

Lehmann Kristóf – Palotai Dániel: Monetáris politika egy új környezetben

A Magyar Nemzeti Bank az utóbbi negyedévben a kamatdöntést követő közleményében változtatott az előretekinthető üzenetén. A monetáris politikáról szóló kommunikációs változtatások jellemzően a Jelentés az infláció alakulásáról című negyedéves anyag makrogazdasági értékelésén és előrejelzésén, valamint a pénzügyi piaci környezet és a magyar gazdaság kockázati megítélésén alapulnak. Az utóbbi negyedévben mind a makrogazdasági alapfolyamatokban, mind a külső környezetben olyan változások mutatkoztak, ami miatt az MNB nem a megszokott módon, az inflációs jelentés publikálásakor, hanem két jelentés között változtatott az iránymutatásán és módosította az előretekinthető üzenetét. Április óta a beérkező adatok és a monetáris politikát érintő környezet változása alátámasztották a hazai monetáris politikai lépésekkel kapcsolatos kommunikációs váltást.

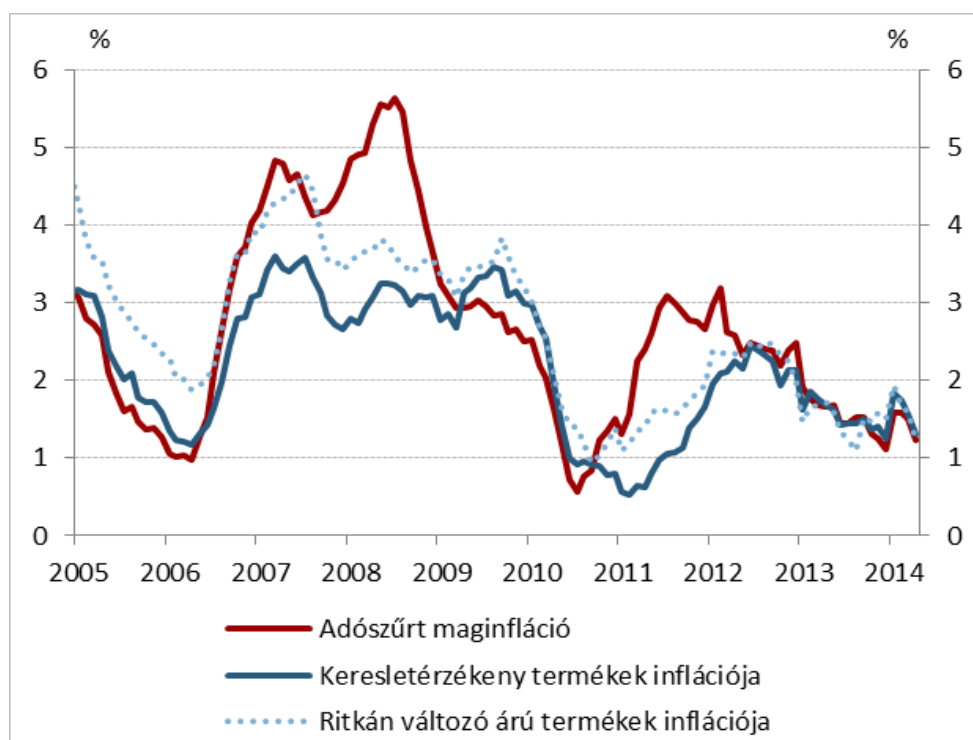
Az utóbbi években számos, a monetáris politikai döntések szempontjából fontos, globális tényező változott meg gyökeresen. A semleges reálkamatok világszerte csökkentek. A semleges reálkamat azt a reálkamat szintet jelenti, amely mellett az infláció hosszabb távon a cél közelében alakul, miközben a kibocsátás a potenciális szintjén tartózkodik. Az alacsonyabb semleges reálkamatok miatt a jelenlegi helyzetben a jegybankoknak a korábbi időszakokban megszokottnál is jelentősebb monetáris lazítást kell végrehajtaniuk, ha az inflációs célt alulról igyekeznek elérni. Ezt a folyamatot erősíti az úgynevezett mérlegleépítés, ami a korábban felhalmozott magas adósságok leépítését jelenti. Az adósságleépítési fázisban a megtakarítások emelkednek, miközben a bizonytalan keresleti környezetben a beruházások még visszafogottan alakulnak. Mivel a folyamat globális és sok országot érint, így a belső kereslet visszaesését az exporttermékek iránti külső kereslet emelkedése csak korlátozottan ellensúlyozhatja. Továbbá részben a szinkronizált mérlegleépítéssel és a gyenge keresleti környezettel összefüggő tendencia az infláció globális szintű csökkenése. A tartósan alacsony külső infláció a hazai importtermékeken keresztül erős árleszorító hatással bír Magyarországon is. Mindezek hosszabb horizonton jelentősen befolyásolták a hazai monetáris politikai környezetet.

Idén több egyéb tényező nehezítette a hazai monetáris politikai döntéshozatalt. Az év elején a feltörekvő gazdaságokban piaci turbulencia mutatkozott és megtörni látszottak a kedvező pénzpiaci folyamatok. A pénzpiaci turbulencia tartós fennállása esetén érdemben szűkülhetett volna a hazai monetáris politikai mozgástér. Februárban és márciusban az év eleji turbulenciát követően az ukrán-orosz konfliktus elmélyülése a hazai kockázati mutatókat is emelte. Emellett a hazai inflációs folyamatok tekintetében a növekedés élénkülése és a munkaerő-piaci mutatók javulása miatt az infláció fokozatos emelkedése tűnt a legvalószínűbb forgatókönyvnek. A folyamatot az is erősítette, hogy egyre több előretekinthető indikátor jelezte, hogy az európai kilábalás fokozatosan erősödhet, aminek hatására az euroövezeti infláció emelkedésére lehetett számítani. Mindezek a kamatciklus közeli lezárását vetítették előre.

Az utóbbi negyedévben jelentősen változott a hazai monetáris politikai döntéshozatal kockázati térképe. Az inflációs pályával kapcsolatos lefelé mutató kockázatok érdemben erősödtek. Az euroövezeti infláció újabb negatív meglepetést okozott, ami az importtermékeken keresztül a hazai inflációs alapfolyamatokat is érdemben lefelé módosította. Ez a Magyar Nemzeti Bank korábbi előrejelzésénél is alacsonyabb hazai inflációs pályát eredményezett. A mérsékelt inflációs alapfolyamatokat erősíti a negatív kibocsátási rés, amely előretekinthető is csak fokozatosan záródhat. Továbbá az inflációs várakozások historikusan alacsony szintre csökkentek, ami közép távon is segítheti az alacsony inflációs környezet fenntarthatóságát. Áprilisban a hazai kockázati mutatóink és a feltörekvő piaci folyamatok javulásával bizonyossá vált, hogy az év eleji turbulencia átmeneti volt. Ugyan az ukrán-orosz konfliktus éleződése előretekinthető továbbra is koc-

kázatot jelentett, de rövid távon egy globális feltörekvő piaci válságsorozat kockázata érdemben csökkent. A hazai kockázati megítélés javulását országspecifikus tényezők is erősítették. A vártnál erősebb volt a GDP növekedése, az önfinanszírozási program bejelentését követően pedig fokozatosan csökkenhet az ország külső sérülékenysége, és a hazai pénzügyi rendszer stabilitása továbbra is kielégítő. Utóbbit jelzi, hogy a bankrendszer likviditása egy szimulált sokk esetén is megfelelő, a Likviditási Stressz Index javulást mutat, a finanszírozásban lévő sérülékenység tovább mérséklődött 2013 második felében és a tőkeellátottság bankrendszeri szinten tovább emelkedett, elsősorban a külföldi tulajdonú bankok tőkeemelésének következtében.

Inflációs alapmutatók alakulása
(indirekt adóktól szűrt, éves változás)



Forrás: MNB

A júniusi EKB döntés jelentősen hozzájárult a monetáris politikai környezet változásához. A külső környezetben korábban megjelenő kockázatok nem realizálódtak (például a Fed tapering miatti veszélyek). Sőt a tartósan alacsony euroövezeti infláció miatt júniusban az EKB átfogó intézkedéscsomagot jelentett be. Az EKB Kormányzótanácsa egyrészt 10 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatot, ezzel egyidejűleg negatív betéti kamatot állapított meg a partnerbankok számára és további négy, nem szokványos elemből álló intézkedéscsomagot jelentett be. Az intézkedések együttesen mennyiségi lazításnak tekinthetők és a reálgazdaság hitelezésének fellendülését, valamint a transzmissziós mechanizmus helyreállítását célozzák. Már a döntés előtti hónapokban a bejelentéssel kapcsolatos várakozások is nagyban hozzájárultak a pénzpiaci hangulat javulásához. Az EKB intézkedései rövid távon enyhén tovább csökkenthetik a hazai inflációs rátát, de egyszerre tovább növelhetik a hazai monetáris politika mozgásterét is. Az EKB bejelentései enyhén lazább külső pénzügyi kondíciókat eredményezhetnek Magyarország számára, ami a magyar eszközök tovább mérséklődő kockázati prémiumában és a forint árfolyamának erősödésében jelentkezhet rövid távon. A bejelentett eszközök sikerességét egyelőre nehéz megítélni és Mario Draghi, az EKB elnöke a saj-

tótájékoztatóján elmondta, hogy szükség esetén további nemkonvencionális eszközök alkalmazásáról dönthetnek. Ezért hosszabb távon az MNB-nek arra kell figyelnie, hogy ha sikeres lesz az EKB élénkítése és emelkedni fog az euroövezeti infláció, akkor az importált termékeken keresztül a hazai inflációs alapfolyamatok felfelé módosulhatnak.

Összefoglalva: az utóbbi negyedévben az alapfolyamatok lazább monetáris kondíciókat tettek szükségessé és előretekintve nőtt a monetáris politika mozgástere. A hazai alapfolyamatok és a külső makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet jelentős változására a Magyar Nemzeti Bank előretekintve reagált kommunikációjában. A kamatdöntéshez kapcsolódó közleményben a Monetáris Tanács a bizonytalanságok növekedésével összhangban eleinte a ciklus lezárására utaló kommunikációt enyhítette, majd a májusi döntést követően a júniusi inflációs jelentés alappályájának és kockázati forgatókönyveinek értékeléséhez kötötte a ciklus folytatásának szükségességét és lehetőségét. A hazai infláció áprilisban és májusban is negatív tartományban volt. Mindez nem jelent deflációs veszélyt, mert a gazdasági növekedés élénkülésével párhuzamosan és a termékek és szolgáltatások szűkebb körét érintve jelentkezett. Ugyanakkor a beérkező inflációs adatok előretekintve tartósan alacsony inflációs pályára utalhatnak, amire monetáris politikai eszközökkel reagálni kellett. A kommunikációs váltás azért vált szükségessé, mert az újabb beérkező adatok, az alapfolyamatok módosulása és az év elején tapasztalt pénzügyi turbulencia stabilizálódása után a Magyar Nemzeti Bank új helyzettel szembesült. A monetáris politikai helyzetkép változását megerősítette az EKB júniusi intézkedéscsomagjának bejelentése is. Az új helyzetben a júniusi inflációs jelentés előrejelzése nyújthat érdemi információt arról, hogy szükség van-e további lazításra, az azonban látszik, hogy a kamatciklus aljának elérése után indokoltá válhat a tartósan laza monetáris kondíciók fenntartása.

Megjelent a Portfolio.hu oldalon 2014. június 16-án.