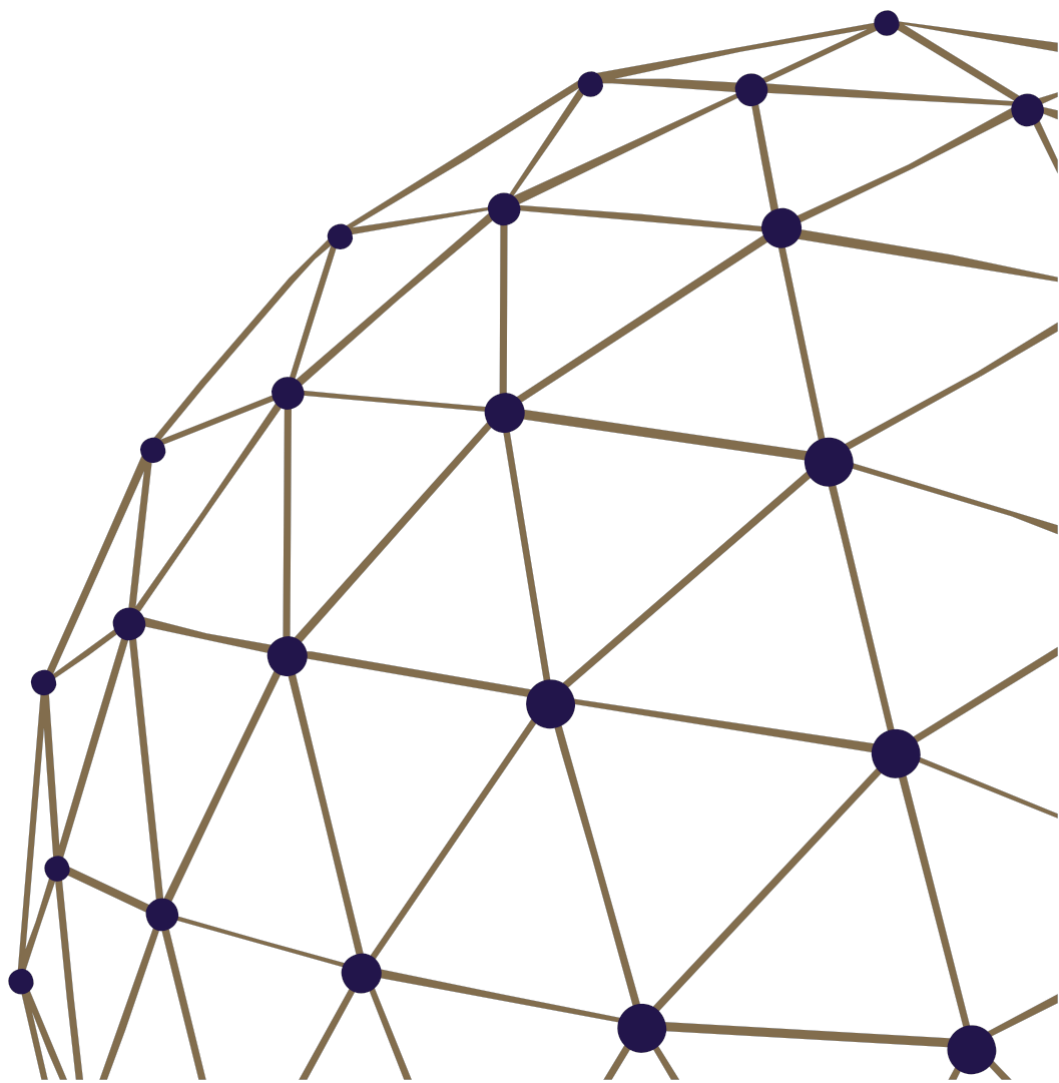




A kétéves kamatcsökkentési ciklus hatásai

2014. július 22.



A KÉTÉVES KAMATCSÖKKENTÉSI CIKLUS EREDMÉNYEKÉNT A JEGYBANKI IRÁNYADÓ KAMAT ÖSSZESEGÉBEN 490 BÁZISPONTTAL MÉRSÉKLŐDÖTT

Véget ért egy időszak, amely a hazai monetáris politikába eddig nem tapasztalt dinamizmust hozott. A kétéves kamatcsökkentési ciklus eredményeként a jegybanki irányadó kamat összességében 490 bázisponttal mérséklődött. A Monetáris Tanács előbb havonta 25 bázispontos lépésekben, majd óvatosabb ütemben a kezdeti 7 százalékos jegybanki alapkamatot 2,1 százalékra csökkentette. Magyarországon ilyen hosszú ideig tartó, folyamatos lazítási ciklusra és ilyen alacsony nominális kamatszintre még nem volt példa a rendszerváltás óta.

A Monetáris Tanács a kamatcsökkentési ciklus lezárásakor áttekintette, hogy azt milyen tényezők tették lehetővé és milyen következményekkel járt a monetáris kondíciók lazítása.

- **Az erős hazai dezinflációt** egyaránt támogatta a visszafogott belső fogyasztás, a kedvező nemzetközi tényezők, a fegyelmezettebbé váló fiskális politika és a fokozatosan mérséklődő inflációs várakozások.
- 2012 nyarán **a nemzetközi kockázati megítélés fokozatos javulása és a fejlett országok jegybankjainak tartósan laza monetáris politikája** lehetővé tette a kamatcsökkentési ciklus megindítását, miközben **a hazai tényezők, köztük a fiskális politika területén megvalósított fordulat** tovább növelte a monetáris politika mozgásterét.
- Az alapkamat csökkentése **mérsékelte a banki kamatokat és támaszt nyújtott a gazdasági növekedésnek**, ezzel támogatva a jegybanki inflációs cél középtávú elérését. A lazítási ciklus **a magánszektor hitelterheit több százmilliárd forinttal csökkentette**, mivel a meghatározó lakossági és vállalati banki termékekben hasonló nagyságrendű, **450-550 bázispont körüli kamatcsökkenést** eredményezett.
- A kamatcsökkentés a hozamokban fokozatosan és a piac által fenntarthatónak tekintett módon érvényesült, és feltörekvő piaci összevetésben továbbra is átlagos, **előretekintve is pozitív reálkamatot biztosít** a megtakarítók számára.

Az MNB más eszközeivel együtt a kamatcsökkentési ciklus **az átlagos referenciahozamokat közel 400 bázisponttal csökkentette**. Ezzel **Magyarország forintban denominált állampapírjai után fizetendő kamatkidásai hosszú távon évente 300 milliárd forintot meghaladó mértékben mérséklődnek**. Másrészt a gazdasági növekedés ösztönzésével is **segíti a külső adósságráta csökkenését**.

- A forint hozamgörbe fokozatos lejjebb tolódása és a forint finanszírozás irányába történő elmozdulás **egyszerre tette olcsóbbá és biztonságosabbá az államadósság finanszírozását, és javította az MNB eredményét is**. Egy hipotetikus, az alapkamat

változatlan 7 százalékos szintjéhez **viszonyítva a kamatcsökkentések eddig mintegy 280 milliárd forinttal javították az MNB eredményét.** A kamatcsökkentések a hozamgörbe hosszabb szakaszába is átgyűrűztek, a 10 éves hozamok több mint 300 bázisponttal mérséklődtek.

- Az MNB becslése szerint a kamatcsökkentések két év alatt összesen 1,1 százalékponttal emelték az éves átlagos infláció értékét. **A kamatcsökkentések nélkül az ideai infláció számottevően negatív tartományba (-1 százalék közelébe) süllyedhetett volna.**
- Mindezen túl a csökkenő jegybanki alapkamat a fogyasztás és a beruházások dinamikájának fokozatos javulását is segítette, és hozzájárult a magyar gazdaság ár- és költség alapú versenyképességének javulásához. **E hatások eredményeként a kamatcsökkentések az elmúlt két évben összességében mintegy 1,1 százalékponttal emelték a gazdasági növekedést.**

A kamatcsökkentési ciklus lezárását követően az inflációs cél közép távú elérése és a reál-gazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzése a jelenlegi, alacsony kamatszint tartós fenntartását indokolja.

1. A KAMATCSÖKKENTÉSI CIKLUST A JAVULÓ KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS, MAJD A KEDVEZŐ INFLÁCIÓS FOLYAMATOK EGYARÁNT LEHETŐVÉ TETTÉK

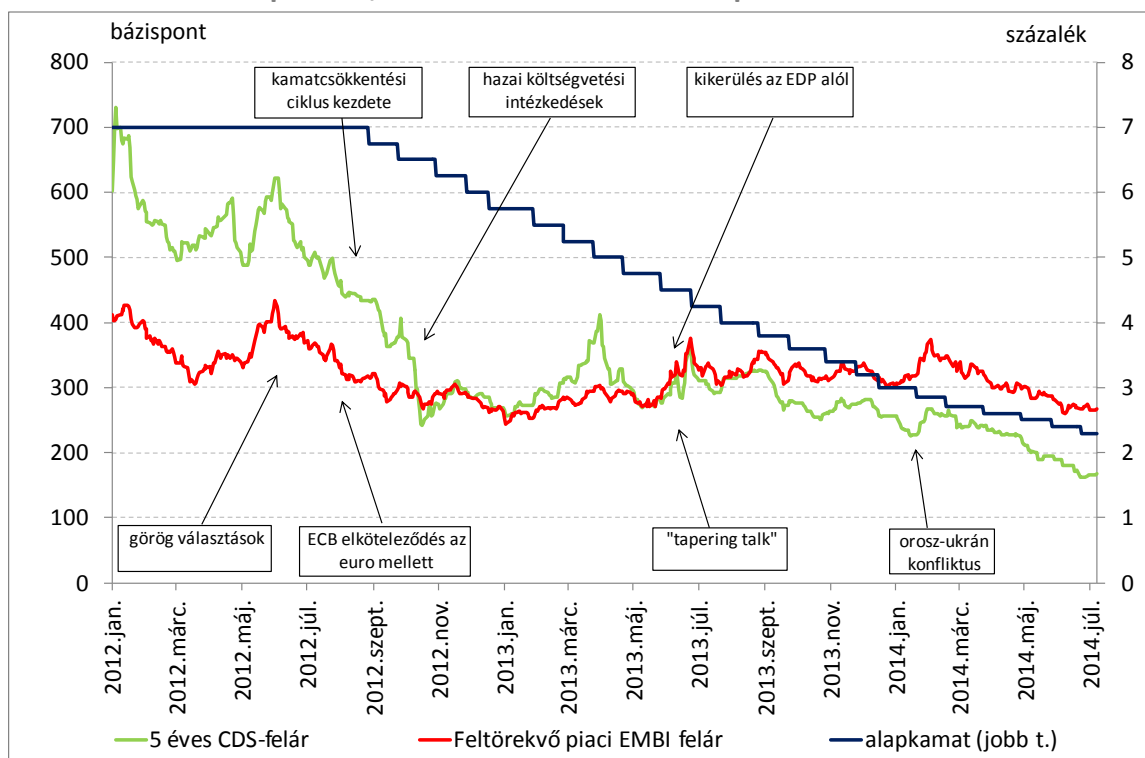
1.1. 2012 nyarán a nemzetközi kockázati megítélés fokozatos javulása és a fejlett országok jegybankjainak tartósan laza monetáris politikája lehetővé tette a kamatcsökkentési ciklus megindítását, miközben a hazai tényezők, köztük a fiskális politika területén megvalósított fordulat tovább növelte a monetáris politika mozgásterét.

A kamatcsökkentési ciklus első felében a mozgásteret a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság erősödése, majd az országspecifikus tényezők teremtették meg. A kamatlépések megindítását megelőzően a nemzetközi kockázatvállalási hangulat alapvetően az eurozóna felől érkező megnyugtató hírek miatt látványosan javult. A 2012 elején még bizonytalan piaci megítélés a görög választások, a spanyol bankmentő csomag és leglátványosabban a július végi EKB szóbeli intervenció (Mario Draghi: „Whatever it takes”) következtében számottevően javult. Ezzel összhangban a feltörekvő piaci eszközöktől elvárt prémium nagyot esett (az EMBI felár bő 100 bázispontot), amelyet a magyar kockázati felár csökkenése is lekövetett. 2012. június elejétől augusztus végéig tartósan és érdemben, összesen 200 bázisponttal csökkent a hazai CDS felár.

Emellett a 2010 után erősödő fiskális fegyelem is alapvetően hozzájárult ahhoz, hogy a hazai kockázati megítélés fokozatosan mérséklődve elérte a feltörekvő piaci átlagot. A költségvetési kiigazítások eredményeként az EDP módszertan szerinti hiány 2012-ben a GDP 2,1 százalékára mérséklődött, mely jelentős csökkenés a 2002-2009 közötti időszakhoz képest, amikor átlagosan több mint 6,5 százalék volt a költségvetés hiánya. Az államadósság szintén csökkenő pályára állt, amellyel párhuzamosan elkezdődhettek a gazdaságösztönző reformok is, melyek elsősorban a munkapiaci aktivitás bővítésére és a gazdaság hosszú távú növekedésének erősítésére fókuszáltak (munkát terhelő adók jelentős csökkentése, az aktivitás ösztönzése és a KKV szektor adóterhelésének mérséklése).

A ciklus második felében a kockázati megítélést illetően már inkább a hazai, majd 2014-től már a nemzetközi tényezők is támogatták az MNB kamatcsökkentéseit. 2013 közepén a Federal Reserve mennyiségi lazításának leállításával kapcsolatos piaci várakozások hatására a globális kockázatvállalási hajlandóság látványosan romlott, azonban ezt az országspecifikus tényezők nagyrészt ellensúlyozni tudták. A sérülékeny feltörekvő országokhoz képest számottevően kedvezőbb – 2009 óta pozitív és éppen 2013-tól a GDP 6 százaléka fölött stabilizálódó – nettó finanszírozási képesség mellett az EU-s túlzott-deficiteljárás megszüntetésének eredményeként a hazai kockázati megítélés is tovább tudott javulni. Bár a javuló tendencia 2014 elején az orosz-ukrán konfliktus következtében átmenetileg megtorpant, 2014 közepére a fejlett jegybankok felől érkező újabb impulzusok hatására ismét kedvezőbbé váló nemzetközi piaci hangulatban a válságot megelőző szintekre javult Magyarország kockázati felára. Mindez lehetővé tette a historikusan alacsony, 2,1 százalékos jegybanki kamatszint elérését.

1. ábra: Az MNB alapkamat, illetve hazai és feltörekvő piaci kockázati felárak alakulása

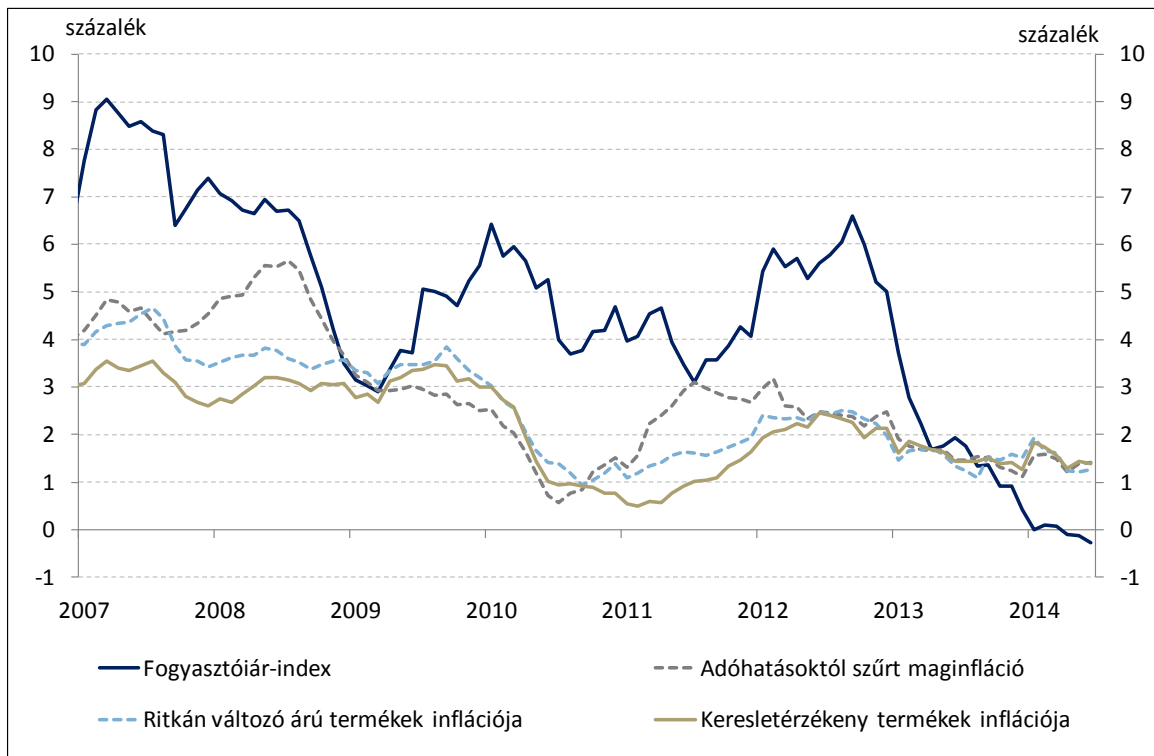


1.2. A visszafogott belső fogyasztás, a kedvező nemzetközi tényezők, az egyre fegyelmezettebbé váló kormányzati politikák és a fokozatosan mérséklődő inflációs várakozások egyaránt támogatták az erős hazai dezinflációt.

A kamatcsökkentési ciklus kezdetén az infláció 6 százalék közelében volt. A jegybanki célt érdemben meghaladó árszínvonal emelkedés háttérében azonban többnyire egyedi, átmeneti hatások álltak. Ezen hatások kifutásával 2013 elejétől erős dezinflációs periódus kezdődött, ahol az infláció már a külső és hazai tényezők széles körének következtében tartósan 3 százalék alatt alakult. Az indirektadó-emelések, illetve a kedvezőtlen időjárás miatt emelkedő élelmiszerárak hatását kiszűrve 2012 második felében az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók mérséklődő inflációs környezetet valószínűsítettek. A 2013 elejétől kezdődően megfigyelt jelentős dezinfláció több – gyakran egymás hatásait erősítő – tényező együttesének a következménye. A korábbi indirektadó-emelések bázisból való ki-esése, illetve a szabályozott árak több lépcsőben végrehajtott csökkentése számottevően mérsékeltek a kormányzati intézkedésekből adódó közvetlen inflációs hatásokat. Emellett a gazdaságban jelenlévő érdemi szabad kapacitások következtében a reálgazdaság felől jelentkező inflációs nyomás általánosan mérsékelte maradt, miközben a mérséklődő globális inflációs folyamatok is támogatták a hazai dezinflációt. Ezen hatásokkal összhangban az inflációs alapfolyamat mutatók 2013 folyamán fokozatosan mérséklődtek, és azóta is tartósan alacsony szinteken alakulnak. Az alacsony inflációs környezet fenntarthatóságát támogatták a tényinfláció csökkenésével párhuzamosan mérséklődő inflációs várakozások. A jegybanki céllal összhangba kerülő inflációs várakozások a bérdinamika alkalmazkodásán

keresztül mérséklük a munkapiaci oldalról megjelenő inflációs nyomást, tovább növelve a monetáris politika mozgásterét.

2. ábra: Az infláció és az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók alakulása

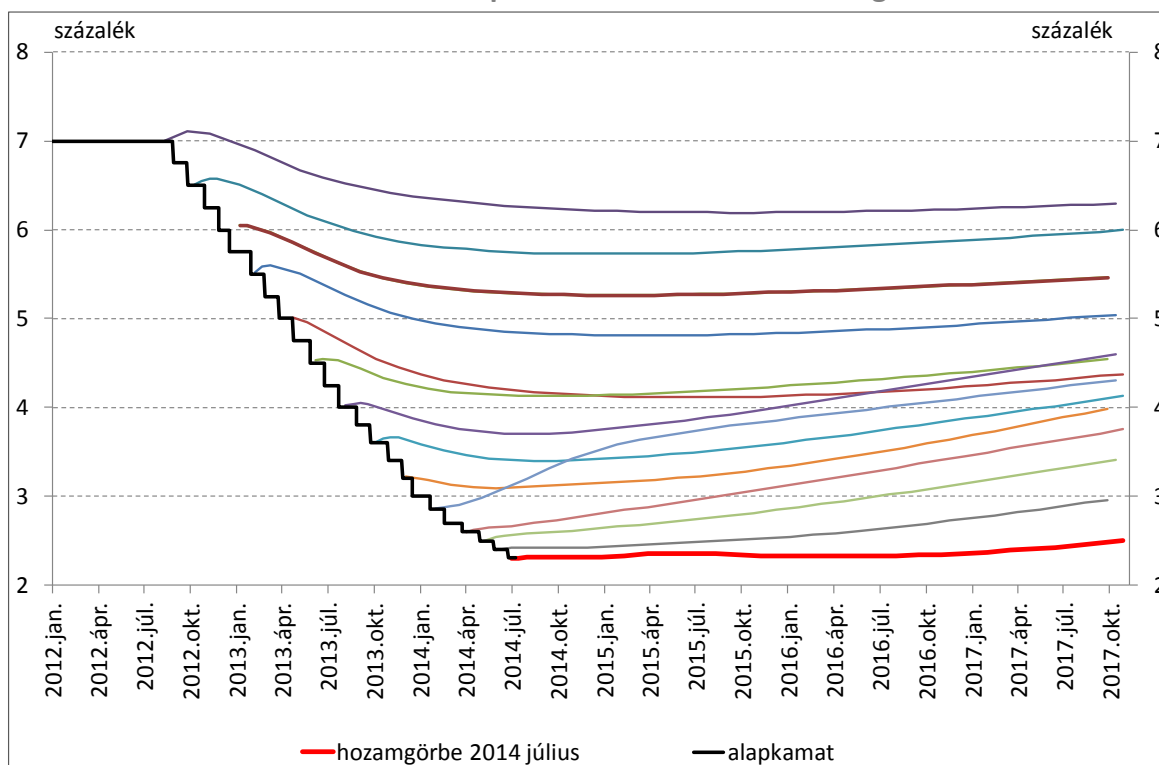


2. A KAMATCSÖKKENTÉS HATÁSÁRA MÉRSÉKLŐDTEK A MAGAS ADÓSSÁGGAL RENDELKEZŐ GAZDASÁGI SZEREPLŐK TERHEI, AMI HOZZÁJÁRULHAT AZ ÁRSTABILITÁS ÉS KIEGYENSÚLYOZOTT NÖVEKEDÉSI SZINT ÚJBÓLI ELÉRÉSÉHEZ

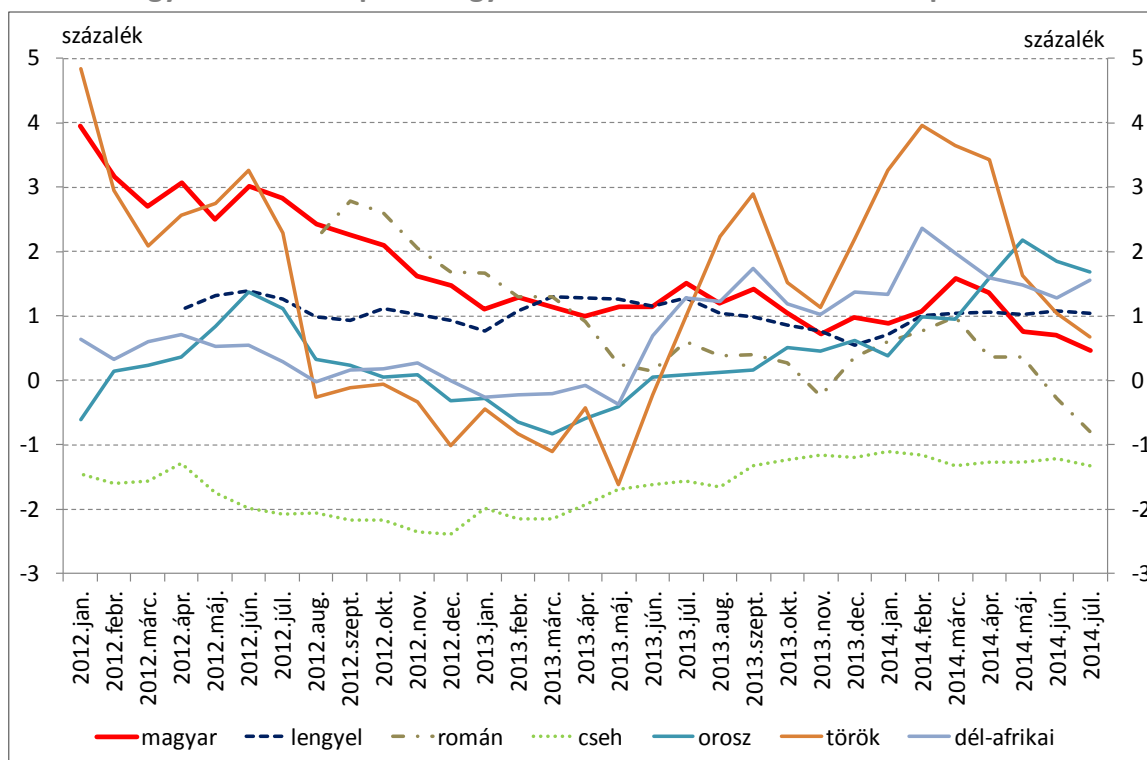
2.1. A csökkenő alapkamat a banki hitelkamatokon keresztül mérsékelte a vállalati és lakossági kamatterheket, tompítva a válságot követő mérlegkiigazítási kényszerből adódó reálgazdasági terheket.

A kamatcsökkentés a hozamokban fokozatosan és a piac által fenntarthatónak tekintett módon érvényesült, de feltörekvő piaci összevetésben továbbra is átlagos, pozitív reálkamatot biztosít a megtakarítók számára. A kis lépésekben végrehajtott kamatcsökkentések piaci hozamokba történő fokozatos beárazódása, és a kamatcsökkentési ciklus végére ellaposodó hozamgörbe azt jelzi, hogy a piaci szereplők a jegybanki inflációs céllal tartósan összhangban lévőnek tekintik a kamatkörnyezetet. A hosszabb lejáratú hozamok csökkenését a mérséklődő inflációs várakozások, a fegyelmezett fiskális politika és a számottevően javuló külső egyensúlyi folyamatok egyaránt támogatták, miközben a nemzetközi kockáztvállalási hajlandóság alakulása, két megingást (2013 közepe és 2014 eleje) leszámítva, szintén segítette. A kamatcsökkentési ciklus eredményeként a csökkenő inflációs környezetben a hazai reálkamatok - a nemzetközileg is mérséklődő kamatkörnyezettel összhangban - mérséklődtek, ám feltörekvő piaci összehasonlításban jelenleg a középmezőnyben találhatók.

3. ábra: Az MNB alapkamat és a bankközi hozamgörbe

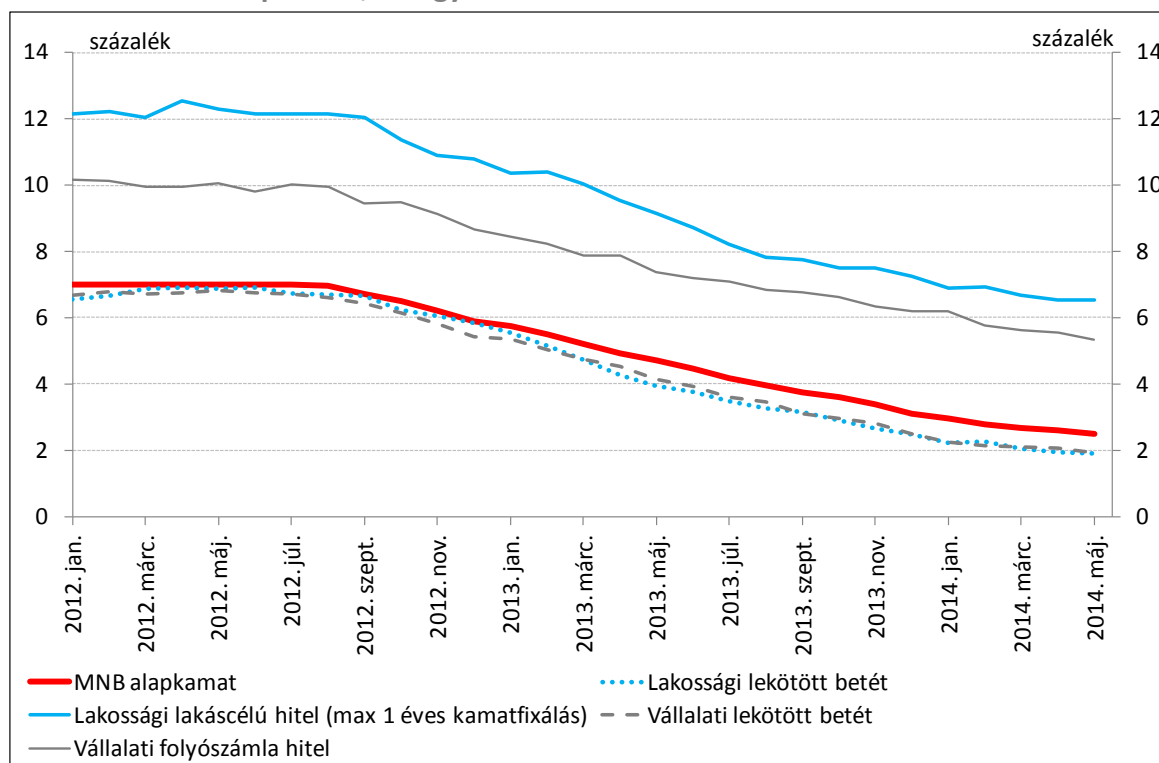


4. ábra: Egyes feltörekvő piacok egyéves inflációs várakozásokon alapuló reálkamata



Az alapkamat csökkentése mérsékelte a banki kamatokat. A csökkenő kamatterhek segítették a termelőkapacitások megőrzését és támaszt nyújthattak a gazdasági kilábaláshoz, ezzel támogatva a jegybanki inflációs cél középtávú elérését. A jegybanki irányadó kamat csökkentése a rövid pénzpiaci hozamok befolyásolásán keresztül a meghatározó lakossági és vállalati banki termékekben hasonló nagyságrendű, 450-550 bázispont körüli kamatcsökkenést eredményezett. Bár ez a 2008/2009-es válság következményeként nem járhatott a monetáris politika klasszikus transzmissziós mechanizmusa által diktált hitelezési élénküléssel, azonban a lazítási ciklus a magánszektor hitelterheit több százmilliárd forinttal csökkentette, ezzel megakadályozta a mérlegkiigazítás időszakában a hitelállomány, a fogyasztás és a beruházás további drasztikus zuhanását. A referencia árazás miatt a banki termékek kamataira is folyamatos hatással van az alapkamat óvatosabb ütemű mérséklése is, így a kamat és a hitelcsatorna működése szempontjából az egyes 10 bázispontos csökkentéseknek is van gazdasági hatása. A ciklus minden lépése segített elkerülni a gazdaság hosszabb távú termelési potenciáljának tartós sérülését és ezzel egy esetleges elhúzódó defláció veszélyének a kialakulását, egyúttal támaszt biztosítva a gazdasági növekedésnek.

5. ábra: Az MNB alapkamat, ill. egyes forint hitel és betét termékek kamatának alakulása



A kétéves kamatcsökkentési ciklus mellett, hogy mérsékelte a jegybanki inflációs cél alullovésének mértékét, mintegy 1,1 százalékkal emelte a gazdasági kibocsátás szintjét. A jegybanki kamatváltozások némi késleltetéssel jelentkeznek az árakban (jellemzően 1 év elteltével), így a kamatcsökkentési ciklus hatása még a jövő évi inflációban is érzékelhető lesz. Az éves átlagos infláció értékét tavaly 0,4, idén pedig mintegy 1 százalékponttal emelhetette meg a kamatcsökkentési ciklus. A kamatcsökkentések nélkül az idei infláció számottevően negatív tartományba (-1 százalék közelébe) süllyedhetett volna. A csökkenő jegybanki alapkamat másrészt a fogyasztás és a beruházások dinamikájának fokozatos javulását is segítette. A kamatcsökkentési ciklus megkezdése óta a magyar gazdaság ár- és költség alapú versenyképessége kedvezőbben alakult a régiónál. Ez az export élénkülésén keresztül szintén hozzájárulhatott a gazdasági növekedés beindulásához. E hatások eredményeként a jegybank makrogazdasági modellje alapján a kamatcsökkentések az elmúlt két évben összességében mintegy 1,1 százalékponttal emelték a gazdasági növekedést.

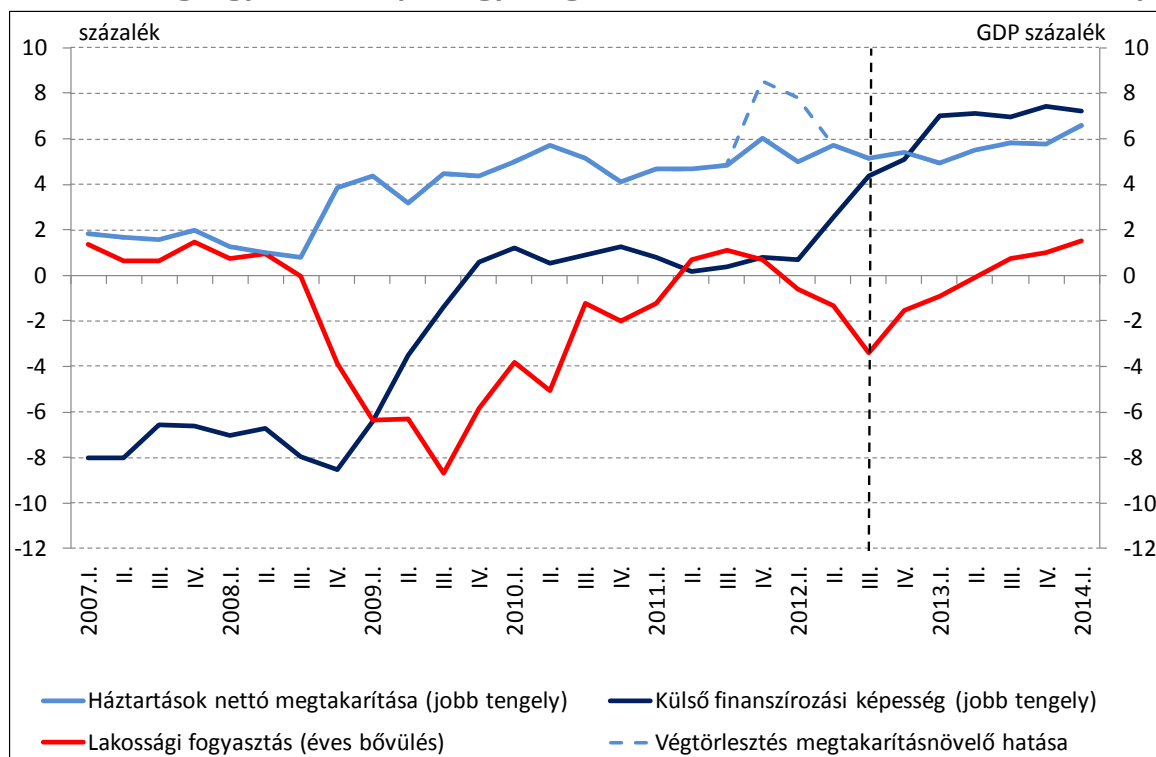
1. táblázat: Kamatcsökkentési ciklus hatása az inflációra és a GDP szintjére¹

Időszak	Infláció (százalékpont)	GDP szint (százalék)
2012. 2. félév	0,0	0,1
2013	0,4	0,5
2014	1,1	1,1

¹ Az egyes időszakokra az átlagos hatás. A kamatcsökkentési ciklus makrogazdasági hatásainak számszerűsítését az aktuális előrejelzői modellünkkel (MPM modellel) végeztük.

A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása a kamatcsökkentések ellenére tovább emelkedett. A jelentős mértékű megtakarítás révén csökkenhet a külföldi ráutaltság, míg beruházások forrásul szolgálva a gazdasági növekedés fokozásával segítheti a külső adósság mérséklődését. A magyar háztartások esetében nem érvényesült a klasszikus transzmissziós mechanizmus: a kamatcsökkentések érdemben nem módosították a háztartások fogyasztási megtakarítási döntéseit, így a lakossági megtakarítások folyamatosan magas szinten alakultak. A mérséklődő hitelkamatok ellenére a lakosság hitelfelvételi kedve – vélhetően a hitelekkel kapcsolatos múltbeli rossz tapasztalatok, illetve a devizaadósság miatti további mérlegalkalmazkodási kényszer miatt – továbbra is alacsony. A fogyasztás dinamikájának 2012 közepe óta tartó fokozatos javulását nem a válság előtt jellemző, és a külső sérülékenység szempontjából igen kedvezőtlen eladósodás okozza, hanem az alacsony infláció, a személyi jövedelemadó rendszer átalakítása, illetve az emelkedő foglalkoztatottság következtében bővülő reáljövedelmek hatása. A pénzügyi eszközök felhalmozásánál több tényező is ellensúlyozhatta a betéti kamatok csökkenéséből elvileg következő megtakarítás-csökkenést. Egyrészt a lakosság pénzügyi eszközei a végtörlesztési programban résztvevők esetében jelentősen csökkentek, így ezen háztartások a korábban elért pénzügyi követeléseik visszaépítése érdekében emelheték megtakarítási hajlandóságukat. Másrészt a magasabb jövedelem-növekedés miatt a GDP-arányos megtakarítások is tovább emelkedhettek. Végül a hosszabb távú megtakarítások adókedvezménye, a válság éveiben bizonytalanabbá váló növekedési kilátások, valamint a demográfiai folyamatok egyaránt erősíthették az öngondoskodási és előtakarékossági motívumokat.

6. ábra: A lakosság fogyasztása és pénzügyi megtakarítása, illetve a külső finanszírozási képesség

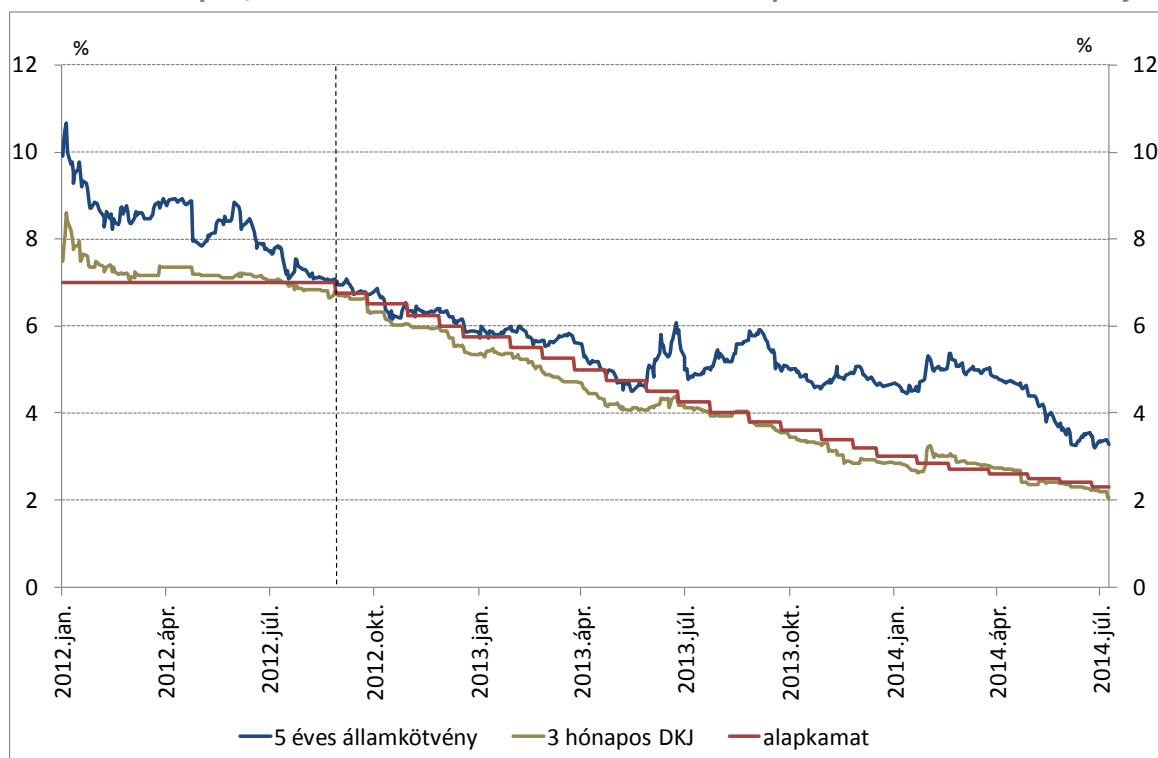


A csökkenő kamatszint ellenére tartósan nagymértékű az ország külső finanszírozási képessége, mely csökkentőleg hat a kockázati prémiumra. A kamatcsökkentés nem járt az import érdemi emelkedésével, így a külkereskedelmi egyenleg romlásával sem. A hozamgörbe lefelé tolódott a hiteles jegybanki és a fiskális konszolidációs program hatására, így a forintadósság finanszírozási költségei is csökkentek. Az alacsonyabb forint-kamatkiadások a jövedelemegyenleg hiányát is mérsékelhették, és így a külső egyensúly javulását is támogatták. Az elmúlt időszakban – a historikusan magas finanszírozási képességnek köszönhetően – az ország sérülékenysége szempontjából kiemelten fontos adósságmutatók is csökkentek, ami a kockázati prémium mérséklődésében is szerepet játszhatott.

2.2. A forint állampapírpiazi hozamgörbe fokozatos süllyedése és a forint finanszírozás irányába történő elmozdulás egyszerre tette olcsóbbá és biztonságosabbá az államadósság finanszírozását, és egyben javította az MNB eredményét is.

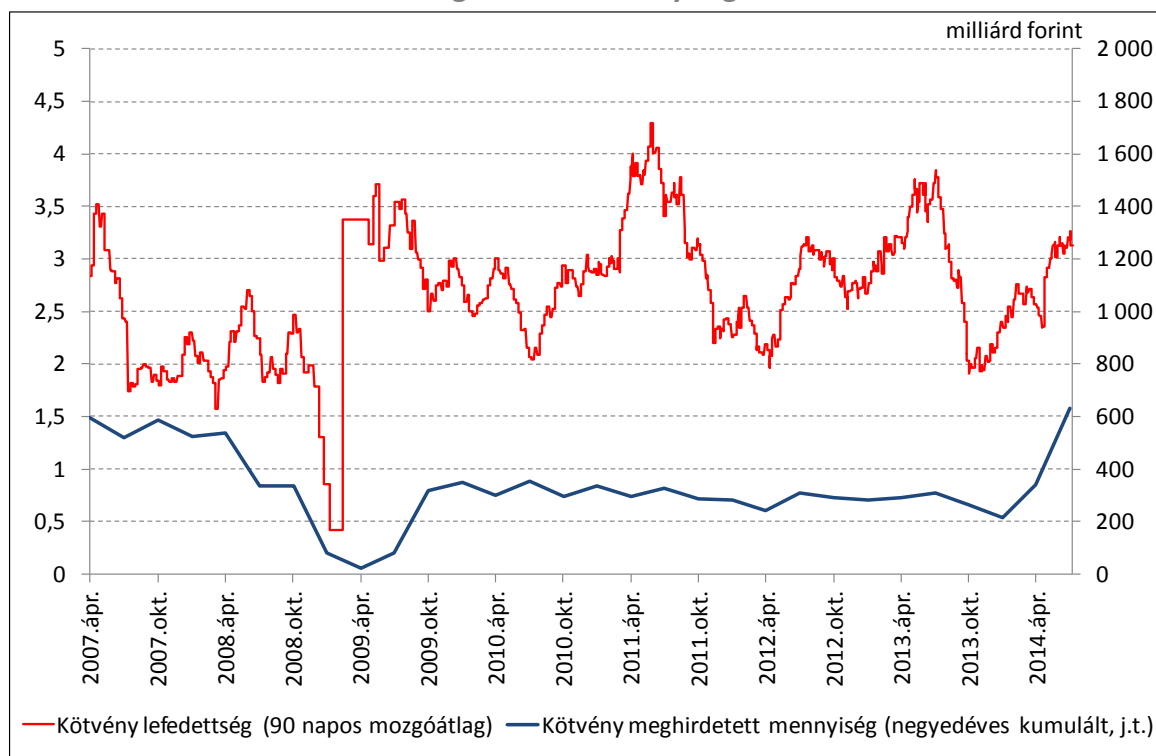
Az állampapír-piaci hozamok a kamatcsökkentési ciklus kezdete óta jelentősen mérséklődtek, ami az állam kamatkiadásainak már rövidtávon is jelentkező, de hosszútávon még erőteljesebb csökkenését okozza. Az állampapír referencia hozamok átlagosan 390 bázisponttal mérséklődtek a ciklus eleje óta: az egy évnél rövidebb hozamok jelentős mértékben, 400-460 bázisponttal, a hozamgörbe hosszú vége 280-370 bázisponttal csökkent. A hozamcsökkenés kamatkiadásokat mérséklő hatása előbb a rövid futamidejű és az éppen kibocsátott hosszabb futamidejű papíroknál, valamint a változó kamatozású eszközöknél, majd évről évre az adósság mind nagyobb részénél érvényesül, tehát több éves időhorizonton megy végbe. Egy év alatt az adósságnak körülbelül az egyharmada, 3 év alatt az 55 százaléka árazódik át, míg 90 százalékos átárazódás kilenc év alatt következik be. A GDP-arányos kamatkiadások 2012 óta 0,2 százalékponttal, azaz több mint 60 milliárd forinttal csökkentek és a következő években további jelentős mérséklődés várható. Teljes átárazódást, tartósan alacsony hozamszintet, változatlan adósságszerkezetet és forint árfolyamot feltételezve a kamatcsökkentési ciklus hosszú távú hatása évente több mint 1 százalékponttal, azaz 300 milliárd forintot meghaladó mértékben mérsékelheti a költségvetés GDP-arányos kamatkiadásait.

7. ábra: A 3 hónapos, az 5 éves referencia hozamok és az alapkamat alakulása 2012 eleje óta

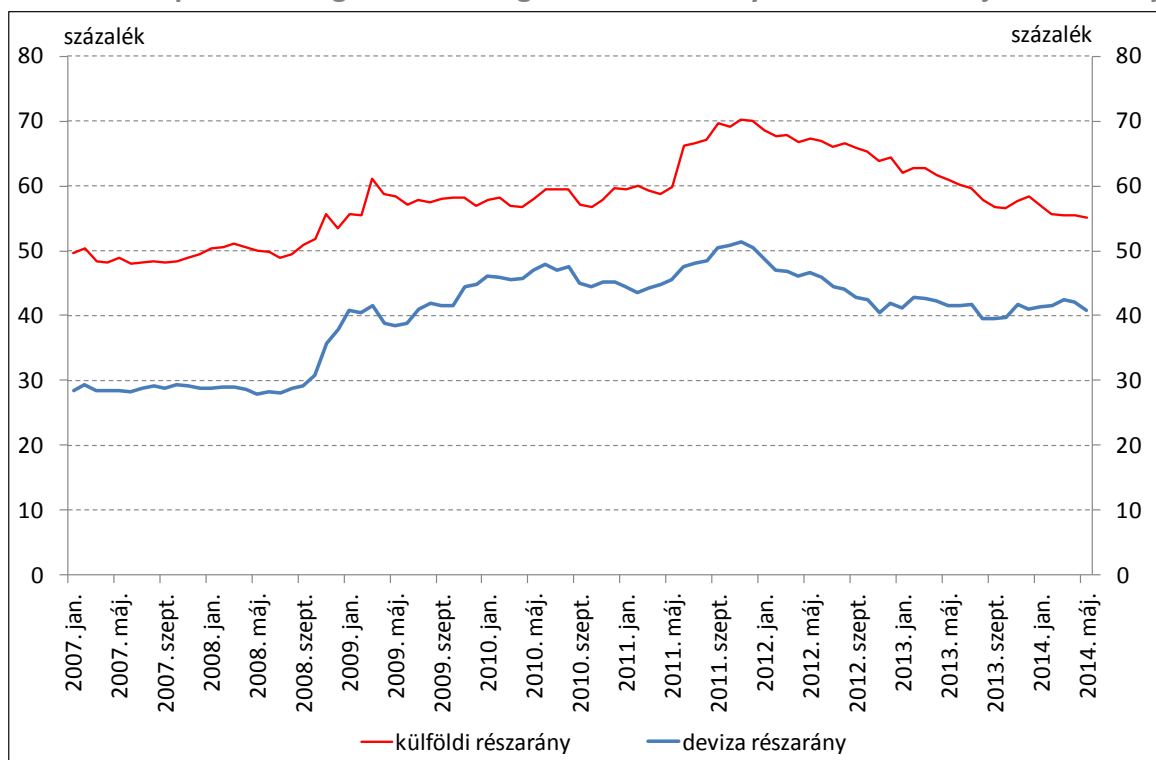


A forint finanszírozás felé való elmozdulás, melyet az MNB önfinszírozási programja is támogat, biztonságosabbá teheti a refinanszírozást, és ezáltal tovább mérsékli a kockázati prémiumot. A válság során megfigyelt állampapír-kibocsátási feszültségekkel szemben az elmúlt évek során már stabil lefedettség és kibocsátási mennyiségek jelezték a hazai állampapírok javuló piaci megítélését. 2012-től kezdve a sérülékenység további csökkenését jelentette, hogy a külföldi rezidensek tulajdonában lévő államadósság aránya a korábbi emelkedő tendenciával szemben a 70 százalékos maximumról dinamikusan, két év alatt mintegy 15 százalékponttal mérséklődött. Ugyancsak az állampapírpiaci hozamok stabilitását segítette a külföldi befektetők átrendeződése, mely során az utóbbi években nagyobb arányban jelentek meg a biztonságosabb finanszírozást nyújtó végbefektetők. Az időszak legvégén, 2014 tavaszától pedig az MNB önfinszírozási programja és az ÁKK módosított finanszírozási tervének eredményeként erőteljesen megugrott a forint kötvény alapú finanszírozás mértéke, ami hosszabb távon a belföldi források nagyobb szerepe miatt szintén növeli a piacok stabilitását.

8. ábra: Az Államadósság Kezelő Központ kötvényaukcióinak lefedettsége, meghirdetett mennyiségei

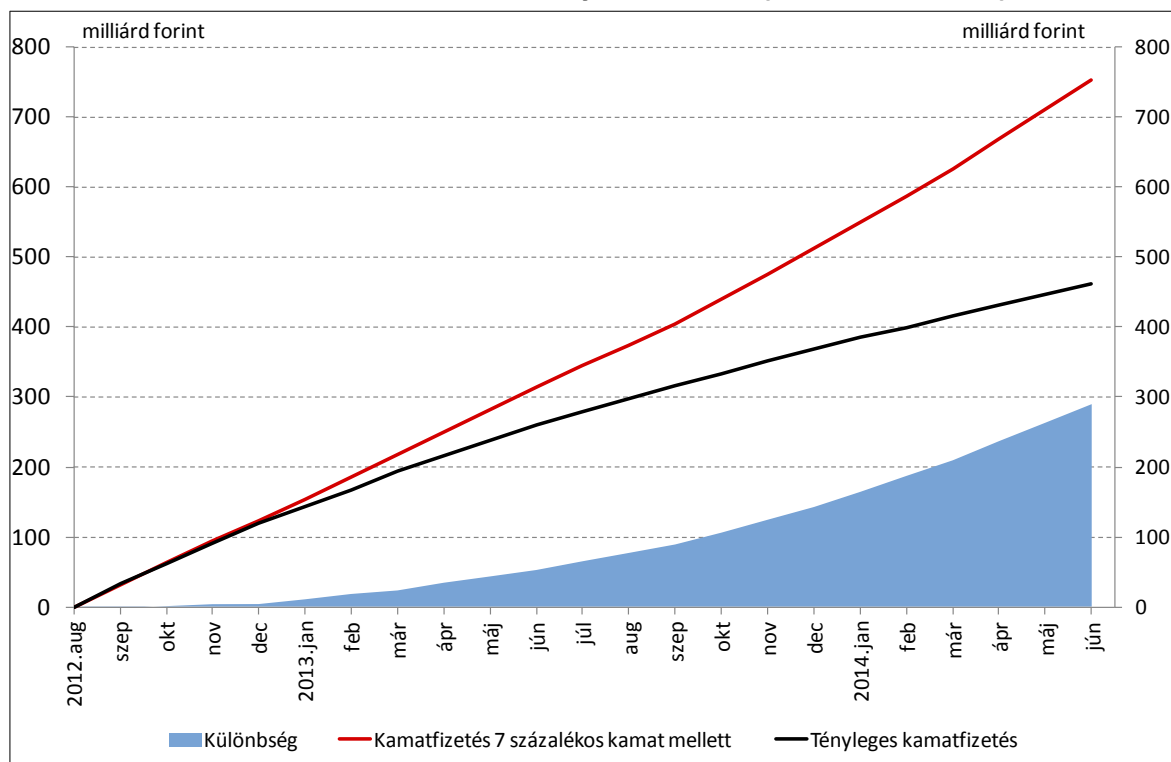


9. ábra: A központi költségvetés adósságának devizaránya és külföldi tulajdonosi aránya



A mérséklődő kamatkörnyezet következtében eddig összesen mintegy 280 milliárd forinttal javult az MNB eredménye is, ezzel mérsékelve a konszolidált államháztartás finanszírozási terheit és kockázatait. Az irányadó kamat csökkentése javította az MNB eredményét: két év alatt a jegybank kamatkiadásai mintegy 280 milliárd forinttal lettek volna nagyobbak változatlan kamatszint esetében (10. ábra). A kamatcsökkentés közvetlenül mérsékli a jegybank kamatkiadásait, hiszen a kéthetes irányadó eszközre az MNB kisebb kamatot fizet, illetve fékezőleg hat az irányadó eszköz állományára is és mérsékli a vállalatihitel-ösztönző Növekedési Hitelprogram költségeit is. A kamat csökkentése ugyanakkor közvetett módon is hat a sterilizációs állományra, és így a jegybanki eredményre. Egyrészt a kisebb alternatívaköltsége miatt nő a kamatmentes jegybanki forrást jelentő készpénz kereslete, amely ugyancsak csökkenti a kamatozó kéthetes kötvény állományát. Másrészt a betéti kamatok csökkenése jelentős portfólió-átrendezésre sarkallta a lakosságot: az emelkedő állampapír-vásárlással és a bankbetétek csökkenésével szintén mérséklődik a bankrendszer likviditásfeleslege és kötelező tartaléka, amit a növekvő állampapír-kibocsátás miatt emelkedő kormányzati betét ellensúlyoz. Ez a folyamat továbbá azt is lehetővé teszi, hogy az állam – az önfinanszírozásra történő erőteljesebb támaszkodással – a korábban jellemzőnél nagyobb mértékben finanszírozza magát forintból, ami a lejáró devizakötvényhez szükséges konverzió miatt javíthatja az MNB árfolyam-eredményét is.

10. ábra: Az MNB forint kamatkiadása – sterilizációs állományon, kötelező tartalékon és kormányzati betéten (kumulált értékek)

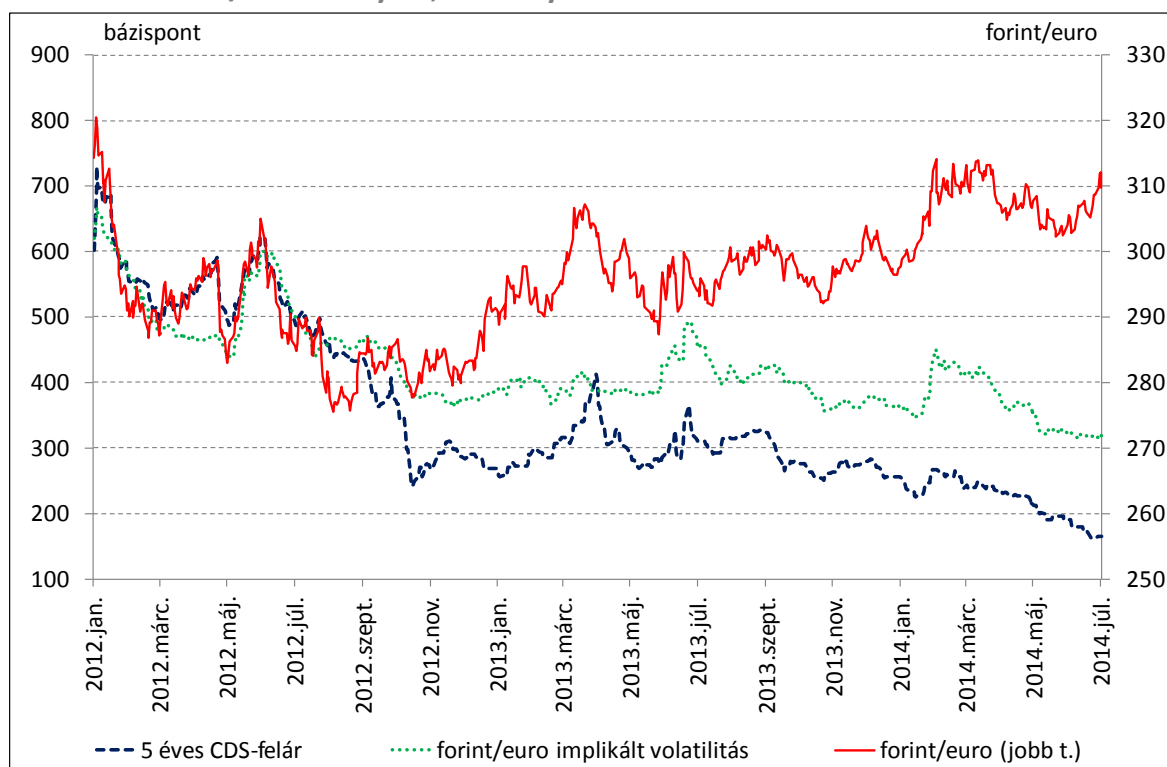


2.3. A kedvező kockázati megítélés következtében a kamatcsökkentés a forint árfolyamának csak az inflációs céllal összeegyeztethető mértékű és pénzügyi stabilitási kockázatokat nem okozó leértékelődésével járt együtt.

Az árfolyam leértékelődés ellenére az elmúlt időszakban az importált javakon keresztül nem jelentkezett érdemi inflációs nyomás. Ez egyrészt a globálisan is kedvező inflációs folyamatokra vezethető vissza, másrészt a válság óta csökkenhetett az árfolyamgyengülés fogyasztói árakban való begyűrűzése. Ez utóbbiban szerepet játszhatott a tartósan gyenge kereslet, emellett a gazdasági szereplők inflációs várakozásainak fokozatos alkalmazkodása is. Végül az elmúlt években a begyűrűzés gyengülése irányába hatott, hogy az árhatósági magatartás megváltozása miatt az árfolyamgyengülések árnövelő hatásai a lakossági energiaárakban nem jelentek meg.

A hazai kamatkülönbözet mérséklődése ugyan részben hozzájárulhatott a forint euróval szembeni árfolyamának emelkedéséhez, azonban a kamatcsökkentések fokozatossága és az előretekintő kommunikáció miatt ez a hatás fokozatosan, a volatilitás növekedése nélkül érvényesült. A forint euróval szembeni leértékelődéséhez az elmúlt két évben a nemzetközi kamatparitási szabályszerűségek alapján részben hozzájárulhatott a hazai kamatcsökkentési ciklus is, mivel az átlagos nemzetközi kamatszint mérséklődésénél valamivel gyorsabb ütemben zajlott. Ugyanakkor az árfolyam gyengülése az árfolyamvolatilitás és a kockázati mutatók trendszerű csökkenése mellett következett be.

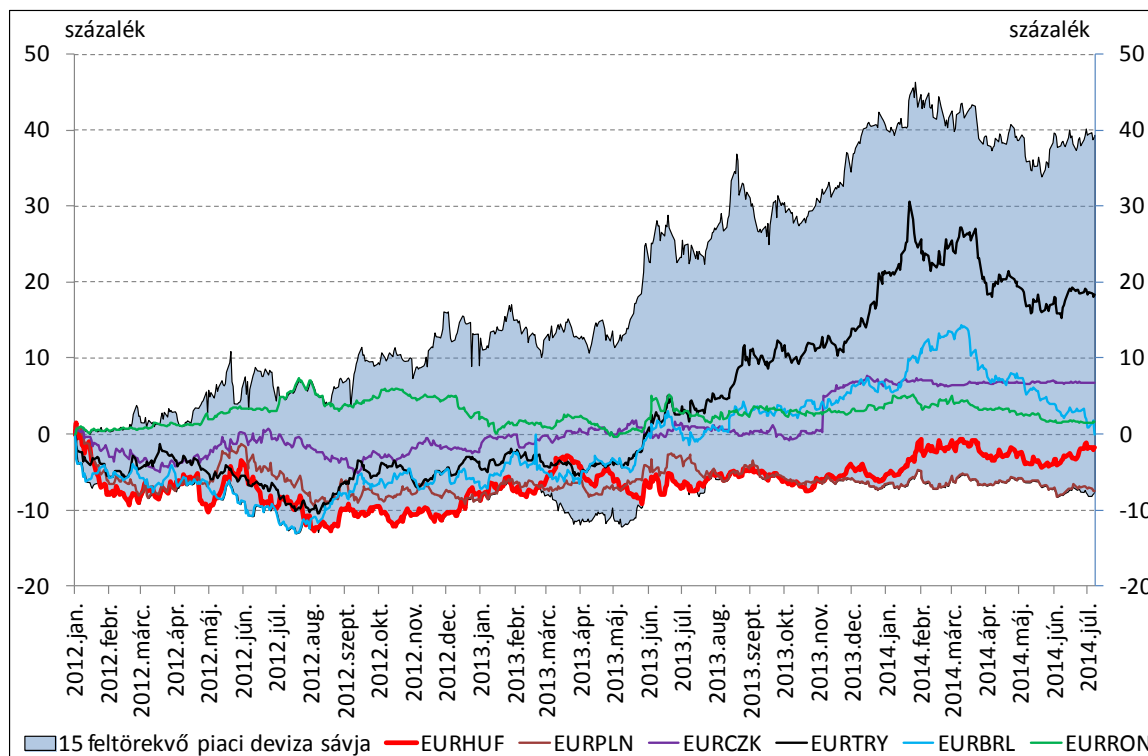
11. ábra: A forint/euro árfolyam, az árfolyam volatilitása és az 5 éves CDS-felár alakulása



Megjegyzés: A CDS-felár 2012 őszi eséséhez az európai fedezetlen CDS szabályozás is hozzájárulhatott. Az árfolyam 1 éves implikált volatilitása az ábrázolhatóság érdekében mértékegység nélkül szerepel

Azaz a fokozatos és óvatos kamatlépések, valamint a jegybank előretekintő kommunikációja biztosította, hogy a kamatcsökkentési ciklus piaci zavarok és a pénzügyi stabilitás veszélyeztetése nélkül menjen végbe. Az árfolyamban és a kockázati megítélésben történt megingások nagyrészt az MNB-től független nemzetközi és hazai tényezőkhöz kapcsolódtak (a Federal Reserve mennyiségi lazítása, geopolitikai feszültségek, illetve a devizahitel szerződések körüli bizonytalanság). Összességében azonban elmondható, hogy a forint szélesebb feltörekvő piaci kontextusban a legstabilabb devizák közé tartozott az elmúlt két évben.

12. ábra: A feltörekvő piaci devizaárfolyamok alakulása 2012 elejétől (százalékos változás)



3. KAMATCSÖKKENTÉSI CIKLUS LEZÁRÁSÁT KÖVETŐEN A TARTÓSAN ALACSONY KAMATSZINT TÁMOGATHATJA AZ INFLÁCIÓS CÉL ELÉRÉSÉT ÉS EGYBEN A STABIL GAZDASÁGI NÖVEKEDÉST

3.1. A fejlett és régiós országok jegybankjainak várható lépései alapján a tartósan alacsony kamatkörnyezet fenntartása illeszkedik a nemzetközi környezet alakulásához.

A jelenlegi információk alapján az inflációs és reálgazdasági kilátások a tartósan alacsony hazai kamatkörnyezet fenntartását indokolják. A magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az inflációs környezet tartósan mérsékelt maradhat. Előretekintve a hazai reálgazdasági környezet csökkenő mértékben, de továbbra is deflációs hatású. Összességében az árstabilitás középtávú elérése tartósan laza monetáris kondíciókat igényel.

A fejlett országok és a régió jegybankjainak várható lépései alapján nemzetközi szinten is huzamosabb ideig alacsony kamatkörnyezet valószínűsíthető, ami támogatja a jelenlegi alacsony kamatszint tartós fenntartását. A Federal Reserve esetében a következő év közepéig nem várható az alapkamat emelése, az Európai Központi Bank és a japán jegybank pedig valószínűleg még ennél is tovább nulla százalékos közelében tartja irányadó rátáját. Hasonlóan, a laza monetáris kondíciók fenntartása várható a régióban. A cseh jegybank a nulla alsó korlátot elérve már devizapiaci intervenció eszközével lazít, és a lengyel jegybank esetében is tartósan laza monetáris kondíciókra számítanak a piaci szereplők. A huzamosabb ideig alacsony nemzetközi kamatkörnyezet és az alacsony inflációs környezet mellett a forintszekők tartósan alacsony MNB alapkamat mellett is vonzóak maradhatnak a reálkamat alakulása miatt.

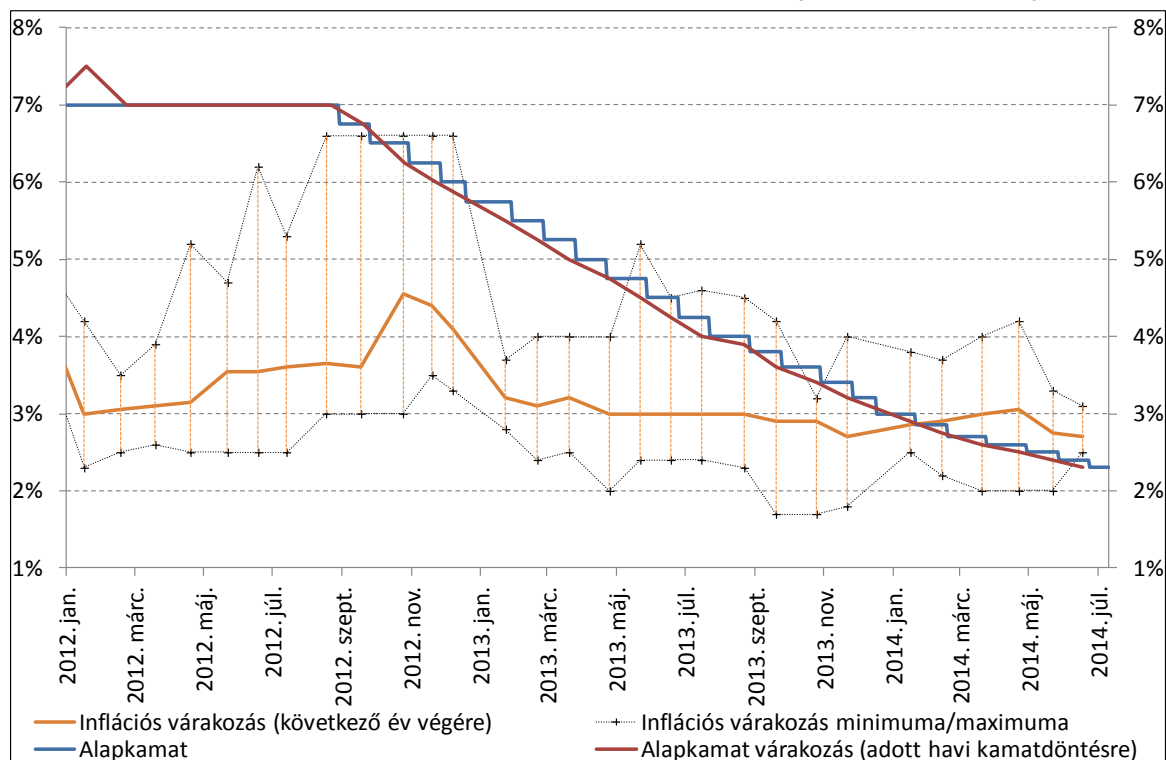
Az inflációs cél elsődlegessége mellett a Monetáris Tanács figyelembe veszi a reálgazdaság helyzetét és tekintettel van a pénzügyi stabilitási megfontolásokra is. Az utóbbi két évben folyamatosan javuló hazai kockázati felárak, valamint az ország külső sérülékenységének javulása segítettek abban, hogy a kamatcsökkentési ciklus ne hordozzon pénzügyi stabilitási kockázatot. Kockázati mutatóink jelenlegi kedvező alakulása szintén hozzájárul az alacsony kamatszint fenntarthatóságához. Azonban a globális pénzpiaci hangulat esetleges jövőbeli romlása hazánk kockázati megítélését is kedvezőtlenül érintheti. A kockázati megítélés változatlanlansága mellett lehetőség van a tartósan alacsony kamatszint fenntartására.

3.2. A piaci és elemzői várakozások alapján is hiteles a monetáris politika horizontján a tartósan alacsony kamatkörnyezet, az átmeneti negatív inflációs környezetet követően fokozatosan közelítünk a 3 százalékos inflációs célhoz.

A piaci és elemzői várakozások alapján is hiteles a monetáris politika horizontján a tartósan alacsony kamatkörnyezet, az átmeneti negatív inflációs környezetet követően fokozatosan közelítünk a 3 százalékos inflációs célhoz. Annak ellenére, hogy a piaci szereplők a

kamatcsökkentés megindítását követően eleinte még növelték a monetáris politika horizontjára vonatkozó inflációs várakozásaikat, azok a kamatcsökkentési ciklus döntő részében a jegybanki 3 százalékos cél közelében alakultak, csökkenő szórás mellett. Természetesen a csökkenő inflációs várakozásokban egyszeri árszintcsökkentő tételek (így a szabályozott árak mérséklése) is szerepet játszottak, de a kamatcsökkentési ciklus végéhez közeledve, amikor előretekintve ezek már nem hatnak az előrejelzésekre, továbbra is jól horgonyoztak az inflációs várakozások.

13. ábra: A piaci elemzők következő év végi inflációra és az aktuális kamatdöntésre vonatkozó várakozása (Reuters felmérés)



Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció 2015 végétől ismét a 3 százalékos középtávú céllal összhangban alakulhat. A fent említett folyamatok következtében az infláció 2014 júniusára -0,3 százalékra mérséklődött, és a következő negyedévekben a gazdaságban jelen lévő kihasználatlan kapacitások, a laza munkapiac következtében mérsékelt bérdinamika, a visszafogott importált infláció és az idei év újabb hatóságiár-csökkentései révén az infláció alacsony maradhat. A tartósan cél alatt alakuló infláció elősegíti az inflációs várakozások mérséklődését, ami hozzájárulhat az árstabilitás középtávú fennmaradásához. Az infláció a fogyasztási kereslet fokozatos élénkülésével párhuzamosan emelkedhet, és ezáltal 2015 második felétől a 3 százalékos cél közelében alakulhat. Ez az inflációs pálya tartósan laza kamatkondíciók mellett érhető el.