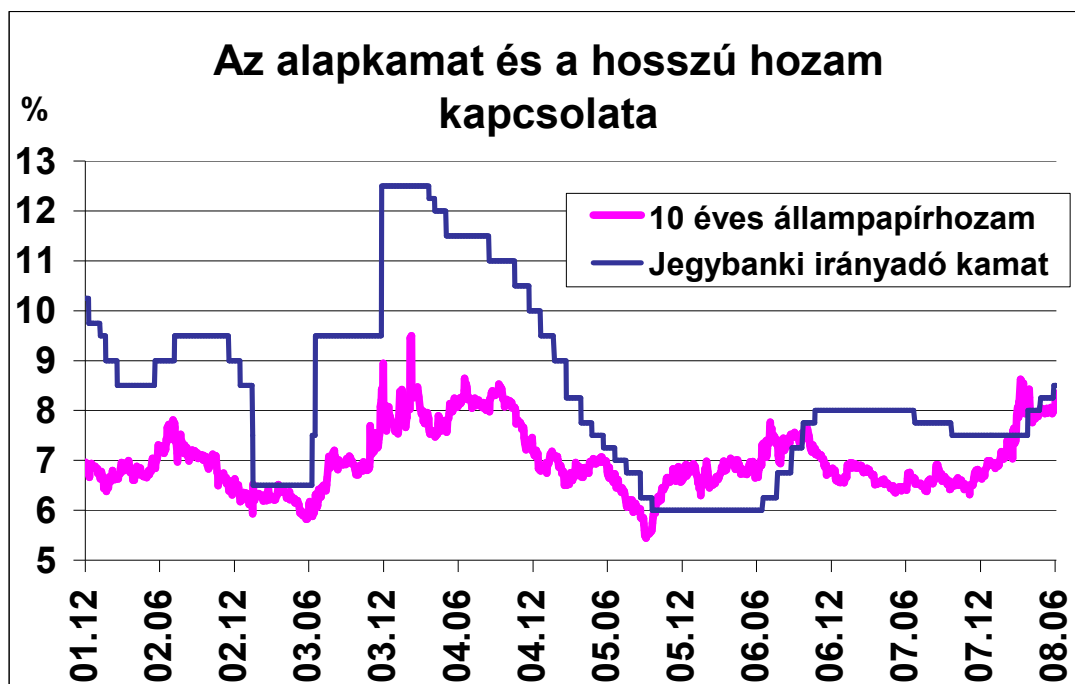
Jegybanki kamatszint és hosszú hozamok – hosszú távú kapcsolat

A jegybanki alapkamat és az állampapírhozamok között szoros együttmozgás figyelhető meg. Ez a hatás a rövid lejáratokon erőteljes, a hosszabb lejáratokon ennél gyengébb, de még így is jelentős. A rövid lejáratú (éven belüli) állampapírhozamok és a jegybanki alapkamat között szoros kapcsolat figyelhető meg.² A két idősor közötti korreláció 0,97, ami erős pozitív kapcsolatot mutat.



² Elemzésünkben a 2002. január 1. és 2008. június 6-a közötti adatokkal dolgoztunk.

A vizsgált időszakban azonban nemcsak a rövid, de a hosszú (5-10 éves) hozamok is komoly együttmozgást mutattak az alapkamattal. Az intuitív megállapítást a statisztikai vizsgálatok is alátámasztják. Vagyis az alapkamat és a hosszú hozamok között is hasonló irányú kapcsolatot fedezhetünk fel. A korreláció itt ugyan alacsonyabb (0,644), mint a rövid távokon, de mindenesetre közepesen erős pozitív kapcsolatot jelez. Ez azt is jelenti, hogy a hosszú hozamok mozgása hosszabb távon a jegybanki kamat alakulásával megegyező irányú. Ez tehát ellentmondani látszik a cikk megállapításaival, miszerint a jegybanki kamatok emelkedése a hosszú hozamok csökkenésének irányába hatott.³



A fenti ábrán nehéz felfedezni a jegybanki alapkamat és a hosszú állampapírok hozamának ellentétes mozgását. A pozitív együttmozgás ugyan 2006 második felében megszakad, ez azonban (mint ahogy arra később visszatérünk) főként egyedi hatás eredménye. 2008 eleje óta azonban visszaállt a „szokásos” pozitív kapcsolat. Bár az idei három kamatemelés közül az első ugyan épp egy államkötvény-hozam korrekcióval esett egybe, ennek ellenére a további szigorítások mellett is emelkedett a hozamszint. Összességében pedig 2008 eleje és 2008 jún. 6-a között 1,42%ponttal, a kamatemelések kezdete - azaz 2008 április eleje - óta pedig 0,26%-kal emelkedett a 10 éves állampapír hozama.

A késleltetés szerepe

Az alapkamat-változás hatásait vizsgáló elemzésekben a legnagyobb problémát általában a megfelelő késleltetési szerkezet kialakítása okozza. A késleltetés esetén azt vizsgáljuk, hogy a kamatemelés előtt hány nappal kerül beárazásra a kamatemelés, valamint a döntés után a konkrét érték hány nap alatt árazódik be a piacra. Három napos késleltetésnél például a

³ Valószínűleg a kérdésfeltevés is hibás, hiszen az ökonometriai tesztek az oksági kapcsolat vizsgálatánál ellentétes irányú hatásokat mutatnak. A Granger oksági tesztek szerint az állampapírhozamok alakulása határozza meg a jegybanki kamatszintet és nem fordítva. Ez részben jelentheti azt, hogy a jegybanki hozamlépéseket a piac már a lépés előtt beárazza, de jelentheti azt is, hogy a jegybank valójában a piacot követi a kamatok alakításánál. Azonban a jegybank nem csupán a tényleges kamatlépésekkel képes a várakozások befolyásolására, hanem a kommunikációjával is. Ezért lehet, hogy a piac a jegybanki jelzéseknek megfelelően beárazza a kamatlépéseket, amelyet azután a jegybank – formálisan éppen a piacot követve – meglép.

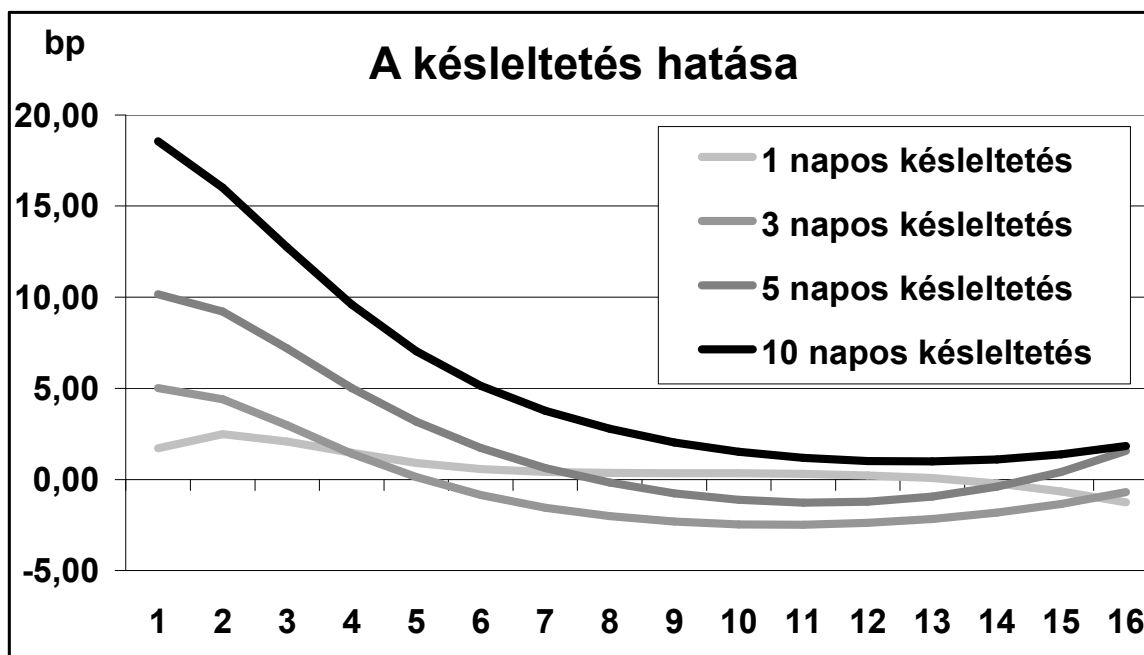
kamatdöntés utáni 3 nap átlagából vonjuk ki a kamatdöntés előtti 3 nap átlagát. A háttérszámításban 3 napos késleltetéssel számolnak, mi azonban a teljesség kedvéért a késleltetések széles skáláját is görcső alá vesszük.

A 3 napos késleltetés alkalmazása meglehetősen esetleges. Ez nézetünk szerint olyan problémákat eredményez, melyek a legfontosabb következtetések érvényességét is kétségbe vonhatják. Ugyanis kevés pontos piaci adat van arra, hogy a kamatemelés előtt hány nappal kezdik beárzni a piacon a kamatemelést, illetve a lépés meghozása után hány napig tart a tényleges görbe eltolódása.

A kamatemelések hatása a különböző lejáratú hozamokra (bp)*

Késleltetés	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1	1,70	2,48	2,09	1,46	0,91	0,57	0,41	0,35	0,33	0,33	0,31	0,23	0,06	-0,23	-0,66	-1,25
2	3,12	2,83	1,80	0,67	-0,24	-0,89	-1,30	-1,57	-1,73	-1,82	-1,87	-1,91	-1,95	-2,01	-2,12	-2,26
3	5,01	4,40	2,98	1,42	0,12	-0,86	-1,55	-2,02	-2,32	-2,47	-2,49	-2,39	-2,16	-1,82	-1,34	-0,70
4	8,20	7,51	5,73	3,77	2,14	0,91	0,02	-0,61	-1,03	-1,26	-1,32	-1,22	-0,94	-0,50	0,14	1,02
5	10,15	9,20	7,19	5,02	3,17	1,72	0,64	-0,17	-0,76	-1,12	-1,27	-1,21	-0,93	-0,40	0,40	1,56
6	12,63	11,21	8,69	6,06	3,87	2,23	1,08	0,26	-0,30	-0,63	-0,76	-0,72	-0,50	-0,10	0,49	1,31
7	14,39	12,46	9,76	7,06	4,84	3,16	1,94	1,05	0,40	-0,02	-0,25	-0,31	-0,20	0,10	0,59	1,32
8	16,15	14,11	11,22	8,35	5,98	4,19	2,89	1,92	1,21	0,71	0,41	0,28	0,31	0,52	0,92	1,55
9	17,63	15,32	12,25	9,25	6,79	4,95	3,62	2,63	1,89	1,38	1,05	0,88	0,86	1,00	1,32	1,84
10	18,56	16,01	12,75	9,60	7,04	5,13	3,77	2,77	2,03	1,52	1,19	1,01	0,98	1,10	1,38	1,84

* A függőleges oszlopokban a 25 bázispontos kamatemelés különböző éves lejáratokra vonatkozó hatása látható. A sorokban a különböző napi késleltetéshez tartozó hatások találhatók. A szürkén szedett oszlop így a kamatemelés bázispontban mért hatását mutatja 1-10 napos késleltetés esetén.



A különböző késleltetési periódusok figyelembevétele pedig érdekes eredményekhez vezet. Vizsgálataink azt mutatják, hogy éppen a háttérszámítás által választott 3 napos késleltetés esetén mutatható ki a legnagyobb fordított kapcsolat a hosszú hozam és a jegybanki kamatdöntések között, ám mind a kisebb, mind a nagyobb periódusok alkalmazása kisebb, vagy éppen ellentétes hatást mutat.

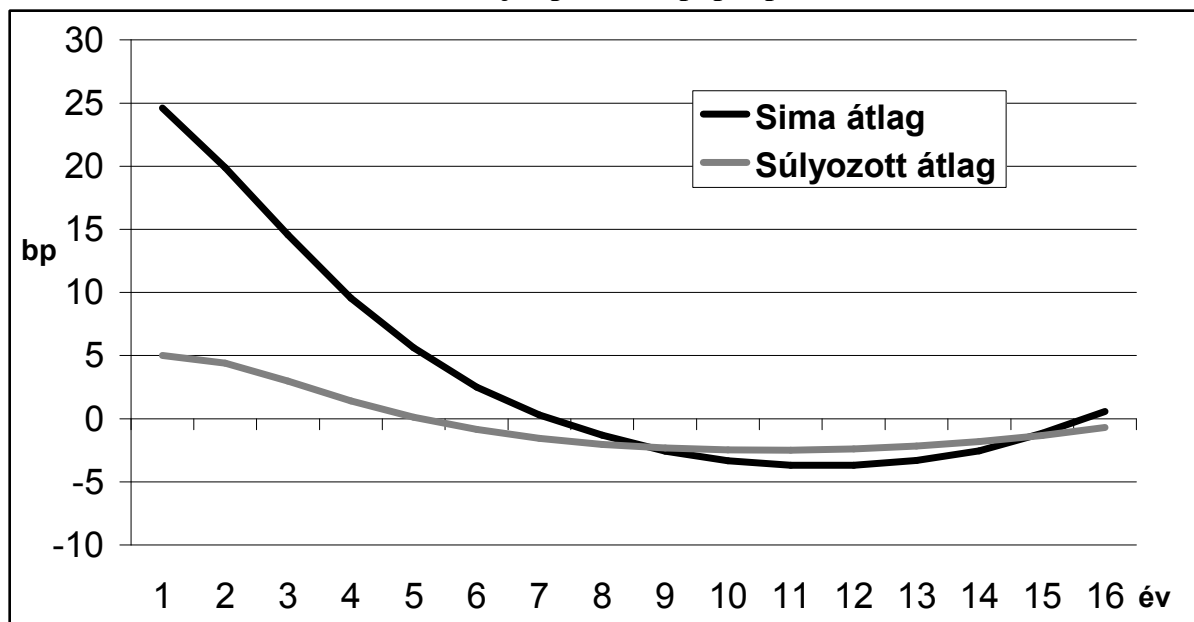
Az, hogy a 3 napos késleltetés adja a legerősebb negatív kapcsolatot, szerintünk csupán az adatok szerkezetéből következő technikai hatás eredménye. Így az alkalmazott modell semmiképp sem tekinthető robusztusnak, s a modelltől levont következtetés is megkérdőjelezhető.

Adatsor kezelésének problematikája (rövidség, súlyozás)

A kamatcsökkentések hatásvizsgálatának kihagyásával az 5,5 éves időtávon csupán 12 adatpont marad, ahol a kamatemelések hatását vizsgálni lehet. Ebből még további 1 adatpontot a háttérszámítás során kivettek a vizsgálatból. Az ok nyilván az volt, hogy a 300 bázispontos kamatemelés hatásának vizsgálata eltérítheti önmagában a vizsgálatot. Ezt a problémát azonban ki lehetett volna küszöbölni a kamatemelési mértékek mint súlyok figyelembevételével.

A súlyozás figyelmen kívül hagyása is komoly problémát eredményezhet a folyamatok magyarázatánál. A 12 pont vizsgálatának a hatását úgy kezeli, mintha az egy 25 bázispontos emelés hatása lenne, holott a 300 bázispontos emeléssel átlagosan 81 bázispontos kamatemelésekről beszélhetünk, a 300 bázispontos emelés kihagyásával pedig 61 bázispontosról. Ennek következtében a súlyozás elhagyása nemcsak torzít, de általában jelentősen nagyítja a kamatemelés hatását.

**A jegybanki kamatemelés hatása
a különböző futamidejű spot állampapír-piaci hozamokra⁴**



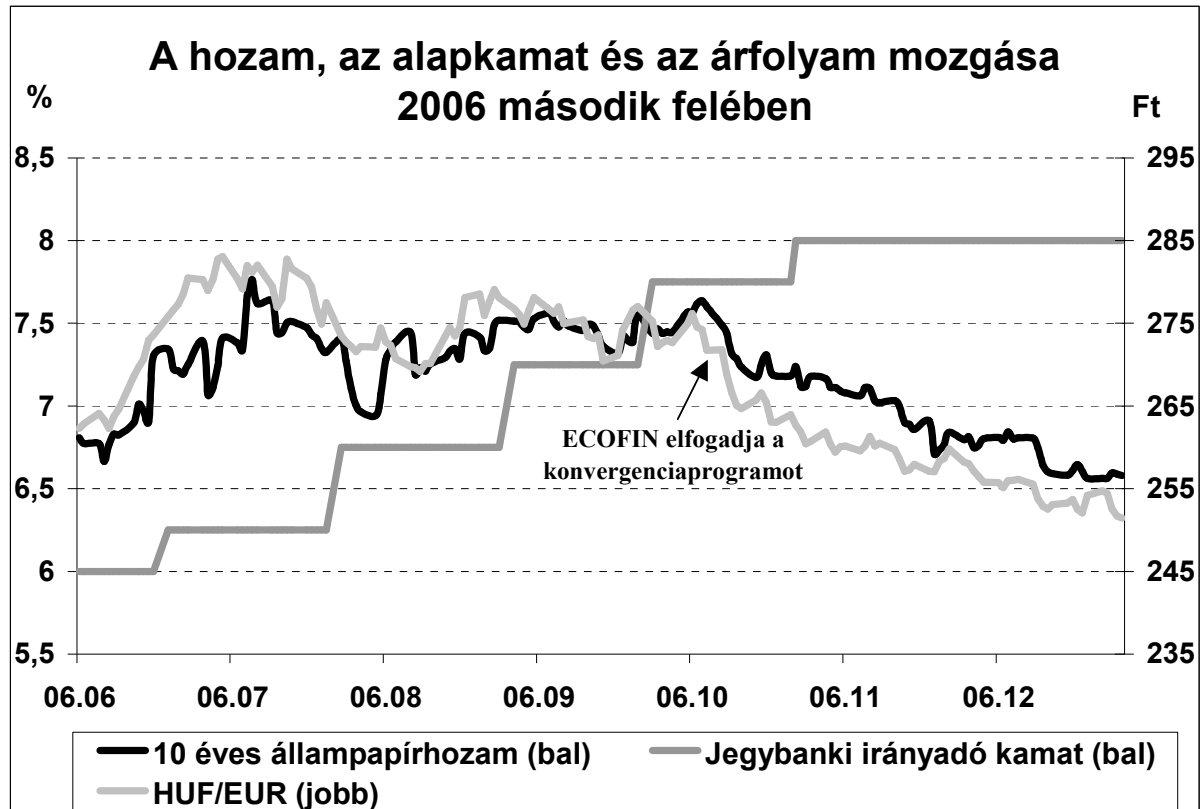
A kevés adatpont önmagában is komoly problémát okoz, mert a következtetések bizonytalanságát tovább növeli. A 3 napos késleltetést figyelembe véve a 12 vizsgált pontból 4 esetben pozitív volt a kapcsolat a két kamat között, s csak 8 esetben volt negatív. A különböző késleltetési idők alkalmazásával ez az arány még rosszabb is lesz. Például a 10 napos késleltetés figyelembevételénél a kapcsolat iránya csak 4 esetben volt negatív, 8 esetben viszont egyirányú mozgás adódott a jegybanki kamatváltozás és a 10 éves állampapír-hozam változása között.

Külső – nem jegybanki – hatások

Az elemzési időtávon a kamatemelések nagy részére (a 11 vizsgált pontból 5) 2006 második felében került sor, éppen ezért jelentős hatása van ennek az időszaknak az elemzés

⁴ A sima átlagot tartalmazó görbe egy átlagos – a 300 bázispontos kamatemelést is tartalmazó – 81,25 bázispontos kamatemelés hatását mutatja, míg a súlyozott átlag a 25 bázispontos kamatemelés hatását.

eredményeire. Bár általában nehéz megkülönböztetni a különböző tényezők kötvényhozamokra gyakorolt hatását, ebben az időszakban a választások után bejelentett megszorító csomag, a gazdaság kormány által is elismert gyengesége, és a hitelességi válság együtt jelentősen gyengítették a forint árfolyamát, és ezzel párhuzamosan megemelték az állampapírok elvárt hozamát is. Ennek hatására késleltetve megindultak a kamatemelések, majd a kamatemelésektől részben függetlenül, a konvergenciaprogram EU általi elfogadásával csökkenésnek indultak a felárak.



Amennyiben ennek az időszaknak az 5 kamatemelését kihagyjuk, úgy 3 napos késleltetés mellett is pozitív kapcsolatot tapasztalunk súlyozatlan kamatemelésekkel is. Igaz, hogy ekkor a kis elemszám miatt az eredmény még kevesebb információt nyújt.

A kamatcsökkentések hatása

Az eredeti cikk csupán a kamatemelések hatásával foglalkozott. Úgy véljük azonban, hogy a jegybanki alapkamat és a hosszú lejáratú állampapírhozam közötti kapcsolat precíz vizsgálatánál nem szorítkozhatunk csupán az emelések vizsgálatára. A kamatvágások ugyanis az emeléseknél stabilabb hatást gyakorolnak, így elemzésünkkel is pontosabb képet kaphatunk az alapkamat és a hozamszint kapcsolatáról.

A 10 éves időtávon 25 bázispontos kamatcsökkentésenként 3-5,5 bázispontos hozammérséklő hatást figyelhetünk meg, attól függően, hogy hány napos késleltetéssel számolunk. Tehát a kapcsolat itt minden esetben pozitív, vagyis kamatlazítás után a késleltetési szerkezettől függetlenül hozamcsökkenésre számíthatunk.

A kamatcsökkentések hatása a különböző lejáratú hozamokra (bp)*

Késleltetés	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1	-5,67	-2,89	-1,21	0,00	0,85	1,38	1,63	1,72	1,74	1,72	1,73	1,79	1,94	2,22	2,66	3,31
2	-14,99	-11,00	-8,25	-6,01	-4,32	-3,13	-2,33	-1,78	-1,38	-1,10	-0,89	-0,73	-0,60	-0,48	-0,36	-0,24
3	-20,62	-15,95	-12,63	-9,83	-7,65	-6,08	-4,99	-4,18	-3,57	-3,09	-2,71	-2,39	-2,10	-1,84	-1,57	-1,30
4	-23,11	-17,71	-14,06	-11,01	-8,62	-6,86	-5,58	-4,62	-3,86	-3,27	-2,79	-2,41	-2,10	-1,86	-1,67	-1,54
5	-24,94	-18,86	-15,01	-11,88	-9,41	-7,51	-6,04	-4,86	-3,86	-3,04	-2,35	-1,78	-1,31	-0,95	-0,71	-0,61
6	-27,23	-20,74	-16,58	-13,19	-10,49	-8,39	-6,74	-5,41	-4,29	-3,36	-2,60	-1,97	-1,49	-1,15	-0,97	-0,98
7	-29,32	-22,30	-17,83	-14,25	-11,40	-9,15	-7,35	-5,88	-4,61	-3,57	-2,71	-2,02	-1,51	-1,19	-1,08	-1,23
8	-31,01	-23,73	-19,08	-15,37	-12,42	-10,06	-8,15	-6,57	-5,21	-4,08	-3,15	-2,41	-1,88	-1,56	-1,50	-1,75
9	-33,25	-26,11	-21,16	-17,09	-13,81	-11,20	-9,10	-7,37	-5,89	-4,66	-3,66	-2,86	-2,29	-1,96	-1,91	-2,20
10	-35,24	-27,95	-22,85	-18,63	-15,21	-12,48	-10,28	-8,44	-6,85	-5,52	-4,40	-3,48	-2,78	-2,32	-2,14	-2,29

* A függőleges oszlopokban a 25 bázispontos kamatcsökkentés különböző éves lejáratokra vonatkozó hatása látható. A sorokban a különböző napi késleltetéshez tartozó hatások találhatók. A szürkén szedett oszlop így a kamatcsökkentés bázispontban mért hatását mutatja 3-10 napos késleltetés esetén.

Kamatcsökkentések esetén tehát jóval megbízhatóbb és stabilabb a kapcsolat, mint a cikkben vizsgált kamatemelések esetén.⁵

A jegybanki kamatkiadások alakulása

A kamatkiadások hatásának feltérképezésénél ezen kívül a cikk még egy nagyon fontos tételt nem érintett. Ez a jegybanki állományok (sterilizációs és kötelező tartalék) után fizetett kamatok alakulásának kérdése, illetve ennek költségvetési hatásai.

A költségvetés kamatkiadásainak elemzésénél a cikk az államháztartási törvény szerint csupán az államadóssággal kapcsolatos kamatelemeket vizsgálja. A kamatkiadásoknak azonban van egy tágabb értelmezése is, mely a jegybanknál jelentkező kamathatást is magában foglalja. Ez a költségvetés kiadási oldalát közgazdaságilag ugyanúgy érinti, mint az államadósság kamatkiadásai tétel, hiszen a költségvetés a jegybank növekvő kamatkiadásai miatt – ceteris paribus – jelentkező veszteséget költségvetési kiadásként megtéríti⁶. Így ez a tágabb értelmezés a hozamgörbe teljes szakaszára érvényes kamathatásokat tartalmazza, azaz a jegybanki döntés hatására változó egészen rövid lejárat is bekerül a vizsgálódásokba. Ez azért is lényeges, mert végső soron ez ugyanúgy költségvetési kiadást jelent, mint ahogyan az adóssággal kapcsolatos kiadásoknál megjelenő tételek esetében fennáll. Az elmúlt egyhavi átlagállományok alapján a kb. 720 milliárd forint körüli 2 hetes jegybanki kötvényállomány és a kb. 770 milliárd forint körüli kötelezőtartalékszint-követelmény mellett egy 25 bázispontos kamatemelés hatása mintegy 4 milliárd forint lehet egy évre számolva, a kamatszint és az állományok változatlanóságát feltételezve. Ez a tétel még a legkedvezőbb hozamgörbe-elmozdulási forgatókönyv esetén is a kimutatott – állampapírokon elért – 8 milliárd forintos (3 éves) kamatmegtakarítási hatást az adott 3 éves periódusban teljesen elapasztaná, sőt a kamategyenleg itt is pozitívba csúszna. A cikkben bemutatott többi változatnál a többlet-kamatteher értelemszerűen még magasabb lenne.

Következtetések

Össességében megállapítható, hogy a cikk állítása, miszerint a jegybanki kamatemelések a hosszú hozamok csökkenését eredményezik, a hazai tapasztalati adatok alapján a vizsgált időszakban nehezen igazolható. Éppen ezért a cikk költségvetési kamatkiadásokra vonatkozó következtetése is megkérdőjelezhetővé válik, hiszen annak kiinduló eleme erősen vitatható.

⁵ Érdekességként megállapítható, hogy amennyiben a cikknek igaza lenne, akkor mind kamatemelés, mind kamatcsökkentés esetén lefelé moznának a hosszú hozamok, ami az elmúlt időszakban folyamatosan emelkedő hozamszint miatt erősen kétségbe vonható.

⁶ Az MNB és a költségvetés közötti pontos elszámolást jogszabályi, illetve statisztikai szabályok határozzák meg.

Mindez azonban nem jelenti szükségképpen azt, hogy a jegybanki kamatlépések okozzák a hosszú hozamok emelkedését. Hiteles jegybanki politika és a folyamatoknak megfelelő kamatlépések esetén a jegybank hozzájárulhat a hosszú kamatok mérsékléséhez, főként az inflációs várakozások csökkentése révén. A hosszú kamatok alakulását befolyásoló várakozásoknak azonban számos MNB-től független fontos eleme van, úgy mint pl. a fiskális és a jövedelempolitika inflációs várakozásokat gerjesztő volta, a nemzetközi inflációs folyamatok hatása, a nemzetközi kamatkörnyezet, a befektetői hangulat, a globális kockázatvállalási kedv alakulása stb. Ezek együtt határozzák meg a hosszú kamatok alakulására vonatkozó várakozásokat.

A cikkben bemutatott – a jegybanki kamatlépéseknek a költségvetés kamatkiadásaira gyakorolt hatásának elemzésére használt – módszer a fentiek alapján több szempontból is bírálható.

A legfontosabb szempontok a következők:

- az adatpontok száma túl kevés
- a választott késleltetés önkényes
- a kamatemelés mértékének elhanyagolása
- a hazai tapasztalati adatok alapján nehezen igazolható, hogy a jegybanki kamatemelések a hosszú hozamok csökkenését eredményezik
- figyelmen kívül hagyják a jegybanknál jelentkező kamatterheket

Mindezek alapján semmiképpen sem egyértelmű, hogy Magyarország jövőbeni folyamatait illetően azt a forgatókönyvet válasszuk a legvalószínűbbnek és egyben reálisnak is, ahol a rövid hozamok emelkedését a hosszú hozamok csökkenése kíséri. Ebből következőleg az sem bizonyítható, hogy a jegybanki kamatemelések a költségvetés kamatkiadását hosszabb távon mérséklik.

Véleményünk szerint ilyen interpretálásra nincs is szüksége a jegybanki kamatpolitikának. Annak ugyanis egy mércéje van, tudniillik, hogy mennyire segíti elő az inflációs stabilitást.⁷ Nyilvánvaló, hogy ha ez a költségvetés kamatkiadásainak növekedésével jár, akkor ez az infláció leszorításának a makrogazdasági ára. Ám vegyük észre azt is, hogy ha az infláció nem várt módon növekszik (s a jegybank ezt a folyamatot fékezi a kamatlépéseivel), akkor ez a költségvetés helyzetét valamelyest javíthatja, növelve például az adóbevételeket. A költségvetési bevételek ilyen inflációs növekedését sem tartjuk önmagában kedvezőnek. Tehát nem lehet, s nem is érdemes csupán a költségvetés kiadásoldali szempontjai szerint megítélni a monetáris politikát. A jegybanki kamatpolitika mércéje az, hogy mennyire képes – az adott inflációs cél érdekében – az inflációs várakozásokat kordában tartani.

A hosszú hozamok emelkedése azért lehetséges a jegybanki kamatemelések mellett is, mert:

- a kamatemelés nem volt elég jelentős az adott inflációs várakozások mellett
- nem elég világos a jegybanki kommunikáció
- a jegybanki kamatemelés maga is fokozhatja az inflációs várakozásokat (információs aszimmetria esete, amikor a piac szereplői azt hiszik, hogy az MNB több információval rendelkezik)

⁷ Álláspontunk szerint az inflációs stabilitás hosszú távon csak a pénz- és tőkepiacok stabilitása mellett képzelhető el, így a jegybanknak felelőssége van az állampapírpiac és az államadósság-finanszírozás stabilitásának biztosításában is.

- spekuláció is növelheti a hosszú hozamokat
- az inflációs várakozások emelkedését egyéb – nem keresleti – hatások okozzák
- kamatfelárak globális szinten nőnek
- nemzetközi kamattendenciák hatása mutatkozik meg, stb.

2008.06.25.