

Kuti Zsolt – Balogh Csaba

Minél hatékonyabb a transzmisszió, annál gyorsabban gyűrjük le a magas inflációt

2022 októberének közepén a jegybank egy kritikus helyzetben határozott döntésekkel biztosította az árstabilitáshoz nélkülözhetetlen piaci stabilitás helyreállítását. Mivel az egyes részpiacokon eltérő hatékonysággal érvényesültek az új kamatkondíciók, az infláció elleni küzdelemben kulcsfontosságú lett a monetáris transzmisszió erősítése. Az MNB 2022 őszén bevezetett új lépései, így a kötelező tartalékrendszer átalakítása, valamint az egyhetes diszkontkötvény és a hosszú betét bevezetése ezt a célt szolgálta. Több tényező ugyanakkor a hatékony transzmisszió ellen hatott. Ilyen volt a betéti kamatsapka bevezetése is, melytől bár többen a rövid oldali állampapír-kereslet növekedését várták, a pénzügyi intézmények ehelyett elsősorban devizabetéteiket növelték. A piaci szereplők - ahogy várható volt - könnyen kikerülték a szabályozást, ami a forint árfolyamstabilitása szempontjából kritikus swappiacot súlyosan negatívan érintette. A jegybank elmúlt havi lépései, köztük elsősorban a diszkontkötvény rendszeres alkalmazása érdemben javította a swappiac egyensúlyát és a monetáris transzmissziót, melynek eredménye egyértelműen látszik a hazai devizapiac elmúlt hetekben megfigyelhető stabilizálódásán és a forint árfolyamának további erősödésén.

Az október közepi jegybanki lépések helyreállították a piaci stabilitást

Az infláció elleni küzdelemben kulcsfontosságú a jegybanki lépések széleskörű és hatékony érvényesülése. 2022 októberében az Északi-Áramlat gázvezetékeinek felrobbanását követően a nemzetközi pénzügyi környezet gyors ütemben romlott, a forinteszközök vonzereje csökkent, ami egyre súlyosabb spekulatív pénzpiaci támadással is fenyegetett. Ebben a kritikus helyzetben a jegybank egy rendkívüli intézkedéssel magas kamatozású egynapos eszközök bevezetéséről döntött. A megnövelt kamatkondíciók az egyes hazai pénzügyi piacokon eltérő hatékonysággal érvényesültek, ezért az infláció elleni küzdelemhez kulcsfontosságúvá vált e hatások, azaz a monetáris politika transzmissziójának erősítése. Ehhez a hazai pénzügyi rendszerben lévő jelentős, több mint 10000 milliárd forintnyi likviditás megfelelő kezelése szükséges. Az MNB már a rendkívüli lépéseket megelőzően, szeptember végén bevezetett új intézkedései, így az átalakított kötelező tartalékrendszer, az egyhetes diszkontkötvény és a hosszú betét is ezt szolgálták, amelyek alkalmazása az októberi turbulens piaci környezetben még hangsúlyosabbá vált. Ezek a lépések biztosították,

hogy a pénzügyi piacok minden fontosabb szereplőjénél érvényesüljenek a magasabb kamatkondíciók, és fennmaradjon az infláció elleni küzdelem szempontjából nélkülözhetetlen piaci stabilitás.

A betéti kamatsapka bevezetése: egy könnyen megkerülhető intézkedés, ami kritikus időszakban gyengítette a monetáris transzmisszió hatékonyságát

2022. november 22-től egyes pénzügyi szereplők számára fizethető bankbetéti kamat mértéke maximalizálásra került, mely gyengítette a jegybanki kamatlépések hatását. Míg a változtatás a külföldi szereplőkre egyáltalán nem vonatkozik, addig a hazai megtakarítókat kényszerűen alacsonyabb kamatok elérése felé tereli. A döntés a befektetési vállalkozások, a lakástakarékpénztárak, a biztosítók, a befektetési alapok, valamint a legalább 20 millió forintot elhelyező lakossági ügyfelek legfeljebb 1 éves futamidejű betéteire fizetett kamatot a 3 hónapos diszkontkincstárjegy aukciós hozamában maximalizálja. Ez a korlát a bevezetéskor és azóta is lényegesen alacsonyabb a jegybank által alkalmazott egynapos betéti kamatlábnál, ami jelentősen gyengítette a jegybanki lépések hatását.

Az intézkedés indoklása szerint az infláció elleni harc érdekében végrehajtott kamatemelésekkel párhuzamosan *„egyes pénzügyi szereplők számára egyre vonzóbbá vált, hogy pénzüket kereskedelmi banki közvetítéssel jegybanki betétben tartsák”, és „ezzel a gazdaság olajozott működéséhez szükséges hitelezés és állampapír vásárlás helyett végső soron az állam által fizetett, akár 18%-os kamatot realizáltak”*. Mindeközben *„a kisebb megtakarítással rendelkező lakossági betéteseknek ez a hozam nem elérhető”*.

Egyes elemzők már az intézkedés megjelenésekor kritikával illették a kamatsapka bevezetését. Többen kiemelték, hogy a lépés egy törékeny pénzpiaci környezetben újabb beavatkozást jelent a piaci mechanizmusokba. Ráadásul a lépés a kamatok csökkentésén keresztül gyengíti a jegybank monetáris transzmisszióját és a monetáris szigorítás hatékonyságát, ezzel végeredményben az infláció elleni küzdelmet. Sokan jelezték, hogy az intézkedések könnyen kikerülhetőek, ugyanakkor az alkalmazkodás tovaggyűrűző hatásai növelik az ország sérülékenységet. Továbbá mivel az intézkedés csak a hazai szereplőkre vonatkozik, a külföldiekre nem, ezért áttételesen a hazai befektetési alapokba, biztosítókba és nyugdíjpénztárakba megtakarítást elhelyező kisbefektetők hozamát is korlátozza, és megnöveli a korlátozással nem sújtott befektetések (pl. devizaeszközök) relatív vonzerejét.

Egy komoly félreértés: az MNB mindenképpen kifizeti a kamatokat, a kérdés csak az, hogy ebből kinek mennyi jut

A jegybank által végrehajtott sterilizáció azt jelenti, hogy a pénzügyi rendszerben lévő likviditás a nap végén a hazai bankrendszer közvetítésével mindenképpen az MNB-nél csapódik ki, függetlenül attól, hogy eredetileg az egy kisbetétestől, egy befektetési alaptól, egy nagyvállalattól vagy egy külföldi befektetőtől származik. Az MNB eszközeiben elhelyezett bankrendszeri likviditás után pedig a jegybank kifizeti az eszközök után járó kamatot. Mindez azt jelenti, hogy amennyiben a likviditás változatlan, addig az MNB kamatkiadása nem csökken. A betéti kamatsapka mindezt annyiban változtatja meg, hogy a bankok az általuk megszerzett kamatbevételnek egy jó részét nem csatornázzhatják tovább a korlátozással sújtott szereplők felé, hanem megtartják.

A bankrendszeri forintlikviditás jellemzően csak akkor csökken, ha az államhoz kerül a likviditás, és tartósan megemelkedik a Kincstári Egységes Számla egyenlege, vagy az állam devizát törleszt külföld felé. Az intézkedésnek ilyen irányú hatása nem volt, így az MNB mérlegében kicsapódó likviditást és ezzel a kamatkiadásokat nem befolyásolta.

A DKJ keresletre nem volt hatással a betéti kamatsapka bevezetése

A kamatsapka bevezetését követően nem volt látható tartós keresletnövekedés a diszkontkincstárjegy aukciókon, miközben a hozamok is emelkedtek. Az intézkedés egyik várt hatása az lett volna, hogy a betétek egy része az állampapírpiacon, a DKJ aukciókon találja meg helyét, és a megnövekedett kereslet miatt az állam által fizetett hozamok csökkennek. Ugyanakkor az intézkedés hatására csak a bevezetés utáni, futamidőnkénti első aukciókon látszódtott átmeneti keresletnövekedés, majd a lefedettség visszaállt a korábbihoz hasonló szintekre. A DKJ aukciós hozamok közül a bevezetés óta december végéig a 3 hónapos 150 bázisponttal, a 6 hónapos 90 bázisponttal, míg a 12 hónapos 120 bázisponttal nőtt, és mindegyik lejáraton 14,3-14,5 százalék között voltak december végén.

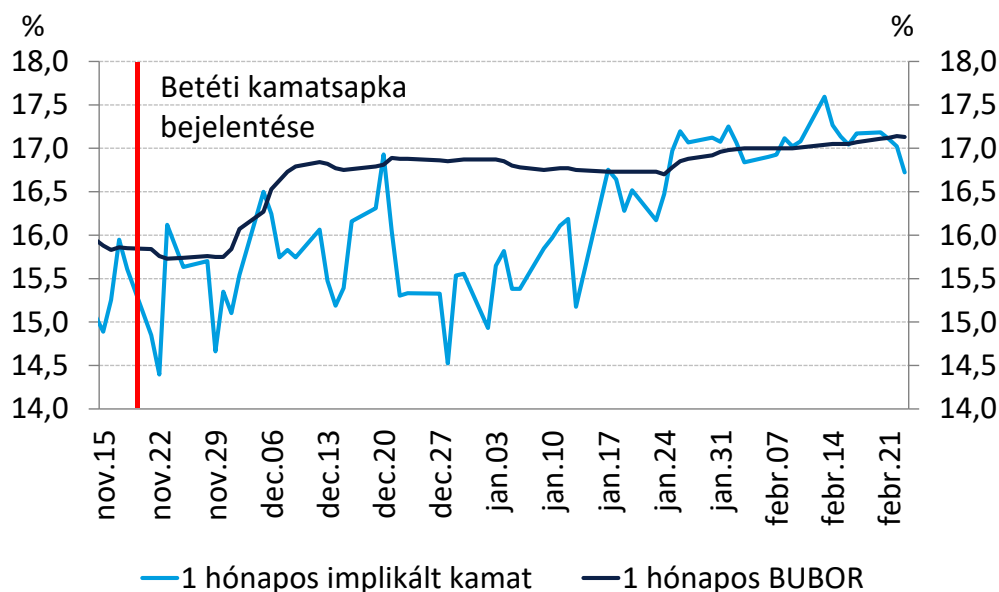
A kamatsapka által érintett betéti termékek állománya jelentősen csökkent, ez azonban az állampapírpiacon helyett nagyobb mértékben devizaeszközökbe áramlott. Az egyéb pénzügyi vállalatok hazai hitelintézeteknél elhelyezett, a korlátozás által érintett betétei 2022 novemberében és decemberében mintegy 1000 milliárd forinttal csökkentek, míg a két hónap során forint állampapír-állományuk ennél jóval

kisebb mértékben, 264 milliárd forinttal emelkedett. Ezzel egyidőben **devizabetétek állománya** - az árfolyam elmozdulás hatását kiszűrve - csaknem 600 milliárd forinttal emelkedett. Mindemellett a rövid betétek egy részét hosszú, egy éven túli lejáratú forint lekötött betétekre is cserélhették, ugyanis ezek állománya is 161 milliárd forinttal növekedett.

A betéti kamatsapka épp az infláció elleni küzdelem egyik legfontosabb részpiacát gyengítette

Az intézkedés ugyanakkor negatív hatással volt a hazai piacok stabilitása szempontjából kritikus swappiacra. Az intézkedésre az érintett szereplők forint betétállományuk csökkentésével reagáltak, jelentős részben olyan formában, hogy forintlikviditásukat a magasabb kamatokat biztosító FX-swappiacon helyezték ki, majd a cserébe kapott devizaforrásokat helyezték el devizabetétként számlavezető bankjaiknál. Mindez azonban **jelentős forint túlkínálatot eredményezett a hazai swappiacon, érdemi nyomást gyakorolva a forint elleni spekulatív pozíciófelvétel költségét meghatározó implikált hozamokra.** Az 1 hónapos szegmensben például az implikált forinthezám a bejelentést megelőzően a BUBOR közelében állt, míg fokozatos lecsúszást követően néhány héttel a bejelentés után már 100-200 bázisponttal a BUBOR alatt alakult. Az intézkedés ilyen formán **gyengítette a forint védelmét,** és ezzel párhuzamosan jelentős devizaigényt támasztott a jegybanki devizalikviditást nyújtó eszközök iránt. A betéti kamatsapka ezzel két fronton is növelte a kockázatokat, és hatásainak tartóssá válása azzal fenyegetett, hogy érdemi akadályok gördülnek a jegybank infláció elleni küzdelme elé.

1. ábra: 1 hónapos EUR/HUF devizacsere ügyletekből számított implikált forinthozamok és BUBOR kamat



Forrás: Bloomberg, MNB

Az MNB újabb lépései helyreállították a piac egyensúlyát

Annak érdekében, hogy az MNB a monetáris transzmisszió hatékonyságát tovább erősítse, és a kritikus FX-swappiacon helyreállítsa az egyensúlyt, **a szeptemberben bevezetett egyhetes diszkontkötvények újbóli, rendszeres használta mellett döntött.** Az intézkedés tapasztalatai kedvezőek, az összes lényeges hatás — beleértve az állampapír-piaci hatásokat — eredője egyértelműen pozitív: az MNB-nek sikerült a transzmisszió gyengülését és egy jelentős, potenciális piacstabilitási kockázatot elkerülnie.

A diszkontkötvény rendszeresítésével az FX-swappiaci **forint túlkínálat nagymértékben csökkent,** a swappiaci hozamok minden futamidőn összhangba kerültek a jegybanki eszközök által meghatározott kondíciókkal. Az MNB úgy **volt képes tovább emelni a short pozíció felvételének költségét és növelni a forinteszközök vonzerejét,** hogy közben nem kellett változtatnia eszközeinek kamatán.

Az eredmény a spot devizapiacon is egyértelműen látszik, a forint január vége óta 4 százalékot meghaladó mértékben erősödött, amihez a diszkontkötvényhez kapcsolódó hatások is hozzájárultak. A piaci egyensúly helyreállításának jelentős szerepe van a forint árfolyamának elmúlt hetekben tapasztalt további erősödésében. Mindez kiemelt fontosságú az infláció elleni küzdelem szempontjából. **A devizapiac stabilizása az állampapírpiacra is kedvező hatást gyakorol.** Ez jól látható volt a tavalyi

évben, a jegybank október közepi beavatkozása utáni időszakban: év végéig a forint 10 éves hozamok német hozamhoz képesti felára 200, míg az országkockázatot jelző 10 éves CDS mutató 100 bázisponttal csökkent. Az elmúlt hetekben ugyanakkor az újra emelkedő fejlett hozamkörnyezet hatása a hazai piaci folyamatokra is rányomta a bélyegét.

Állampapírpiazi hatások

Az elmúlt napokban megjelentek olyan vélemények, amelyek az állampapír-piaci aukciókon tapasztalható kisebb keresletet és az állampapírhozamok emelkedését a diszkontkötvények rendszeresítésével kötötték össze. A diszkontkötvény bevezetése előtt a jegybank előzetes várakozása az volt, hogy legfeljebb csak a legrövidebb, 3 hónapos DKJ-k piacára lehet hatással, míg az állam finanszírozása szempontjából igazán lényeges szegmensekre, így a hosszabb futamidejű forint állampapírok, a deviza kötvények, a deviza hitelek és a lakossági állampapírok keresletére nem hat a jegybank egyhetes eszköze, a befektetők eltérő futamidő vagy egyéb preferenciái miatt. (Ebből a szempontból szintén lényeges különbség, hogy a diszkontkötvény nem elfogadható jegybanki fedezet.)

Ezek az előzetes várakozások beigazolódtak. Jól mutatja ezt, hogy a február 22-i 6 hónapos DKJ-aukció óta már minden esetben olyan kereslet jelentkezett, ami a diszkontkötvény rendszeresítése előtti időszakban is kedvezőnek számított. Emellett jól látható, hogy a hosszabb futamidejű állampapíroknál **sokkal nagyobb szerepe van a nemzetközi folyamatoknak és a pénzpiacaink stabilitásának**. Ebből a szempontból – ahogy az ősz folyamán is láttuk – a szigorúbb kamatkondíciók érvényesülésének piac- és árfolyamstabilizáló hatása kedvező hatást fejt ki az állampapírpiazi keresletre is.

A 3 hónapos DKJ szegmensben átmenetileg valóban csökkent az érdeklődés, de érdemes kiemelni, hogy az elmúlt hetekben több hatás együttesen érvényesült. Ezek között meghatározó volt a nemzetközi befektetői környezet elbizonytalanodása, amely a régiós rövid papírok aukcióira is rányomta a bélyegét: a román DKJ aukción a magyarhoz hasonló volt a lefedettség, az orosz-ukrán háború kitörése óta nem kelt el olyan kevés cseh diszkontkötvény, mint február végén, illetve a rövidebb lengyel papírok iránt szintén visszaesett a kereslet.

A hazai DKJ-k szegmensében a lakossági kereslet is nagyon fontos tényező. Az utóbbi időben jelentősen nőtt a háztartások részesedése, és jelenleg már 50 százalék körüli.

Az új, vonzó kamatozású lakossági állampapírok január közepi megjelenése itt is új helyzetet teremtett, amely visszafoghatja a lakosság DKJ keresletét is. Emellett a piaci hatás értékelésénél figyelemmel kell lenni arra is, hogy a szegmens finanszírozásban betöltött szerepe mérsékelt (a központi költségvetés adósságának mindössze 1,7 százalékát teszik ki a 3 hónapos vagy annál rövidebb futamidejű DKJ-k aránya), és a legfrissebb finanszírozási terv szerint a jövőben csökkenő szerepet szán neki az ÁKK.

A fentiek alapján egyértelműen elmondható, hogy a **diszkontkötvények rendszerezése elhanyagolható közvetlen hatást gyakorol az állampapírpiazi keresletre, miközben a közvetett (főként piacstabilizáló) hatása javítja a befektetői megítélést.**

Konklúzió

A gazdaságpolitika irányítói között általános konszenzus van abban, hogy a magas inflációt minél gyorsabban le kell küzdeni, hiszen a magas infláció a gazdasági növekedésünk és felzárkózásunk gátja. Ehhez elengedhetetlen a monetáris transzmisszió hatékonyságának fenntartása, erősítése. Minél hatékonyabb a monetáris transzmisszió, annál gyorsabb lehet az infláció letörése és az árstabilitás újbóli elérése. A jegybank tavaly ősszel meghozott döntései az árstabilitáshoz nélkülözhetetlen piaci stabilitást szolgálták, a betéti kamatsapka bevezetése viszont ezzel ellentétes hatást fejtett ki. Az érintett hazai szereplők deviza eszközeinek állománya megugrott, a hazai piacok stabilitása szempontjából kritikus swappiacra jelentős nyomás helyeződött. A jegybanki lépések, köztük kiemelten a diszkontkötvény január végén meghirdetett rendszeres alkalmazása viszont helyreállították a swappiac egyensúlyát, melynek eredménye egyértelműen látszik a hazai devizapiac elmúlt hetekben megfigyelhető stabilizálódásán.

„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság.hu oldalon 2023. március 7-én.”