

Ideje tisztázni, mit is csinálnak éppen az MNB-nél

2016.07.27 10:53

András Bence, OGResearch – Motyovszki Gergő, European University Institute

A magyar jegybank letért az eddig ismert kamatpolitika útjáról, és októbertől mennyiségi korlátokat vezet be az irányadó eszközére. Ez azt jelenti, hogy az alapkamat eddigi horgonyzó szerepe meggyengül, a rövid piaci kamatok pedig eltávolodhatnak tőle. Innentől kezdve a monetáris politikát az határozza majd meg, hogy a korlátozás mértéke éppen miként viszonyul az adósságkezelő kibocsátási tervéhez. Így pedig a jegybank fű alatt, az alapkamat változtatása nélkül, hajthat végre további lazítást, vagy akár kényes szigoritást is. Mindez rontja a monetáris politikai eszköztár átláthatóságát, sőt a monetáris transzmisszió hatékonyságát is. Nem állja meg a helyét a lépés olyasfajta [indoklása](#), hogy a korlátozástól élénkülni fog a hitelezés. Cikkünkben megpróbáljuk feltárnai a valós jegybanki szándékot is, ezért külön foglalkozunk a jegybank pénzügyi eredményével, illetve azzal, hogy tényleg spórol-e Magyarország az "önnfinanszírozással".

Hogyan is csináljuk a monetáris politikát?

A közvélemény számára apró változtatásnak tűnhet a jegybank legutóbbi [bejelentése](#) az irányadó eszköz mennyiségi korlátozásáról, de szakmai szemmel egyáltalán nem az. Ahogy a fejlett piacokon, úgy itthon is kitüntetett szerepet tölt be az irányadó eszköz a monetáris politika működtetésében. A jegybank ezzel az eszközzel próbálja a gazdaság számára releváns kamatokat befolyásolni: a piaci hozamgörbe rövid végére kifejtett hatás a monetáris transzmissziós mechanizmus első, kiemelten fontos lépcsőfoka. Az irányadó kamat hatása ezen keresztül gyűrűzik tovább a hosszabb lejáratú forint kamatokba, illetve így befolyásolja a gazdasági változókat. Ennek az eszköznek a kamatról döntenek a Monetáris Tanács tagjai, ettől várják, hogy fűtse, vagy éppen hűtse a gazdaságot a jegybanki célok érdekében. Ennek a kamatnak a pályáját próbálják modellezni a jegybankok, hogy az inflációt kordában tartsák, és ezt a pályát próbálják kitalálni a befektetők is. Amikor pedig a nemzetközi intézmények egy feltörekvő országot vizsgálnak, óriási súlyt adnak annak, ha a monetáris politika ezen a területen hatékonyan működik, vagyis ha van az adott országban egy irányadónak nevezhető kamat, ami magához horgonyozza a belföldi rövid kamatszintet.

Magyarország olyan feltörekvő ország, ahol ez mindeddig igen jól műköött: az MNB kamatdöntései a rövid kamatokat, mint például a BUBOR-t, nagyon hatásosan irányították, illetve irányítják máig. A legutóbbi kamatcsökkentési ciklussal együtt estek a kereskedelmi bankokban elérhető betéti és hitelkamatok, sőt ezzel egyetemben még a hosszú lakáscélú kamatok is, mert a piac hitelesnek és fenntarthatónak gondolta a kamatdöntéseket.

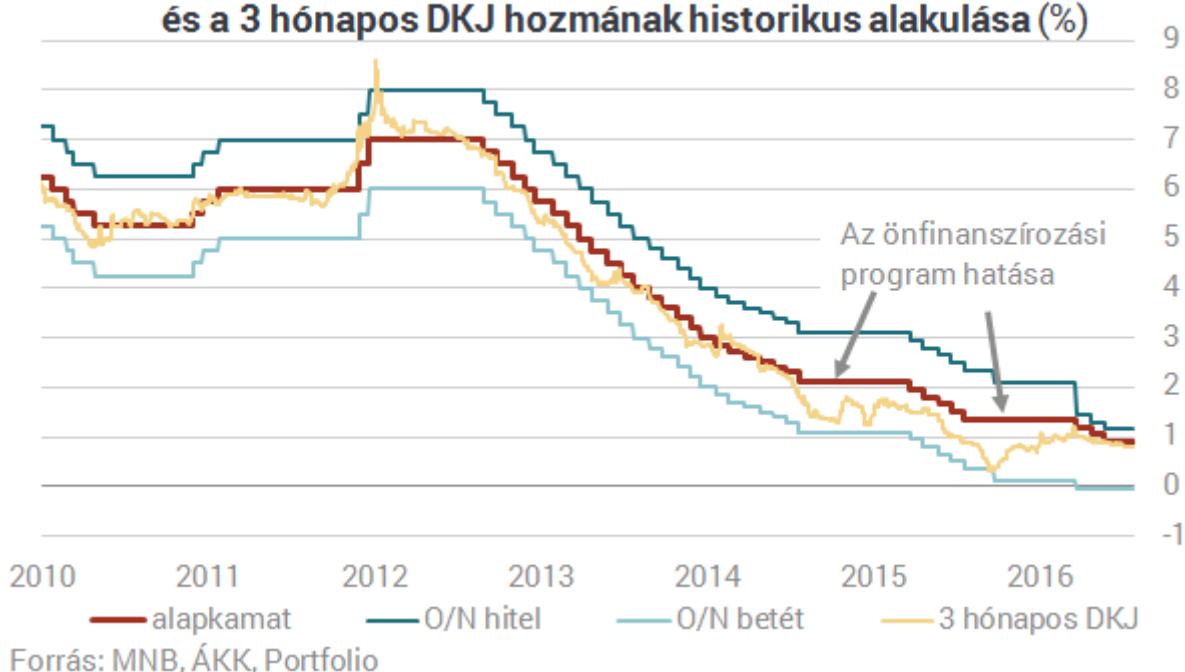
Az irányadó ráta, ami már nem is annyira irányadó

Azt, hogy ez az eszköz hatékonyan befolyásolta eddig a gazdaságban fellelhető kamatokat, többek között az garantálta, hogy az MNB korlátlanul elfogadta a bankok fölös likviditását. Amellett, hogy a kamatfolyosó alján és tetején folyamatosan rendelkezésre állt egy egynapos betét- és hiteleszközzel, az irányadó eszközével horgonyozta a bankközi kamatokat az általa kitűzött szint köré a kamatfolyosón belül. A **bejelentett korlátozással ez viszont gyökeresen megváltozhat. A kamatok ilyesfajta horgonyzása a döntés értelmében meggyengülhet, sőt, meg is szűnhet.**

Az alapkamat irányadó jellegének gyengülése nem ezzel a döntéssel kezdődött, hanem már jóval korábban, az önnfinanszírozási program elindításával. A kezdeti lépések is, mint például a kéthetes kötvény három hónapos betéttől alakítása, már csökkentették az irányadó eszköz vonzerejét, hiszen a hosszabb lejárat hátrányosabb likviditási szempontból, továbbá a betét nem szolgál úgy fedezetként, mint a kötvény (ez valójában csak az MNB döntése, sok más jegybank elfogadja a betéteket is fedezetként a hitelműveleteinél). Ezen felül kiszorították a külföldieket és a hazai intézményi befektetőket is az eszközből (mivel megszűnt a másodpiaca), majd pedig a mostani döntéssel jönnek a mennyiségi korlátozások, ami a legfontosabb mozzanat. Ezen korlátozások miatt a likviditási sokkok kezeléséhez a bankok kénytelenek lesznek még inkább állampapírokat használni, tehát nem meglepő, hogy már a kezdetekkor is rögtön jelentkeztek a pénzpiaci hatások (idén júliusig még a jegybank kamatcsere tenderei is ráerősítettek a folyamatra). A rövid kamatok,

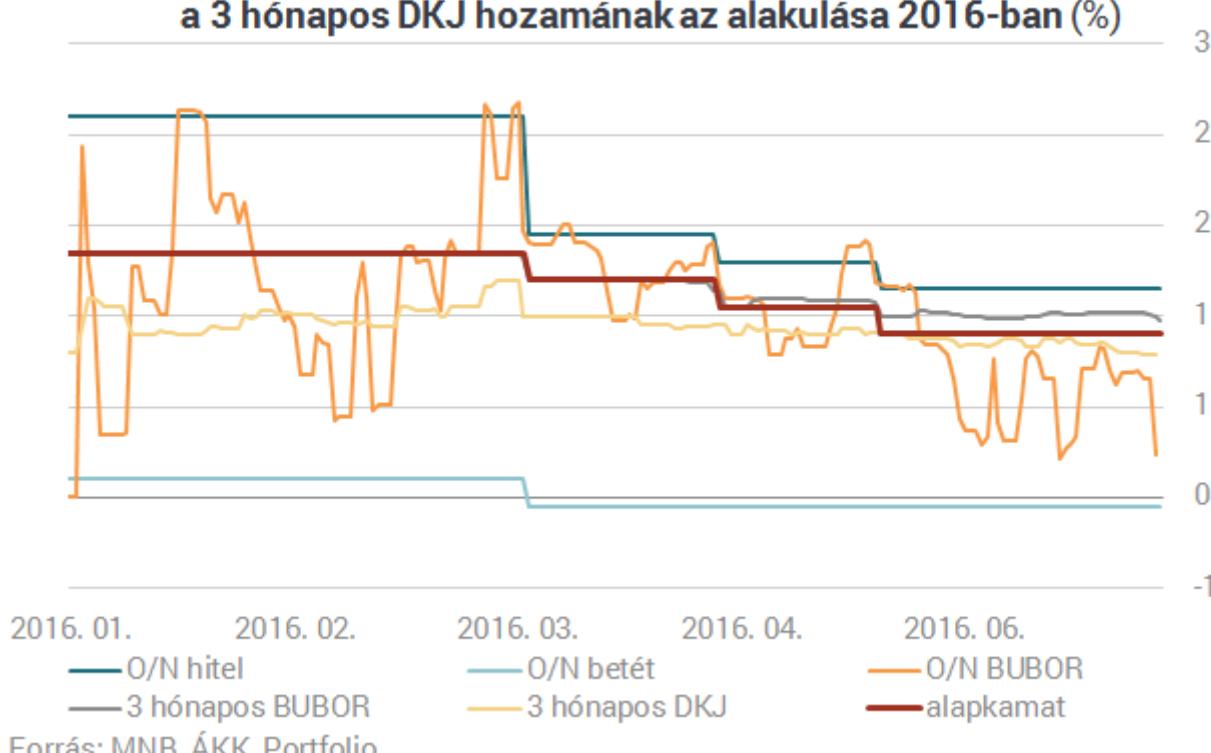
mint például a DKJ-hozamok eltávolodtak az alapkamatattól, sőt az alapkamatra vonatkozó várakozások alatt stabilizálódtak.

A jegybank irányadó rátájának és a 3 hónapos DKJ hozmának historikus alakulása (%)



Egy szóval az alapkamatnál lejjebb került a rövid hozamgörbe egy fontos szegmense, amit így a jegybank már ekkor is kevésbé fogott szorosan. A mennyiségi korlátozások életbe lépésével ez valószínűleg a bankközi kamatozásokra is egyre inkább átterjed majd, vagyis a BUBOR is elkezdhet eltávolodni az irányadó rátától. A kamatozások csökkenése így tehát korlátozó intézkedésekkel valósulhat meg a jövőben, nem pedig a hagyományos jegybanki eszköztárral, az irányadó ráta fokozatos csökkentésével.

A jegybank irányadó rátájának, a BUBOR kamatozásnak és a 3 hónapos DKJ hozamának az alakulása 2016-ban (%)



Az irányadó eszköz mennyiségi korlátozása lényegében azt eredményezi, hogy a meghatározott alapkamat

most még inkább elveszti irányadó jellegét. Amikor a bankrendszer arról dönt, hogy hova helyezze a fölös likviditását, akkor például a háromhavi DKJ-t még akkor is el kell fogadnia, ha azzal rosszabbul jár, mint a jegybanki betéttel. Hogy miért? Mert ha nem vesz DKJ-t és kiszorul a csak havonta megrendezésre kerülő jegybanki tenderből, akkor kénytelen lesz a mínusz 0,05 százalékos egynapos jegybanki betétet választani. **A likvid eszközök alternatívái még tovább szűkülnek**, az irántuk való változatlanul nagy igény pedig alaptenciájában lefelé nyomhatja a rövid hozamokat, pont ahogyan ezt már a kezdeti intézkedések is okozták. Ugyanakkor októbertől a horgonyzó szerepet betöltő jegybanki betét kérdésessé válása miatt a bankközi kamatok igen hektikussá válhatnak.

Az ÁKK veszi át az irányítást?

Az alapkamat körüli 120 bázispontos kamatfolyosón belüli ingadozást lényegében az adósságkezelő irányíthatja majd az által, hogy miként rendezi meg a DKJ-aukciókat. Az ÁKK ugyanis elég nagy rugalmasság mellett dönthet arról, hogy mennyit hirdet meg a rövid lejáratú kincstárjegyekből, illetve azt is mérlegelheti, hogy a meghirdetetthez Képest mennyit fogad el az ajánlatokból. Ezen döntésével befolyással lehet arra, hogy éppen milyen átlaghozam alakul ki az elsődleges piacon, amit aztán a másodlagos piac is lekövet.

Egyszóval: ha nincs ott a jegybanki betét, mint valós alternatíva, akkor az ÁKK veszi át az irányítást a hozamgörbe rövid végén az által, hogy mennyi papírt bocsát ki. Ha nagyon keveset, akkor a rövid hozam az egynapos jegybanki betéthez fog közelíteni, ha pedig nagyon sokat (például elfogadva a rosszabb ajánlatokat is), akkor az egynapos hitelkamathoz tart majd az irány. Piaci turbulenciák és likviditási sokk esetén pedig ember legyen a talpán, aki megmondja, hogy éppen hova kerül a hozamgörbe rövid vége.

Ezzel eljutottunk tehát oda, hogy a korlátozó intézkedés homályossá teszi a monetáris politikai irányultságot, legalábbis ezen a 120 bázispontos kamatsávon belül biztosan. Következtetéseink pedig az alapján lehetnek csak, hogy mekkora korlát lép majd életbe, vagy hogy a pénzpiaci kamatok éppen merre tendálnak.

Ebben a felállásban az alapkamat explicit változtatása nélkül is lehetőség van a monetáris kondíciók és a rövid kamatszint befolyásolására, amit az MNB-betét mennyiségi korlátozásának és az ÁKK kibocsátási tervének kölcsönhatása határoz majd meg - gyakorlatilag "fű alatti" monetáris lazítást vagy szigorítást végrehajtva. Így pedig nagyon sok szakmai kérdés merülhet fel azzal kapcsolatban, hogy mégis milyen formában működik majd a továbbiakban a hazai monetáris politika.

Akkor miért teszi a jegybank, amit tesz?

Amennyiben a jegybanknak az lett volna a szándéka, hogy további monetáris lazítást hajtson végre, akkor egészen egyszerűen tovább csökkenthette volna az alapkamatot. Magyarországon még nem értük el a kamatok nulla alsó határát, még akkor sem, ha erről a szintről azt gondoljuk, hogy valamiféle kockázati prémiumot is tartalmaznia kell. A közvetlen környezetünkben ugyanis elképesztően nyomott hozamkörnyezet van: az Európai Központi Bank intézkedései miatt hatéves lejáratig a negatív tartományban van az eurózónás hozamgörbe (az AAA besorolásúak pedig 10 évig!). Nem igazán látszik olyan tényező, ami arra utalna, hogy a magyar jegybank mozgásteré beszűkült volna mára. Ehhez képest mégsem a hagyományos és eddig jól bevált utat követjük. Vajon miért?

Forintgyengítés?

Sokféle értékelést hallhattunk már mindenről, a magyar alapkezelők például arról [nyilatkoztak](#), hogy a korlátozás a forint erősödése elleni harcról szól. Ez ugyanakkor nem tűnik igazán jó válasznak, hiszen a hagyományos kamatcsökkentéssel ugyanazt a hatást érhetnék el - vártan, vagy akár váratlanul -, mint a kamatkörnyezet fű alatti lenyomásával. Ez tehát önmagában még nem indokolná, hogy miért kell az irányadó eszközt egy ilyen cél érdekében átalakítani.

Hitelezés?

[Hallhattunk](#) olyan magyarázatot is, hogy ezzel a korlátozással azt akarják elérni, hogy a kereskedelmi bankok aktívabban hiteleznek egymást, és ne "a jegybanknál parkoltassák a pénzüket". Ez utóbbi állítás egészen egyszerűen azért nem állja meg a helyet, mert nem így működik a bankrendszer. Amikor egy kereskedelmi bank hitelt nyújt egy másiknak, akkor a jegybankkal szembeni követelései cserélnek csupán gázát. A hitelt felvevő bank kötelezettségei nőni fognak a hitelnyújtóval szemben, de közben az eszközei is nőnek a jegybanki betét formájában (miközben a hitelnyújtó a jegybanki betétjét egy bankközi hitelre cserélte a saját eszközoldalán), tehát a jegybank mérlege ettől se nem nő, se nem csökken. Fontos észrevenni, hogy míg egy egyéni bank szintjén igaz, hogy a jegybanki betétjét bankközi hitelre válthatja, a bankrendszer egészére ugyanez már nem érvényes. A jegybanknál "parkoltatott" likviditás tehát nem olyan dolog, amit a parkoltatás helyett "ki lehetne hitelezni" a bankrendszerbe (vagy onnan a reálgazdaságba). Az egy "forró krumpli" amit a bankok egymás között dobálnak - a bankok közti hitel és a jegybanki betét ekkor ugyanannak az érmének a két oldala.

Mérlegzsugorítás?

Amikor pedig az önfinanszírozási program kelte ösztönzők hatására a bankok állampapírt vásárolnak, a jegybank mérlege szintén nem csökken, pusztán átrendeződik. Az történik ilyenkor, hogy a jegybanki mérleg forrásoldalán levő irányadó eszközből átvándorol a pénz a kormány számlájára (a szintén az MNB mérlegében lévő KESZ-re). Amint azonban a kormány elkölti a deficit finanszírozására felvett extra pénzt, az kikerül a gazdaságba és a KESZ-ről visszavándorol a bankok számlájára. Jegybanki likviditást csak a jegybank teremthet, és a bankközi hitelezés vagy az állampapír-vásárlás akármilyen szintjén is a megteremtett jegybankpénz valahol kicsapódik az MNB mérlegében. Ezek a változások önmagukban tehát nem csökkentik a jegybank mérlegét (azt a bizonyos "ott parkoltatott pénzt"), pusztán átrendezik a forrásoldalát. **Abban az esetben viszont, ha az AKK nemcsak a mindenkorai deficit finanszírozására bocsát ki államkötvényeket, hanem a deviza államadósságot szeretné forintra cserélni, akkor ez már megváltoztathatja az MNB mérlegét, zsugorítva azt.**

A mérlegzsugorodás során viszont éppen hogy csökken a bankrendszerben lévő likviditás, nem pedig nő. Az MNB mérlegéből kikerülő likviditás nem a bankrendszerbe kerül át, hanem megszűnik létezni. A bankrendszeri likviditás csökkenése a hitelezést biztosan nem serkenti, más kérdés, hogy a növekedése sem feltétlen tenné ezt: a hitelezést ugyanis kevésbé a monetáris bázis nagysága, mint inkább az adott kamatkondíciók melletti kockázatok, megtérülési várakozások és a profit-előrejelzések [mozgatják](#).

A kérdés innentől kezdve az, hogy vajon miért is szeretné a jegybank ezt tenni a mérlegével. Ezzel immár átléptünk a találhatások mezejére, viszont sok jel utal arra, hogy a jegybank szándéka valóban a bankrendszer likviditásának valamelyen új formában való lekötése, illetve a jegybanki mérleg zsugorítása. Tekintsük most át, hogy pontosan mivel is járna ez!

A jegybankmérleg összehúzódásával csökkenne a bankrendszerben lévő likviditástöbblet, és egy bizonyos szint után a jegybank a mérlege aktív oldalán végezhetné a monetáris politikát, hitelt nyújtva a bankoknak - szemben az eddigi passzív oldali monetáris eszköztárral, ami a fölösleges likviditást szívta fel inkább. **Ennek az átalakulásnak köszönhetően pedig a jövőben várható kamatemelések már javítanák, nem pedig rontanák a jegybank pénzügyi eredményét.** (Igen, azt az eredményt, aminek az elköltése komoly felzúdulást váltott ki.)

Nyeréség?

A mérleg összehúzódása ráadásul önmagában is javíthatná az MNB eredményét abból kifolyólag, hogy az eszközoldalán levő tételek - mint például a devizatartalékok - alacsonyabb kamattal bírnak, mint a forrásoldali kötelezettségek. Minél kisebb tehát a jegybank mérlege, aktuálisan annál kisebb az eltérésből származó vesztesége. Ehhez ugyanakkor arra van szükség, hogy az eszközeiből is leadjon a jegybank, amire a szándék úgy tűnik, hogy már megvan. Azáltal, hogy a bankok forint állampapírok vásárlására vannak késztetve, a KESZ-ben felhalmozódó összeget arra lehet használni, hogy az államadósság devizalejáratait forint alapon finanszírozza újra az ÁKK. Ekkor az állam a devizatartalékok terhére vált eurót, és fizeti ki a lejáró devizaadósságát, ami végső soron a jegybanki mérleg csökkenéséhez vezet.

Önfinanszírozás?

A fentebbiekben már az önfinanszírozási koncepció lényegénél lyukadtunk ki, ami kapcsán úgy tartják, hogy a bruttó külső devizaadósság csökkentésével kevésbé leszünk sérülékenyek. Ez pedig az alacsonyabb kockázati prémiumon keresztül olcsóbbá teheti az államháztartásunk deficitet működtetését. **Nem szabad azonban elfejteni, hogy a külső adósság visszafizetése a devizatartalékok leváltása által valósul meg, vagyis nettósítva igazából nem történik változás a külső pozícióinkban. Így pedig a piac megítélésén múlik, hogy ez mennyire jelent valóban alacsonyabb kockázati prémiumot, valószínű, hogy ezt nem lesz egyszerű empirikusan kimutatni.**

A prémium csökkenése nélkül, konszolidált államháztartási szinten (tehát MNB és költségvetés egyben) pusztán annyi történik, hogy a magyar állam jegybanki betétek helyett forint államkötvényekkel finanszírozza magát, amire ugyanúgy kell kamatot fizetnie. Ezzel párhuzamosan a devizatartalékainkból devizaadósságot fizetünk vissza, ami valóban járhat némi megtakarítással, amennyiben az utóbbi kamata magasabb az előbbinél.

Hogy következik ez a jegybanki célok?

A miértek illesfajta megválasztása természetesen csak találhatás. Amennyiben viszont tényleg az imént levezetett szándék vezérli az ortodox eszköztárunk átalakítását, akkor az egyben a monetáris politikai szempontok, mint az inflációs célkövetés, háttérbe szorulását is jelenti. **Az eszköztár átalakításának szükségesse ugyanis igen nehezen vezethető le az MNB mandátumaiból, mint az árstabilitás, a pénzügyi stabilitás vagy a kormány gazdaságpolitikájának a támogatása.**

A konklúzióink összességében tehát az, hogy a jegybank szóban forgó lépése önmagában nem javítja a hitelezést a gazdaságban, az önfinanszírozási program - amit elő kíván segíteni - pedig csak akkor jár nemzetgazdasági szinten érdemi megtakarítással, ha a piac tényleg elhiszi, hogy ezáltal kevésbé vagyunk kockázatosak. Ellenben a változtatás rontja a monetáris politikai eszköztár átláthatóságát, és ezzel a monetáris transzmisszió hatékonyságát is. Mellékesen viszont a jegybank eredménye javulni fog, de hogy ez valóban szempont-e a jelenlegi vezetésnek, azt nem tudjuk. Ma még nincs ilyen cél a [jegybanktörvényben](#).

Névjegy

A cikk szerzői közgazdászok, szakterületük érinti a makrogazdaság és a monetáris politika fent tárgyalt fejezeteit. András Bence az OGResearch számára feltörekvő piaci országok makrogazdasági elemzésével és modell alapú előrejelzésével foglalkozik, illetve vesz részt hazai és nemzetközi kutatási projektekben. Motyovszki Gergő a Magyar Nemzeti Bank és az OGResearch korábbi közgazdásza és modellezője, jelenleg doktori tanulmányokat folytat a firenzei European University Institute (EUI) közgazdaságtudományi tanszékén.

[www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu/gazdasaq/ideje_tisztazni_mit_is_csinalnak_eppen_az_mnb-nel.235303.html)

http://www.portfolio.hu/gazdasaq/ideje_tisztazni_mit_is_csinalnak_eppen_az_mnb-nel.235303.html