

II. Monetáris folyamatok

1. A monetáris kondíciók alakulása

A monetáris politika vitelét 1999 első hónapjaiban a nemzetközi tőkepiacok stabilizálódása és a gazdaság 1998-at jellemző túlfűtöttségének mérséklődése befolyásolta. A gazdaság közeledett a korábbi – az orosz válságot megelőzően jellemző – exportvezérelt növekedési pályához, de a korrekció részben átmeneti tényezők hatására alakult ki, és nem volt elégséges a hosszú távon is fenntartható külső egyensúlyi pozíció eléréséhez. Az infláció az első negyedévben is csökkenő tendenciát mutatott, de olyan veszélyforrások is jelentkeztek, mint pl. a szabályozott szolgáltatási árak ugrásszerű növekedése, az olajárak gyors emelkedése, amely az infláció mérséklődésének esetleges lassulását vetítették előre.

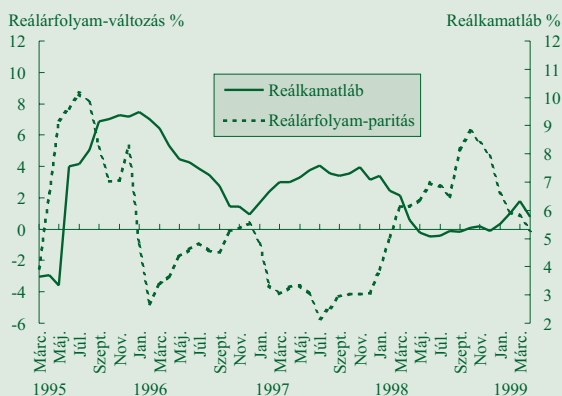
Az 1998 előtti időszakban a kormány és az MNB úgy határozta meg az inflációs pálya és a leértékelési ütem kapcsolatát, hogy fogyasztóiár-alapon a forint reálárfolyama felértékelődött. A felértékelődés mértéke összhangban volt a külkereskedelemben versengő szektorok kereskedelmi partnereinknél gyorsabb termelékenységnövekedésével, így a hazai feldolgozóipar versenypozícióját jobban tükröző hozzáadottérték-alapú egység-bérlétségi alapon számított reáléffektív árfolyamindex leértékelődött. 1998-ban a leértékelési ütem csökkentése csak időbeli késéssel követte az inflációnak a korábbi várakozásoknál gyorsabb csökkenését, és a forint reálárfolyama fogyasztói ár alapon is kissé mértékben leértékelődött. Ugyanakkor az 1999-re érvényes árfolyampálya kijelölése során a kormány és az MNB arra törekedett, hogy az inflációra gyakorolt kedvezőtlen hatás mérséklése érdekében helyreállítsák az infláció és az árfolyampálya korábbi évekre jellemző kapcsolatát. Ezért 1999-ben három alkalommal is csökkentették a leértékelési ütemet.

A kormány és az MNB árfolyamlépéseit támogatta a nemzetközi tőkepiaci helyzet stabilizálódása, ami a forint sávon belüli erősödésében és a forintbefektetésektől elvárt kamatprémium alakulásában is tükröződött. Az inflációs várakozásoknak a vártnál gyorsabb inflációcsökkenéshez való lassabb alkalmazkodása azonban továbbra is veszélyforrásként jelentkezett, amely a magas nominális bérnövekedés következtében a külső egyensúlyi pozíció további romlását, és a dezinflációs folyamat megtorpanását eredményezhette volna. Ennek megelőzése érdekében a gazdaságpolitika megpróbálta az eddigieknél aktívabb módon befolyásolni a várakozások alakulását: a két leértékelési ütemcsökkentés egyidejű bejelentésével a korábbiaknál sokkal hosszabb távra tette kiszámíthatóvá a gazdaság nominális pályáját. E lépések eredményeként a forint árfolyamának bejelentett leértékelése az 1998. évi 10,5%- után 1999-ben már csak 6,5% lesz.

A leértékelési ütem alakulása

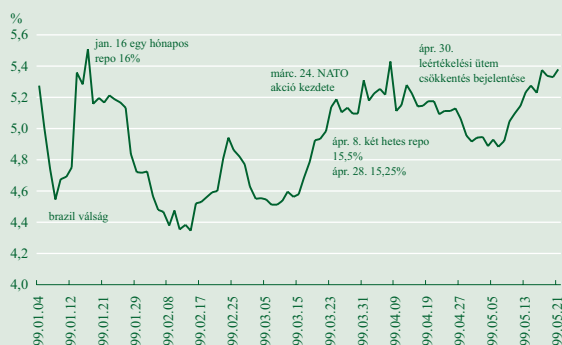
Havi leértékelési ütem (%)	Lerétekelési ütemcsökkentés dátuma	Leértékelési ütemcsökkentés bejelentése	Havi leértékelési ütemnek megfelelő éves leértékelés (%)
0,9	1998. január 1.	1997. december 4.	11,35
0,8	1998. június 15.	1998. április 29.	10,03
0,7	1998. október 1.	1998. augusztus 29.	8,73
0,6	1999. január 1.	1998. november 26.	7,44
0,5	1999. július 1.	1999. április 20.	6,17
0,4	1999. október 1.	1999. április 20.	4,91

A monetáris kondíciók változása*



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

A 3 hónapos DKJ kamatprémiuma



A forintbefektetésektől elvárt kamatprémium mértéke 1999 első öt hónapjában tartósan az orosz válságot megelőző időszakra jellemző szint felett stabilizálódott, 480–530 bázispont között ingadozott. A januári brazil pénzügyi válság csak átmeneti hatást gyakorolt Magyarország országspecifikus kockázati prémiumára, majd a prémium átmenetileg a decemberi szint alá süllyedt. A prémium március közepétől tapasztalható megemelkedése részben a jugoszláviai háború következménye, de szerepe volt a makrogazdasági pályával és főként az egyensúllyal kapcsolatos polémia kiéleződésének is.

A csúszó árfolyamrendszerben a belföldi reálkamatokat a reálárfolyam várható változása, a külföldi kamatszint és a különböző kockázatokért kompenzáló prémium összege határozza meg. 1999 eddig eltelt időszakában az 1998 őszére jellemző igen magas reálkamatok mérséklődtek, ami alapvetően a forint reálárfolyamának pályájában bekövetkezett korrekciónak köszönhető. A reálkamatok csökkenését támogatta az ECB áprilisi 25 bázispontos kamatmérséklése is. Az orosz válság kitörése utáni szinthez képest a kockázati prémium csökkent, de 1998 végéhez képest nem történt jelentősebb elmozdulás. E tényezők együttes hatása eredményeként a három hónapos diszkont kincstárjegyhozamokból számított reálkamatok 5,5–6% körüli szintre süllyedtek.

A monetáris kondíciók változása összhangban állt a reálgazdasági folyamatok alakulásával. A vállalati szektor jó jövedelmezőségi helyzete – aggregált szinten – nem tette szükségessé a korábbi leértékelt reálárfolyam fenntartását. A külső egyensúly 1998-ban tapasztalható romlása versenyképességi tényezőkkel nem állt közvetlen összefüggésben, ezt a belföldi keresletnek a potenciális GDP-től elszakadó növekedése okozta. Bár egyes szektorok (élelmiszeripar, kohászat, vegyipar) külpiazi értékesítési lehetőségei és jövedelmezősége romlott, e kedvezőtlen folyamatok nem függnak össze a reálárfolyam alakulásával, a teljes külső kereslet növekedése mellett e szektorok termékei iránti specifikus kereslet csökkent. A reálkamatszint mérséklődött, de továbbra is magas, ami összhangban áll a külső egyensúlyi pozíció stabilizálódása irányába mutató gazdasági folyamatokkal.

2. Árfolyam- és kamatalakulás

Az év első négy hónapjában az MNB kamat- és árfolyampolitikáját az a cél vezérelte, hogy megerősítse az árfolyam sávon belüli pozícióját, és a leértékelési ütem többszöri csökkentésével az inflációs prognózissal konzisztens árfolyampálya alakuljon ki.

A januári kedvező inflációs adatok és a brazil válság tovagűrűzésével szembeni viszonylagos immunitás kedvező tőkepiaci hangulatot teremtett, amely lehetővé tette, hogy az MNB az orosz válság lecsengése utáni hozamesésbe illeszkedően jelentősebb, 0,75%-os kamatcsökkentést hajtson végre. Januárban a tőkebeáramlás meghaladta a folyó fizetési mérleg hiányát, melynek eredményeként a brazil leértékelés néhány napos epizódját leszámítva a forint az év első heteiben többnyire a sáv erős szélén tartózkodott, és erős sávszéli intervencióra is sor került. A tőkebeáramlás legfontosabb komponensei a működőtőke és a részvényvásárlások voltak, valamint jelentős portfólióbefektetések

történtek a hosszú lejáratú állampapírokba is. Ezzel egyidőben a rövid lejáratú kamatokra érzékeny tételek esetében tovább folytatódott a tőkekiáramlás, amit elsősorban a korábban felépített határidős hosszú forintpozíciók zárása indukált.

Az irányadó kamatok január 8-i csökkentése után további kamatsökkentésre vonatkozó várakozások alakultak ki, amit az állampapírpiacra megfigyelhető jelentős hozamesés is jelzett. E várakozások azonban nem igazolódtak be. A piaci hozamok alakulása azt jelezte, hogy az 1998. év végi fizetésimérleg-adatok nyilvánosságra hozatala előtti időszakban a tőkepiaci szereplők nem tulajdonítottak jelentőséget a külső egyensúly romlásának, bár a gazdaságifolyamatok alakulása ezt már jóval korábban jelezte.

A jegybank kamatpolitikáját az is indokolta, hogy továbbra sem volt rövid lejáratú kamatokra érzékeny tőkebeáramlás. Sor került konverzióra, de számottevő tőkebeáramlást csak a hosszú lejáratú állampapírokba történő befektetéseknél figyelhattunk meg. E befektetők a hosszú lejáratú kamatoknak az EU-kamatok szintjéhez történő konvergenciájából próbálnak tőkenyereségre szert tenni, a beáramlás volumene sokkal inkább függ e papírok elsődleges kibocsátásának ütemezésétől, mint a rövid távú forintprémium alakulásától.

Február második felében, amikor a kedvezőtlen fizetésimérleg-adatok nyilvánosságra kerültek, a tőkepiaci szereplők számára világossá vált, hogy a megelőző kamatsökkentési várakozások megalapozatlanok voltak, a kamatprémium valamelyest megemelkedett, s a forint a sávközépig gyengült. A külföldi befektetők kismértékben csökkentették magyar állampapír-állományukat, de ezt a forint iránti kereslet egyéb komponensei a márciusi magas folyó fizetési mérleg hiánya ellenére ellensúlyozták.

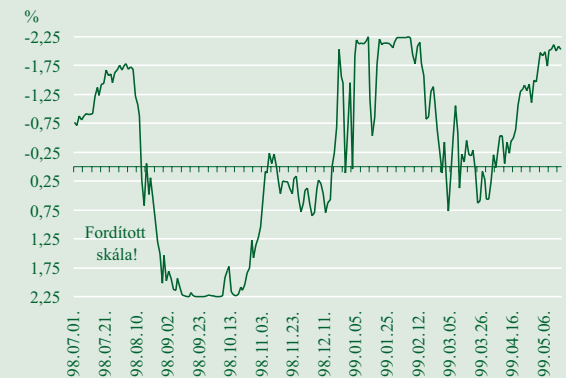
A monetáris politikai eszköztár modernizálása, illetve az Európai Központi Bank eszközeivel való harmonizáció érdekében a fő monetáris politikai eszköznek tekinthető egyhónapos betéti konstrukció futamidejét a jegybank március 1-től két hétre rövidítette le. A kétételes konstrukció az eredeti egyhónappal azonos kamatszinten került bevezetésre, ami a dátumszámítási konvenciók miatt enyhe, hat bázispontos effektív hozamemelkedést jelentett. Ez azonban nem okozott látható változást sem a forint, sem az állampapírpiacra.

Március második felétől a forint fokozatosan erősödött a sávon belül, s május elejére tartósan az erős szél közelében mozgott, ahol csekély mértékű intervencióra is sor került. Az időközben nyilvánosságra került makrogazdasági adatok alapján nyilvánvalóvá vált, hogy a gazdaság túlfűtöttsége mérséklődött, a növekedés lassulása miatt a külső egyensúlyi pozíció nem romlott tovább. Így lehetővé vált a leértékelési ütem július és október 1-jétől történő csökkentése.

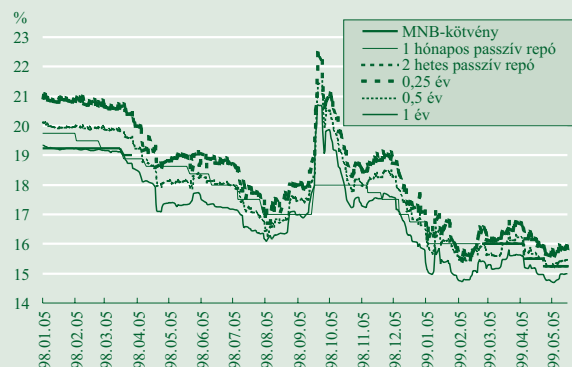
Az árfolyampálya várható alakulásával és a belföldi kereslet mérséklődésével összhangban a Nemzeti Bank áprilisban két lépésben csökkentette irányadó kamatait. Az első 50 bázispontos kamatlépés április 8-án egybeesett az Európai Központi Bank 25 bázispontos kamatsökkentésével, így a forint kamatprémiumát csak kisebb mértékben érintette, amit április 28-án további 25 bázispontos mérséklés követett. A piaci hozamok alakulása követte a jegybank kamatlépéseit.

1999 első negyedében a forint iránti kereslet meghatározó komponense volt a bankok teljes nyitott pozíciójának és a határidős pozíciói változásának. Amint azt előző Jelentésünkben rész-

A forint sávon belüli helyzete



Rövid hozamok: becsült zéró-kupon hozamok negyedéves, féléves és éves lejáratokon, 1998. 01. 05.–1999. 05. 20.



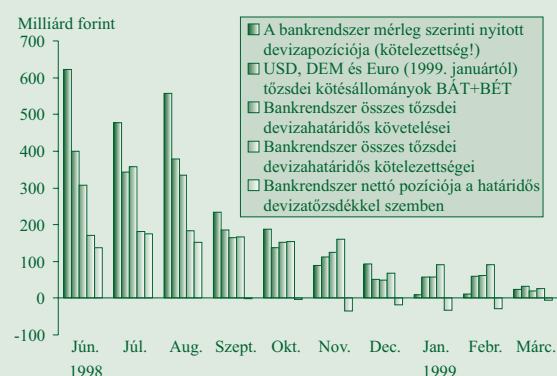
A konverziós forintkereslet komponensei

	1997	1998	1999			
			jan.	febr.	márc.	I. n. év
A. Konverzió	877,6	191,6	28,7	49,4	0,0	78,1
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	642,0	154,2	28,7	49,4	0,0	78,1
b) MNB vásárlások az államháztartástól	235,6	37,4	0,0	0,0	0,0	0,0
A konverzió forrásai (I.+...+VIII)	877,6	191,6	28,7	49,4	0,0	78,1
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetésével korrigált folyó fizetési mérleg (1+2)	-40,8	-383,5	-30,2	-12,2	-66,2	-108,6
1. Folyó fizetési mérleg	-177,9	-495,5	-37,8	-14,3	-83,8	-135,9
2. MNB nettó külföldi kamatfizetései	137,0	112,0	7,6	2,1	17,6	27,3
II. Működőtőke-beáramlás	308,8	311,8	40,6	11,6	9,7	61,9
III. Bankok konverziós hatása*	-5,9	-72,9	-11,0	23,2	-29,2	-17,0
IV. Derivatívok hatása	160,6	-206,4	-72,4	-20,6	41,4	-51,5
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	10,0	8,3	-6,6	5,1	6,9	5,4
VI. Nettó portfólióbefektetések (1+2)	334,9	421,2	75,2	50,5	30,7	156,4
1. Állampapír	22,7	176,3	36,0	1,9	-22,5	138,8
2. Részvény	312,2	244,9	39,2	48,6	53,1	17,6
VII. Vállalati devizahitel (1+2) = (a+b)	87,8	72,4	28,7	-11,9	18,2	34,9
1. Belföldi	37,1	52,8	13,4	9,9	3,2	26,5
2. Külföldi	50,7	19,7	15,3	-21,9	14,9	8,3
a) Egy évnél rövidebb	-12,5	-55,1	6,4	-29,4	10,5	-12,6
b) Éven túli	100,3	127,6	22,3	17,5	7,7	47,5
VIII. Tőketranszferek	22,1	40,6	4,4	3,8	-11,4	-3,2

* Bankok teljes nyitott pozíciójának változásából adódó konverziós hatás, azaz a mérleg szerinti nyitott pozíció derivatív ügyletekkel nem fedezett része.

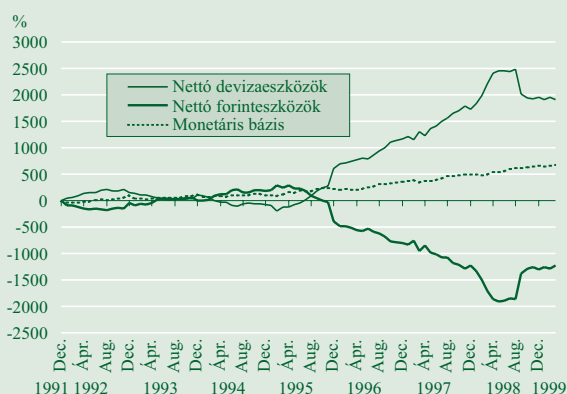
** A határidős kontraktusok változásának konverziós hatása. E két tétel esetében a negatív előjel a korábban felépült hosszú forintpozíciók leépülését mutatja.

A bankok mérleg szerinti nyitott devizapozíciója, a határidős devizatőzsdei kötésállományok és a bankok mérlegen kívüli határidős deviza kötésállományainak alakulása (1998. június–1999. március hó végi állományok)*



* A nagyságrendek könnyebb szemléltetése érdekében ezeket az értékeket a pozitív síknegyedben ábrázoltuk annak ellenére, hogy kivétel nélkül mindegyik hónapban negatív volt a mérleg szerinti deviza nyitott pozíció (azaz kötelezettséget, devizabevonást képviselt). A második oszlopok a két tőzsdén kosárválutában (dollárban, márkában és januártól euróban) fennálló kötésállományok értékét mutatja, amelyeknek része a bankok tőzsdei tevékenysége is. A nyitott kötésállományt egyszeres számbavétellel ábrázoltuk, emiatt bizonyos időszakokban a bankrendszer bruttó kötelezése meghaladja a nyitott kötésállományt. Az utolsó három oszlop mutatja a bankrendszernek a deviza határidős tőzsdéken fennálló követeléseit, kötelezettségeit, illetve ezek különbségét (a tőzsdei kötésekben fennálló nettó pozíciót).

A monetáris bázis és összetevőinek alakulása*



letesen is bemutattuk, a korábban felépített határidős hosszú forintpozíciók leépítése már 1998 második felében is jelentősen befolyásolta az árfolyam alakulását, akkor azonban e pozíciók leépítése az árfolyam sávon belüli gyengülését eredményezte. A derivatív piacok összehúzódása 1999 elején folytatódott, most azonban a forint erős sávszélhez közeli pozíciójával járt együtt.

Az orosz válságot megelőző időszakban a bankok a mérlegeikben devizaforrások bevonásával finanszírozták a forintban kibocsátott pénzügyi eszközök (állampapírok, passzív repó, bankhitelek) magasabb hozama által biztosított arbitrázs tevékenységet, ahol mérleg szerinti hosszú forintpozícióikat határidős devizavásárlással fedezték.

Ez a kockázatmentes profitlehetőség az augusztusi események után a derivatív piacok kínálatának beszűkülése miatt megszűnt.

A bankok amilyen gyorsan csak lehetett, igyekeztek leépíteni a mérlegeikben fennálló deviza nyitott pozíciókat, szeptember végére az augusztus végi állomány felére csökkent, majd egészen a beszámolási időszak végéig tovább mérséklődött.

A bankok az érzékelt árfolyamkockázat növekedése miatt igyekeztek korábban nem fedezett hosszú forintpozícióikat is lezárni. A határidős tőzsdéken ellenkező irányú pozíciókból sem volt kínálat.

Ez utóbbi ügyletek ugyanis, amelyben a bankok határidőre eladnak devizát, a spekuláns pedig forint elleni hosszú devizapozíciót nyit, a rövid kosárpozícióknál jóval nagyobb költséggel köthetők. (A rövid pozíciók a kamatprémium miatt már akkor is nyereségesek a spekuláns számára, ha a forint sávon belüli pozíciója változatlan marad, tehát semleges várakozások mellett is köthetők.) Ráadásul az orosz válság tapasztalatai alapján a brókercégek szigorították a derivatív kontraktusok letéti és marginkövetelményeit.

Mivel a tőzsdei határidős devizapiac összeszűkül, a kínálati korlátba ütköző bankok mérleg szerinti devizapozíciójuk bezárására kényszerültek. Bár az OTC derivatív piacon többnyire továbbra is vételi pozícióban maradtak, itt általában a másik szerződő fél is pénzintézet, azaz a bankrendszer egésze OTC mérleg alatti ügyletekkel csak nagyon korlátozott mértékben tudja teljes nyitott pozícióját növelni. Ez azt jelenti, hogy ha a teljes nyitott pozíció azon szint alá csökken, amit a bankok a kamatprémium és az árfolyam-várakozásaik alapján kívánatosnak tekintenek, a korrekciót csak a mérlegben szereplő, spotpiaci műveletekkel tudják végrehajtani. Így jöhetett létre az a helyzet, hogy miközben a határidős piacokon a kereskedelmi bankok folyamatosan építették le hosszú devizapozícióikat, a tőkebeáramlás bankoktól független komponenseinek megnövekedése (működőtőke, vállalati hitel, portfólió) miatt a spotpiacon devizát adtak el, ami az árfolyam erősödése irányába hatott. Ezekből a folyamatokból a kereskedelmi bankok árfolyam-várakozásaira vonatkozó következtetést nem lehet levonni.

A forint sávon belüli ingadozása és a konverziós forintkereslet változásai nem befolyásolták a monetáris bázis alakulását. A monetáris bázis 1999 első három hónapja során az infláció mértékét meghaladóan 18,6 százalékkal bővült 1998 azonos időszakához képest.

Ez a növekedési ütem a forgalomban lévő készpénzállomány 21,6 százalékos és a kereskedelmi bankok kötelező tartalékainak 14,1 százalékos növekedésének eredőjeként alakult ki.

3. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások

A jövőbeli kamatvárakozásokat tükröző származtatott forwardgörbe¹ 1999 eddig eltelt időszakában jelentős változásokon esett át, de május végére visszatért az év elejére jellemző szint és meredekség. A két időpont között eltelt időszak változásait a forinttól elvárt kockázati prémium, a jegybanki kamat- és árfolyam-politika jövőbeli alakulásával kapcsolatos várakozások, illetve – kisebb mértékben – az inflációs várakozások változásai váltottak ki. Az alábbiakban a hozamváltozások háttérében álló tényezőket időrendi sorrendben mutatjuk be.

A decemberi – a piaci várakozásokhoz képest alacsony – infláció január 11-i nyilvánosságra hozatalát nem követte a hosszú hozamok decemberihez hasonló csökkenése. Ennek értékelésekor azonban figyelembe kell venni, hogy a brazil válság kiteljesedése éppen ezekre a napokra esett. A krízis kirobbanásakor, január 14-én, a zero-kupon hozamok 50–100 bázisponttal emelkedtek, a forint pedig jelentősen gyengült a sávon belül.

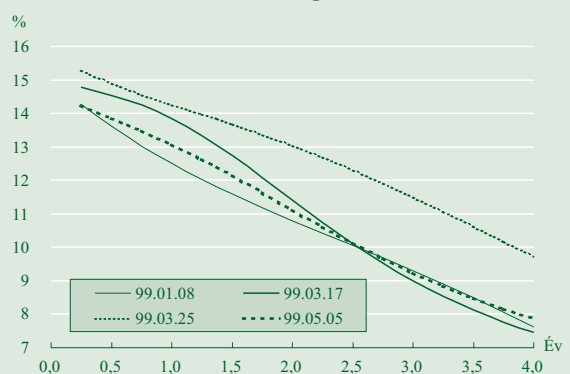
A brazil válság mindössze egy hétig gyakorolt hatást a magyar állampapírpiacra; január 22-re a származtatott forwardkamatok már a válságot megelőző szintjükre estek. Február közepén számos piaci elemzés jelent meg az 1998. évi folyó fizetési mérleg vártnál nagyobb hiányáról, illetve az államháztartás januári egyenlegének kedvezőtlen alakulásáról. Ezek hatására a hozamok minden lejáraton emelkedni kezdtek; az implikált forwardok március elejére kb. 100 bázisponttal nőttek.

A NATO Szerbia elleni légitámadásainak előkészületei, majd a támadások kezdete átmenetileg növelték mind a forint kockázati prémiumát, mind a kamatok jövőbeli alakulásával kapcsolatos bizonytalanságot. A hozamok minden lejáraton emelkedtek, a hosszú hozamok azonban jelentősebb mértékben: 2 és 3 év múlva kezdődő származtatott forwardok március 16 és 25 között mintegy 200 bázisponttal emelkedtek. Április elejére valamelyest csökkent a kirobbant háború miatti piaci bizonytalanság, a 2–3 év múlva kezdődő származtatott forwardok kb. 100 bázisponttal csökkentek. Figyelemre méltó, hogy a koszovói konfliktus okozta hozamemelkedést nem kísérte a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány csökkenése. Az a tény, hogy a magasabb hozamszint hatására a belföldi (forintban indifferent) befektetők nem vásároltak jelentősebb mennyiséget a külföldiek államkötvényeiből, azt erősíti meg, hogy nem csak a forint jövőbeli árfolyamával, hanem a jövőbeli kamatpályával kapcsolatos bizonytalanság is megnőtt.

A jegybank három hónapnyi szünet után április 8-án 50 bázisponttal csökkentette irányadó kamatát (ebben a szerepben a korábbi 1 hónapos betéti konstrukció kamatát március 1-jétől a 2 hetes betété váltotta fel). A jegybanki lépés meglepetést keltett a piacon, a hozamok minden lejáraton nagyjából a kamatcsökkenésnek megfelelő mértékben estek.

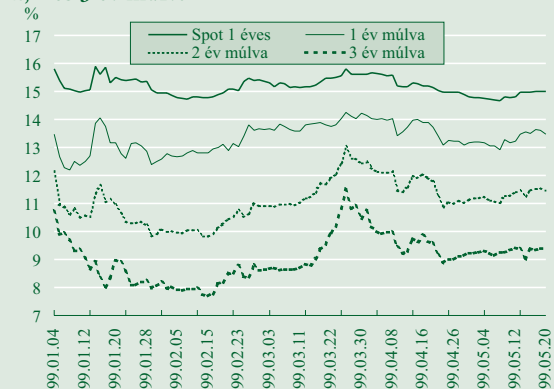
¹ A származtatott forwardkamatok *szintjei* csak bizonyos feltételek teljesülése esetén egyeznek meg a piac által várt jövőbeli kamatok szintjeivel, a *változásai*kból azonban enyhébb feltételezések mellett is következtethetünk a piaci kamatvárakozások változásaira. A zero-kupon hozamgörbe becsléséről, a származtatott forwardok számításáról és értelmezéséről részletesebben ld.: „Zero-kupon hozamgörbe-becslés jegybanki szemszögből”, MNB Füzetek 1998/2.

1 éves származtatott forwardgörbék*



* Az ábrázolt hozamok éven belül is kamatos kamatozással számítottak!

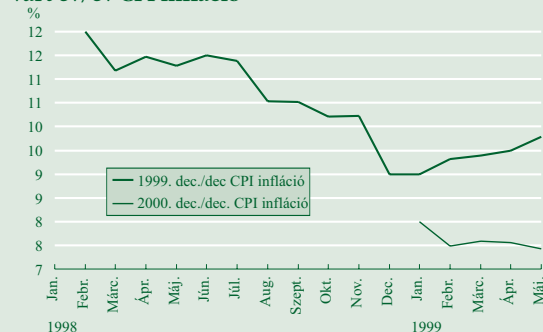
A spot 1 éves kamat és a származtatott 1 éves kamatok 1, 2 és 3 év múlva



A külföldiek tulajdonában lévő államkötvények KELER által regisztrált állománya (baloldali skála) és a 3 éves zero-kupon hozam

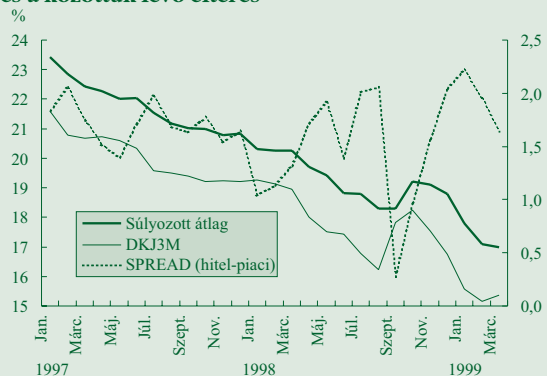


Az 1999, illetve 2000 végére előrelátni konszenzussal várt év/év CPI infláció*

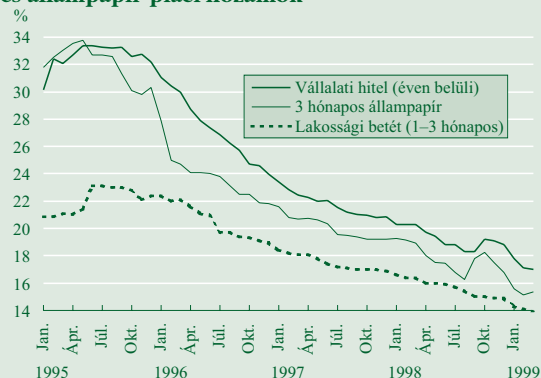


* A „Reuters poll of forecasters” alapján. Előrelátni konszenzusnak a felmérésben szereplő becsléseknek a legalacsonyabb és a legmagasabb érték nélkül számított átlagát tekintettük.

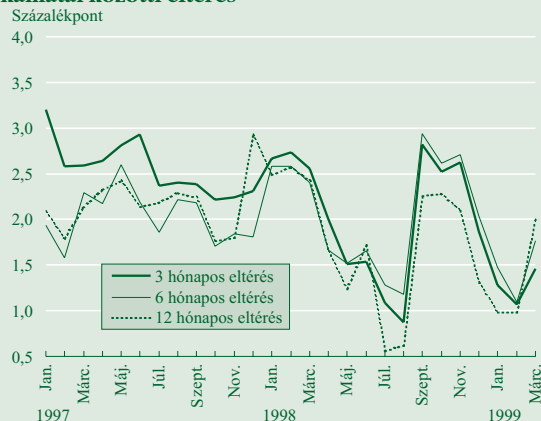
Az éven belüli hitelkamatok, a 3 hónapos DKJ hozama és a közöttük lévő eltérés



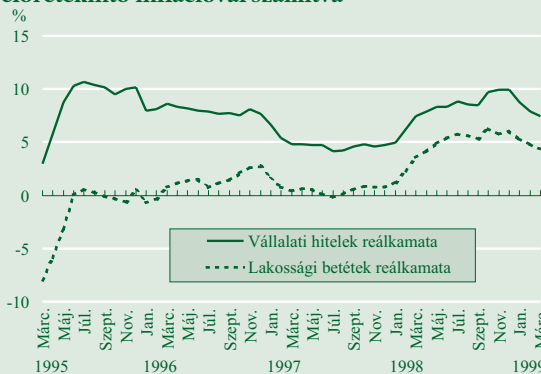
Vállalati hitelkamatok, lakossági betéti kamatok és állampapír-piaci hozamok



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



A vállalkozók rövid lejáratú hiteleinek és a lakosság rövid lejáratú betéteinek reálkamata 3 hónapos előretekintő inflációval számítva*



* A vállalkozások hiteleinek kamatát a vállalkozások bevételeinek dinamikáját jobban leíró termelői árindexszel kellene deflálni. A termelői árindex alacsonyabb megbízhatósága miatt azonban a vállalati reálkamatokat is a fogyasztói árindex figyelembevételével számítottuk ki.

Április 14-én a hosszabb hozamok jelentősen emelkedtek, ennek következtében a származtatott forwardok a jegybanki kamatcsökkentést megelőző szintekre emelkedtek. A történetek hátterében az április 13-án nyilvánosságra hozott márciusi inflációs adat állt, amely februárhoz képest csökkent ugyan, de fölötté maradt a piaci várakozásoknak. A piaci szereplők ennek hatására módosították a hosszabb távú inflációs várakozásaikat és a hosszú hozamok emelkedtek.

A következő, a hozamgörbére jelentős befolyást gyakorló esemény a csúszó leértékelési ütem csökkentésének április 20-i bejelentése volt. A korábbi gyakorlattól eltérően a kormány és a jegybank ezúttal két jövőbeli ütemcsökkentési dátumot, illetve mértéket is bejelentett. A 2–3 év múlva kezdődő származtatott forwardok a bejelentést követő néhány napon belül 50–70 bázisponttal csökkentek. A leértékelési ütem és a rövid kamatok jövőbeli pályái között a fedezetlen kamatparitás teremt összefüggést.

A fenti piaci reakció ennek fényében azt jelenti, hogy a piaci szereplők a leértékelési ütemre vonatkozó hosszabb távú várakozásaikat a bejelentés hatására lefelé módosították (azaz a korábbihoz képest hosszabb távon erősebb forintot várnak). A korábban várthoz képest erősebb jövőbeli várt forintárfolyam hatása a piaci makroelemzők 1999. év végi inflációra vonatkozó várakozásaiban még nem jelent meg (ezeket májusban inkább felfelé módosították), viszont a valamivel hosszabb távú, 2000 végére vonatkozó inflációs előrejelzéseiket az ütemcsökkentést megelőzőhöz képest átlagosan 12 bázisponttal, 7,55%-ról 7,43%-ra csökkentették.

A jegybanknak a leértékelési ütem csökkentésének bejelentését röviddel követő, április 28-i 25 bázispontos kamatcsökkentése nem érte meglepetésként a piacot: bár a hozamok (elsősorban éven belül) enyhén csökkentek, a hosszabb távú kamatvárakozásokat ez a lépés már nem befolyásolta, a 2–3 év múlva kezdődő származtatott forwardok lényegében változatlanok maradtak.

4. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája

Az éven belüli vállalati hitelkamatok és a rövid lejáratú állampapírok hozama közötti rés az 1998. szeptemberi rendkívül alacsony érték után 1999 januárjára jóval az elmúlt két év átlagos mértéke feletti szintre emelkedett. A jelenség mögött az állt, hogy a kereskedelmi bankok óvatosan – kisebb mértékben és csak bizonyos késleltetéssel – követték a piaci kamatok szeptemberi, az orosz válság miatti emelkedését, majd januárig tartó gyors csökkenését. A következő két hónapban a rés – a piaci kamatcsökkenés lassulása (márciusban kamatemelkedés) hatására – csökkent, márciusra elérve az elmúlt két év átlagának megfelelő szintet.

A lakossági betéti kamatok meghatározásában a kereskedelmi bankok sem az 1998 márciusától kezdődő, mintegy fél évig tartó, az előző időszaknál erőteljesebb kamatcsökkenést, sem az orosz válság hatására bekövetkező kamatemelkedést nem követték:

a piaci kamatszint ezen változásaitól függetlenül az 1996 közepe óta jellemző évi kb. 2 százalékpontos csökkentési ütemet érvényesítették. Ennek megfelelően a piaci és a betéti kamatok közötti rés 1998-ban jelentős ingadozást mutatott. A rés a februári – rendkívül alacsony – értékről márciusban a piaci kamatok emelkedése miatt növekedett, de még nem érte el az 1997-re jellemző kb. 2,5 százalékpontos szintet.

A pénzpiaci hozamok és a kereskedelmi banki kamatrések változása eredményeként mind a lakossági, mind a vállalati hitelek reálkamata mérséklődött az előző év végére jellemző magas szinthez képest, és elérték az orosz válság kirobbanása előtti szintet. Ez azonban még mindig 300 bázisponttal magasabb, mint az ázsiai válság kitörését megelőző 1997-es reálkamat-színvonal.

5. Monetáris aggregátumok

A monetáris aggregátumok növekedése 1998 áprilisa óta folyamatosan meghaladja az infláció és a nominális GDP növekedését. Mivel a pénztartás nem szándékolt növekedésének inflációs hatása lehet, a jegybank folyamatosan figyelemmel kíséri ezen aggregátumok növekedésének alakulását. Eddigi elemzéseink azonban azt mutatják, hogy a pénzágregátumok elmúlt időszakai változásai magyarázhatóak a pénz keresletét megváltoztató tényezőkkel.

A pénzeszközöket egyrészt tranzakciós célból, másrészt vagyontartási (értékmegőrzési) célból tartják a gazdaság szereplői. A tranzakciós és vagyontartási pénzkereslet szétválasztása szinte lehetetlen feladat a gyakorlatban, pedig a jövőbeni inflációs folyamatokban csak a tranzakciós pénzkereslet alakulása játszik szerepet.

Magyarországon a monetáris aggregátumok gyors reálnövekedési ütemében – a tranzakciós pénzigény megnövekedése mellett – nagyobb szerepet játszottak a vagyonportfólió összetételét befolyásoló tényezők.

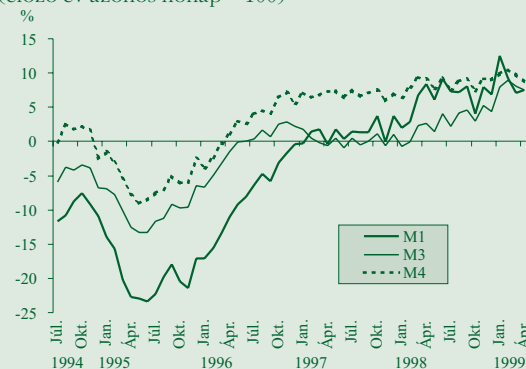
1993 óta a pénzügyi vagyonton belül folyamatosan nőtt a banki kamatoknál magasabb hozamot kínáló bankrendszeren kívüli eszközök súlya. Az 1998 őszi válság – általánosan a tőkepiaci bizonytalanság növekedése azonban a bankrendszeri eszközök javára történő átrendeződést indított el, amit tovább erősített, hogy a banki és nem banki befektetések várható hozama a magasabb reálkamatok miatt is közeledett egymáshoz.

A vagyonátrendeződést mutatja, hogy a nem monetáris állam-papír-állományt is tartalmazó M4 és az M3 monetáris aggregátumok közötti növekedési ütemkülönbség is összeszűkült, és csökkentek a lakosság befektetési alapokba és részvényekbe történő befektetései is.

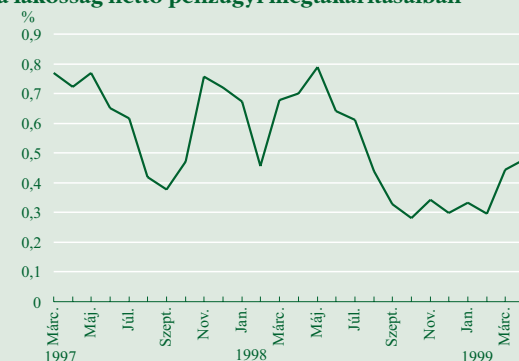
A banki eszközökön belül is megfigyelhető egy átrendeződés, a lakossági szektor eszközein belül a likvid pénzeszközök, a szűk monetáris aggregátumba tartozó látra szóló betétek aránya nőtt meg a lekötött betétek rovására.

Az infláció és a kevésbé likvid eszközökre fizetett kamatok csökkenése ugyanis mérsékelte a likvid eszközök tartásának költségét. Ezen felül jelentősen bővültek a lakossági látra szóló, illetve folyószámlához kapcsolódó szolgáltatások is, elsősorban a különböző kártyaműveletek.

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

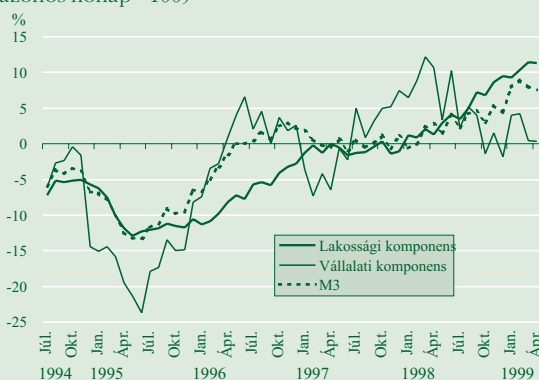


Nem banki megtakarítások aránya a lakosság nettó pénzügyi megtakarításaiban*

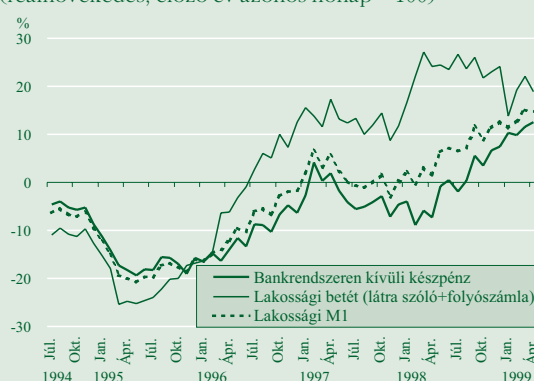


* A magyar szakmai zsargonban még jelenleg is gyakran összekeveredik a pénzügyi vagyon és a pénzügyi megtakarítás fogalma. Míg az első kategória állományi, addig az utóbbi egy folyó kategória. A fenti ábrán ez utóbbi kategória alapján számoltunk, mivel a pénzügyi vagyon banki és nem banki eszközeinek aránya a megtakarítási viselkedés változása nélkül is jelentősen változhat alapvetően a nem banki eszközökön előforduló jelentős ártértékelődések miatt.

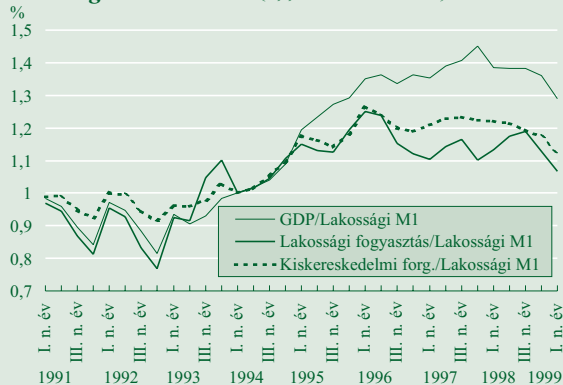
Az M3 monetáris aggregátum lakossági és vállalati komponensének alakulása (reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)



A lakossági M1 és komponensei (reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)



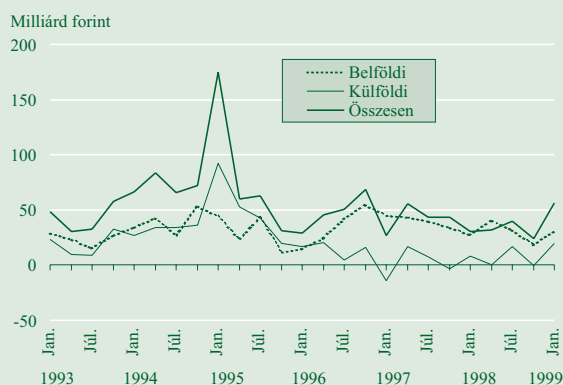
A lakossági tranzakciós pénztartás forgási sebességének változása (1994. I. félév = 100)



A pénzkereslet és a hitelállomány összetevőinek növekedési üteme

	1998					1999
	jan. 1.	márc. 31.	jún. 30.	szept. 30.	dec. 31.	márc. 31.
Készpénz	113,0	110,4	114,8	118,4	118,5	120,9
Háztartások betétei	125,2	157,6	154,4	153,6	150,5	121,8
– forint	132,9	180,8	173,6	170,9	165,7	123,3
– deviza	110,1	113,1	115,6	119,0	117,8	117,4
Vállalati betét	128,0	130,6	125,9	117,0	108,2	109,8
– forint	132,0	138,4	129,9	122,6	111,7	113,0
– deviza	117,0	112,4	115,1	102,5	97,6	100,5
Önkormányzatok és nem profitorientált szervezetek betétei	123,6	99,3	93,9	95,3	101,1	111,1
Egyéb betétek	129,2	102,5	105,3	99,3	102,2	111,8
Kötvények és értékpapírok	97,6	73,5	69,8	68,4	59,5	88,8
M3	120,2	119,1	118,8	117,7	115,1	118,1
Háztartások	102,5	107,9	116,3	120,2	117,5	121,5
Államháztartás	95,8	100,8	100,4	108,4	107,4	108,5
Vállalatok	138,5	132,9	131,5	129,6	121,0	121,7
Egyéb hitelek	429,4	423,8	200,6	245,5	180,7	209,4
Belföldi hitelek	107,0	110,3	110,8	116,1	112,9	114,3

A vállalati szféra szezonálisan igazított hitelfelvétele a belföldi és a külföldi bankrendszerből, összehasonlítható áron



* 1992-es áron, fogyasztói árindexszel deflálva.

A vagyonportfólió átrendeződéseken túl megnövekedett a tranzakciós pénzkereslet is. Ezt sejteti, hogy a monetáris aggregátumokon belül leginkább az úgynevezett tranzakciós összetevők (a készpénz és lakossági látra szóló betétállomány) növekedtek. A nagyobb likvid pénzeszköztartás azonban nem meglepő egy olyan gazdasági környezetben, ahol az infláció lassul és a pénztartás alternatív költsége csökken. Kiszámíthatóbb gazdasági környezetben a piaci szereplők kevesebbet áldoznak ugyanis a folyamatos likviditásmenedzsmentre, mivel kisebb a költsége a többletlikviditás tartásának. Ezt tükrözi a forgási sebesség lassulása is.

A megnövekedett likvid eszköztartás mögött állhatnak azonban egyéb, strukturális okok is. Az elmúlt években olyan rétegek körében is megnőtt a reáljövedelem, akik számára a pénzügyi szolgáltatások táján értelmezett költsége még mindig túl magas, így megtakarítási célból tartott eszközeiket is likvid eszközökbe tarthatják. Ebben a vonatkozásban megjegyzésre érdemes szabályozási változás, hogy a tavalyi évtől az állami alkalmazottak fizetésüket folyószámlára kapják, és a folyószámláról való pénzfelvétel díjkötelessé vált.

A tranzakciós pénzeszközök bővülése tehát nem jelent egyértelműen jövőbeni fogyasztásnövekedést is egyben. A lakossági látra szóló és folyószámlák rendkívül gyors bővüléséből pedig, mivel az átutalás és kártyával fizetés még nem elterjedt, még kevésbé következtethetünk közvetlenül az aggregált kereslet jövőbeni növekedésére.

6. A hitelkereslet alakulása

Az MNB és a kereskedelmi bankok eszközeit tekintve az első negyedévben hangsúlyeltolódásra került sor a belföldi bankrendszer által kihelyezett hitelek összetételében. A belföldi hitelállomány csökkenése túlnyomó részben a bankrendszer államháztartással szembeni nettó pozíciója romlására vezethető vissza. Ez azzal magyarázható, hogy az év első két hónapjában jelentős többeáramlás történt államkötvényekbe, s a növekvő külföldi kereslet hatására a bankrendszer leépítette állampapír-állományát. A pozícióváltozásban kisebb mértékben az MNB költségvetéssel szembeni követeléseinek csökkenése is szerepet játszott.

A lakossági hitelállomány a múlt év második felében megfigyelhető trendbe illeszkedően továbbra is dinamikusan növekszik, de az alacsony bázis miatt még mindig igen csekély hányadát teszi ki a hitelállomány növekedésének.

A vállalati hitelezés terén folytatódni látszik a tavalyi év trendje. A belföldi forinthelezés látszólagos megtorpanása 1998 utolsó negyedévében részben a Postabank konszolidáció elszámolásának következménye.² A Postabank hatását kiszűrve is visszaesés történt 1998 utolsó negyedévében, ami az orosz válságot követő átmeneti likviditáshűvösséggel lehet összefüggésben. 1999 első negyedévében ezek a hatások már nem érvényesültek. A vállalatok teljes hitelfelvétele a válságot megelőző időszakra jellemző trendnek megfelelően alakult. A hitelfelvétel összeté-

² A Reorg Rt. a vállalati szféra részeként van nyilvántartva, azaz a Reorg mérlegében átkerülő hitelek a vállalati hitelállomány csökkenését okozzák.

telében eltolódás figyelhető meg a közvetlen külföldi hitelfelvétel irányába. Ez azzal magyarázható, hogy a tartósan magas kamatprémium emelte a forintbitek relatív árát, s a vállalati szféra tekintélyes része várható exportbevételei részén természetes fedezeti pozícióban van a devizahitelek árfolyamkockázatával szemben.

A bankrendszer külfölddel szembeni pozícióváltozása a kereskedelmi bankok és az MNB nettó külső pozíciója egyenlegeként adódik. Januárban a kereskedelmi bankok még folytatták nyitott pozíciójuk leépítését, ami a nettó külföldi tartozások csökkenéséhez járult hozzá. Január óta a kereskedelmi bankok nyitott pozíciója enyhén növekedett, noha nagyságrendileg sem érte el a tavalyi évre jellemző szintet.

Az MNB külfölddel szembeni pozíciójának változását az állam nettó külföldi hitelfelvételének hatására megemelkedő devizatartalékok és a jegybank kamatfizetését meghaladó konverziós devizavásárlás határozta meg. A kötvénykibocsátásért befolyt összeget az MNB forintra váltja, s azt a Kincstárnak az MNB-nél vezetett forintszámlájára helyezik.³ Ez azt jelenti, hogy a külföldi kötvénykibocsátás során az MNB, s így a bankrendszer külfölddel szembeni nettó pozíciója a devizatartalékok növekedésének megfelelően javul, a kormányzat oldaláról pedig a devizapozíció romlik, s a forintpozíció (a kincstári számla) javul. Hiteltörlesztéskor természetesen a felvázolt folyamatok fordítottja zajlik le.

A pénzeszközlet és a hitelállomány összetevőinek alakulása

	1998					Milliárd forint	
	jan. 1.	márc. 31.	jún. 30.	szept. 30.	dec. 31.	márc. 31.	ápr. 30.
Készpénz	562,6	551,7	587,7	640,6	666,6	667,1	679,2
Háztartások betétei	2166,4	2205,6	2261,0	2388,3	2597,9	2704,7	2715,8
– forint	1643,6	1668,8	1700,9	1787,7	1982,3	2074,3	2096,9
– deviza	522,8	536,8	560,1	600,6	615,6	630,4	618,9
Vállalati betét	962,9	881,8	943,1	945,9	1032,1	971,6	947,6
– forint	729,6	654,8	709,2	713,9	802,8	743,5	728,4
– deviza	233,3	227,0	233,9	232,0	229,3	228,1	219,1
Önkormányzatok és nem profit-orientált szervezetek betétei	207,5	210,1	190,7	212,3	229,4	211,5	197,3
Egyéb betétek	69,7	48,1	65,0	53,1	71,2	57,4	63,7
Kötvények és értékpapírok	37,3	35,5	32,9	31,8	28,9	31,5	31,7
M3	4006,4	3932,8	4080,4	4272,0	4626,1	4643,8	4635,3
Háztartások	311,9	302,2	324,8	341,1	355,2	367,3	375,3
Államháztartás	3493,8	3454,6	3386,1	3701,0	3894,9	3758,5	3545,4
Vállalatok	1706,6	1756,0	1880,2	1993,1	1983,7	2044,8	2066,5
Egyéb hitelek	66,2	63,6	73,2	92,8	94,5	111,2	96,0
Belföldi hitelek	5578,5	5576,4	5664,3	6128,0	6328,3	6281,8	6083,2
Egyéb belföldi eszközök, nettó	444,9	636,7	651,0	781,8	700,7	792,6	578,9
Külföld, nettó	-1127,2	-1006,9	-932,9	-1074,2	-1001,5	-845,4	-869,0

³ Kivétel az az eset, amikor a befolyt összeget azonnal egy esedékes devizakötelezettség törlesztésére fordítják.