

Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter

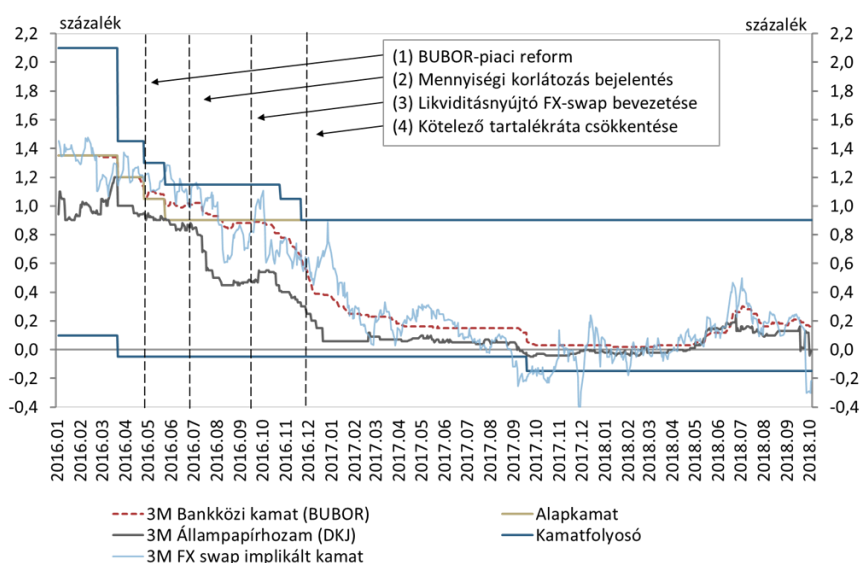
Eszköztárának átalakításával felkészült a jegybank a monetáris politika óvatos és fokozatos normalizációjára

A szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzése szerint az inflációs cél fenntartható elérése továbbra is 2019 közepétől várható, amihez az alapkamat és a laza monetáris kondíciók fenntartása szükséges. A jegybanki eszköztárat érintő szeptemberi döntéseivel ugyanakkor az MNB egyértelművé tette, hogy felkészült a monetáris politika óvatos és fokozatos normalizációjára. A jegybanki eszköztár alkalmassá vált arra, hogy amennyiben azt az inflációs folyamatok indokolják, akkor a jegybank megtehesse a szükséges lépéseket az inflációs cél fenntartható elérése érdekében. Az eszköztár áramvonalasítása mellett az MNB nyilvánosságra hozta eszköztár-stratégiáját, ami azt mutatja be, hogy amennyiben szükséges, milyen eszközökkel fog lépni a jegybank. Az eszköztár stratégia nem foglalkozik a monetáris politikai irányultsággal, illetve nem célja, hogy konkrét menetrendet adjon, az esetleges lépések időzítését és mértékét illetően továbbra is a Monetáris Tanács rendszeres havi kamatközleményei az iránymutatóak. Ugyancsak a folytonosságot jelenti, hogy a Monetáris Tanács ezt követően is negyedévente dönt a kizorítandó likviditás nagyságáról, valamint az ezt biztosító forintlikviditást nyújtó swapállomány és a kamatfolyosó optimális kombinációjáról.

2016 nyarán a jegybank új monetáris politikai keretrendszert vezetett be annak érdekében, hogy az alapkamat tartása mellett célzott, nemkonvencionális monetáris lazítást hajtson végre. A 2012 nyarán elindított kamatcsökkentési ciklus eredményeként az irányadó ráta 7 százalékos szintről 2016 tavaszára a jegybank történetének legalacsonyabb, 0,9 százalékos értékére csökkent. 2016 nyarán az MNB az alapkamat stabilitását önmagában való értéként ismerte el, és a monetáris kondíciók lazítását egy nagyobb rugalmasságot biztosító nemkonvencionális keretrendszerrel biztosította. A nemkonvencionális monetáris politikai enyhítés keretrendszerének központi elemei (1) a kamatfolyosó aszimmetrikussá tétele és szűkítése, (2) a három hónapos betéti eszközhöz való banki hozzáférés korlátozása, (3) a BUBOR-piaci reform, (4) a forintlikviditástartó devizaswapok bevezetése, (5) a kötelező tartalékráta csökkentése, illetve (6) a preferenciális betét bevezetése voltak.

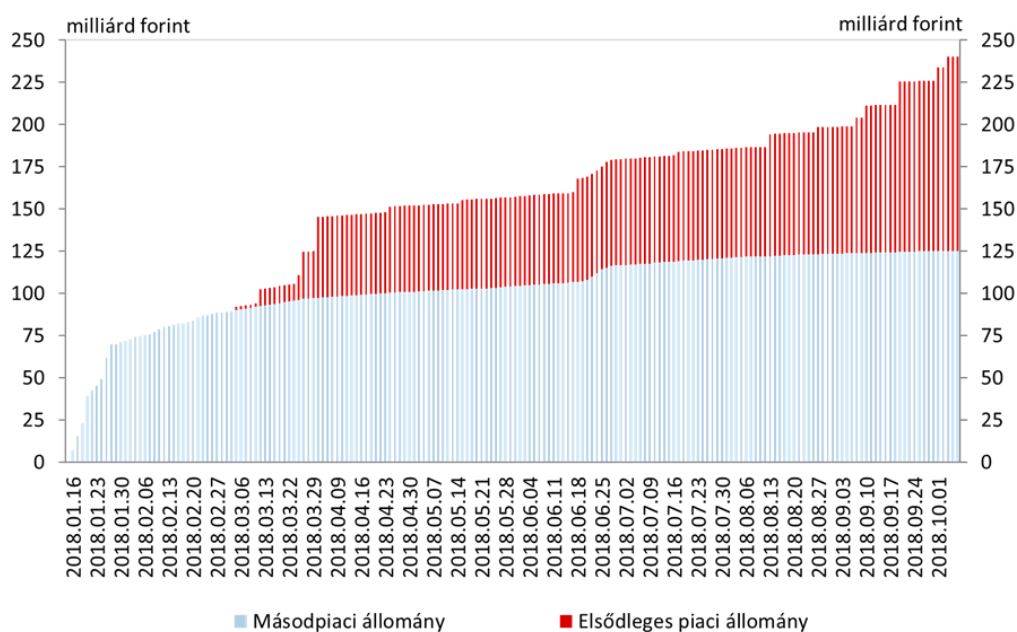
Az MNB lépéseinek eredőjeként a rövid lejáratú pénzügyi hozamok tartósan a kamatfolyosó alá süllyedtek, támogatva a monetáris kondíciók nem-konvencionális eszközökkel történő lazítását. A mennyiségi korlátozás 2016 nyári bevezetése után a diszkontkincstárjegy piacon indult el elsőként a hozamok csökkenése. 2016 őszén az első negyedéves korlát meghatározásakor, illetve a jegybanki swapeszköz bevezetésével a hozamcsökkenés közvetlenül a swappiacon és a bankközi piacon is éreztette hatását. 2017 ősztől 2018 tavaszáig a rövid lejáratú hozamok a negatív tartományba süllyedtek, majd 2018 tavaszától – elsősorban a nemzetközi pénzügyi folyamatok következtében – a rövid lejáratú hozamok emelkedni kezdtek, de így is a kamatfolyosó alsó harmadában tartózkodnak.

1. ábra: A rövid pénzpiaci hozamok alakulása a kamatfolyosón belül



A 2018 januárjában bevezetett, hosszú hozamokra ható jegybanki eszközök ugyancsak elérték a kitűzött célokat. A Monetáris Tanács tavaly őszi döntése alapján új, hosszú hozamokra ható, nemkonvencionális eszközöket vezetett be a jegybank. Az általános monetáris politikai célú és feltételhez nem kötött IRS-eszköz (MIRS), valamint a célzott jelzáloglevél-vásárlási program 2017. novemberi bejelentését követően a programok 2018 januárjában indultak. A hosszú hozamokra ható, nemkonvencionális eszközök alkalmazásával a jegybank több fontos cél eléréséhez is hozzájárult. A bevezetett új eszközök (1) támogatták a laza monetáris kondíciók hosszú futamidőkre való kiterjesztését és az alapkamat tartós tartását; (2) az idén tavasszal-nyáron kialakult globális piaci turbulencia idején a piaci jelenlét fenntartásával támogatták a piac stabilitását; (3) hozzájárultak a jelzáloglevél-piac fejlesztéséhez (a jelzálogbankok a korábbinál kedvezőbb kondíciók mellett tudtak fix kamatozású jelzálogleveleket kibocsátani; a másodpiaci vásárlások hozzájárultak a jelzáloglevelek állampapírpiaci hozamokhoz számított felárainak mérséklődéséhez); (4) egyéb jegybanki programokkal és szabályozással együtt hozzájárultak a bankok kamatkockázatának csökkentéséhez és így a hosszú lejáratú, fix kamatozású jelzáloghitelek további elterjedéséhez.

2. ábra: A jelzáloglevél-vásárlások alakulása



Magyarországon az inflációs folyamatok jelenleg nem indokolják a monetáris politika irányultságának megváltoztatását, a fennálló monetáris kondíciók szükségesek ahhoz, hogy az infláció 2019 közepére fenntartható módon elérje az inflációs célt. A Magyar Nemzeti Bank egyetlen horgonya az infláció. Ennek megfelelően a monetáris politika lépéseit is az inflációs kilátások határozzák meg. A Monetáris Tanács szeptember 18-án a kamatok változatlansága mellett a kiszorítási hatás esetében is a korábbi negyedévekre meghatározott, legalább 400-600 milliárd forintos szint változatlanul hagyása mellett döntött. Ezek a döntések azt jelzik, hogy a legfrissebb makrogazdasági előrejelzéssel összhangban az inflációs cél fenntartható elérése továbbra is 2019 közepétől várható, aminek biztosításához az alapkamat és a laza monetáris kondíciók fenntartása szükséges. Mivel az inflációs és makrogazdasági folyamatok legszélesebb körű és legátfogóbb áttekintésére és ennek esszenciájaként az Inflációs Jelentés publikálására negyedévente kerül sor, ezért a monetáris politikai döntéshozatal szempontjából is kiemelt jelentőségűek a negyedévek utolsó hónapjai. A Monetáris Tanács negyedévente dönt a kiszorítandó likviditás nagyságáról, valamint a forintlikviditást nyújtó swapállomány és a kamatfolyosó optimális kombinációjáról. Az eszköztárral kapcsolatos lépések időzítését és mértékét illetően továbbra is a Monetáris Tanács rendszeres kamatközleményei az iránymutatóak.

A Monetáris Tanács szeptemberi döntésével nem módosított a fennálló monetáris kondíciókon, ugyanakkor felkészült a monetáris politika fokozatos és óvatos normalizációjára. A monetáris kondíciók változatlanul hagyása mellett az MNB felkészült a normalizációra, aminek keretében a hosszú hozamokra ható eszközök esetében finomhangolásra, míg a rövid hozamokra ható eszközök esetében egyszerűsítésre és egy jövőbeli eszköztár-stratégia bemutatására került sor. A Magyar Nemzeti Bank értelmezésében a monetáris politika normalizációja azt a folyamatot jelenti, amely során a Monetáris Tanács döntésének megfelelően átalakított nemkonvencionális eszköztár alkalmazásának eredményeképpen a rövid hozamok a tartósan nulla közeli szintjükről fokozatosan,

lassan emelkedhetnek. Az MNB eszköztára alkalmassá vált arra, hogy amennyiben azt az inflációs folyamatok indokolják, akkor a monetáris politika megtehesse a szükséges lépéseket az inflációs cél fenntartható módon való elérése érdekében.

Az MNB a transzparens működést a jegybanki hitelesség alapjának és így kiemelten fontos értéknek tartja, lépései során kiszámíthatóságra és fokozatosságra törekszik. Az MNB a kamatcsökkentési ciklus folyamán az alapkamatot fokozatosan, számos kis lépésben módosította. A nemkonvencionális eszközök bevezetésére is fokozatosan és több lépésben került sor, illetve a kiszámíthatóság biztosítása érdekében az MNB a monetáris politika jövőbeli alakítása során is törekszik a lépések fokozatos végrehajtására, valamint ezt szolgálja többek között a 2018. szeptember 18-án nyilvánosságra hozott „A rövid hozamokra ható nemkonvencionális monetáris politikai eszköztár jövőbeli stratégiai keretrendszere” című háttéranyag is.

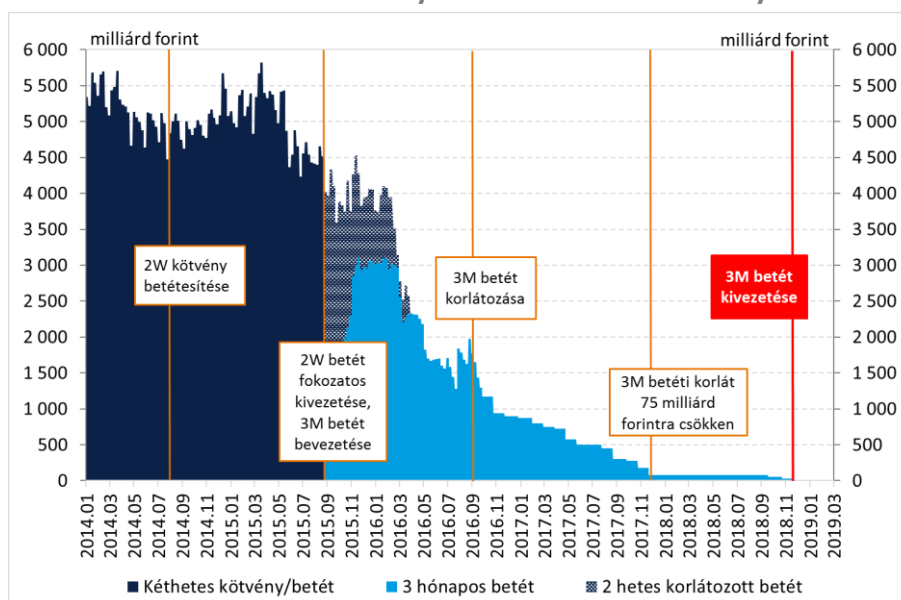
A hazai és a globális gazdasági-pénzügyi folyamatok érdemi megváltozásának következtében szeptemberre indokoltá vált a hosszú hozamokra ható eszközök felülvizsgálata, amely eredményeképpen a Monetáris Tanács döntése nyomán 2018 végén a monetáris politikai célú IRS-eszköz kivezetésre, a jelzáloglevél-vásárlási program pedig lezárásra kerül. Az idén tavasszal-nyáron megfigyelt globális pénzügyi turbulencia ráirányította a figyelmet a nemzetközi környezet erőteljes változására. Kisebb részben a fejlett gazdaságokban is, de a feltörekvő gazdaságokban egyértelműen egyre inkább érvényesül idén a Fed folytatódó kamatemelési ciklusának hozamemelő hatása. Emellett az EKB – mint az MNB számára kiemelten fontos globális jegybank – júniusi ülésén döntött az eszközvásárlási programjának 2018. év végével történő lezárásáról, ami a hosszú hozamok befolyásolása iránti elkötelezettség mérséklését jelzi. A nemzetközi monetáris politikai környezet érzékelhető változásai mellett a hazai folyamatok ugyancsak a hosszú hozamokra ható eszköztár felülvizsgálatát indokolták. A Monetáris Tanács már a 2018. júniusi kamatdöntő ülését követően megjelent közleményében jelezte, majd a szeptemberi ülést követően megerősítette, hogy 2018 során az infláció újra a cél közelében alakul, így a jegybanki politika fókusza visszahelyeződik az elsődleges mandátumra, az inflációs cél elérésére és fenntartására, illetve, hogy a jegybanki előrejelzés szerint az infláció 2019 közepére fenntartható módon eléri az inflációs célt. Ennek figyelembevételével a monetáris politika 5-8 negyedéves horizontján a jelenlegi laza monetáris kondíciók várhatóan nem tudnak fennmaradni. A hosszú hozamokra ható eszköztár finomhangolása keretében bevezetésre kerül a Növekedési Hitelprogram Fix (NHP *fix*), amelynek célja a kvv-hitelezés egészséges szerkezetének kialakítása, miközben - mivel az MNB a többletlikviditást alapkamaton kamatozó preferenciális betéti konstrukcióval sterilizálja, így - semleges hatást gyakorol a likviditási folyamatokra és a rövid hozamokra.

A rövid hozamokra ható eszköztár esetében a 3 hónapos betét kivezetése az egyszerűsítés irányába mutató lépés, míg a nemkonvencionális eszköztár jövőbeli keretrendszerére vonatkozó stratégia publikálása a felkészülés fontos állomásának tekinthető. Az elmúlt években bevezetett 6 nemkonvencionális, rövid hozamokra ható eszköz és intézkedés közül előretekintve 2 eszköz aktív használatával biztosítja az MNB a monetáris politika alakítását, 3 eszköz változatlan keretekkel működik tovább, míg egy eszköz, a három hónapos betét kivezetésre kerül. Ezzel az eszköztár egyszerűsödik, az eszközök használata transzparensbé és kiszámíthatóbbá válik. Az MNB közzétette

azt is, hogy milyen alapelvek mentén hajtja végre a normalizációt, amennyiben azt az inflációs folyamatok indokolják. A rövid hozamokra ható nemkonvencionális eszközök jövőbeli stratégiai keretrendszere nem a jövőbeli monetáris politika irányultság dokumentuma, hanem a monetáris politika jövőbeli alakítása során potenciálisan alkalmazandó eszközöket mutatja be.

A 3 hónapos betét kivezetése monetáris politikai szempontból semleges lépésnek tekinthető. 2014-ben a Monetáris Tanács döntött a kéthetes kötvény mint akkori irányadó eszköz átalakításáról és a kéthetes betét bevezetéséről. Ezt követően – több lépésben – sor került az eszköz további átalakítására, amelynek során először a futamidő emelkedett három hónapra, majd az eszköz mennyiségi korlátozásával az állomány 2017 végére az évekkel ezelőtti 5000 milliárd forint feletti szintről 75 milliárd forintra csökkent. Ez az állomány sem a teljes likviditás mintegy 1500 milliárd forintos szintjéhez, sem az alapkamaton kamatozó eszközök mintegy 800 milliárd forintos állományához viszonyítva nem tekinthető jelentősnek, így az eszköz kivezetése nem befolyásolja érdemben a likviditási folyamatokat és a monetáris kondíciókat.

3. ábra: Az MNB irányadó eszközének állománya



A 3 hónapos betét kivezetésével 2018 decemberétől a kötelező tartalék a jegybank új irányadó eszköze. Az MNB a 3 hónapos betéti eszközt 2018 negyedik negyedévében kivezeti, ezzel egysze-
rűbbé és átláthatóbbá válik a jegybanki eszköztár, a monetáris kondíciókat a lépés érdemben nem módosítja. A három hónapos betét kivezetésével az MNB egyben új irányadó eszköz mellett is döntött. A jelenlegi monetáris politikai keretrendszerhez a kötelező tartalék irányadó eszközként való kiválasztása illeszkedik, amelyet az alábbi tényezők támasztanak alá:

- kamatozása az alapkamathoz kötött,
- széles körű, univerzális eszköz, hiszen a tartalék elhelyezése kötelező a teljes partnerkör számára;
- fontos szerepet játszik a bankok likviditáskezelésében, szoros kapcsolatban áll a likviditási folyamatokkal és a monetáris politika szempontjából kiemelt jelentőségű rövid lejáratú hozamokkal;

- érdemi mennyiségű likviditást köt le, jelenlegi állománya mintegy 220 milliárd forint
- klasszikus jegybanki sterilizációs eszköz: használata illeszkedik más jegybankok gyakorlatához

A monetáris politika jövőbeli normalizációja során először a nemkonvencionális eszköztárral kapcsolatos lépésekre fog sor kerülni. A hazai sajátosságok mellett a vezető jegybankok tapasztalatait is figyelembe véve, illetve a transzparencia és a fokozatosság alapelveit követve, az MNB az alábbiakat rögzítette a nemkonvencionális eszköztár jövőbeli keretrendszerével kapcsolatban:

- Az MNB a monetáris politika jövőbeli alakítása során a jegybanki FX-swap eszközzel, illetve a kamatfolyosóval kapcsolatos lépések optimális kombinációját alkalmazza először.
- Az MNB a monetáris transzmisszió szempontjából a betéti és hiteloldali eszközöket, valamint ebből adódóan a kamatfolyosó szélességét és szimmetriáját egyaránt fontosnak tartja.
- Az MNB továbbra is rendszeresen dönt az alapkamaton kamatozó eszközökből történő kiszorításról és a jegybanki swapeszközök állományáról.
- A BUBOR-piacra jelenleg érvényes keretrendszer, a kötelező tartalékráta mértéke nem változik, a preferenciális betét – az újonnan elinduló NHP *fix* konstrukcióhoz kapcsolódóan – továbbra is az eszköztár része marad.

Az MNB a forintlikviditást nyújtó FX-swapeszközt előretekintve a jegybanki eszköztár stratégiai elemének tekinti. A jövőbeli stratégiai keretrendszerben kiemelt szerepet játszik a 2016 őszén bevezetett FX-swapeszköz alkalmazása. Az elmúlt két év tapasztalatai rávilágítottak a swappiac jelentőségére a monetáris transzmisszióban. A jegybank folyamatos swappiaci jelenléte közvetlen hatást gyakorol más részpiacokra, kiemelten a bankközi piaci folyamatokra is. A swapeszköz fenntartásával, és így a likviditás mennyiségének és árának befolyásolásával a monetáris transzmisszió hatékonysága és az MNB piaci hozamokra és monetáris kondíciókra gyakorolt hatása erősíthető. A Monetáris Tanács ezért elköteleződött a swapeszköz aktív használata mellett, illetve, hogy a jegybanki FX-swapeszköz tartósan a jegybanki eszköztár része marad és a jegybank továbbra is minden, jelenleg rendelkezésre álló futamidőn (1 hét; 1-3-6-12 hónap) meghirdetheti az eszközt. Ugyancsak rögzítésre került, hogy bár a jegybanki FX-swapeszköz állománya módosulhat, de középtávon nem csökken nullára, az MNB az állomány egy érdemi részét tartósan a mérlegében tartja. Ez az alapelv összhangban áll azzal, hogy a vezető jegybankok többsége ugyancsak deklarálta, hogy a jegybankmérleg az elkövetkező években vélhetően nem tér vissza sem méretében, sem szerkezetében a válság előtti állapotához.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2018. október 9-én.”