

## Virág Barnabás:

### Tudomány és művészet - stabilan alacsony kamatokkal az inflációs cél eléréseért

*A jegybanki alapkamat stabilitása önmagában fontos érték. A hosszabb távon kiszámítható alapkamat a várakozások orientálásán keresztül élénkítheti a hitelkeresletet, gyorsabb gazdasági növekedést okozva, miközben a kötvénypiacokon segítheti a nem szándékolt árfolyam-mozgások elkerülését. Emellett a válságot követő években a nem-hagyományos eszközök szerepe is felértékelődött, ami szükséges esetben a monetáris kondíciók finomhangolásának lehetőségét is biztosítja. De miért fontos ezen általánosan is érvényes megfontolásokat épp egy hazai kamatcsökkentési ciklus közepén hangsúlyozni? Mert ezen érvek figyelmen kívül hagyása könnyen a kamatpályával kapcsolatos túlzott várakozások kialakulásához vezet, amint arra már esetünkben is láthatunk jeleket. Lazító szakaszokban a monetáris politikai döntéshozók nem a rövid távon elérhető legalacsonyabb alapkamatra törekcsenek, hanem lépéseikkel azon kellően alacsony alapkamat szintet kívánják megvalósítani, amelynek huzamosabb ideig történő fenntartása összhangban áll az inflációs cél fenntartható elérésével.*

Jegybankár körökben Alan Greenspan-nek, az amerikai Fed korábbi elnökének tulajdonítják azt a mondatot, miszerint „A pénzpolitika nem csak gyakorlati tudomány, hanem művészet”. A mondat tartalmának helyességére a világ jegybankjainak a 2008/2009-es válságot követően mutatott döntései talán a legjobb példákat szolgálják. A monetáris politika a kamatszint csökkentésével és további szerteágazó ún. nem-hagyományos eszközökkel igyekezett stabilizálni a gazdaságokat, biztosítva az árstabilitás elérhetőségét. A százalékpontokban kifejezhető kamatcsökkentések, a milliárd euróban, dollárban és egyéb devizákban meghatározott eszközvásárlási és hitelösztönző programok mellett a jegybankok egyre nagyobb hangsúlyt helyeztek a gazdasági szereplők várakozásainak orientálására is. Az előrettekintő kommunikáció erősítése, a döntéshozói preferenciák hangsúlyosabb kinyilvánítása vagy akár egy-egy szimbolikus lépés komoly gazdaságpszichológiai hatással bír, amely különösen a jelenlegi bizonytalan világgazdasági környezetben a vállalkozások vagy épp a lakosság viselkedésének megváltozásával a számszerűsíthető döntéseknél is nagyobb hozadékkal bírhat. Nincs ez másként a Magyar Nemzeti Bank elmúlt évi döntései esetében sem.

Az Magyar Nemzeti Bankról szóló törvény – Jegybanktörvény – értelmében az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Amennyiben az évek óta rendkívül alacsony inflációs környezetben az elsődleges cél érdekében a monetáris kondíciók lazítására van szükség, akkor a jegybank több elméleti lehetőséget is mérlegelhet. Megpróbálhatja az irányadó kamatot gyorsan, rövid távon az elérhető legalacsonyabb, még a céllal összhangban lévő szintre csökkenteni, vagy a monetáris stimulust biztosíthatja kisebb, fokozatos lépésekkel is. A magyar jegybank az elmúlt évek kamatcsökkentési ciklusai során ez utóbbi gyakorlatot követte.

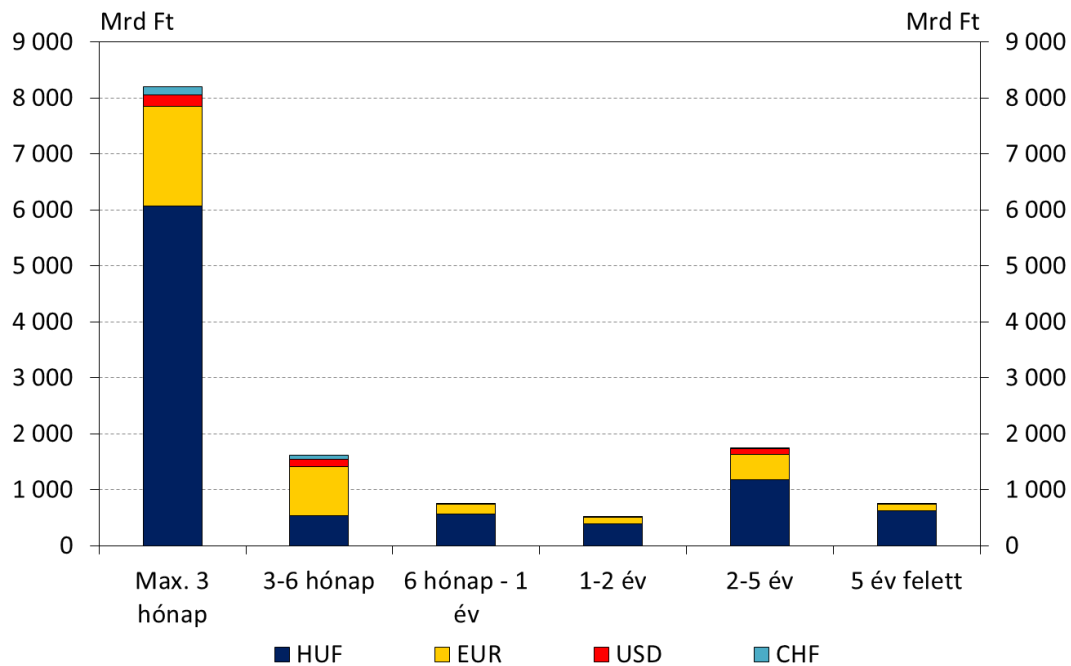
A fokozatos jegybanki lépéseket általában az indokolja, hogy a döntéseket megalapozó információs bázis folyamatosan változik. Egy-egy beérkező makrogazdasági, vagy pénzügyi információról kezdetben nehéz eldönteni, hogy az a hosszabb távú folyamatok szempontjából is meghatározó új tendenciára utaló adat, vagy csak az idősorok szokásos változékonyságából adódó rövid távú zaj. Ráadásul maga a monetáris politikai lépés is visszahat a gazdasági szereplők döntéseire, hónapról-hónapra befolyásolva a döntéshozók információs bázisát. Ezzel összhangban a fokozatosságra való törekvés a jegybank részéről az alapkamat volatilitásának csökkentésére és ezen keresztül a gazdasági folyamatok hatékonyabb támogatására irányul.

Hasonló megfontolások érhetők tetten a kamatciklus lezárásának környezetében is. A kialakuló kamatszint nagyobb stabilitása és kiszámíthatósága a kamat szintjétől függetlenül önmagában növelheti a vállalkozások és a háztartások hosszabb távú beruházási, fogyasztási vagy éppen az ezekhez szükséges hitelfelvételi hajlandóságát. *Az alapkamat stabilitása önmagában érték*, melynek jelentősége különösen felértékelődött az aktuális gazdasági és pénzügyi környezetben.

Az alapkamat szintjének stabilitása elősegíti a monetáris lazítás hatásának hatékony érvényesülését is. Ennek érzékeltetéséhez nézzünk két, hipotetikus kamatpálya hatását. Egy rövid távon alacsonyabb szintre süllyedő kamat esetén viszonylag gyorsan akár a kamatemelés szükségessége is felmerülhet, gyorsan eliminálva az átmenetileg nagyobb lazítás előnyét. A gazdasági szereplők döntéseikben figyelembe veszik, hogy a hitelkamatokban viszonylag gyorsan megjelenik a kamatváltozás hatása, így az alacsonyabb alapkamat ellenére óvatosabb viselkedés mellett döntenek. Jól jellemzi a helyzetet, hogy a hazai hitelintézetek hitelállományának 60 százaléka 3 hónapon belül, 78 százaléka 1 éven belül lejár (fix kamatozású hitelek), illetve átárzódik (változó kamatozású hitelek). Az átmenetileg alacsonyabb kamat így

várakozásaink szerint nem vezetne a fogyasztás és a beruházások várt élénküléséhez. Ezzel szemben a tartósan alacsony – még ha a rövid távon elérhetőnél némileg magasabb – kamatszint nagyobb kiszámíthatóságot jelent, megkönnyítve a hosszabb távú gazdasági döntések tervezhetőségét.

*A hitelintézetek hitelállománya lejárat, illetve átárazásig hátralévő idő szerint*



*Megjegyzés: 2015. negyedik negyedév, fiókok nélkül.*

*Forrás: MNB*

Ez az oka annak, hogy a magyar jegybank monetáris lazításai során nem az elérhető legalacsonyabb kamatszintre törekszik, hanem azt az alacsony kamatszintet próbálja megtalálni, amelynek hosszabb időszakon keresztül érvényesítése összhangban van az inflációs cél fenntartható elérésével. A kérdés tehát nem az, hogy rövid távon mekkora az a minimális szint, amelyre egy monetáris enyhítés eredményeként csökkenhet a kamat, hanem az hogy, hol található az alacsony kamatszint, ahol a lazítást követően huzamosabb ideig is fenntartható az alapkamat.

Az MNB Monetáris Tanácsa a korábbi ciklusokban is törekedett a konzervatív, stabilitásra törekvő kamatpolitikára. Ennek megfelelően az irányadó kamat először 2012. augusztus és 2014. július között 7 százalékról 2,1 százalékra csökkent, majd 2015. március és 2015. július között 1,35 százalékra mérséklődött. Ezt követően legutóbb 2016 márciusában ítélte úgy a Monetáris Tanács, hogy az inflációs cél fenntartható elérése érdekében a monetáris kondíciók további, átfogó lazítása vált

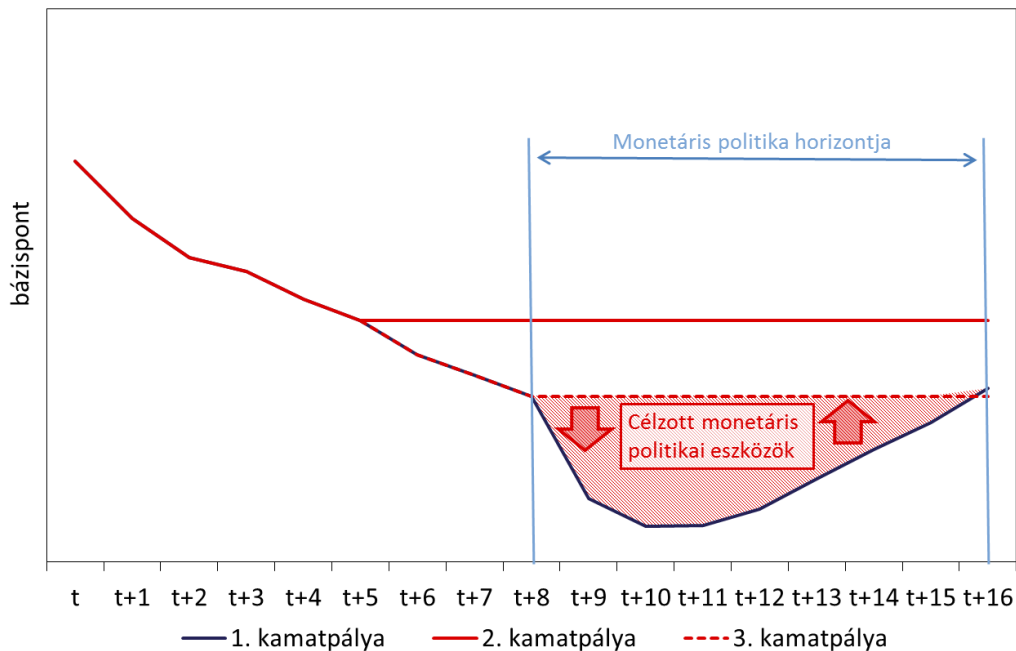
szükségessé. De miért válik különösen fontossá a jegybankok számára az alapkamat stabilitása a jelenlegi környezetben?

Aktuálisan a monetáris politika helyzetét világszerte megnehezíti a magánszektornak a pénzügyi válság előtt felhalmozott jelentős adósságállománya, ami mellett az elmúlt években az államadósság is számos országban érdemben megugrott. Ezzel összhangban a kötvénypiacot jelentős állományok, és az állományokat magas kamatérzékenysége jellemzi, miközben a világgazdaság növekedési kilátása továbbra is törékeny. Az alacsony kamatkörnyezetben még egy kisebb kamatemelésre is érzékenyen reagálhatnak a befektetők a kötvényportfólión jelentkező potenciális veszteségek miatt. Ráadásul a kötvények mai pénzügyi szerepében fontos elem, hogy fedezetként is lehet használni őket likviditási műveleteknél. Ezért bár az ún. keynesi likviditáspreferenciák működése azt eredményezné, hogy a befektetők átrendezhetnék portfóliójukat leépítve a kamatkockázatnak kitett hosszú futamidejű kötvényeket, azonban a fedezetként való használhatóságuk továbbra is ösztönzi tartásukat. Ennek megfelelően a számos jegybank által alkalmazott előretekintő iránymutatás célja éppen az, hogy a kamatvárakozásokat övező bizonytalanság mérséklésével visszafogják a hosszú hozamok emelkedését, ezzel megelőzve a kötvénypiacok nem-szándékolt túlzott reakcióját.

A várakozási csatorna mellett egy további érv is szolgálhat a stabil alapkamatra való törekvés mellett. A jegybankok eszköztára a válságot követően számottevően átalakult: a hagyományos eszközök mellett, egyre aktívabban megjelentek az ún. nem-hagyományos eszközök is. A hagyományos és nem-hagyományos monetáris politikai lépések hatékony kombinációjával kialakuló monetáris politikai mix az elmúlt években a hazai monetáris politikában is egyre hangsúlyosabb szerepet kapott. A két eszközcsoport közötti feladatmegosztásként a jegybank hagyományos eszközeivel végrehajtja az inflációs célok fenntartható eléréséhez szükséges monetáris lazítást, és emellett nem-hagyományos eszközök segítségével oldja a monetáris transzmisszióban tapasztalt torzulásokat, illetve szükség esetén finomhangolja a monetáris stimulus mértékét. Ezen eszköztárban a monetáris kondíciók átmenetileg az irányadó kamat megváltoztatása nélkül is lazíthatóak, illetve szigoríthatóak. Jó példa erre, hogy a márciusi döntés során az irányadó ráta további csökkentését a jegybanki kamatfolyosó aszimmetrikus szűkítése is kiegészítette. A kamatfolyosó szűkítése hat a piaci likviditásra és az egyes jegybanki eszközök igénybevételére, amivel a jegybank az alapkamat hatékonyságát kívánta támogatni. A nem-hagyományos eszközökön keresztüli finomhangolás lehetősége a jövőben is adott,

amin keresztül a beérkező adatok függvényében a Magyar Nemzeti Bank döntéshozói változatlan alapkamat mellett is az inflációs cél fenntartható eléréséhez szükséges irányba módosíthatják a monetáris kondíciókat.

### *Kamatszint tartós fenntartásának illusztrálása*



A fenti megfontolások alapján megállapíthatjuk, hogy a jegybanki alapkamat szintjének stabilitása önmagában is fontos érték. A Magyar Nemzeti Bank az elmúlt évek körütekintő monetáris politikáját folytatva, a meghatározó folyamatokat hosszabb távon értékelve dönt az alapkamat mértékéről. Döntéseiben olyan alapkamat-szint elérésére törekszik, mely biztosítja elsődleges mandátumának a 3 százalékos inflációs célnak a fenntartható elérését. Emellett a korábbi gyakorlatnak megfelelően a jegybank célzott, nem-hagyományos monetáris politikai eszközök alkalmazásával is kiegészítheti kamatlépéseit, segítve az irányadó kamat stabilitását. Amennyiben a piaci szereplők nem veszik figyelembe, hogy a jegybank a monetáris lazítás mellett az alacsony kamatszint stabilitására is törekszik, az túlzott kamatcsökkentési várakozások felépüléséhez vezethet a kamatpálya rövid távú alakulását illetően.

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2016. május 5-én.”*