

## Dr. Kandrás Csaba: Kamatdöntések egy külső tag szemével<sup>1</sup>

**Egy éve jelent meg a Magyar Nemzeti Bank kommunikációs gyakorlatában az előretekintő iránymutatás, amely a várakozások orientálásával az árstabilitás megteremtéséhez, közvetve pedig a reálgazdaság ösztönzéséhez is hozzájárulhatott.**

Tavaly decemberben, az új, kibővített létszámú monetáris tanács második ülését követően írtam arról, hogy a monetáris tanács kommunikációja megítélésem szerint jól működik (Napi Gazdaság, 2013. december 4.). A 2012 augusztusában megkezdett kamatcsökkentési ciklus hitelességét erősítette, hogy 2013 júliusától a tanács is elkezdte alkalmazni az ún. előretekintő iránymutatás (forward guidance) gyakorlatát, amelynek során a kamatdöntéseket követő közleményekben előretekintő üzeneteket fogalmazott meg a következő kamatlépések várható nagyságáról, majd egy idő után a lazítási ciklus lezárásáról. Az előretekintő kommunikációnak meghatározó szerepe volt a piaci szereplők várakozásai megfelelő orientálásában. Az elemzők megértették, hogy a tanács milyen szempontokat mérlegel döntései meghozatalakor, és értik, hogy a testület óvatos, körültekintő, de határozott is egyben.

Érdemes áttekinteni, milyen is volt az előretekintő iránymutatás. 2013 augusztusától a jegybank a korábbi 25 bázispontos csökkentések helyett 20 bázispontos lépésekkel folytatta a lazítást, majd 2013. decemberben egy újabb 20 bázispontos csökkentés következett. A kapcsolódó közleményben a 2013 őszén kibővített létszámú monetáris tanács már jelezte, hogy az ország kockázati megítélésének alakulását és a gazdasági növekedés javulását is figyelembe véve sor kerülhet még kamatcsökkentésre, azonban indokolttá válhat a csökkentés ütemének mérséklése. A közleménnyel összhangban, januárban és februárban két 15 bázispontos mérséklés következett. A második 15 bázispontos csökkentést követő közleményben szintén jól érthető üzenetet küldtünk a piacok számára azzal, hogy jeleztük: a monetáris tanács a kamatcsökkentési ciklus folytatásának szükségességéről és lehetőségéről, a makrogazdasági kilátások és a kockázati megítélés alakulásának átfogó értékelése alapján, a márciusi előrejelzés alappályájának és kockázati forgatókönyveinek ismeretében fog dönteni. A márciusi inflációs jelentés alappályája azt mutatta, hogy az akkor rendelkezésre álló információk alapján az alapkamat érdemben megközelítette azt a szintet, amely az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését biztosítja. A tanács óvatosságát mutatja az a mondat, amely szerint a nemzetközi pénzügyi környezet jelentős romlása esetén a monetáris tanács nem lát lehetőséget a kamatcsökkentési ciklus folytatására, hiszen látni lehetett, hogy az ukrán-orszagi konfliktus komolyabb lesz egyszerű határvillongásnál.

A monetáris tanács a márciusi inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. Ebből az egyik a tartósan alacsony külső inflációs környezettel, illetve a külső kereslet vártnál lassabb fellendülésével számoló alternatív forgatókönyv volt. Ennek lényegi eleme az volt, hogy az inflációs cél az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók mellett érhető el. Bár márciusban még alternatív forgatókönyvként jelent meg, az idő azt bizonyította, hogy a magyar és a világgazdaságban zajló inflációs folyamatok leginkább ennek a forgatókönyvnek feleltek meg. Ezen kívül az említett időszakban jelentősen csökkent az országgazdasági felár is, ami támogatta a kamatvágások folytatását. Amikor a monetáris tanács ezt felismerni vélte, hitelességének megőrzése érdekében haladt tovább a fokozatos monetáris lazítás útján, és jelezte a piacoknak: korábbi feltételezéseivel ellentétben fennáll az esélye, hogy lejjebb tolódott a középtávú inflációs cél elérésével összhangban lévő kamatszint. Mindezt persze kellő óvatossággal, hiszen csak egy hónappal voltunk a márciusi inflációs jelentés után.

---

<sup>1</sup> A szerző a Magyar Nemzeti Bank monetáris tanácsának külső tagja

Mindezeket figyelembe véve a 10 bázispontos áprilisi alapkamat-csökkentéskor kiadott közlemény legfőbb üzenete megítélésem szerint az volt, hogy a kommunikációból eltűnt az "érdemben megközelítette" kifejezés. Májusban, az újabb 10 bázispontos csökkentés alkalmával már jeleztük, hogy a tanács a kamatcsökkentési ciklus folytatásának szükségességéről és lehetőségéről a makrogazdasági kilátások és a kockázati megítélés alakulásának átfogó értékelése alapján, a júniusi inflációs jelentés alappályájának és kockázati forgatókönyveinek ismeretében fog dönteni. A legfrissebb, júniusi inflációs jelentés megjelenésével egyidejűleg a monetáris tanács újabb 10 bázisponttal, 2,3 százalékra, újabb történelmi mélypontra csökkentette az irányadó jegybanki kamatlábat. Megítélésem szerint kiemelt jelentősége van annak, hogy a legfrissebb közleményben újra előkerült az a gondolat, amely szerint "az alapkamat érdemben megközelítette azt a szintet, ami az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését biztosítja". Mi több, egy új elem is megjelent a monetáris tanács kommunikációjában, amely szerint a makrogazdasági kilátások tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutatnak, ami azt jelenti, hogy a kamatcsökkentési ciklus lezárását követően is még hosszú ideig historikus mélységben maradhat az alapkamat. Ha befejeződik a közel két éve tartó alapkamat-csökkentési ciklus, hosszú ideig témát fog adni a különböző elemzéseknek, kutatásoknak, valós jelentőségében pedig csak évek múltával lehet majd megítélni, hogy miként járult hozzá az árstabilitás megteremtéséhez és a reálgazdaság ösztönzéséhez, továbbá hogy ebben mekkora szerepet játszhatott a hiteles, előretekintő jegybanki kommunikáció.

#### **Szavazatok a kamatdöntő üléseken**

(2012. augusztus 28. – 2014. május 27.)

<b>2012. augusztus 28. - 2014. május 27.</b>	<b>Szavazatok az emelésre</b>	<b>Szavazatok a csökkentésre</b>	<b>Szavazatok a tartásra</b>	<b>Üléseken részt vett</b>
Balog Ádám	0	14	0	<b>14</b>
Bártfai-Mager Andrea	0	22	0	<b>22</b>
Cinkotai János	0	18*	4	<b>22</b>
Gerhardt Ferenc	0	22	0	<b>22</b>
Kandrács Csaba	0	8	0	<b>8</b>
Karvalits Ferenc	0	0	8	<b>8</b>
Király Júlia	0	0	8	<b>8</b>
Kocziszky György	0	22	0	<b>22</b>
Matolcsy György	0	13	0	<b>13</b>
Simor András	0	0	7	<b>7</b>
Pleschinger Gyula	0	10**	4	<b>14</b>
Windisch László	0	8	0	<b>8</b>

\*3 alkalommal a tényleges csökkentésnél kisebb mértékű csökkentésre szavazott

\*\*5 alkalommal a tényleges csökkentésnél kisebb mértékű csökkentésre szavazott

**Megjelent a Napi Gazdaságban 2014. július 8-án.**