

II. Monetáris politika

1. A monetáris kondíciók alakulása

A monetáris politika vitelét 1998 második felében döntően az inflációs folyamatok kedvező alakulása, a növekvő külső egyensúlytalanság, valamint a nemzetközi pénzügyi környezet változásai befolyásolták.

Az inflációs folyamatok kedvező alakulása a turbulens pénzügyi környezet ellenére lehetővé tette a leértékelési ütem csökkentését.

A kormány és az MNB 1998. szeptember 1-jétől havi 0,7%-ra, 1999. január 1-jétől havi 0,6%-ra csökkentette a leértékelés ütemét.

A vártnál nagyobb mértékű inflációcsökkenés miatt 1998-ban reálfolyamot váltott ki a keresztfolyam-változások is a forint leértékelődése irányába hatottak.

Az exportszektor jövedelmezőségének alakulása alapján e leértékelődés versenyképességi szempontból nem volt indokolt. A reálfolyam-pálya alakulását alapvetően a pénz- és tőkepiaci szereplők magatartásában bekövetkezett változások tették szükségessé.

1997–98-ban több olyan ország valutája is jelentősen leértékelődött, amely harmadik piacokon versenyez a magyar kivitellel, és az orosz válságnak a magyar gazdaságra gyakorolt direkt és indirekt hatását sem tudták pontosan felmérni a befektetők.

A külkereskedelem várható alakulására vonatkozó bizonytalanság miatt a befektetők egy leértékeltebb forintárfolyamot tartottak reálisnak. Az orosz válság kitörését követő időszakban hiába csökkent a belföldi infláció, a kialakult magasabb reálkamat mellett is a sáv belsejében maradt az árfolyam. Így az orosz válság kitörése óta történt kétszeri leértékelési ütemcsökkentés ellenére a forint reálértékben leértékelődött.

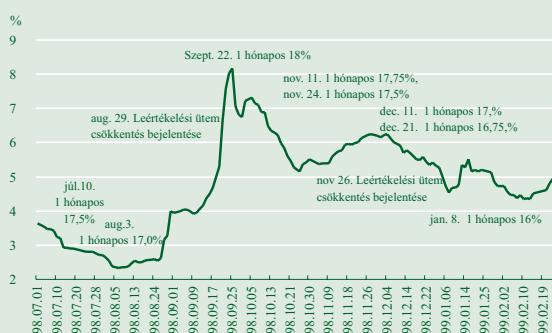
Az árfolyampálya kijelölését befolyásoló további tényező, hogy az inflációs várakozások lassabban alkalmazkodtak az infláció szintjének gyors csökkenéséhez.

Az elmúlt év harmadik negyedében a makroelemzők és a Pénzügyminisztérium egyaránt kétszámjegyű inflációt vártak 1999-re, ami magasabb nominális bérköveteléseket, és – részben ennek köszönhetően – a szabályozott szolgáltatások körében magasabb áremelkedést eredményezett.

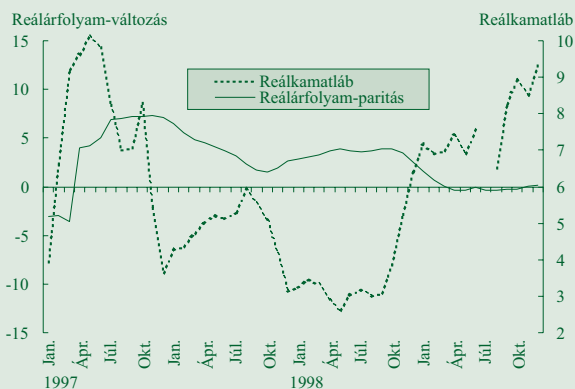
Az ebből fakadó bér- és ármereség veszélybe sodorhatta volna a gazdaság nominális pályájának hitelességét.

Az inflációs inercia átmeneti megemelkedése az árfolyampálya meredekségének csak fokozatos csökkentését tette indokoltá.

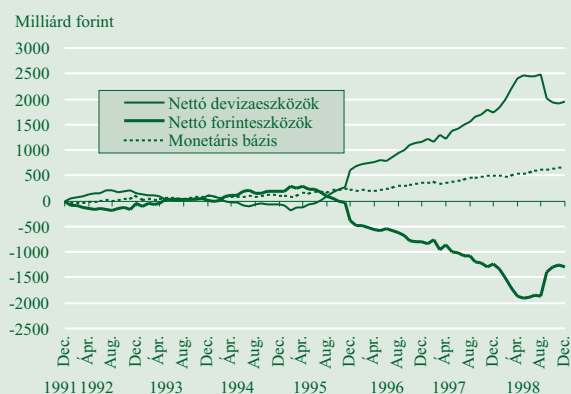
A három hónapos diszkont kincstárjegy évesített kamatprémiuma



A monetáris kondíciók változása



A monetáris bázis és összetevőinek alakulása*



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

A válságokkal terhelt nemzetközi pénzügyi környezetben a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium¹ jelentősen megemelkedett, volatilisabbá vált, majd az év végére 500 bázispont körüli szinten stabilizálódott. Ez 100–150 bázisponttal haladta meg a tőkepiaci válságok kirobbanását megelőző értéket. A növekvő prémium részben nemzetközi tőkepiaci eseményekkel magyarázható, de a tavalyi év utolsó negyedétől már egyre nagyobb szerepe volt a fundamentális megfontolásoknak. Az orosz válság és az európai növekedés lelassulása, valamint a belföldi felhasználás erőteljes növekedése a folyó fizetési mérleg romlását vetítette előre.

A befektetői elvárásokkal és a csúszó leértékeléssel konzisztens kamatpolitika rövid távon magas reálkamatokat eredményezett, annak ellenére, hogy a jegybank sterilizációs eszközei segítségével pótolta a pénzpiaci válság miatt kialakult likviditáscsökkenést. A reálkamat emelkedése részben a forint befektetésektől elvárt kockázati prémium növekedésének tulajdonítható. Ehhez hozzáadódott, hogy a korábbi időszakra jellemző reál felértékelődéssel szemben az elmúlt időszakban a forint átmenetileg reál leértékelődött. A két tényező együttesen a belföldi reálkamatlábak 400 bázispont körüli növekedését eredményezték.

A grafikonon előretételezett inflációval három hónapos kincstárjegyzamok alapján számított reálkamatokat ábrázoltunk. A monetáris kondíciókat mutató reálárfolyam-index nem egyezik meg a versenyképességet mérő, később bemutatott mutatókkal. Az elkövetkező három hónapban bekövetkező árfolyam-változás és az előretételezett infláció hányadosát mutatja.

Az orosz válság kitörése utáni időszakban az MNB megpróbálta mérsékelni a belföldi fundamentumok által nem indokolható mértékű kamatemelkedést, sterilizációs politikájával pótolta a gazdaságból a tőkekivonás miatt eltűnt likviditást. Ennek eredményeként a **monetáris bázis** az elmúlt év során egyenletesen növekedett, így a pénzpiaci válság ideje alatt is elkerülhető volt a hitelkínálat súlyos reálgazdasági következményekkel járó gyors összehúzódása.

A monetáris kondíciók szigorítása a kereskedelmi bankok által kínált hitelkonstrukciók reálkamatait is megemelte. A betéti oldalon hasonló kamatemelkedésre nem került sor, mivel a nem banki befektetési lehetőségekben megrendült bizalom e nélkül is a banki eszközök irányába történő portfólióátrendezésre ösztönzött. A forint iránti kereslet a csökkenő inflációval és a gazdaság növekedésével összhangban emelkedett. A forinthitelek kereslete mérséklődött, amit azonban ellensúlyozott a külföldi hitelfelvétel bővülése és a vállalatok állampapír-portfóliójának leépítése.

2. Árfolyam- és kamatalakulás

Az oroszországi válság kitörését követő időszakban a jegybank politikáját alapvetően az vezérelte, hogy az árfolyamsáv hitelességének megőrzése mellett minimalizálja a válság reálgazdasági következményeit. Az MNB verbális intervencióval

¹ A 90 napos diszkont kincstárjegy hozama a bejelentett leértékelési ütem és kosárszerkezetben számított külföldi kamatok felett. A jelenlegi csúszó árfolyamrendszerben a kockázati prémium három fő komponensből áll, az árfolyam sávon belül várható elmozdulása, a vissza nem fizetés és az árfolyamsáv feladása miatt bekövetkező esetleges veszteségekért kompenzáló felárak összege.

Milliárd Ft	Nyitó állomány	1998					Éves változás
		I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	zárt állomány	
		0,8	57,7	62,5	45,5	1160,9	
I. Monetáris bázis (II + III)	994,4	57,7	62,5	45,5	1160,9	166,5	
Készpénz	621,3	-20,3	42,3	62,8	29,9	736,0	
Tartalék	373,1	21,1	15,4	-0,3	15,6	424,9	
II. Nettó forinteszközök (b + c + d - a)	410,2	-491,5	502,0	94,8	342,1	-68,1	
a) Sterilizációs instrumentumok*	537,7	449,6	-498,1	-46,7	525,4	-12,3	
b) Pénzintézeti hitelek**	169,5	-2,5	31,8	-19,4	167,1	-2,4	
c) Kormányal szembeni nettó követelések	757,5	-0,4	54,3	35,4	718,4	-39,1	
Ebből: KESZ. (-)	119,5	-55,7	-77,9	-89,4	33,1	-86,4	
állampapír (+)	464,8	-19,5	-4	-0,5	376,9	-87,9	
egyéb (+)	412,2	-36,6	12,2	-23,1	9,9	-37,6	
d) Egyéb	20,9	50,2	-82,2	32,1	-18,0	-38,9	
III. Nettó devizaeszközök	584,2	492,3	231,1	-439,5	818,8	234,6	
Nettó külföld	-662,0	304,5	118,6	-301,4	38,4	-501,9	
Követelések	1910,3	321,5	83,7	-168,3	112,8	349,7	
Tartozások	2572,3	17,0	133,1	74,4	2761,9	189,6	
Nettó belföld	1246,2	187,8	112,5	-138,1	-87,7	74,5	
Követelések	1911,4	40,4	75,6	110,5	2137,6	226,2	
Tartozások	665,2	-147,4	-36,9	248,6	87,4	151,7	

* Pénzpiaci betét + MNB kötvény.
**Pénzügyi hitelek + visontéleszámlált váltók + aktív repóállomány.

igyekezett ráirányítani a piaci szereplők figyelmét, hogy az ország fundamentumai nem indokolják a forint elleni spekulációt. A tőkebeáramlása idején folytatott óvatos sterilizációs politika lehetővé tette, hogy a tőke kiáramlását is sterilizálja a jegybank. Az ország stabil fundamentumai alapján az MNB a kockázati prémium megugrását átmeneti jelenségnek tekintette, és likvid tartalékaik lehetőségét adták az átmeneti tőkekiáramlás tolerálására. A csökkenő infláció miatt megemelkedett reálkamat szint mellett további kamatemelést nem tartott indokoltnak, a prémium növelésére a reálárfolyam alakulása alapján indokolt leértékelési ütem csökkenése révén került sor. Mindezek ellenére az árfolyamsáv hitelességének megerősítése érdekében szeptember végén az irányadó kamatok emelése is szükségessé vált.

Az orosz válság kitörését követő, a feltörekvő piacokat általánosan érintő bizalmi válság hatására augusztus végére a forint az intervenció sáv széléig gyengült, és szeptembertől jegybanki intervencióra is szükség volt.² Az intervenció mögött csak kisebb mértékben állt a tőke kiáramlása, alapvetően a belföldi pénzpiaci szereplők kényszerű portfólióátrendezése tette szükségessé a jegybank forintvásárlását.

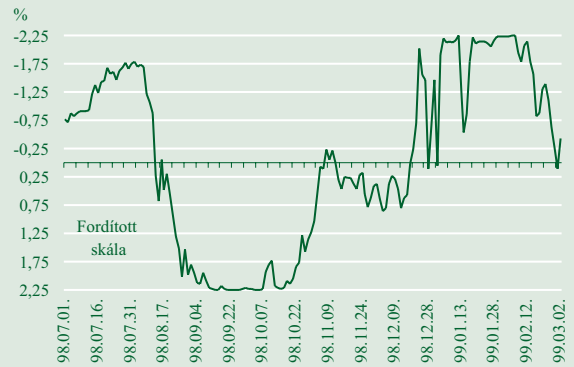
Az oroszországi válság átgyűrűződése, valamint a nemzetközi tőkepiacokon kialakult likviditásszűkösség megnövelte a forintbefektetésektől elvárt kamatprémiumot, melynek a válság előtti magyar hozamszint nem felelt meg. Ennek következtében az állampapírpiacra a külföldiek részéről eladási hullám bontakozott ki, augusztus–szeptemberben összesen 250 milliárd forinttal csökkent a külföldiek kezében lévő államkötvény-állomány. A részvénypiacról is történt tőke kivonás, de ennek mértéke meg sem közelítette a pénzpiaci szereplők korábbi becsléseit, legfeljebb 50–70 milliárd forint körül járhatott.³ A tőke kivonás döntő hányada már az első jegybanki intervenció előtt bekövetkezett, a külföldiek állampapír-eladásaiából származó devizakeresletet a bankok nettó devizaeszközeinek növelése fedezte. A többi közép-európai országgal éles ellentétben a jelentős állampapír-piaci hozamemelkedés is csak szeptember közepén, a külföldi tőke kivonás után következett be. Ennek az volt a magyarázata, hogy a kereskedelmi bankok az állampapírokat a jegybanki betétek közeli helyettesítőinek tekintették, így a jegybanki betétállomány leépülése fékezni tudta a hozamok emelkedését.

Szeptember második felére a tőkekiáramlás lényegesen lelassult. Ennek ellenére a jegybank jelentős devizapiaci intervencióra kényszerült, majd szeptember 22-én az irányadó kamatok is megemelte 100 bázisponttal. Ebben az időszakban nem került napvilágra olyan új információ, amely a külföldi befektetők magatartását, illetve az országspecifikus kockázati prémiumot érdemben befolyásolta volna. A forint sávon belüli tartós gyengesége és a szükségessé vált jegybanki intervenció a tőke kivonás mellett a hazai bankrendszer és az intézményi befektetők magatartásában bekövetkezett változással magyarázható. Amint az a konverzió forrásait bemutató táblázatból leolvasható, a harmadik negyedévi, összesen 508 milliárd forintos jegybanki intervencióból 416 milliárd forintot tett ki ez utóbbi tétel (III.+ IV. sorok összege).

² Az orosz válságnak a hazai tőkepiacokra és monetáris politikára gyakorolt hatásával az inflációs jelentésünk előző száma részletesen foglalkozott.

³ A KELER által névértéken nyilvántartott befektetési állomány változása a jelentős áringadozások miatt a részvények esetében jóval kisebb kapaszkodóul szolgál, ehhez a potenciális hazai vásárlók viselkedésének elemzésével juthatunk el.

A forint pozíciója az intervenció sávjában



A forint iránti kereslet komponensei

	Milliárd Ft				
	1997	1998. I. félév	1998. III. n. év	1998. IV. n. év	1998. Összesen
A) Konverzió	877,6	744,5	-508,3	-44,9	191,3
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	642,0	707,6	-508,3	-45,2	154,2
b) MNB-vásárlások az államháztartástól	235,6	36,9	0,0	0,2	37,1
A konverzió forrásai (I...VIII)	877,6	744,5	-508,3	-44,9	191,3
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetéseivel korrigált folyó fizetési mérleg (1 + 2)	-40,8	-115,3	-76,3	-191,8	-383,5
1. Folyó fizetési mérleg	-177,9	-192,2	-94,7	-208,6	-495,5
2. MNB nettó külföldi kamatfizetése	137,0	76,9	18,4	16,8	112,0
II. Működőtőke-beáramlás	308,8	182,9	37,0	91,9	311,8
III. Bankok konverziós hatása	-5,9	-13,0	-46,6	-13,3	-72,9
IV. Derivatívok hatása	160,6	288,2	-369,3	-125,3	-206,4
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	10,0	16,2	4,1	-12,2	8,0
VI. Nettó portfólió - befektetések (1 + 2)	334,9	384,6	-103,7	139,2	420,1
1. Állampapír	22,7	251,6	-157,4	100,1	194,4
2. Részvény*	312,2	133,0	53,6	39,1	225,7
VII. Vállalati devizahitel (1 + 2) = (a + b)	87,8	-20,9	28,7	65,7	73,5
1. Belföldi	37,1	54,1	-6,4	6,1	53,8
2. Külföldi	50,7	-75,1	35,1	59,6	19,7
a) Egy évnél rövidebb	-12,5	-9,1	1,8	55,5	48,2
b) Éven túli	100,3	-11,9	26,9	10,2	25,3
VIII. Tőketranszferek	22,1	21,9	17,9	0,8	40,6
B) Kamatérzékeny (III+IV+V+VI/1+VII)	275,2	522,1	-540,5	15,0	-3,4
C) Rövidlejáratú kamatokra érzékeny (B-V-VII/b)	165,0	517,8	-571,4	17,0	-36,7

* Bankok teljes nyitott pozíciójának változásából adódó konverziós hatás, azaz a mérleg szerinti nyitott pozíció derivatív ügyletekkel nem fedezett része.
**A határidős kontraktusok változásának konverziós hatása. E két tétel esetében a negatív előjel a korábban felépült hosszú ú forint pozíciók leépülését mutatja.

A határidős devizapiacok és a kereskedelmi bankok portfólióátrendezésének hatása a forintkeresletre

Az orosz válság előtti időszakban a bankrendszer jellemzően mérleg alatti, tőzsdei és OTC derivatív ügyletekkel fedezte mérleg szerinti hosszú forintpozícióját. A tőzsdei határidős devizapozíciók kínálatát a kosár spekulánsok képviselték, akik a forint fedezett kamatparitás feletti prémiuma miatt tudtak határidős eladással nyereségre szert tenni. A krízis előtti időszak árfolyam-alakulása alapján a sávon belüli leértékelődés veszélyét nem tekintették jelentősnek, a tőzsdéken olyan elszámoló árak alakultak ki, melyek a derivatív pozíciók magas tőkeáttétele miatt már viszonylag kis sávon belüli elmozdulás esetén is veszteséget okoztak a spekulánsoknak.

A forint gyengülése utáni első időszakban a piaci szereplők egy része a tőzsdei elszámoló árak manipulálásával igyekezett késleltetni a veszteségek realizálódását. Abban bíztak, hogy a szeptemberi lejárat kifutásáig a piaci árfolyam visszatér a sáv erős szélére, így pozícióik ex post nyereségesek lettek volna, csak a krízisszakaszban lett volna margin befizetési kötelezettség. A brókercégek jelentős részénél a partnerrizikó kezelése kívánivalókat hagyott maga után, emiatt a cégek nem lehetnek biztosak abban, hogy képesek lesznek a margin követelményeket, illetve a pozíciók zárása esetén a realizált veszteségeket az ügyfelektől behajtatni.

A szeptemberi lejárat közeledtével egyre valószínűbbnek tűnt, hogy e veszteségeket realizálni kell, s mivel az árfolyammanipuláció a tőkepiac alapvető funkcióját veszélyezteti, mindkét tőzsde lépéseket tett az árfolyam kordában tartására. Az árfolyam várható alakulása körüli nagyobb bizonytalanság csökkentette a kosárpozíciók várható nyereségét, s feltételezhető, hogy a kosárspekulánsok likviditási korlátba ütköztek az elszünetelt veszteségek miatt. Ily módon a határidős devizakínálat drasztikusan csökkent, a lejárt, illetve kényszerlikvidált határidős pozíciókat nem újították meg. A forgalom és a nyitott kötésállomány mindkét tőzsdén gyakorlatilag folyamatosan zuhant az ősz során, a kínálat hiánya miatt a derivatív piac elvesztette kockázatkezelő funkcióját.⁴

A bankok fedezetlen nyitott devizapozíciójának mértékét törvényi szabályozás korlátozza. Mivel szeptember elejétől kezdve sem OTC-ügyletekkel, sem tőzsdei derivatívákkal nem volt lehetőség a mérleg szerinti hosszú forintpozíciók mérleg alatti műveletekkel történő fedezésére, a bankok számára a kívánatos fedezeti szint elérésére mérlegben szereplő azonnali műveletekkel nyílt lehetőség, ami jelentős devizakereslet-növekedéshez vezetett. Mivel a nemzetközi tőkepiacok attitűdje október végéig meglehetősen hűvös maradt és a fizetési mérleg is viszonylag kedvezőtlenül alakult, a jegybank volt az egyetlen piaci szereplő, ami az intervenció révén növelni tudta a devizapiaci kínálatot annak érdekében, hogy az egyensúlyi árak az árfolyamsáv belsejében maradjanak. A devizavásárlásokat a bankok a jegybanki betétállományuk leépítésével finanszírozták, s devizapozíciójukat főleg jegybanki devizabetéteik növelésével, kisebb mértékben rövid lejáratú külföldi forrásaik csökkentésével is javították. Ez azt jelenti, hogy az intervenció során az MNB által eladott deviza jelentős része a bankok jegybanki devizabetéteit növelte, s nem a tőkekiáramláshoz kapcsolódott.

⁴ Az OTC derivatívák piacán jelentős szerepet betöltő brókercégek esetében is megfigyelhető volt a kockázatviselő képesség csökkenése.

Mivel a pénzpiaci szereplők a jegybanki jelzések ellenére sem ismerték fel, hogy az effektív tőke kivonás, azaz a jegybanki tartalékok csökkenése nagyságrendileg elmarad a devizapiaci intervenció összegétől, szeptember végén a jegybank mégis kamatemelésre kényszerült. E lépés alapvető funkciója az volt, hogy a piaci szereplők számára demonstrálja, hogy költségek árán is kész az árfolyamsáv védelmére. A jegybank jelzése, hogy a befektetői elvárásoknak megfelelő hozamszintet kialakítva fenn fogja tartani az árfolyamsávot, mind a spot, mind a határidős devizakínálatra is ösztönzőleg hatott. Mivel a pénzpiaci szereplők portfólióátrendezése nem járt együtt tőke kivonással, a spot devizakínálat agresszív kamatemeléssel történő növelése helyett hagyták „lecsorogni” a határidős devizaállományt. Ez a politika az elkövetkező hónapokban leértékeltébb árfolyamot, de simább reálkamat-alakulást eredményezett.

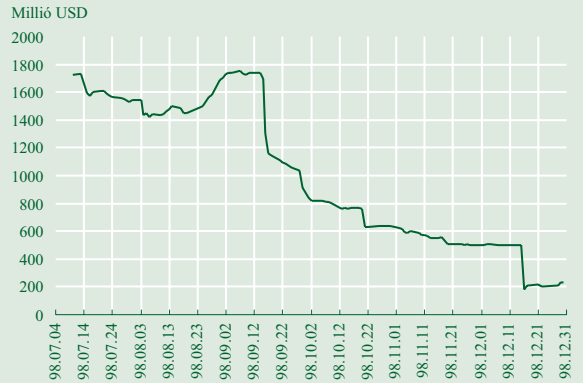
A piaci szereplők helyzetértékelése a szeptember 22-i kamatemelést követően még jobban eltávolodott a jegybankétól, az állampapír-piaci hozamok a hozamgörbe minden pontján a jegybanki kamatemelést messze meghaladó mértékben emelkedtek, ami az árfolyamsáv hitelességének csökkenését jelezte. A rövid lejáratú hozamok emelkedése összefüggésben állt a határidős devizapiaci szeptember 16-i lejáratának kifizetésével: a nyitott kötésállomány a BÁT és a BÉT határidős márka- és dollárpiacon ekkor mintegy 600 millió dollárral csökkent, melyet a határidős deviza eladói oldal (spekulánsok) eltűnésével a bankok nem tudtak megújítani. A kereskedelmi bankok fennálló nyitott pozícióikat spot devizavásárlással igyekeztek csökkenteni, ami a bankközi pénzpiacra likviditáshiányt eredményezett. A hosszabb lejáratú hozamok emelkedésére azonban csak az árfolyam-kockázati prémium növekedése adhat magyarázatot.

Az ősz második felében kedvezőbbé vált a nemzetközi pénzügyi környezet, a befektetők növekvő mértékben tettek különbséget a különböző makroökonómiai fundamentumokkal rendelkező feltörekvő országok között, amely az országspecifikus kockázati prémium csökkenését eredményezte. Ezen kívül a szeptemberi válsághangulat elmúltával megerősödött az árfolyamsáv hitelessége, indokolatlanná vált az árfolyamrendszer életképességével kapcsolatos, kockázatot kompenzáló prémium is. A csökkenő prémium és a javuló inflációs kilátások ösztönözték a tőkebeáramlást, s lehetővé tették a jegybanki kamatok fokozatos csökkentését. A derivatív piacok leépülése azonban további jelentős devizakeresletet indukált, így a forint többnyire a sáv közepén ingadozott, erős oldali intervencióra az év végéig nem került sor. Az év utolsó hónapjaiban a folyó fizetési mérleg magasabb hiánya is hozzájárult a forint leértékeltébb, sávon belüli pozíciójához.

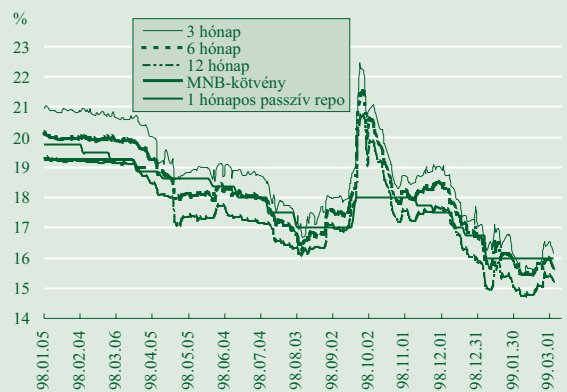
A Brazíliával kapcsolatos problémák 1999 januárjában egy időre újra megemelték a feltörekvő piacok kockázati prémiumát. A fertőzés ez esetben az orosz válságnál jóval enyhébbnek és rövidebb életűnek bizonyult. Az időközben nyilvánosságra került kedvező inflációs adatok leértékelési ütem- és ezzel párhuzamos kamatsökkentési várakozásokat indukáltak, az állampapírok iránti külföldi kereslet megugrott, és a tőkebeáramlás hatására január második felében ismét intervencióra került sor a sáv erős szélén.

A január végén–február elején lezajlott piaci kamatsökkenést nem követték az irányadó kamatok. A piac jegybankitól eltérő kamatvárakozásai abból eredtek, hogy a piaci szereplők nem tu-

A BÁT és a BÉT együttes nyitott kötésállománya kosárvalutákban



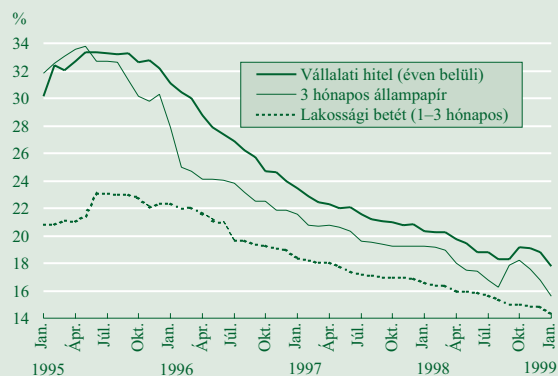
Rövid hozamok: becsült zéró-kupon hozamok negyedéves, fél éves és éves lejáratokon 1998. 01. 05–1999. 02. 18.



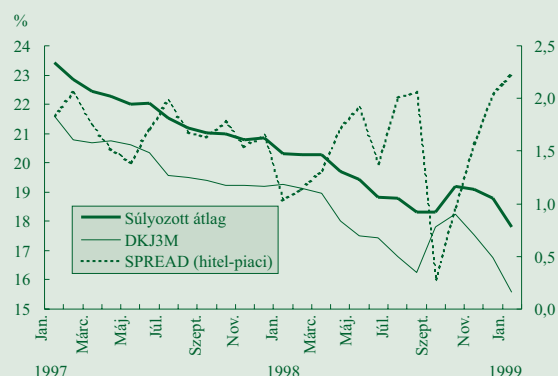
Zéró-kupon hozamgörbék



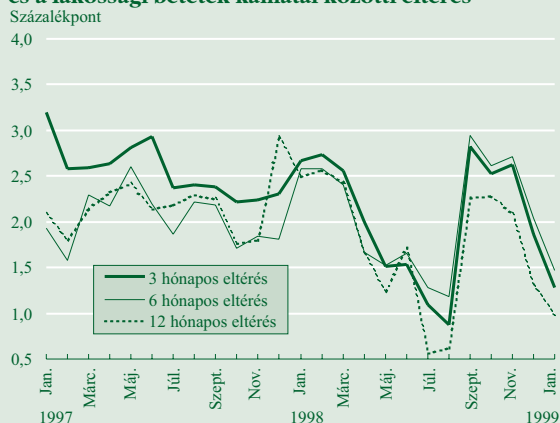
Vállalati hitelkamatok, lakossági betéti kamatok és állampapír-piaci hozamok



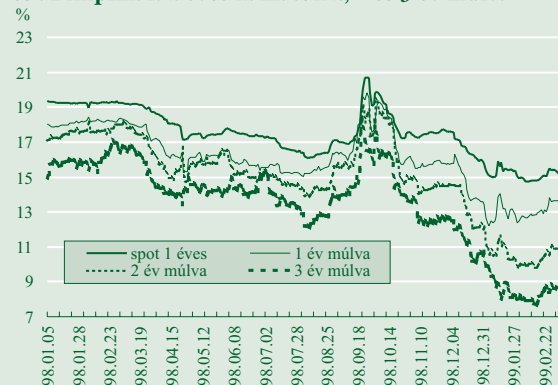
Az éven belüli hitelkamatok, a háromhónapos diszkont kincstárjegy hozama és a közöttük lévő eltérés



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



A spot 1 éves kamat és az implikált 1 éves kamatok 1, 2 és 3 év múlva



lajdonítottak kellő jelentőséget a külső egyensúly romlását tükröző híreknek. Februárban, amikor a kedvezőtlen 1998. év végi fizetésimérleg-adatok miatt a külső egyensúly romlása már minden szereplő számára nyilvánvalóvá vált, a piaci kamatok ismét emelkedni kezdtek, az országspecifikus kockázati prémium emelkedett, és a forint is elmozdult a sáv erős széléről.

3. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája

A kereskedelmi banki konstrukciók kamatai követték a piaci kamatok alakulásának trendjét. Az éven belüli vállalati hitelkamatok és a rövid lejáratú állampapírok kamata közötti rés csökkenésének 1996 eleje óta tartó trendje megtorpant, sőt 1998 elején jelentősen emelkedett. Ezt az emelkedést a hitelállomány szerkezetének megváltozásával hozhatjuk összefüggésbe, nőtt azon vállalatok hitelezése is, amelyek feltehetően kevésbé férnek hozzá a külföldi forrásokhoz. Az augusztus–szeptemberi válság idején a kereskedelmi bankok csak időbeli késéssel érvényesítették a piaci kamatok emelkedését a hitelkonstrukciók árban. Így szeptemberben és októberben a kamatrés összezsugorodott, novemberre viszont visszatért az orosz válságot megelőző szintre.

A lakossági betéti kamatok és az állampapír-piaci hozamok közötti különbség a vállalati kamatokkal ellentétesen alakult 1998-ban. Az állampapír-piaci hozamok márciusban megindult csökkenését a bankok nem követték lakossági betéti kamataik csökkentésével, ami a kamatrés összezsugorodását eredményezte.

A kamatrés csökkenését elsősorban annak tulajdoníthatjuk, hogy a bankszektor csak lassabban alkalmazkodott a piaci kamatok március–áprilisi gyors eséséhez, de a kereskedelmi bankok piacszerzési törekvései és az alternatív befektetési lehetőségek növekvő versenye is a vonzó banki kamatok fenntartása irányába hatottak.

Az orosz válság kitörése után a betéti konstrukciók kamata nem követte a piaci kamatok emelkedését, így a kamatrés az 1998. év elejei 2,5–3 százalékpontos szintre emelkedett vissza. Ez a jelenség ismét magyarázható a piaci kamatok óvatossá, késéssel való követésével. De az árazási magatartást egyre erőteljesebben befolyásolta, hogy a bankrendszeren kívüli befektetésekkel szembeni bizalom megingása miatt a lakosság a banki konstrukciók javára rendezte át pénzügyi vagyónát.

4. Hozamgörbe, inflációs és leértékelési várakozások

A hozamgörbe jövőbeli kamat- és inflációs várakozásokra vonatkozó információtartalma jelentősen csökkent az orosz válság kirobbanása és az ezt követő, feltörekvő piacokat sújtó bizalmi válság során. A hozamok szeptemberi, minden lejáratot érintő emelkedéséből, majd az októberi csökkenésből hiba lenne bármilyen következtetést levonni az inflációs várakozásokkal kapcsolatban; a hozamváltozások ebben az időszakban a forinttól elvárt kockázati prémium átmeneti növekedésével voltak

összefüggésben. Ezt alátámasztja a külföldi befektetők tulajdonában lévő állampapír-állomány kérdéses időszak alatti alakulása is.

Az ábrán a piaci szereplők kamatvárákozásait tükröző származtatott forwardgörbék krízist megelőző és azt követő alakja látható. November közepére az állampapír-piaci hozamok stabilizálódtak. Ekkor a rövid távú kamatvárákozások még óvatosabbak voltak a válságot megelőző időszakhoz képest, hosszabb távon azonban már erőteljesebb kamatsökkenést vártak a piaci szereplők. Decemberben régóta nem tapasztalt hozamcsökkenés zajlott le, az implikált forwardok által jelzett kamatvárákozások minden lejáraton 200–250 bázisponttal csökkentek.

A kérdés ezzel kapcsolatban, hogy vajon a csökkenés a forintkockázati prémium további jelentős mérséklődésének vagy pedig az inflációs várákozások csökkenésének tudható-e be. Figyelemre méltó, hogy a decemberi csökkenés zöme a novemberi inflációs statisztika nyilvánosságra hozatalát közvetlenül követve zajlott le (a bejelentést követő 5 nap alatt a hozamgörbe kb. 130 bázisponttal tolódtól felé). Ebben a néhány napban a külföldi állampapír-állomány növekedésének dinamikája nem volt kiemelkedően erős, és a feltörekvő piacok megítélése sem változott pozitívan.

Mindez arra enged következtetni, hogy a meglepően alacsony november inflációs adatok hatására a piaci szereplők 150–200 bázisponttal lefelé módosították az infláció várt pályáját. Ezt részben alátámasztja a piaci makroelemzők 1999. évi inflációs előrejelzéseit tartalmazó felmérés is, bár az elemzők itt óvatosabbnak tűntek: a december 22-én végzett felmérésben az 1999 decemberére várt év/év előrejelzésüket az egy hónappal korábbihoz képest átlagosan 102 bázisponttal 9%-ra csökkentették.

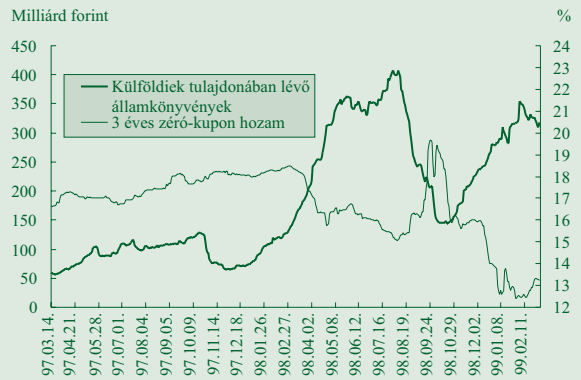
Január 12-ig az implikált forwardok a december végi szinthez képest a 3 éves horizontig újabb 100–150 bázisponttal csökkentek. Az újabb eltolódás zöme mindössze két napra (január 5–6) esett. Ezek a napok nem látott napvilágot olyan belföldi adat vagy hír, amely a hozamokat potenciálisan befolyásolta volna, a külföldi állomány sem növekedett kiugró dinamikával.

A decemberi – ismét alacsony – inflációs adat január 11-i bejelentését követően nem ismétlődött meg a hosszú lejáratú hozamok decemberihez hasonló csökkenése. Ennek értékelését azonban nehezíti, hogy a brazil válság kiteljesedése éppen ezekre a napokra esett.

A feltörekvő piacokat sújtó válság újabb fellángolása nem hagyta érintetlenül a forinttól elvárt kockázati prémiumot, a forint a sávon belül gyengült, a hozamok pedig jelentősen emelkedtek.

A brazil válság hatása mindössze 1 hétig volt érezhető a magyar állampapírpiacra, január 22-re az implikált forwardkamatok már a válságot megelőző szintjükre estek. A következő három hétben a hosszabb távú kamatvárákozások stabilizálódtak. Február közepén számos piaci elemzés jelent meg az 1998. évi folyó fizetési mérleg vártnál nagyobb hiányáról, illetve az államháztartás januári egyenlegének kedvezőtlen alakulásáról. Ezek hatására a hozamok minden lejáraton emelkedni kezdtek; az implikált forwardok március elejére 100 bázisponttal nőttek. Az inflációs várákozások is enyhén emelkedtek: a Reuter's február 17-én közzétett felmérése szerint a piaci makroelemzők kb. 9,3%-os év/év CPI inflációt vártak 1999 decemberére, ami 0,3%-kal magasabb a januári várákozásaiknál.

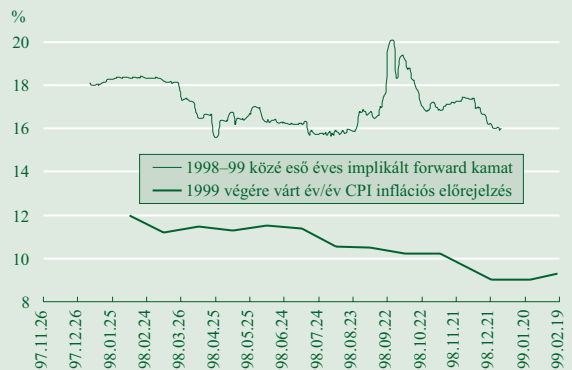
A külföldiek tulajdonában lévő államkötvények KELEKER által regisztrált állománya (bal oldali skála) és a 3 éves zéró-kupon hozam



1 éves implikált forwardgörbék

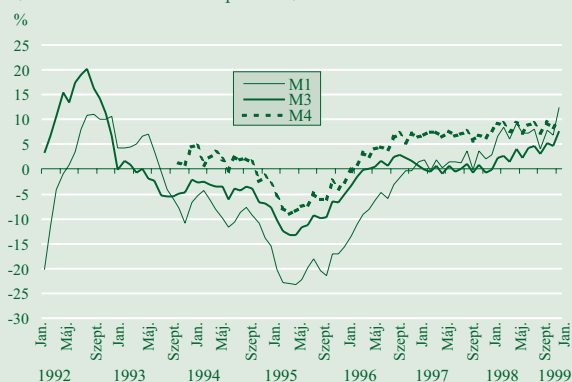


Az 1998 végén kezdődő 1 éves implikált forwardkamattól és az 1999 végére előrejelzői konszenzussal várt év/év CPI infláció*

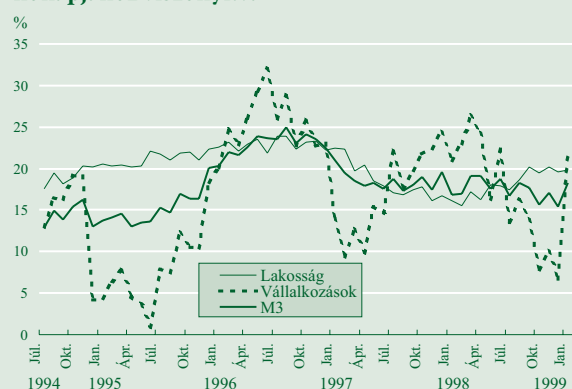


* A „Reuters poll of forecasters” alapján.

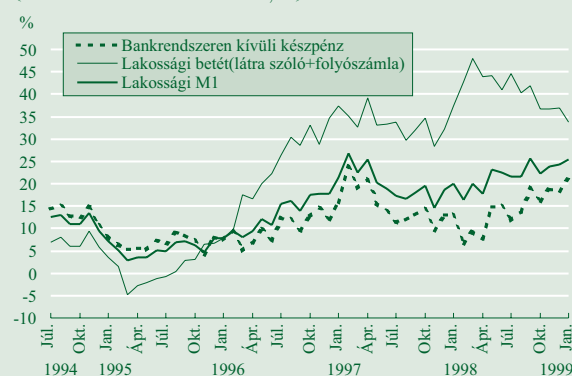
A monetáris aggregátumok reálértékének növekedése (előző év azonos hónap = 100)



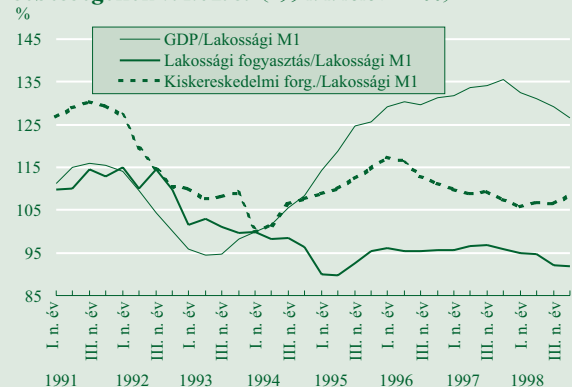
Az M3 monetáris aggregátum lakossági és vállalati komponensének növekedése az előző év azonos hónapjához viszonyítva



A lakossági M1 és komponensei (éves nominális növekedés, %)



A lakossági tranzakciós pénztartás forgási sebességének változása (1994. I. félév = 100)



5. Monetáris aggregátumok

A gazdasági növekedés megélénkülésével párhuzamosan 1998-ban mind a szűkebb (M1), mind a szélesebb értelemben vett (M3 és M4) monetáris aggregátumok reálértéke növekedett. A reálpénzkereslet gyorsabb növekedését a pénzügyi vagyyonon belüli portfólióátrendeződés és a tranzakciós pénzigény növekedése okozta.

Az 1998-at megelőző három évben a pénzügyi vagyonban folyamatosan nőtt a banki kamatoknál magasabb hozamot kínáló bankrendszeren kívüli eszközök súlya.

A tőkepiaci bizonytalanság növekedése, a banki és a nem banki befektetések várható hozamának közeledése 1998-ban a bankrendszeri eszközök javára történő átrendeződést indított el. Ez tükröződik abban is, hogy az M4 és M3 monetáris aggregátumok közötti növekedési ütemkülönbség összeszűkült.

A szélesebb monetáris aggregátum az M3 gyors növekedését elsősorban a lakossági eszközök expanziója okozta, a vállalati betétek növekedési üteme az év során jelentősen mérséklődött.

A lakossági lekötött betétállomány gyors növekedési üteme a lakossági megtakarítások növekedését és az egyéb befektetési formák közötti portfólióátrendezést tükrözi.

A szűk monetáris aggregátum (M1) lakossági része alapvetően tranzakciós célokat szolgál. Vizsgálataink azt mutatták, hogy az M1 iránti kereslet készpénz komponense a fogyasztással egyidejűen változik, és a látra szóló betétállománynak is legfeljebb egy-két hónapos előrejelző ereje van.

A forgási sebesség elmúlt időszak lassulása alapján ezért nem következtethetünk a lakossági fogyasztás további gyorsuló ütemű bővülésére.

Az M1 gyorsabb növekedéséhez hozzájárult a likviditási primumnak az infláció csökkenése miatti mérséklődése is. A leggyorsabban bővülő látra szóló betétállomány növekedésében valószínűleg a portfólióátrendezés is szerepet kapott, mivel a lakossági látra szóló betétekre, illetve a kevésbé likvid eszközökre fizetett kamatok közötti különbség csökkent. Ezen felül jelentősen bővültek a lakossági látra szóló, illetve folyószámlához kapcsolódó szolgáltatások, elsősorban a különböző kártyaműveletek.

Az MNB és a kereskedelmi bankok eszközeit összevontan tekintve a második félévben a belföldi bankrendszer által kihelyezett hitelek összetételében jelentős szerkezeti változások történtek 1998 második félévében.

A belföldi bankrendszer **külfölddel** szembeni követeléseinek csökkenése két ellenkező irányú folyamat eredményeként alakult ki: A mérleg szerinti nyitott pozíciók zárása miatt a külföld kereskedelmi bankokkal szembeni pozíciója romlott, ezt azonban túlkompenzálta a devizatartalékok csökkenéséből következő MNB-vel szembeni pozíciójavulás.

A külföldiek által eladott állampapírok tekintélyes hányadát a kereskedelmi bankok vették meg. Ezen felül a rezidens gazdasági szereplők is csökkentették állampapír-állományukat, ami szintén a kereskedelmi bankok eszközei közé került.

E két tétel együttesen az **államháztartás** jelentős pozícióromlását eredményezte. E portfólióátrendezés nem járt együtt a reálgazdasági szereplőknek nyújtott hitelek kínálatának vissza-

fogásával. A kereskedelmi bankok az állampapír-portfóliójuk növelésével egyidőben leépítették a jegybankkal szembeni követeléseiket, azaz a pénzpiaci betétek állományát.

Az előző évekhez képest a **lakossági** hitelállomány is növekedésnek indult, de a lakossági hitelfelvétel még mindig marginális módon járul csak hozzá a bankrendszeri eszközök növekedéséhez.

A vállalati szektor nettó hiteligénye az 1995. évi visszaesés után 1996-ban stabilizálódott. A kedvező jövedelmi helyzet miatt a növekvő beruházások sem vezettek a vállalati szektor gyorsuló ütemű eladósodásához, mivel a beruházási kiadásokat részben a korábban felhalmozott pénzügyi eszközökből finanszírozták. 1998-ban is folytatódott ez a tendencia, a nettó forrásbevonás reálértéke nem nőtt az előző két év átlagához viszonyítva. A korábbi másfél év tendenciáitól eltérően, a kereskedelmi bankoknál jelentkező átmeneti forrásszűke, és a külföldi hitelek relatív árának változásának hatására 1998 második félévében újra nőtt a külföldi hitelek aránya a vállalatok hitelfelvételében. Azon vállalkozások számára, amelyek devizában kockázatsemlegesek a megnövekedett árfolyamkockázatot tartalmazó belföldi kamatoknál olcsóbb hitelfelvételi lehetőséget jelentett a devizában történő eladósodás.⁵

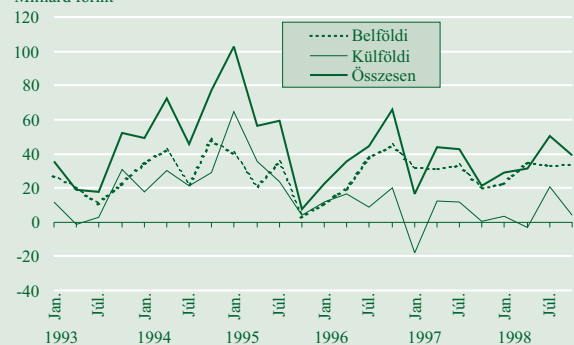
A pénzkereslet és a hitelállomány összetevőinek alakulása

Milliárd Ft

	1998				
	jan. 1.	márc. 31.	jún. 30.	sept. 30.	dec. 31.
	<i>Források</i>				
Készpénz	562,6	551,7	587,7	640,6	666,6
Háztartások betétei	2166,4	2205,6	2261	2388,3	2597,9
– forint	1643,6	1668,8	1700,9	1787,7	1982,3
– deviza	522,8	536,8	560,1	600,6	615,6
Vállalati betét	962,9	881,8	943,1	945,9	1032,1
– forint	729,6	654,8	709,2	713,9	802,8
– deviza	233,3	227,0	233,9	232,0	229,3
Önkormányzatok és nem profitorientált szervezetek betétei	207,5	210,1	190,7	212,3	229,4
Egyéb betétek	69,7	48,1	65,0	53,1	71,2
Kötvények és értékpapírok	37,3	35,5	32,9	31,8	28,9
M3	4006,4	3932,8	4080,4	4272,0	4626,1
	<i>Eszközök</i>				
Háztartás hitelei	311,9	302,2	324,8	341,1	355,2
Államháztartás	3493,8	3454,6	3386,1	3701,0	3894,9
Vállalkozások hitelei	1706,6	1756	1880,2	1993,1	1983,7
Egyéb hitelek	66,2	63,6	73,2	92,8	94,5
Belföldi hitelek összesen	5578,5	5576,4	5664,3	6128,0	6328,3
Egyéb belföldi eszközök, nettó	-444,9	-636,7	-651,0	-781,8	-700,7
Külföld, nettó	-1127,2	-1006,9	-932,9	-1074,2	-1001,5

A vállalati szféra szezonálisan igazított nettó hitelfelvétele a hazai és a külföldi bankrendszertől összehasonlítható árakon

Milliárd forint



* 1992-es árakon, fogyasztói árindexszel deflálvva.

⁵ Az állampapírok kockázati prémiumának növekedése alapján valószínűsíthetjük, hogy a devizafinanszírozás költségei is emelkedtek.