

II. Monetáris politika

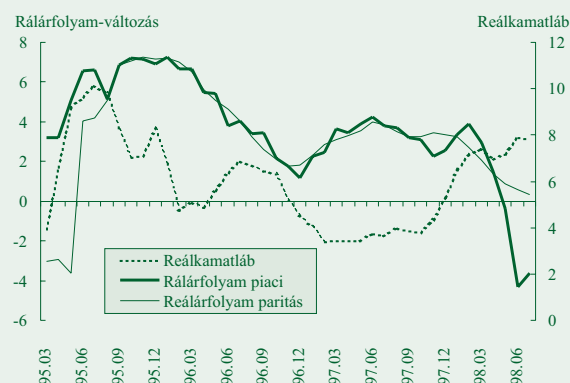
Az 1998. év első nyolc hónapjában a monetáris politika vitelét döntően befolyásolta, hogy a gazdasági növekedéssel és a belföldi kereslet felgyorsulásával párhuzamosan érzékelhetően nőtt a kapacitáskihasználtság, a munkaerőpiac egyes szegmenseiben erőforráskorlátok mutatkoznak, vagyis a potenciális belföldi inflációs nyomás felerősödött. Ennek ellenére a fogyasztói árak inflációja jelentős mértékben csökkent, de ez részben a világpiaci áralakulásból adódó hatásokból, részben a szabályozott árak alacsonyabb növekedéséből származott. A belföldi inflációs nyomás fékezése érdekében az MNB óvatos kamatpolitikát folytatott, **a hitelkiáramlás és a megtakarítások szempontjából releváns 3 hónapos lejáraton a reálkamatlábak 6 százalékpont fölé emelkedtek.** Az óvatos kamatpolitika keretében az MNB az irányadó kamatait csak a már bekövetkezett inflációcsökkenés ütemében mérsékelte.

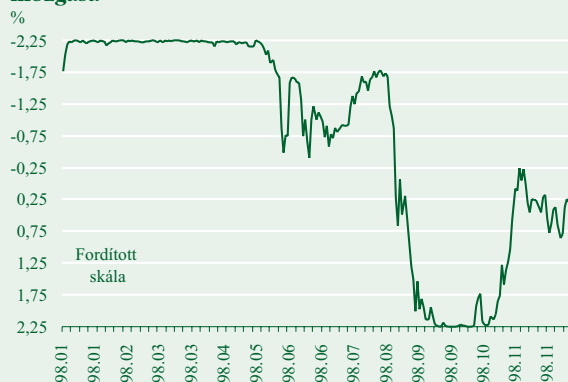
A reálkamatlábát a 3 hónapos diszkontkincstárjegy és a 3 hónapos trendinfláció alapján évesítve számoltuk. A reálárfolyamot a kosárszerkezetű nominális árfolyam és a trendinfláció hányadosaként számítottuk, ebből kalkuláltuk a 3 hónapos évesített reálfelértékelést. Az ábrán a reálárfolyam pozitív értékei felértékelődést jelentenek. A reálárfolyamot kétféleképpen is kiszámítottunk, az elsőnél a tényleges piaci árfolyammal, a másodikként a sávközép árfolyammal számoltunk. Ezek a mutatók nem egyeznek meg a versenyképeség részben közölt reálárfolyamokkal, mivel rövid bázisúak, és figyelmen kívül hagyják a külföldi infláció és a keresztárfolyam-változások hatását.

A monetáris kondíciók alakulása szempontjából a reálkamat mellett a reálárfolyam alakulásának van kiemelt jelentősége, hiszen ez alapján becsülhető az, hogy az árfolyam milyen mértékben járul hozzá a dezinflációhoz. *1998 eddig eltelt időszakában kétszer került sor az árfolyampálya módosítására.* Június 15-étől az MNB a kormánnyal egyetértésben havi 0,8%-ra csökkentette a leértékelés ütemét, majd augusztus végén újabb ütemcsökkentésről született döntés, október 1-i hatállyal havi 0,7%-ra. Az előző év szeptemberéhez viszonyítva a 30%-ban dollárt és 70%-ban német márkát tartalmazó valutakosárral szemben a forint középárfolyama 11,3%-kal volt leértékeltebb, mint a tavalyi év hasonló időszakában. A piaci árfolyamokból számított valutakosárral szembeni leértékelődés ebben az időszakban 15,8%-ot tett ki. A nominál-effektív árfolyamindex ugyanezen időszak alatt 16,6%-os leértékelődést mutatott.

A kétszeri leértékelési ütemcsökkentés ellenére a fogyasztói árindexek alapján számított éves reálfelértékelődés márciustól kezdődően fokozatosan csökkent. Mindez azt jelzi, hogy míg az év első hónapjaiban mind a kamatpolitika, mind az árfolyam alakulása erőteljesen a dezinfláció irányában hatott, addig áprilistól kezdve a gyakorlatilag szinten maradt reálkamatlábak mellett az árfolyam aktív dezinflációs szerepe mérseklődött. Az árfolyam sávon belüli változását figyelmen kívül

A monetáris kondíció változása
(reálárfolyam változása – rövid lejáratú reálkamatláb)



A forint árfolyamának intervenció sávon belüli mozgása**Az MNB kamatlépései**

Érvényes	Aktív repo kamatláb		Passzív oldali betét			Keretkiegészítő repo kamatlába
	O/N	1 hét	O/N	1 hét	1 hónap	O/N
1998.01.01.	25,250	25,250	14,50	19,250	19,750	35,00
1998.02.06.	25,000	25,000		19,000	19,500	
1998.03.02.	24,750	24,750		18,750	19,250	
1998.03.23.	24,375	24,375		18,375	18,875	
1998.04.14.	24,125	24,125		18,125	18,625	
1998.05.25.	23,875	23,875		17,875	18,375	
1998.06.15.	23,500	23,500		17,500	18,000	
1998.07.10.	23,000	23,000				
1998.08.03.	22,500	22,500		16,500	17,000	
1998.08.15.	20,500		13,50			
1998.09.22.	21,500		14,50		18,000	28,00
1998.11.11.	21,000				17,750	
1998.11.24.	20,750		14,25		17,500	

hagyó sávközép árfolyammal számított reálárfolyam-mutató a reálfelértékelődés jelentős csökkenését, a piaci árfolyam alapú mutató pedig a reálárfolyam leértékelődését jelzi.

A deflációs pálya fenntartásával konzisztens belföldi monetáris kondíciók – a külföldi kamatlábak és a kockázati prémieum változásainak hatására – az év során különböző devizapiaci helyzetekkel párosultak:

1. Január – április között jelentős mennyiségű tőke áramlott az országba, s az MNB aktívan interveniált az erős sávszélen.

2. Május–június hónapokban a választásokkal kapcsolatos bizonytalanság a forint átmeneti gyengülését okozta, de az árfolyam mindvégig erősebb volt, mint az intervenció sávközép.

3. Júliustól a feltörekvő országok általános megítélésének romlása miatt a forint jelentősen leértékelődött, megközelítette, és rövidebb időszakokra elérte a gyenge intervenció sávhatárt.

Az MNB sterilizációs politikája eredményeként a konverziós forint-kereslet ingadozásai nem befolyásolták a monetáris bázis alakulását, tartósan 18–20%-os éves ütemben bővül tovább a jegybankpénz mennyisége.

Az MNB eszköztárának változása

Az MNB eszköztárában 1998 első kilenc hónapjában több lényeges változás történt, melyek eredményeképpen az tovább közelített a fejlett nyugat-európai országok jegybankjainak gyakorlatához.

1998 áprilisában az MNB az egyéves lejáraton megszüntette kamattjegyzését, s április 24-étől kezdve kéthetente mennyiségi aukció keretében bocsátja ki az MNB-kötvényeket. Áprilist megelőzően a jegybank két lejáraton is adott kamat mellett állt rendelkezésre, ami azt eredményezte, hogy a két kamatláb egymáshoz való viszonya az 1 hónapos betéti kamatláb jövőbeli várható alakulásáról is informálta a piaci szereplőket. A két lejáraton történő hozamjegyzés miatt a jegybank nehezen tudott kamatpolitikájával egyértelmű üzeneteket küldeni a piacnak, ezért döntött az MNB úgy, hogy az egyéves lejáraton mennyiségi aukcionálásra tér át. A döntés következtében a fejlett országok jegybanki gyakorlatának megfelelően egyértelműen egy rövid hozam – az 1 hónapos betéti konstrukció hozama – lett az MNB irányadó kamatlába.

Az 1 hetes betéti konstrukció augusztus 15-i hatállyal történő megszüntetése is az MNB azon szándékával áll összhangban, hogy kevesebb instrumentum esetén egyértelműbb jelzéseket lehet küldeni a piaci szereplőknek, s így a transzmissziós mechanizmus hatékonysága fokozható. Ezzel párhuzamosan a kihasználatlan 1 hetes aktív repo is megszűnt.

A jegybank 1998 augusztusi döntése alapján ez év szeptemberétől nem két hét, hanem egy hónap átlagában kell a hitelintézeteknek megfelelniük a tartalékolási követelménynek. A hosszabb tartalékolási periódus következtében a kereskedelmi bankok egyfelől nagyobb mértékben reagálhatnak a rövid kamatok mozgásaira, másfelől az adóbefizetések likviditási hatását könnyebben menedzselhetik.

1. A monetáris kondíciók alakulása

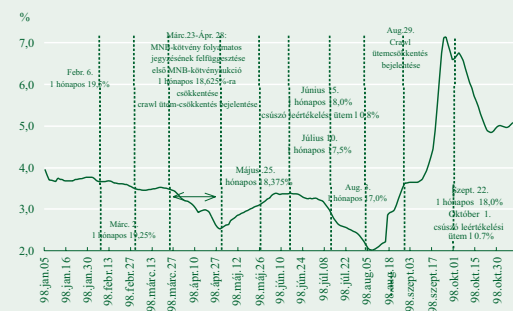
Az év elejétől április végéig tartó első időszakban a konverziós forintkereslet megnövekedéséhez hozzájárult, hogy a kosárvalutákat jegyző országokban csökkentek a piaci kamatok, és csökkent a feltörekvő országokban történő befektetésektől elvárt kockázati prémium is. Mindkét tényező növelte a forintbefektetések vonzerejét a pénzügyi befektetők körében. Jelen-tősen növelte a konverziós forintkeresletet az, hogy ebben az időszakban a magyar fizetőeszköz felértékelődésével (sávszélesítéssel) kapcsolatos híresztelések terjedtek el a piacon, amelyre a magyar gazdaság 1997. évi jelentősen javuló makromutatói adtak alapot.

- Bár sem a Federal Reserve, sem a Bundesbank nem változtatott irányadó kamatain, a dollárban és márkában denominált piaci instrumentumok hozamai csökkentek. Ennek hátterében az állt, hogy a Bundesbank egyértelművé tette: nem fogja siettetni az euro-zónához tartozó államok közötti (rövid) kamatkonvergencia megvalósulását. A Fed kamatemelésével kapcsolatos várakozások pedig az ázsiai válság amerikai gazdaságra gyakorolt hatása miatt érezhetően mérséklődtek.
- A forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium csökkenése részben Magyarország egyedi megítélésével kapcsolatos tényezőkkel, részben a feltörekvő piacok általános megítélésében bekövetkezett változásokkal van összefüggésben. Az év első hónapjait a feltörekvő piacokkal szembeni bizonytalanság csillapodása, és ezen belül is a relatíve jobb fundamentumokkal rendelkező országok előtérbe kerülése jellemezte, ami az elvárt kamatprémium csökkenését eredményezte.

1998 első négy hónapjában a forint szinte folyamatosan az erős intervenciós sávszélén tartózkodott, a jegybank április végéig több mint 3,3 milliárd dollárt, azaz 771 milliárd forint értékű devizát vásárolt a hazai devizapiacra. Ebben az időszakban a legnagyobb mértékű devizapiaci intervenciót az április végéig terjedő időszakban a külföldiek portfólióbefektetései, elsősorban állampapír-vásárlásai okozták. Növelte a forintkeresletet a bankrendszeren kívüli szereplők nettó határidős devizaeladása, amely a kereskedelmi bankok mérleg szerinti és a mérleg alatti pozíciójának a szétnyílásában is megjelent. A konverzió növekedéséhez hozzájárult a folyó fizetési mérleg hiányát meghaladó működőtőke-beáramlás is. A forintbefektetések kamatprémiumának, a folyó fizetési mérleg hiányának és a működőtőke-beáramlásnak az alakulása azonban körülbelül 1 milliárd dollárnyi intervenciót nem magyaráz, s így valószínűsíthető, hogy hozzávetőleg ekkora összegű deviza árfolyamspekulációs célból áramlott be Magyarországra.

A konverziós forintkereslet április végére leállt, mivel a forintbefektetések hozama összhangba került a külföldi befektetők által elvárt prémiummal. A spekulációnak az vett véget, hogy az MNB megerősítette: nem változtat a jelenlegi szűk sávos csúszó árfolyamrendszeren, és bejelentette a leértékelési ütem 0,1%-os csökkentését. Márciustól az infláció mérséklődésével párhuzamosan több lépésben csökkentette irányadó kamatait is, ami júniusig a forinthezámok jelentős, 200–250 bá-

Kamatprémium a 3 hónapos benchmark állampapírokon, 1997–98



A forint iránti kereslet komponensei*

	1997	1998. I. n. év	1998. II. n. év	1998. VII–VIII	1998. I–VIII
	Milliárd Ft				
A) Konverzió	877,6	540,4	204,1	-17,4	744,5
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	642,0	511,2	196,4	-17,4	707,6
b) MNB-vásárlások az államháztartástól	235,6	29,2	7,7	0,0	36,9
A konverzió forrásai (I...VIII)	877,6	540,4	204,1	-17,4	744,5
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetéseivel korrigált folyó fizetési mérleg (1 + 2)	-40,8	-24,8	-90,5	-1,5	-148,7
1. Folyó fizetési mérleg	-177,9	-79,4	-112,8	-11,7	-228,5
2. MNB nettó külföldi kamatfizetése	137,0	54,6	22,3	10,2	79,8
II. Működőtőke-beáramlás	308,8	68,4	114,5	26,0	213,8
III. Bankok konverziós hatása	-5,9	-3,5	-9,6	-22,8	-28,6
IV. Derivatívok hatása	160,6	200,7	87,5	-61,0	160
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	10,0	12,9	11,4	7,2	16,3
VI. Nettó portfólió - befektetések (1 + 2)	334,9	280,8	95,7	-6,9	491,3
1. Állampapír	22,7	129,8	121,9	-77,2	308,3
2. Részvény*	312,2	151,0	-26,1	70,3	182,9
VII. Vállalati devizahitel (1 + 2) = (a + b)	87,8	-2,9	-18,0	33,4	12,6
1. Belföldi	37,1	12,7	41,5	24,5	62,7
2. Külföldi	50,7	-15,6	-59,5	8,9	-50,1
a) Egy évnél rövidebb	-12,5	-11,6	2,5	2,1	5,4
b) Éven túli	100,3	8,7	-20,5	31,3	7,2
VIII. Tőketranszferek	22,1	8,9	13,0	8,2	27,9
B) Kamatérzékeny (III+IV+V+VI/1+VII)	275,2	337,0	193,2	-120,4	486,6
C) Szpekulatív (B–V–VII/b)	165,0	315,4	202,3	-158,8	445,1

* A táblának a módszertana az 1997/3 MNB Füzetekben olvasható.

zispontos esését eredményezte. Az árfolyam változására spekulálók extraprofit-lehetőségét az is csökkentette, hogy az MNB felüggesztette az éves kötvény kamatjegyzését, és mennyiségi aukcionálására tért át.

A májusi választásokkor kezdődő második időszakot a forintbefektetésektől elvárt prémium jelentős emelkedése és a forint sávon belüli tartós gyengülése jellemezte. Ebben az időszakban az elvárt prémium növekedése jórészt a választásokkal magyarázható, a devizapiaci intervenció megszűnése és a tőzsde számottevő májusi zuhanása is azt jelezte, hogy Magyarország kockázati megítélése a hasonló befektetési kategóriába tartozó országokhoz képest romlott. De a forint devizában számított hozamának emelkedése lépést tartott a befektetők által elvárt kockázati prémium emelkedésével, így májusban és júniusban a devizapiaci intervenció hiánya ellenére kamatérzékeny tőke nem áramlott ki az országból.

1998 júliusának végétől azonban egészen más okai voltak a forint sávon belüli gyengülésének. Az Oroszországból átgyűrűző bizalmi válság és a nemzetközi tőkepiacokon megfigyelhető likviditás szűkülése miatt tőkekiáramlás indult meg, amely több alkalommal is jegybanki intervenciót tett szükségessé az árfolyam védelme érdekében. Sem a kamat- és árfolyamérzékeny tételek kiáramlását, sem a tőzsdei árfolyamok zuhanását nem támasztották alá Magyarország gazdasági fundamentumai, a gazdaság kiegyensúlyozott növekedésével párhuzamosan jelentősen mérséklődött az infláció, az államháztartás és a folyó fizetési mérleg alakulása sem tette indokoltá a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium növekedését, erre csak a külföldi befektetők dominanciája és a nagy intézményi befektetők magatartása ad magyarázatot.

A korábbi időszakban folytatott sterilizációs politikának köszönhetően az ország magas tartalékszintje lehetővé tette, hogy az oroszországi válságot követően az árfolyamrendszer hitelességének veszélyeztetése nélkül nettó devizakiáramlás következzen be. Mivel a válság e kezdeti szakaszában a tőke kivonást elsősorban a nemzetközi befektetők likviditási kényszere okozta, ebben az időszakban csak rendkívül magas kamatfelár mellett lehetett volna tőkét vonzani az országba, ami kedvezőtlenül érintette volna a belföldi gazdasági folyamatokat. Ezért az MNB a tartalékszint átmeneti csökkenése mellett döntött. A forint iránti kereslet stabilizálása érdekében az MNB a leértékelési ütem mérséklésével növelte a forintbefektetések devizában számított hozamát, majd szeptember 22-én az irányadó kamatok 100 bázispontos emelésére is sor került. Az árfolyampálya módosítása összhangban állt az infláció csökkenésével, a kamatszint megemelkedése mérsékelte a forint sávon belüli leértékelődéséből származó potenciális ártnövelési nyomást.

A kamat- és árfolyamérzékeny tételek augusztusi alakulása az előzetes számok alapján az árfolyamrendszer szempontjából kedvező következtetésekre szolgáltat bizonyítékokat. 1998 augusztusában a külföldiek 137,9 milliárd forinttal csökkentették állampapír-állományukat, azonban a teljes kamat- és árfolyamérzékeny devizakiáramlás ennél lényegesen alacsonyabb volt. A júliusi visszaesés után ugyanis újraindult az a folyamat, amelynek során a kereskedelmi bankok mérleg szerinti hosszú forint pozíciójukat növelték, s ugyanakkor határidős forinteladásokat eszközöltek. Mindez azt jelenti, hogy augusztusban is voltak olyan szereplők, nevezetesen a határidős piacokon forintot

A monetáris bázis alakulása*

	1997. IV. n. év	1998. I. n. év	1998. II. n. év	1998. III. n. év	Változás, 1998
I. Monetáris bázis (II + V)	992,0	995,3	1052,9	1115,5	123,5
Készpénz	621,3	601,0	643,3	706,1	84,8
Tartalék	370,7	394,3	409,6	409,4	38,7
II, Nettó forint eszközök (b + c + d - a)	400,5	-83,9	-258,5	244,0	-156,5
a) Sterilizációs instrumentumok	540,1	1083,1	1070,1	572	31,9
b) Pénzügyi hitelek	180,6	167,0	154,7	186,5	5,9
c) Kormánnyal szembeni nettó követelések	639,0	660,7	525,8	576,8	-62,2
Ebből KESZ (-)	119,5	63,8	200,4	122,5	3,0
állampapír (+)	464,8	445,3	441,3	440,8	-24,0
egyéb (+)	293,7	279,2	284,9	258,5	-35,2
d) Egyéb	121,0	171,5	131,1	52,7	-68,3
III. Nettó devizaeszközök	591,5	1079,2	1311,4	871,5	280,0
Nettó külföld	-662,0	-357,5	-238,9	-540,3	121,7
Tartalékok	2166,5	2472,2	2315,5	2147,2	-19,3
Külföldi adósság	2828,5	2829,7	2554,4	2687,5	-141,0
Nettó belföld	1253,5	1436,7	1550,3	1411,8	158,3
Hitel	1915,6	1951,8	2027,4	2137,9	222,3
Betét	662,1	515,1	477,1	726,1	64,0

* Az időszak végén.

vásárlók, akik több tíz milliárd forint értékben is hajlandóak voltak a korábbiakkal gyakorlatilag azonos implicit kamattartalom mellett a határidős piacon forintot vásárolni. Az augusztusi adatok alapján tehát valószínűsíthető, hogy a piacon vannak olyan szereplők, akik a gyenge sávszél közelében a forint erősödésében bíznak, s viselkedésük korlátozza a forint további gyengülését.

Az MNB sterilizációs politikájának eredményeként sem a konverziós forintkereslet első négy hónapjában tapasztalt gyors növekedése, sem a májustól tapasztalható csökkenés nem befolyásolta a monetáris bázis alakulását. Az elmúlt három évben a jegybank sikeresen akadályozta meg, hogy a tőkebeáramlás a pénzmennyiség gyors növekedésében csapódjon le. A beáramló pénz csak korlátozott mértékben vett részt a gazdaság finanszírozásában, a tőke nagyobbik hányada a jegybank sterilizációs instrumentumainak növekedésében csapódott le. A sterilizációs instrumentumok állományának növekedése 1998 májusában megállt, az augusztusi–szeptemberi devizakiáramlás időszakában pedig a sterilizációs instrumentumok állományának számottevő csökkenését figyelhettük meg. Ennek következtében a jegybanki devizaeladás nem okozott likviditáshűvölést a gazdaságban, a kiáramló likviditást a jegybanknál levő követeléseik leépítésével pótolták a kereskedelmi bankok, legfeljebb a lejáratok egybe nem esése okozott átmeneti forráshűvölést, ami az overnight bankközi kamatok volatilitásának meg növekedésében is tükröződött.

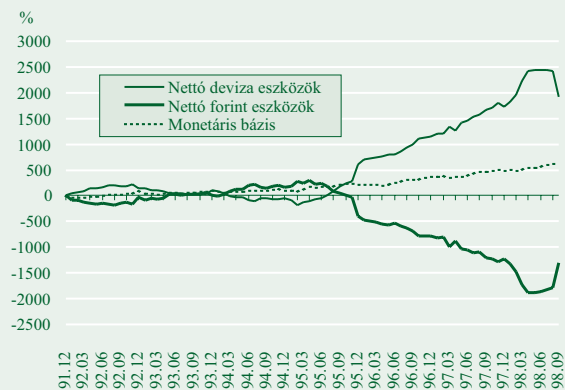
2. Kamattranzmisszió és inflációs várakozások

2.1 Pénzpiaci és kereskedelmi banki kamatok

A belföldi kamatszint befolyásolja a gazdasági szereplők fogyasztási és beruházási döntéseit, ezért a kamatra gyakorolt hatásán keresztül az MNB-nek lehetősége van az aggregált kereslet alakulásának befolyásolására. A jegybanknak csak a pénzpiaci kamatokra van közvetlen befolyása, és ott sem minden lejáraton jegyez kamatot. A hosszabb kamatok alakulására az MNB által közvetlenül nem befolyásolható tényezők gyakorolnak hatást, mint például a gazdaságpolitika iránti általános bizalom, a forint árfolyamával kapcsolatos várakozások és a nemzetközi tőkepiaci események is. A reálgazdasági döntések szempontjából releváns kamatok általában a kereskedelmi bankok által kínált betéti és hitelkamatok. A magyar pénzügyi piacok sajátossága, hogy főként a várható infláció bizonytalansága miatt a pénzügyi megtakarítások és hitelek meghatározó része rövid lejáratú, vagy rövid lejáratú kamatokhoz kötött változó kamatozású. Így ezek árának alakulását a kereskedelmi bankok számára a marginális befektetési és forrásköltséget jelentő rövid pénzpiaci kamatok alakulása befolyásolja. Ezen felül a hitelkockázat vagy a kereskedelmi bankok közötti verseny is hatással van a reálgazdasági szereplők döntéseit meghatározó kamatok alakulására.

1998 március végéig az MNB éves és 1 hónapos lejáraton jegyzett kamatot, ezzel meghatározta a pénzpiaci hozamgörbe éven belüli szakaszának meredekségét. A másodpiaci állampapírhozámok és a bankközi pénzpiaci kamatok az 1 hónapos és az éves

A monetáris bázis és összetevőinek alakulása*



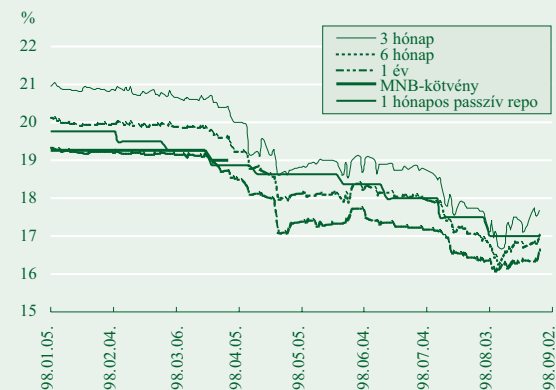
* Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991 december = 100.

Belföldi kamatalakulás 1998-ban*

	1997	Q1	Q2	Q3
3 hónapos DKJ	19,36	18,65	17,33	19,06
12 hónapos DKJ	19,20	18,70	17,32	18,96
Éven belüli vállalati hitelkamat	20,800	20,30	18,80	18,10
Éven túli vállalati hitelkamat	21,70	21,30	19,40	20,30
Éven belüli lakossági betéti kamat	16,20	15,80	15,00	14,50
Éven túli lakossági betéti kamat	16,60	15,70	14,70	14,30

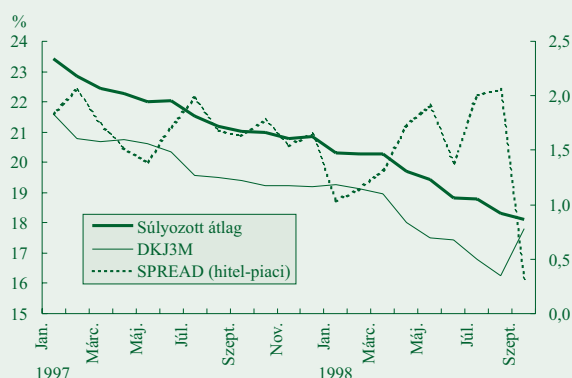
* Az időszak végén.

Rövid hozamok: becsült zéró-kupon hozamok negyedéves, féléves és éves lejáratokon 1998. 01. 05–1998. 08. 27.*



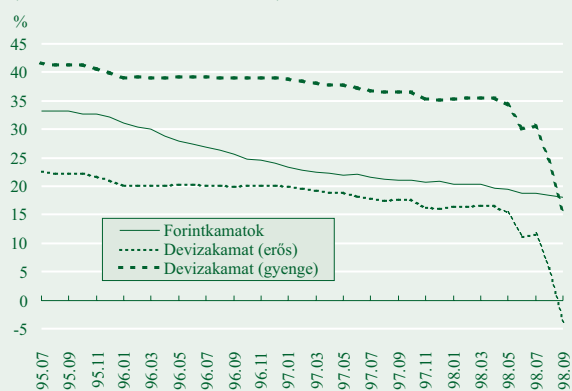
* Minden lejáratra az éves hozam kamatos kamattal számolva.

Az éven belüli hitelkamatok, a háromhónapos diszkont kincstárjegy hozama és a közöttük lévő eltérés



Vállalkozói hitelkamatok forintban és devizában

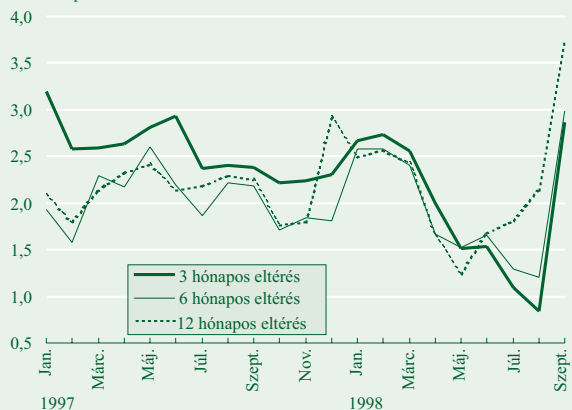
(kosár szerinti összetételben)*



* A devizakamatok forintértékei a mindenkori kosár szerinti összetételben lettek kiszámítva (LIBOR+100 bázispont). A deviza kamat ábrán feltüntetett sávjá azt mutatja, hogy mekkora lenne forintban a kamat, ha az árfolyam a 4,5%-os sáv erős, illetve gyenge széléig mozdulna el a futamidő végére.

Az állampapír-piaci hozamok és a lakossági betétek kamatai közötti eltérés

Százalékpont



lejáratokon követték az MNB irányadó kamatait, az éven belüli lejáratokon pedig az 1 hónapos betéti kamatok csökkentésére vonatkozó várakozásoknak megfelelően lassan mérséklődtek.

Az éves kamatjegyzés felfüggesztése után a hozamgörbe éven belüli szakasza meredekebbé vált, a pénzpiaci szereplők gyorsabb jegybanki kamatcsökkentésre számítottak. Júniustól egy korrekciós folyamat indult meg, a bankok módosították korábbi, túlzott kamatcsökkenési várakozásaikat. Ebben az időszakban a jegybank több lépésben csökkentette az 1 hónapos betét kamatait, de a hosszabb lejáratokon ezt gyakorlatilag nem követte a hozamok változása. Változást csak a július 10-ei és augusztus 3-ai 50–50 bázispontos kamatcsökkentés hozott, amely meglepetésként érte a piaci szereplőket, az éven belüli kamatok esése a kamatcsökkenési várakozások újbóli felerősödését mutatta.

Az elmúlt két évben az éven belüli hitelkamatok változása meglehetősen gyorsan, 0–2 hónapos késéssel követte a piaci kamatok változását, az infláció csökkenésével párhuzamosan a hitelkamatok és a 3 hónapos diszkontkincstárjegy-kamatok közötti százalékpontos eltérés gyakorlatilag folyamatos csökkenését figyelhettük meg. 1998 eddig eltelt időszakában azonban a vállalati hitelkamatok a megfelelő lejáratú piaci hozamoknál valamivel kisebb mértékben csökkentek, jól láthatóan megtört a kamatkülönbség addigi trendje. A kamatrés növekedését főként a visszafizetési kockázat növekedésének tulajdoníthatjuk. A visszafizetési kockázat az üzleti ciklussal általában ellentétesen mozog, a kockázat növekedése tehát nem a konjunkturális helyzettel van összefüggésben. Inkább annak köszönhető, hogy a legjobb ügyfelek piacának felosztása után a kereskedelmi bankok újabb vállalkozói köröket – elsősorban a korábban túlzottan kockázatosnak számító kis- és középvállalkozásokat – vonnak be a hitelezésbe.

A kereskedelmi bankok hitelei iránti keresletet, és így a forint-hitelek árát jelentős mértékben befolyásolják az alternatív finanszírozási források árai. A következő grafikon a kosárszerkezetben felvett 3 hónapos devizahitelekre fizetendő, a bejelentett árfolyamsáv keretei között lehetséges minimális és maximális forintban mért kamatok és az aktuális forint hitelkamatok hasonlítja össze. A legkedvezőbb esetben, amikor a hitel visszafizetésének időpontjában a forint az árfolyamsáv erős szélén van, a vállalatoknak a minimális kamatot kell fizetniük, míg a maximális kamatfizetés akkor következik be, ha a forint a sáv gyenge szélén van. Az ábra alapján jól látható, hogy 1995 elejétől a forint-hitelek kamatprémiuma igen jelentős volt a devizahitelek legkedvezőbb árához képest. Mivel a forint az esetek döntő többségében az intervenció sáv erős szélén volt, a prémium fokozottabb devizahitel-felvételre ösztönözte a vállalatokat. 1997-re a prémium jelentősen lecsökkent, és erőteljesen nőtt annak a valószínűsége, hogy a forint-hitel-felvétel ex post olcsóbbnak bizonyul. Az 1997-ben és 1998 első felében kialakult kamatkülönbség már nem ösztönözte a vállalkozások devizában történő eladósodását. Ennek megfelelően az elmúlt két évet a vállalkozások külföldi hiteleinek visszafizetése és nettó forinttartozásaik növekedése jellemezte. A forintban történő nettó forrásbevonás 1998 első felében a forintban denominált követelések számottevő csökkenését jelentette, és nem gyors hitelexpanzió formájában valósult meg. A forint árfolyamának 1998. őszi alakulása azt jelzi, hogy a magyar vállalati szektor jól mérte fel a devizában történő eladósodás várható hozamát és kockázatát.

1998 első felében a lakossági betétek kamatainak csökkenése kisebb volt, mint a piaci kamatoké. A kereskedelmi bankok a március–május periódusban nem követték betéti kamataikkal a piaci hozamok számottevő csökkenését. Ennek oka részben a kereskedelmi bankok kamatokat simító magatartása lehet. De a lakossági piacon éleződő verseny is fontos szerepet játszhatott a *kamatrés csökkenésében*.

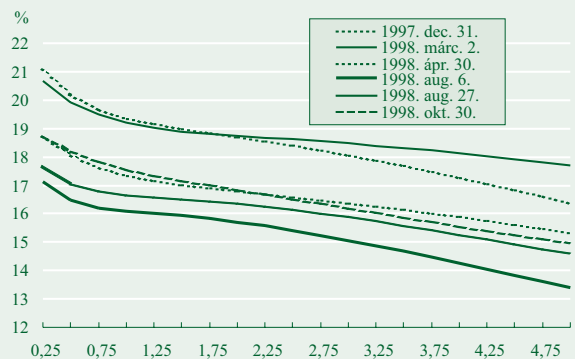
2.2 Hozamgörbe és inflációs várakozások

1998. augusztus végéig a zéró-kupon hozamgörbe a meredekség jelentős változása nélkül 400 bázisponttal lejjebb tolódott az év elejéhez viszonyítva. Ez a szintkülönbség körülbelül megegyezik az infláció év eleje óta bekövetkezett csökkenésével. A hozamgörbe eltolódása – a hozamok kisebb változásai mellett – két nagy lépésben történt. Március elejétől április közepéig a hozamok minden lejáraton 180–200 bázisponttal csökkentek, azaz a teljes hozamgörbe lefelé tolódott. Ezt egy – április végétől július elejéig tartó – viszonylag nyugodt szakasz követte, majd július elejétől augusztus elejéig egy újabb 100–180 bázispontos lefelé tolódás zajlott le, melynek során a hosszabb hozamok a rövideknél kevesebbet estek, azaz a hozamgörbe meredeksége (abszolút értékben) csökkent. Augusztus közepétől minden lejáraton átmeneti hozamemelkedést figyelhetünk meg, mely közvetlen kapcsolatban állt az oroszországi válság hatására megnövekedett pénz- és tőkepiaci bizonytalansággal.

A hosszabb lejáratú pénz- és tőkepiaci hozamok alakulásából a jegybank jövőbeli politikájára vonatkozó várakozásokra lehet következtetni,¹ amelyek alapján a reálkamatok alakulására vonatkozó megszorító feltételezések mellett a pénzpiaci szereplők hosszabb távú inflációs várakozásairól alkothatunk képet. 1998-ban a hozamgörbe változásainak értelmezése ennél összetettebb feladat, mivel a magyar állampapírpiacon az év első hónapjaiban nagymértékben megnőtt a külföldi befektetők súlya.² A külföldiek az állampapírokat más változókra vonatkozó várakozások alapján árazzák, mint a hazai befektetők: a külföldiek számára a saját devizájukban elvárt reálhozamon felül a forint várt nominális leértékelődése, a várt külföldi infláció és a sávon belüli elmozdulás bizonytalansága miatti kockázati prémium a mérvadó, míg a hazaiak a forintban elvárt reálhozam és a várt hazai infláció alapján áraznak. Reálleértékelődési várakozások esetén a külföldiek várható reálhozama nagyobb, mint a hazai befektetőké, így a külföldiek a belföldieknél magasabb árat hajlandóak fizetni az állampapírokért.³

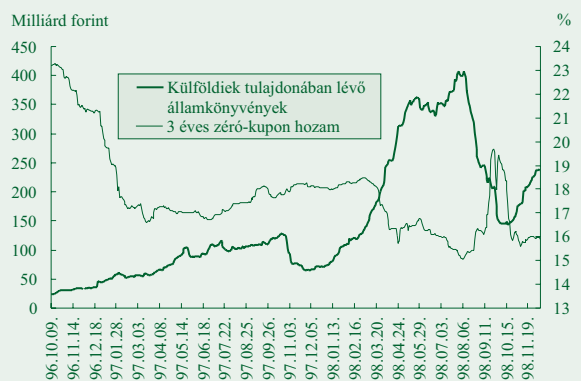
Egy ilyen helyzetben azonban nehéz eldönteni, hogy a (hosszú lejáratú) állampapír-piaci hozamok változása az inflációs várakozások, vagy a nominál-leértékelődési (és külföldi inflá-

Zéró-kupon hozamgörbék*



* Az ábrázolt hozamok éven belül is kamatos kamatozással számítottak.

Registered T-bond holdings of non-residents and the 3-year zero-coupon rate

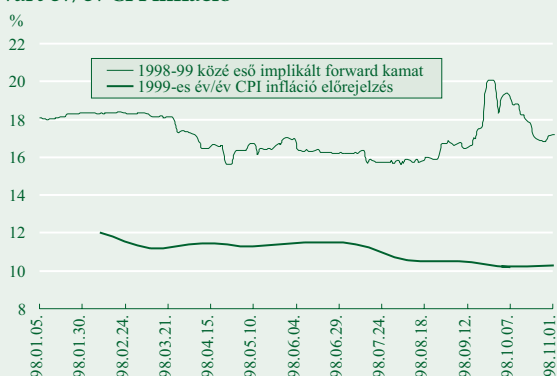


¹ Az implikált forward kamatok szintjei nem feltétlenül egyeznek meg a piac által várt jövőbeli kamatok szintjeivel (csak abban az esetben, ha az úgynevezett várakozási hipotézis teljesül), a változásaikból azonban enyhébb feltételezések mellett is következtethetünk a piaci kamatvárakozások változásaira.

² A külföldiek tulajdonában lévő KELER által regisztrált államkötvény-állomány 1998. április végére elérte a 350 Md Ft-ot, ami a kinnlévő nyílt kibocsátású államkötvények állományának kb. 35 %-a.

³ Feltételezve, hogy a külföldiek által elvárt kockázati prémium kisebb, mint a várt reálleértékelődés.

Az 1998 elején kezdődő 1 éves implikált forward kamat és az 1999 végére előrejelzői konszenzussal várt év/év CPI infláció



ciós) várakozások megváltozásának hatására következett-e be. Ennek megítéléséhez némi segítséget nyújthat a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány alakulása. Erről korlátozottan áll rendelkezésünkre adat: csak a KELER-nek jelentett, közvetlen külföldi tulajdonban lévő államkötvény-állomány napi alakulását tudjuk nyomon követni, melynél a valós (közvetett, például hazai leánybankon keresztül tulajdonolt) állomány valószínűleg nagyobb. Az állomány változását a következő egyszerű módon használjuk a hozamgörbe-változások értelmezésében: amennyiben a (hosszú lejáratú) hozamok változása egybeesett a külföldi tulajdonú állomány jelentős ellenkező irányú változásával, akkor a hozamgörbe változását elsősorban a külföldiek hozamelvárásában meghatározó tényezőknek (a nominál-leértékelődési várakozásoknak, az elvárt prémiumnak, a várt külföldi inflációnak) tulajdoníthatjuk. Ellenkező esetben pedig (változatlan forint-reálkamatot feltételezve) a hazai inflációs várakozások változása magyarázza a hozamok alakulását.

A hozamgörbe első, március-áprilisi lefelé tolódása a külföldiek állampapír-keresletének erőteljes növekedésével járt együtt, ami megerősíti, hogy az árfolyam felértékelődésére vonatkozó várakozások és nem egy kedvezőbb inflációs pálya indokolta a hozamok esését.

A várt forintfelértékelődés ugyan nem következett be, de a hozamok április végéig tartó esésével az állampapírokból korábban bevásárló külföldiek jelentős tőkenyereségre tettek szert, és a hozamcsökkenés folytatódását várták, így május-június során az állomány nem épült le. *Ezzel szemben a hozamgörbe második (július-augusztusi) lefelé tolódásában már komoly szerepet játszott a hazai befektetők inflációs várakozásainak csökkenése.* Ebben az időszakban csak kisebb mértékben nőtt a külföldiek államkötvény-állománya, és felértékelési spekuláció sem volt jellemző.

A piaci elemzők inflációs és kamatelőrejelzéseinek változása⁴ is alátámasztja, hogy a március-április folyamán lezajlott nagymértékű hozamcsökkenés elsősorban árfolyam- és nem inflációs várakozásokkal hozható összefüggésbe, július-augusztusban viszont a forint inflációs várakozások csökkenése már nagyobb mértékben magyarázza a hozamgörbe lefelé tolódását. Az inflációs várakozások alakulása azt is mutatja, hogy a hozamok augusztus közepétől kezdődő emelkedése⁵ a külföldi befektetők kockázati prémiumának, a forint árfolyamsávon belüli várhatóan nagyobb változékonyságának, és a jövőbeli árfolyamsávra vonatkozó várakozások nagyobb bizonytalanságának köszönhető.

Az inflációs várakozások csökkenését magyarázhatja, hogy a júniusi és júliusi inflációs ráta a vártnál kedvezőbben alakult. A jegybank ezen időszakban meghozott kamatlépései is befolyásolhatták a piaci kamatok elmozdulását. Korábban a jegybank a piaci kamatmozgásokat követő magatartást folytatott, és ezért kamatlépéseinek nem volt szignifikáns hatása a másodpiaci rö-

⁴ Előrejelzői konszenzusnak a „Reuters poll of forecasters” felmérésben résztvevő elemzők által közölt becsléseknek a legmagasabb és legalacsonyabb érték nélkül számított átlagát tekintettük.

⁵ Az inflációs előrejelzéseket augusztus 19-i dátummal tette közzé a Reuters, a külföldiek állampapír-állománya viszont már augusztus 10-én csökkenni kezdett, illetve a hozamemelkedés is ebben az időpontban kezdődött.

vid hozamokra. A július 10-ei, majd az augusztus 3-ai lépés a piacok számára a váratlan mértékű repokamat-csökkentés váltást jelentett, melyekkel a jegybank aktívan befolyásolta a rövid állampapírhozamokat. A piac arra következtetett, hogy a jegybank optimistábban ítéli meg az infláció alakulását a hosszabb, 2–3 éves horizontokon, mint azt a piac korábban tette. A jegybanki üzenetet hitelesnek ítélve, a piac lefelé módosította hosszabb távú inflációs várakozásait, illetve ennek megfelelően a rövid kamatok várt pályáját.

Augusztus közepétől a hozamok minden lejáraton emelkedni kezdtek. A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány ezen időszak alatt lezajló drasztikus csökkenése (augusztus 11–31 között a külföldiek tulajdonában lévő államkötvény-állomány 134 milliárd forinttal csökkent) a fentiek alapján azt sugallja, hogy a hozamgörbe ezen felfelé tolódása nem állt összefüggésben az inflációs várakozások megváltozásával.

3. A monetáris aggregátumok alakulása

Mind a szűkebb, mind a szélesebb monetáris aggregátumok reálértéke növekedett 1998 első kilenc hónapjában. A készpénzt, folyó számlákat és a látra szóló betéteket tartalmazó M1 éves növekedési üteme szeptember végén 7 százalékponttal meghaladta az inflációs rátát. Az M1 aggregátum a gazdaság tranzakciós pénzkeresletének alakulását tükrözi, és gyors növekedési üteme a belföldi kereslet és fogyasztás további, az első félévhez viszonyítva kissé magasabb növekedését valószínűsíti. A legdinamikusabban bővülő komponens a lakossági betétek állománya, amely 1996 tavasza óta, tartósan, reálértelemben évi 10 százalékot meghaladó ütemben nő.

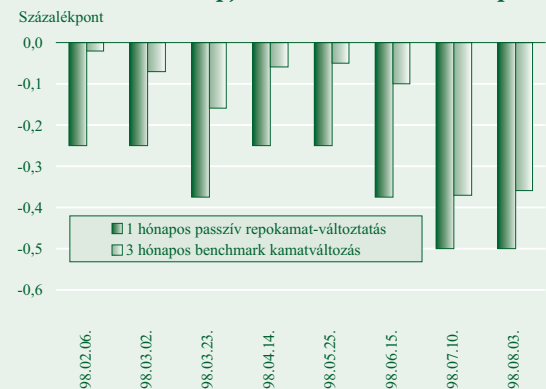
Az M3 és M4 monetáris aggregátumoknál a növekedési ütem lassú csökkenését figyelhetjük meg. E bővebb pénzaggregátumok elsősorban a megtakarítások alakulásáról informálnak, a növekedési ütem mérséklődése összhangban van az infláció és a hozamok csökkenésével. Másképpen fogalmazva a növekedési ütemek csökkenése mögött nem a megtakarítási viselkedésben bekövetkezett változás áll, hanem az, hogy a korábbi állományok hozammal megnövelt értékének "továbbgörgetése" a kamatlábak csökkenése miatt kisebb növekedési ütemet eredményez.

A nem a bankrendszerhez köthető megtakarítási elemek továbbra is vonzóak, így az M4 és az M3 növekedési üteme közötti eltérés változatlanul fennmaradt. A bankrendszeren kívüli, az M4-be tartozó értékpapírok tulajdonosi szerkezete időközben jelentősen átalakult.

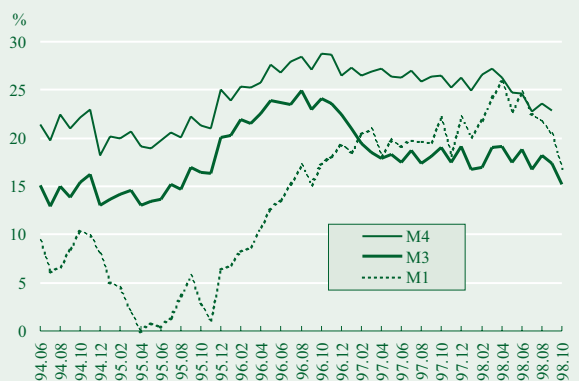
A befektetési alapok állampapír-állománya mintegy 50 milliárd forinttal bővült, a biztosítók állammal szembeni követelése nominálisan szinten maradtak. A lakosság kezében lévő állampapírok állománya továbbra is évi 40%-ot meghaladó ütemben bővült. A vállalati szektor állampapír-felvásárlása változatlanul dinamikus, bár a növekedés üteme a tavalyi 60%-ot meghaladó szint után jelentősen mérséklődött.

1998 első felében viszonylagos stabilitás jellemezte az M1/M0 és az M3/M0 pénzmultiplikátorokat. A bankrendszer pénzteremtését tükröző M3/M0 multiplikátor – ha a szezonális ingadozást

1 hónapos passzív repokamat-változtatás és a 3 hónapos bechmark kamat teljes változása a jegybanki kamatváltoztatás napján és az azt követő két napon

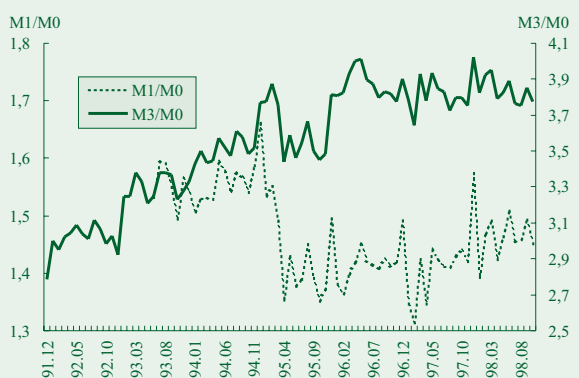


A monetáris aggregátumok növekedési üteme*

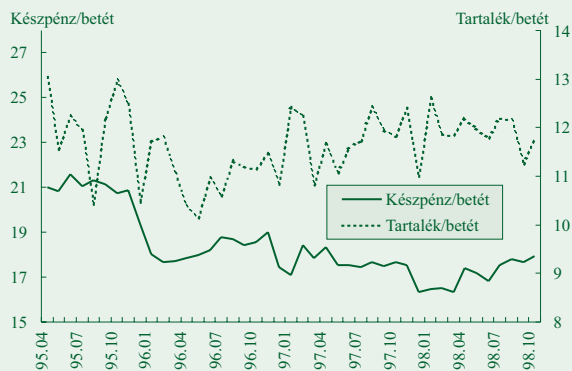


* Az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

Pénzmultiplikátorok



A pénzmultiplikátorra ható tényezők



A jövedelemtulajdonosok bankrendszerrel szembeni nettó pozícióváltozása, változások az év elejétől

	1997					1998				
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I.-IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	I.-III. n. év	
Állami szektor, nettó*	13,4	56,1	-29,0	-87,3	-46,8	26,0	44,3	-278,2	-207,9	
Vállalati szektor, nettó	-182,8	-44,0	-45,6	-10,9	-283,4	-142,6	-64,1	-115,2	-321,9	
Hitel	-90,7	-112,4	-110,7	-161,7	-475,5	-53,4	-127,6	-114,2	-295,2	
Betét+készpénz+értékpapír**	-92,1	68,4	65,1	150,7	192,1	-89,2	63,5	-1,0	-26,7	
Háztartások, nettó***	64,8	81,1	122,3	137,1	405,3	58,7	78,6	170,8	308,1	
Hitel	11,5	-4,1	-8,7	-8,3	-9,6	9,5	-22,8	-16,4	-29,7	
Betét+készpénz+értékpapír	53,3	85,2	131,0	145,4	414,9	49,2	101,4	187,2	337,8	
Külföld, nettó*	149,1	-98,1	-124,1	-147,2	-220,3	-120,3	-74,0	141,3	-53,0	
Egyéb tételek, nettó	-44,5	5,0	76,4	108,4	145,2	178,2	15,2	81,2	274,7	

* ÁPV Rt. /ÁV Rt. nettó betétével együtt. Változásából kiszűrtük az ÁPV Rt. betétéből 1996. áprilisában a kamatmentes államadósság törlesztésére és az államadóssági kötvény visszavásárlására fordított összegnek, valamint a kamatmentes államadósság állampapírosításának (nettó hitel-növelő) hatását.

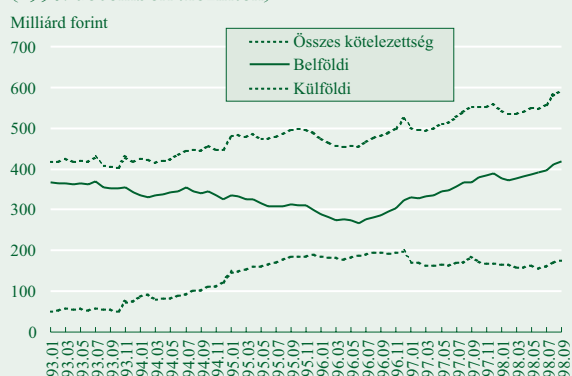
** Csökkentve a Magyar Posta technikai jellegű készpénzállományával.

*** Becsült lakossági kamatokkal 1994 januárjától.

* Folyó árfolyamon.

Megjegyzés: a devizaadatok folyó árfolyamon forintra átszámított összeggel szerepelnek, így a pozícióváltozások a volumen- és az árfolyamváltozásokat együttesen mutatják.

A vállalatok hiteleinek reálértéke (1990. decemberi árszinten)



soktól eltekintünk – 1996 második felére óta csak kis mértékben változott.

A bankrendszer innovációját tükrözi, hogy a likvid betétek részaránya erőteljesen nő a készpénzállomány rovására. Ezzel szemben a kevésbé likvid banki instrumentumok reálértéke csökken. Ezért részben a pénzügyi rendszer institutionális és szabályozási jellemzői is okolhatók.

Bár a kereskedelmi bankok egyre nagyobb mértékben próbálják jövedelmezőségüket díjbevételekből biztosítani, a magas tartalékráta (és a fiókhálózatok bővítéséből eredően magas operatív költségek) miatt a vállalati hitel- és betéti kamatok közötti marzs a hitelek prudens kockázatértékelése mellett már nem mérsékelhető sokkal tovább. A bankrendszer pénzteremtő képességét tovább csökkenti, hogy a nem banki befektetések adóhitelén keresztül az adószabályozás is a dezintermediációra ösztönöz.

Összességében a pénzügyi innováció multiplikátort növelő és a dezintermediáció multiplikátort csökkentő hatása kioltják egymást, a készpénz/betét arány az elmúlt időszakban nem növekedett. A pénzmultiplikátorra ható másik tényező, a tartalék/betét ráta a változatlan tartalékolási szabályozás következtében 12% körüli szinten stabilizálódott.

A bankrendszer mérlegének eszközoldalát a magánszektor hitelállományának bővülése jellemzi, miközben a bankok állammal szembeni követeléseinek állománya 1998 augusztusáig folyamatosan csökkent. A magánszektor hitelállományának bővülése a vállalati kör hitelkeresletének növekedéséből adódott. A lakossági hitelezés területén a lakáshitel-állomány csökkenése és a fogyasztói hitelállomány bővülése kiegyenlítette egymást.

A belföldi vállalati hitelezés gyors növekedése két tényezőre vezethető vissza. Egyrészt a vállalkozások nettó hitelkereslete konjunkturális tényezők miatt emelkedik. Ugyanakkor 1997 eleje óta a hitelállományon belül egy átstrukturálódási folyamatot figyelhetünk meg, amelyben a vállalkozások külföldi közvetlen hitelek visszafizetésével párhuzamosan külső forrásigényüket a magyar bankrendszeri hitelekkel finanszírozták. Júliusban a vállalkozások kötelezettsége reálértékének éves növekedési üteme 7% volt. Ugyanezen időszak alatt a bankrendszerrel szembeni követelések reálértéke gyakorlatilag nem változott. A vállalatok teljes nettó pozíciója azonban nem romlott annyival, mint a kötelezettségállomány növekedése, mivel a vállalkozások állampapír-állománya az év eleje óta kb. 80 milliárd forinttal emelkedett.

Az első félévben a külföldi kötelezettségek csökkenésével párhuzamosan a belföldi bankrendszer által nyújtott hitelek reálértéke 12%-kal bővült. A belföldi hitelkihelyezésben újra nőtt a devizahitelek aránya. A vállalkozói szektor külföldi és belföldi hitelállományát együttesen tekintve azonban továbbra is nőtt a forintdenomináció súlya a hitelportfólióban.

A pénzügyi liberalizációt megvalósító országokhoz hasonlóan a magyar pénzügyi rendszer fejlődésének is jellemzője, hogy a magánszektor bankrendszeri hitelállományának növekedése gyorsabb, mint az M3-é.

A bankrendszer a magánszektor növekvő finanszírozási szükségletét alapvetően az állammal szembeni követeléseik leépítéséből elégítették ki, a rezidenseknek (magánszektor+nettó állam, MNB nélkül) nyújtott hitelek belföldi forrásokhoz viszonyított aránya ugyanis nem változott jelentős mértékben az elmúlt

időszak alatt. A kereskedelmi bankok a külfölddel szembeni nettó tartozásaikat is növelték, de ebből az MNB-vel szembeni követelések növekedését finanszírozták. A külföldi források bevonása a források lejárat szerkezetének javításával ösztönözte a vállalati hitelezés növekedését.

A magánszektor bankrendszeri hiteleinek és megtakarításainak aránya

