

## Hoffmann Mihály – Kuti Zsolt

### Borongós időben is stabilan -

#### Az új jegybanki programok hatása a hazai hozamokra

*Az elmúlt időszakban a javuló konjunkturális helyzet és az emelkedő inflációs várakozások hatására némileg átalakultak a piaci szereplők várakozásai és a világ nagy jegybankjainak a korábbinál gyorsabb ütemű szigorítását kezdték el árazni. Erre reagálva a kötvénypiacokon is emelkedésnek indultak a hozamok. Ugyanakkor ebben a környezetben a Magyar Nemzeti Bank további nemkonvencionális lazító intézkedéseket vezetett be, a magyar hozamgörbe hosszú felárainak csökkentését célozva. A program bejelentésének és elindításának hatására 2017 őszétől kezdve még az elmúlt hetek volatilis piaci mozgásai közepette is jelentősen csökkentek a hosszú futamidejű magyar hozamok eurozónához és régióhoz viszonyított felárai. Mivel a monetáris célú IRS program több tekintetben is újdonságot jelentett a hazai monetáris politikában, érdemes megvizsgálni részletesebben az elmúlt időszak pénzügyi folyamatait és hogy milyen eredményeket ért el eddig a jegybank.*

#### **2017 őszén a Monetáris Tanács figyelme a hozamgörbe hosszú szakaszára irányult**

A Magyar Nemzeti Bank 2017 szeptemberi Inflációs jelentésének előrejelzése alapján az inflációs cél fenntartható elérése 2017 júniusát követően ismét későbbre – 2019 közepére – tolódott, emellett a jegybanki eszköztár átalakításával elért korábbi laza monetáris kondíciók is szigorúbb irányba mozdultak el ebben az időszakban. Ezen folyamatok a monetáris kondíciók lazítását tették indokolttá, aminek megfelelően a Monetáris Tanács (MT) szeptemberben összehangolt intézkedésekről döntött: egyrészt 10 bázisponttal csökkentette az egynapos jegybanki betét kamatlábát, másrészt 75 milliárd forintban korlátozta a három hónapos betét 2017 év végétől fennálló állományát.

Mindezzel párhuzamosan a hozamgörbe hosszú oldala is hangsúlyosan a jegybanki figyelem középpontjába került. A szeptemberi közleményben a döntéshozók bejelentették, hogy az MNB forintlikviditást nyújtó FX-swapeszközeinek állománya növelésre kerül annak érdekében, hogy „a lazító hatás a hozamgörbe minél hosszabb szakaszán érvényesüljön”. 2017 októberében a Tanács tovább ment, amikor jelezte, hogy „nemzetközi összehasonlításban a hozamgörbe meredeksége továbbra is magas, ami azt jelzi, hogy van még tér a hosszú hozamok további csökkentésére”. Ezzel

összhangban az MT közleményében megfogalmazásra került, hogy az MNB megvizsgálja, milyen nemhagyományos eszközök alkalmazása lehet a legcélszerűbb a monetáris kondíciók további lazításához.

Ezt követően novemberben a Magyar Nemzeti Bank két új eszköz 2018. januári bevezetését jelentette be. A döntés értelmében a Monetáris Tanács egyrészt egy feltétel nélküli, 5 és 10 éves futamidejű, monetáris politikai célú kamatcsere-eszközt (MIRS) vezetett be, amelynek 2018 első negyedévére vonatkozó keretösszegét 300 milliárd forintban határozta meg. A program bejelentésekor az MNB jelezte, hogy a teljes keretösszeg éves szinten elérheti az 1200 milliárd forintos értéket. Másrészt az MNB egy célzott programot is indított, amelynek keretében 3 éves vagy annál hosszabb futamidejű jelzálogleveleket vásárol. Az értékpapír-vásárlási program keretösszege a piacon kintlévő mindenkori jelzáloglevél-állomány 50 százaléka. A Monetáris Tanács az eszközök általános céljának az jelölte meg, hogy „a laza monetáris kondíciók a hozamgörbének nemcsak a rövid, hanem hosszabb szakaszán is érvényesüljenek”.

### **Az új monetáris politikai eszközökkel a hazai hosszú hozamok nemzetközi hozamokhoz viszonyított relatív pozícióját kívánja befolyásolni a Monetáris Tanács**

A jegybanki gondolkodás fókuszában az áll, hogy a hozamgörbe hosszú oldalán az MNB alapvetően nem a nominális, hanem a relatív hozamok alakulására, azaz az eurozónabeli vagy régiós hozamokhoz viszonyított pozíciójára képes és kíván hatással lenni. Ennek háttere, hogy a hazai nominális hozamokra a jegybankon kívülálló, külső tényezők is jelentős hatással lehetnek.

2017 őszén a régiós és az eurozóna hozamgörbék stabilak voltak, a hosszú hozamok régóta egy viszonylag szűk sávban mozogtak. Ebben a környezetben a jegybanknak azon célja, hogy a hazai hosszú hozamok felárait csökkentse, nominális hozamcsökkenést is jelentett. Ugyanakkor a fejlett és régiós hosszú hozamok emelkedésekor a jegybanki cél a gyakorlatban azt jelenti, hogy a hosszú hozamok relatív elmozdulását befolyásolja az MNB. Ezt megerősítendő, a Monetáris Tanács 2018. januári közleményében kiemelte, hogy „a program értékelése során a hazai hosszú hozamok nemzetközi hozamokhoz viszonyított relatív pozícióját vizsgálja kiemelten”.

Fontos hangsúlyozni, hogy a program sikerességét akkor mérjük helyesen, ha annak hatásait nem az eszközök indulásától vizsgáljuk, hanem attól az időponttól, amitől

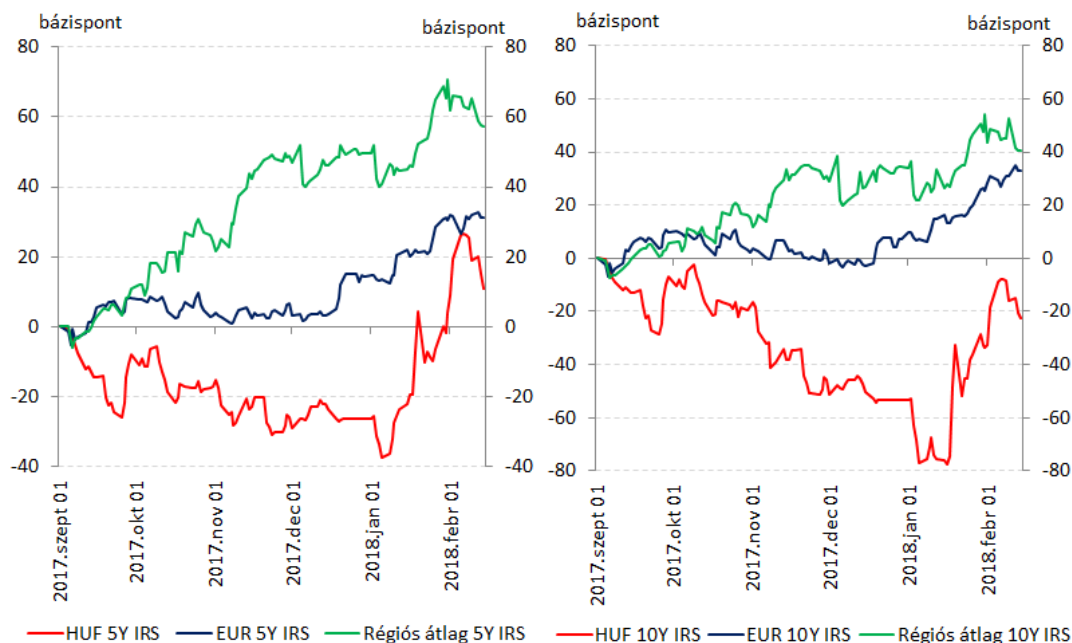
kezdve a jegybanki kommunikáció a hozamgörbe hosszú oldala felé fordult. Ezt az indokolja, hogy egy-egy nagyobb monetáris politikai program végrehajtása során jellemző, hogy a piaci szereplők már a programot megelőző kommunikáció elindulásakor előre elkezdik beárazni a várható intézkedések potenciális hatásait. Így az eszköz bevezetése után gyakran már csak jóval kisebb, vagy akár a szándékolttal éppen ellentétes hatások jelentkeznek. Jó példa erre az Európai Központi Bank (EKB) eszközvásárlási programja, amelyre felkészülve a piaci szereplők a program 2015. március közepi indulása előtt már jelentős vásárlásokat hajtottak végre. Így amikor az EKB megkezdte vásárlásait, a hozamok már csak rövid ideig csökkentek, majd – egyéb tényezők hatására – emelkedni kezdtek és csak jóval a program megkezdése után (pl. a német és az olasz 10 éves hozamok esetében közel egy évvel később) csökkentek vissza a kiinduló szintjükre.

A MIRS program esetében a 2017 szeptember eleji szintekhez érdemes viszonyítani az elmozdulásokat. Ennek az az oka, hogy a jegybank már a Monetáris Tanács szeptemberi közleménye előtt, augusztus végén jelezte, hogy „erősen vizsgálja” további nemkonvencionális lazítás lehetőségét. Ez a nyilatkozat már önmagában hozzájárult a hosszú hozamok csökkenéséhez.

### **A jegybanki kommunikáció és a bejelentett lépések összességében hatékonyan járultak hozzá a hazai hosszú kötvényfelárak csökkenéséhez**

Az MNB 2017. szeptembere óta tett lépései hatására a hazai hosszú hozamok a régiós és eurozónás pályától lefelé tértek el (1. ábra). 2017 szeptembere óta az 5 éves szegmensben az euro bankközi (IRS) hozamok 30 bázisponttal, a régiós bankközi hozamok pedig átlagosan 60 bázisponttal emelkedtek, miközben a hazai hozamok 10 bázisponttal kerültek feljebb. A 10 éves szegmensben ennél is szembetűnőbb a relatív csökkenés. Míg az euro, illetve az átlagos régiós hozamok 35-40 bázisponttal emelkedtek, a hazai 10 éves bankközi hozamszint 20 bázisponttal került alacsonyabb szintre, ami közel 60 bázispontos relatív csökkenést jelent.

## 1. ábra: Hosszú lejáratú bankközi (IRS) hozamok megváltozása (2017.09.01.=0)

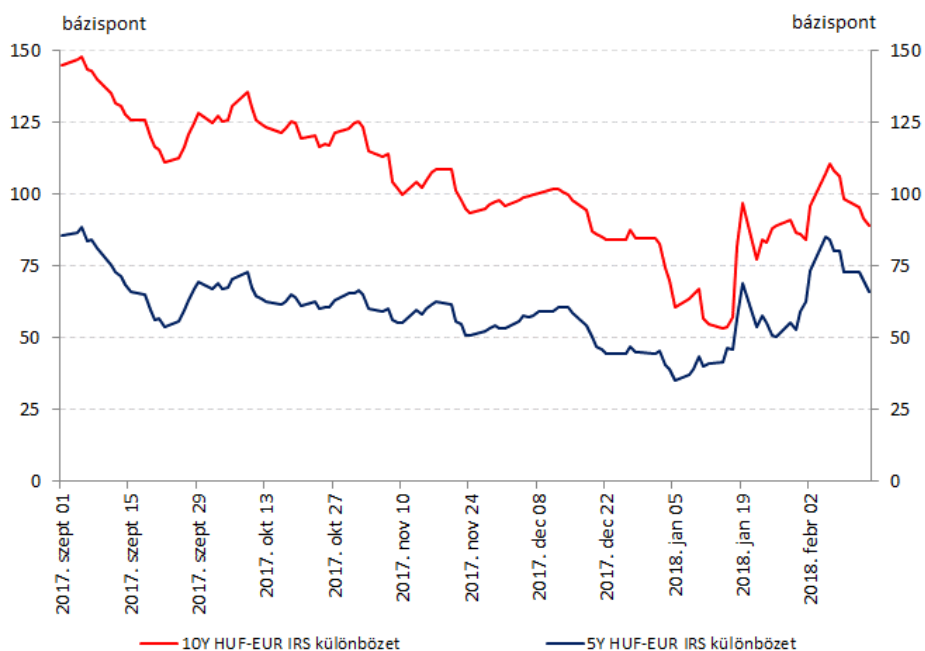


Forrás: Bloomberg

Megjegyzés: régiós számításhoz felhasznált adatok: Lengyelország, Csehország, Románia

Közvetlenül az első IRS tendert megelőző és az azt követő időszak mozgásai is jelentősen eltértek a többi piacon tapasztalt folyamatoktól. Míg december közepétől a régióban és az eurozónában a hozamok emelkedésnek indultak, a forint hosszú hozamok a január közepén megtartott első MIRS tenderig csökkentek. Bár a tender után a hazai hozamszint gyorsabban emelkedett, mint a vizsgált országcsoporthoz, összességében a hazai hosszú bankközi hozamok december közepéhez viszonyítva ezzel együtt is a régiós és eurozónás átlaghoz hasonló mértékben emelkedtek a 10 éves szegmensben. Bár az 5 éves hozamok esetében a régiós átlagnál valamivel nagyobb emelkedés történt a december közepe óta, ugyanakkor ahogy már említettük, szeptemberhez képest így is érdemi relatív csökkenés történt ebben a szegmensben is. A régióstól eltérő magyar dinamika hátterében alapvetően az MNB első MIRS aukciójával kapcsolatos piaci pozícionáltság gyors felépülése, majd visszaesése állt (lásd később).

## 2. ábra: Forint és euro bankközi (IRS) hozamok különözete

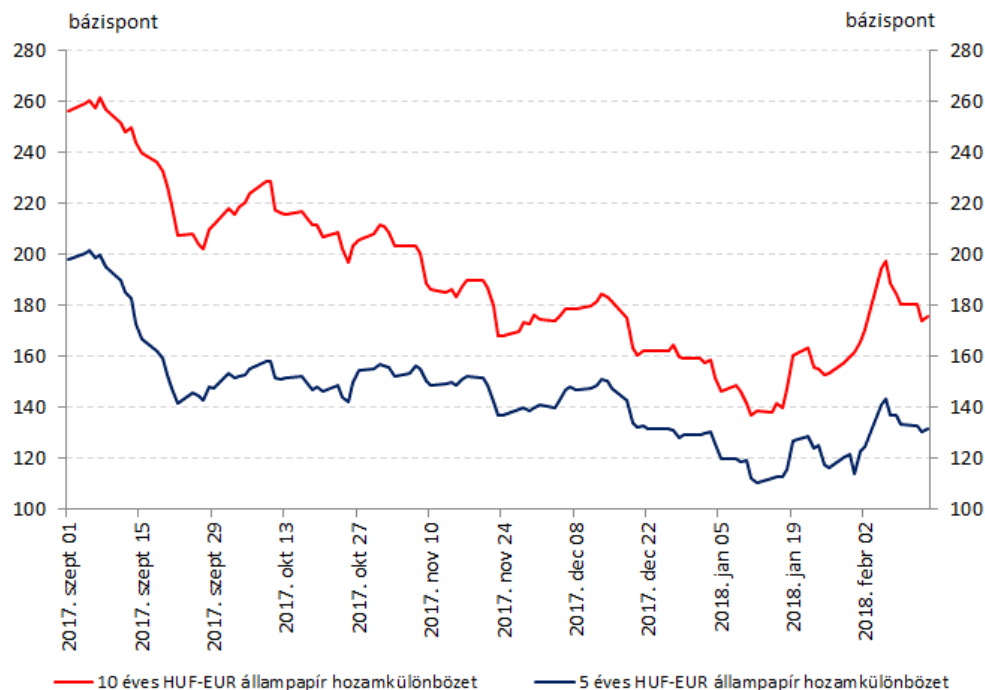


Forrás: Bloomberg

### Az állampapír-piacon is érdemben mérséklődtek feláraink az elmúlt időszakban

A német állampapírokhoz viszonyított hazai hozamfelár jelentősen, 70-80 bázisponttal szűkült az 5-10 éves szegmensben 2017. szeptembere óta (3. ábra). A különözete 2018. január közepére a historikus mélypontjára szűkült, ekkor az 5 éves magyar állampapírhozam 110, míg a 10 éves mintegy 140 bázisponttal volt magasabb, mint a megfelelő német hozam. A január 18-i aukciót követő korrekció az állampapírpiacra is lejátszódott, bár eltérő dinamikával. Ezzel együtt is feláraink érdemben a szeptemberi szintek alatt tartózkodik jelenleg.

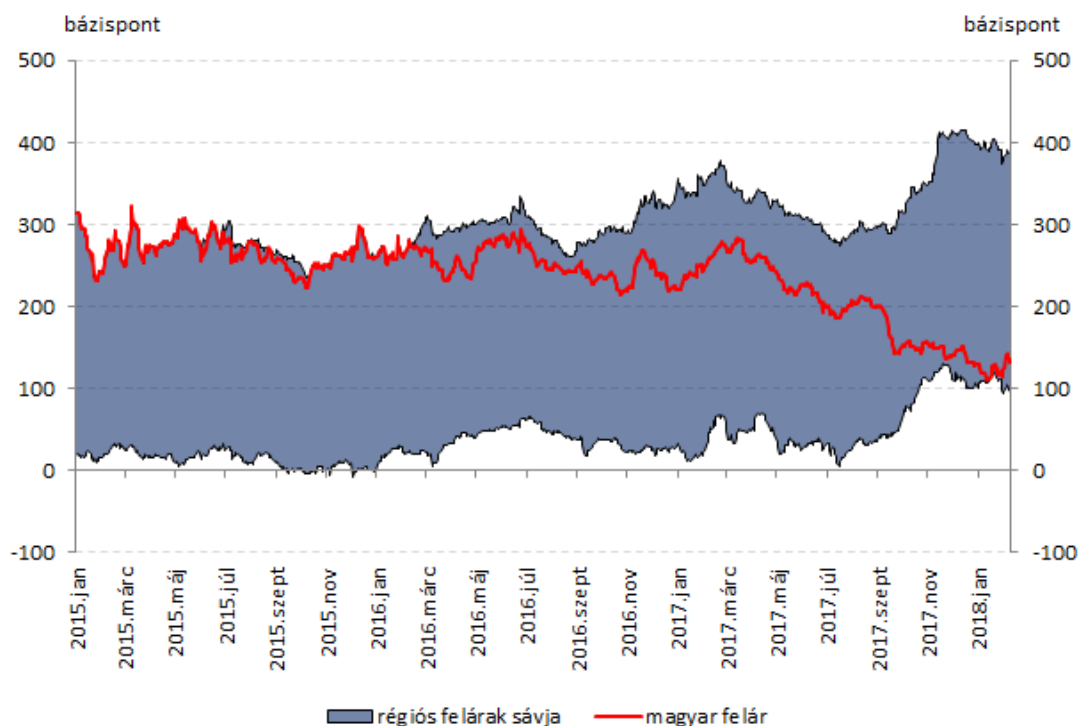
### 3. ábra: 10 éves forint és euro állampapír hozamok különbségének alakulása



Forrás: Bloomberg

A régiós országokkal szembeni felárainkban ugyancsak látványos csökkenés volt tapasztalható. Míg szeptember eleje óta a hazai 10 éves hozamok összességében 45 bázisponttal csökkentek, addig a cseh hosszú hozam mintegy 90, a román 65, a lengyel pedig 25 bázisponttal emelkedett.

#### 4. ábra: Német 5 éves állampapírokhoz viszonyított felárak a régióban



Forrás: Bloomberg. Megjegyzés: Régió: cseh, lengyel, román hozamfelárak

#### **Az első IRS aukciót megelőzően felépülő jelentős piaci pozícionáltság mesterségesen alacsony szintre nyomta le a hozamokat**

Az MNB 2018. január 18-i, első MIRS tenderén döntően a felfokozott várakozások által fűtött kereslet jelent meg. Bár a jegybank jelzéseire reagálva már 2017 őszétől elkezdtek pozícionálni magukat a befektetők, de az elérhető adatok, a piaci szereplők visszajelzései, illetve a beadott ajánlati könyv alapján az rajzolódik ki, hogy közvetlenül az első MIRS tendert megelőzően jelentős mértékű spekulatív pozíciók épültek fel a kamatcsere piacon. A szereplők arra számítottak, hogy a meghirdetett mennyiségnél jóval nagyobb mértékben aukcionál MIRS ügyleteket a jegybank. Összességében ez azt eredményezte, hogy az aukció előtti időszakra a hosszú IRS hozamok a fundamentális folyamatok által indokoltnál, azaz az alapvető piaci folyamatokból és a jegybanki beavatkozásból következő mértéknél jobban csökkentek.

Önmagában a tenderen tapasztalt túlkereslet nem okozta volna a tender után a piaci hozamok emelkedését, ahhoz főként a spekulatív pozíciók zárása járult hozzá. A korábban kiépített, de a tenderen nem kielégített spekulatív pozíció jelentős része a tender után zárásra kerülhetett, ami hozamemelkedést eredményezett a

kamatcsere és - közvetve – az állampapírpiacra. Emellett a hozamemelkedésben nemzetközi tényezők is szerepet játszottak, a cseh, lengyel, román IRS-hozamok is emelkedtek ezekben a napokban, és az EKB kamatdöntés utáni kommunikációja is a hozamemelkedés irányába hatott. Ugyanakkor a hazai hozamokban nagyobb volt a korrekció, a fundamentumoktól elszakadt hozamszintek visszaemelkedése a piac tisztulásával járt együtt, ami a jegybank hosszú távú célja és a program hatékonysága szempontjából kedvező folyamatnak tekinthető. Ezzel összhangban az első aukció után fontos volt, hogy hasonló mértékű piaci pozícionáltság ne épüljön fel újra.

### **Az IRS eszköz feltételeinek finomhangolásával és a mennyiségi keretek hangsúlyos kommunikációjával a jegybank a túlzott mértékű piaci pozícionáltság kialakulását kívánta megelőzni**

Az első tenderen alkalmazott változó áras allokáció technika eredményeként az átlagosan elfogadott kamatszint a minimálisan meghirdetettnél 30 bázisponttal magasabb volt, így az eszköz hozamorientáló szerepe nem érvényesült kellő mértékben. Ennek hatására az MNB módosította az eszköz feltételeit, a második tendertől kezdve fix áras tendert tart. A bankok közti allokáció kiszámítható és transzparens módon, a banki mérlegfőösszegek alapján történik. Az új allokációs mechanizmus azt is biztosítja, hogy az egy-egy bank által elvihető teljes mennyiség az összeshez képest ne legyen túl magas. Emellett az MNB a kommunikációjában hangsúlyozta, hogy a MIRS-eszköz első negyedéves keretösszege változatlanul 300 milliárd forint, ami éves szinten elérheti az 1200 milliárd forintos keretösszeget, illetve hogy az eszközt az MNB programszerűen és időben egyenletes elosztás mellett ajánlja fel a bankoknak. Mindezzel a piaci szereplők számára egyértelművé és kiszámíthatóvá vált, hogy melyik partnerköri bank milyen nagyságrendű MIRS eszközhöz tud hozzájutni, milyen feltételek mellett. Ez a transzparencia azt a célt szolgálja, hogy a továbbiakban ne épüljön fel a kamatcsere piacon jelentős mértékű spekulatív pozícionáltság.

### **A februári aukciókat már nem követték jelentős hozammozgások**

A jegybanki lépéseknek köszönhetően a második és harmadik MIRS aukció környezetében már sokkal visszafogottabban alakult a piaci pozíciófelvétel és az árazás, mint a két héttel korábbi első aukción. Az MNB a második tenderen az 5 és 10 éves futamidőkön összesen 60 milliárd forintot fogadott el, ami 10 milliárd forinttal



haladta meg a felkínált mennyiséget. Előbbiből 50 milliárd forint a 10 éves szegmensben került elfogadásra, amivel az MNB jelezte, hogy a hozamgörbe hosszú végére kiemelt figyelmet fordít. A tenderen összesen 150 milliárd forint értékben érkeztek ajánlatok, tehát a korábbinál érdemben kisebb volt a túlkereslet. A piac tisztulását mutatja, hogy az aukciót megelőzően és az aukció napján a korábbinál lényegesen visszafogottabb piaci mozgás volt megfigyelhető, különös tekintettel arra, hogy ezeket a mozgásokat nagyrészt a nemzetközi folyamatok indokolták. Az aukció napján az 5 éves IRS-ek hozama összességében 4 bázisponttal emelkedett, a 10 éves IRS hozam pedig a napi nyitó szintjén zárt. A harmadik tenderen az MNB a meghirdetett 50 milliárd forintot fogadta el, és a közel 170 milliárd forintnyi beadott ajánlat nagyjából megfelelt az előző tenderen megfigyelt túlkereslet mértékének. A harmadik aukció napján a piaci IRS hozamok szintén stabilan alakultak.

**Az átlátható kommunikáció, illetve az aukciós módszerben végrehajtott technikai változtatások eredményeként a piaci szereplők számára immár egyértelmű, hogy milyen céllal és miképp működteti az MNB a januárban bevezetett monetáris politikai célú kamatcsere-eszközt. Az MNB a MIRS-eszközzel egy programszerű, egyenletesen végrehajtott, tartós piaci jelenlétet biztosít, ami a piaci tisztulásához vezet és hozzájárul a monetáris politikai célok eléréséhez.**

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2018. február 19-én.”*