

II. Monetáris folyamatok

1. A monetáris kondíciók alakulása

A monetáris politika vitelét 1999 második és harmadik negyedében mind a belföldi kereslet és kínálat alakulása, mind a nemzetközi tőkepiaci hatások befolyásolták.

A belföldi gazdasági folyamatok összhangban álltak az áprilisban meghirdetett árfolyampályával, ami a leértékelési ütem július 1-jei és október 1-jei hatállyal történő 0,1%-os csökkentését irányozta elő. A jövőbeli inflációs nyomás növekedése irányába mutató jelek azonban óvatos kamatpolitikát tettek indokolttá, ezért az árfolyampálya meghirdetése óta az MNB mindössze 75 bázisponttal csökkentette irányadó kamatait (három lépésben: április 28.; június 15.; július 12.).

A gazdaság növekedési ütemének mérséklődése hatására folytatódott a külső egyensúlyi pozíció már 1998 utolsó negyedétől mutatkozó stabilizálódása. A koszovói válság hatása mind az export, mind az idegenforgalmi bevételek terén viszonylag enyhe volt, s a külső egyensúlyi pozíció alakulása is jóval kedvezőbb volt az év első felében uralkodó piaci várakozásoknál. A kedvezőbb egyensúlyi pozíció azonban törékeny, mivel nem járt együtt a gazdaság olyan strukturális átalakulásával, ami gyorsabb növekedés mellett is lehetővé tenné az elért egyensúlyi pozíció megőrzését.

A vállalkozói szektor alacsonyabb beruházási szint miatt mérséklődő nettó hiteligénye a folyó fizetési mérleg hiányának mérséklődését eredményezte. A lakosság az alacsonyabb jövedelemnövekedési ütem ellenére megőrizte a tavalyi évre jellemző fogyasztásbővülést, miközben az államháztartás finanszírozási igényének mérséklődése elmaradt a tervezett ütemtől. Tekintettel arra, hogy a vállalati szektor jövedelmezőségi helyzete nem indokolja a beruházási kereslet tartós pangását, a külső egyensúlyi követelmény továbbra is óvatos monetáris politika fenntartását teszi szükségessé.

A monetáris politika kialakítása során azt is figyelembe kellett venni, hogy az elmúlt időszakban több, potenciálisan inflációs hatású tényező is befolyásolta a belföldi gazdasági folyamatokat. Bár a belföldi felhasználás növekedési üteme az előző évhez képest mérséklődött, becsléseink szerint még mindig meghaladja a potenciális GDP növekedési ütemet.

A munkanélküliség további csökkenésével egyidőben a feldolgozóipari kapacitás-kihasználtságának átlagos mértéke is visszaesett. Ez elsősorban a gazdálkodók helyzetének polarizáltságát tükrözi, nem pedig a munkaerőpiaci szűk keresztmetszetek kialakulásából eredő inflációs veszély mérséklődését.

Az infláció elmúlt időszaki alakulására adminisztratív érintézkedéseknek (gyógyszer) és kínálati sokkoknak (élelmiszer- és energiaárak) is számottevő hatása volt. A monetáris politika alapvetően az aggregált kereslet alakulását tudja befolyásolni. Ezért a monetáris politika ilyen esetben annak megakadályozására irányul, hogy az egyszeri érintézkedés vagy átmeneti kínálati sokk az inflációs folyamatot tartósan befolyásolja. Az átmeneti árnövelő hatások hosszabb távú hatása az inflációs várakozásokra gyakorolt hatáson keresztül, illetve költség – ár spirál kialakulásából adódhat. A gyógyszerek fogyasztói árát érintő támogatási rendszer változása miatt költség – ár spirál elindulásától nem kell tartani, hiszen semmilyen más gazdasági tevékenység nem használja fel a gyógyszereket inputként. Általában az élelmiszerek sem kerülnek tovább feldolgozásra más ágazatokban. Ezért ezen termékek árának növekedése sokkal inkább az árszint egyszeri megemelkedését eredményezi, mint tartós inflációnövelő hatást. A gyógyszer- és élelmiszerárak változása azonban befolyásolja a megélhetési költségeket, és a jövőbeli inflációs várakozásokat is, ami – a magasabb bérkövetelésen keresztül – az infláció tartós megemelkedését eredményezheti.¹ Az inflációs várakozások stabilizálását azonban az MNB egyrészt elősegíti előre bejelentett árfolyam-politikájával, másrészt ösztönzi az előretekintő inflációra alapozott bértárgyalások széleskörű alkalmazását. Az árnövekedési ütem egyszeri megugrása tehát sem az árfolyam-politika, sem a fennálló kamatszint felülvizsgálatát nem teszi szükségessé. Amint ezt 1998/1-es inflációs jelentésünkben is megírtuk, az MNB az élelmiszerárak csökkenését is hasonló szellemben kezelte, mivel az agrárárak alakulása nem befolyásolta az infláció hosszú távú pályáját. A nominális árfolyampálya ugyanis nem követte az átmeneti élelmiszerár-esésből fakadó infláció-mérséklődést. Ezzel szemben az energia alapvető inputot jelent minden gazdasági tevékenység számára. Ezért az energiaárak emelkedése a gazdasági tevékenységek széles körében növeli a költségoldali inflációs nyomást. Ennek mérséklése szigorú monetáris kondíciók fenntartását teszi indokolttá.

A monetáris politika vitelét befolyásoló külföldi tényezők közül a kosárvalutákat jegyző országok kamatváltozását és a feltörekvő országokkal szembeni bizalom csökkenését kell kiemelnünk.

1999 második negyedévét az amerikai kamatemelési várakozások jellemezték, 1999 nyarának végétől pedig a FED további lépései mellett az ECB kamatemelésével kapcsolatos várakozások is elterjedtek a piacon. A kosárvalutákat jegyző országok kamatváltoztatása közvetlenül is befolyásolja a forint-kamatokban foglalt prémium nagyságát. Ezen túlmenően, különösen az amerikai kamatok várható változása általában csökkenti a feltörekvő piacok instrumentumai – és ezen belül is a rövid hozamokra érzékeny eszközök – keresletét. Így nem meglepő, hogy a magas kamatprémium ellenére alacsony kamatindukált tőkebeáramlás jellemezte az elmúlt időszakot. Hasonlóan alacsony tőkebeáramlás jellemezte az 1997. tavaszi FED kamatemelést megelőző periódust is.

A forintban denominált instrumentumok hozamát jelentősen befolyásolta az amerikai és európai hozamgörbe meredekségé-

¹ Bár júliusban és augusztusban az árak emelkedtek, az MNB egyáltalán nem tartja valószínűnek, hogy 1999-ben az árnövekedés átlagos üteme meghaladná, sőt elérné a bértárgyalások idején figyelembe vett 10–11%-os mértéket.

nek növekedése is. Az Egyesült Államokban egyre bizonytalanabbá vált az erőteljes gazdasági növekedés mellett a jelenlegi alacsony inflációs szint fenntarthatósága, ami elsősorban a hosszabb lejáratokon erőteljes hozamemelkedést eredményezett: a 10 éves és a 3 hónapos papírok kamatának különbsége 75 bázispontot meghaladó mértékben emelkedett. Az Európai Központi Bank (ELB) megítélése szerint az euróban denominált kötvények hozamalakulásában a hazai tényezőknek van meghatározó szerepük. Az amerikai monetáris politika várható szigorodása és a kedvezőbb ázsiai növekedési kilátások mellett a hosszú távú kamatemelkedés belföldi okait az ECB az euró árfolyamkockázatában és az euróövezet javuló növekedési kilátásaiban látja. A forint befektetések vonzerejének megőrzése a hazai hozamgörbe inverziójának csökkenését tette szükségessé.

A hazai kamatok alakulását befolyásolta a feltörekvő országok általános megítélésének rosszabbra fordulása is. Ez részben összefügg az amerikai kamatemelési várakozásokkal, mivel ezek hatására csökkent a tőkeáramlás olyan dél-amerikai országokba is, amelyek folyó fizetési mérlege csak folyamatos kamaterékeny tőkebeáramlással finanszírozható. Az ecuadori kormány-nak fizetéseképtelenséget kellett bejelentenie a lejáró Brady kötvényére, de a forrásszűke recessziós hatású az egész latin amerikai régióban. A nyár folyamán – főként a dél-amerikai folyamatok hatására – közel 200 bázisponttal emelkedett az EMBI+ index. Bár Magyarországon a nem adósság típusú tőkebeáramlás folyamatosan biztosította a folyómérleg finanszírozását és az ország nemzetközi tartalékai magasak, a bizalomvesztés fertőzőes hatása a magyar kamatokat is befolyásolta. Így a koszovói háború befejeződéséből eredő országhozadék mérséklődése nem tükröződik a forint kamatprémiumának alakulásában.

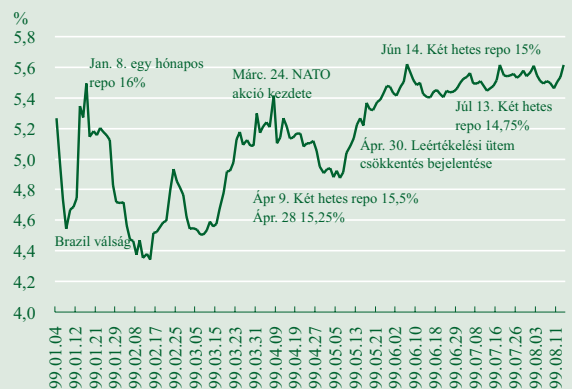
A nemzetközi tőkepiaci folyamatok tehát tartósan magas kamatprémium fenntartását tették szükségessé: május közepétől 550 bázispont körül ingadozott a 3 hónapos kamatprémium értéke. A reálárfolyam pálya változásának hatására a magasabb prémium ellenére csökkentek a reálkamatok, a 3 hónapos előretekintő reálkamatlábak júliusban a 4%-körüli szint közelébe süllyedtek. A nominális árfolyampálya módosításának eredményeként a reálárfolyam alakulása visszaállt a gazdasági fundamentumok által indokolt, éves szinten 2% körüli reálfelértékelődést eredményező szint közelébe.

2. Kamat- és árfolyamalakulás

Az elmúlt hónapokat a forint instrumentumok magas kamatprémiuma és a forint erős sávszélközeli pozíciója jellemezte, az MNB több alkalommal interveniált az erős sávszélen. A forint sávon belüli pozícióját elsősorban a folyó mérleg deficitet meghaladó nem adóssággeneráló tőkebeáramlás befolyásolta. A magas kamatprémium nem indukált számottevő mértékű kamaterékeny tőkebeáramlást. Az intervenciós forint keresletet felszívta a gazdaság növekvő finanszírozási igénye, így a jegybank sterilizációs instrumentumainak állománya az első két negyedévben csökkent, majd újból emelkedni kezdett.

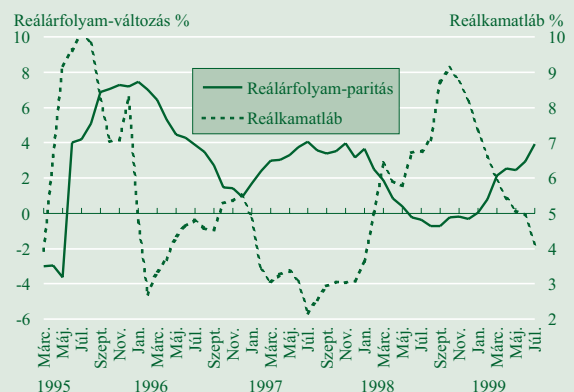
Az árfolyampálya módosítását nem követte a belföldi kamatok hasonló mértékű csökkenése a forint instrumentumoktól elvárt prémium emelkedése miatt. A jegybank irányadó kamatainak ap-

A 3 hónapos DKJ kamatprémiuma*



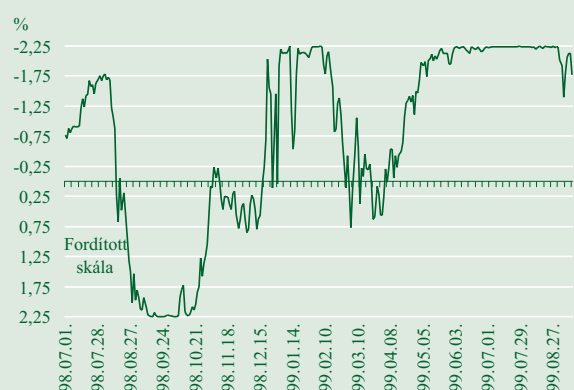
* A három hónapos kincstárjegy hozamok a leértékelési ütem és a kossárszerkezetben számított LIBOR kamatok felett.

A monetáris kondíciók változása*

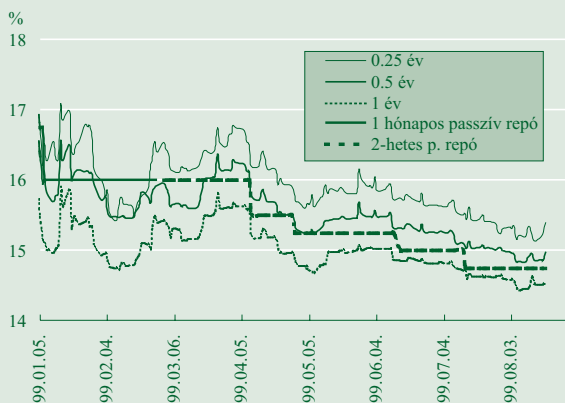


* A grafikonon előretekintő inflációval három hónapos kincstárjegy hozamok alapján számított reálkamatokot ábrázoltunk. A monetáris kondíciókat mutató reálárfolyam index nem egyezik meg a versenyképességet mérő, később bemutatott mutatókkal. Az elkövetkező három hónapban bekövetkező árfolyam változás és az előretekintő infláció hányadosát mutatja.

A forint sávon belüli helyzete

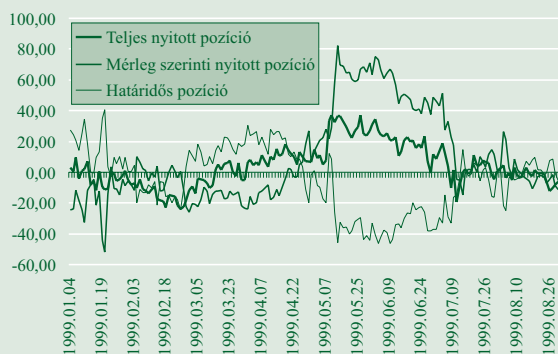


Rövid hozamok: becsült zéró-kupon hozamok negyedéves, féléves és éves lejáratokon, 1998. január 5.–1999. augusztus 18.



A bankrendszer teljes, mérleg szerinti és mérlegen kívüli nyitott pozíciójának alakulása 1999. január 4.–augusztus 23.

Nyitott pozíciók (milliárd Ft)



Forrás: MNB

A konverziós forintkereslet komponensei

	1998.						1999.						Milliárd Ft
	összesen	I. n. év	ápr.	máj.	jún.	II. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	V. n. év	VI. n. év	
A. Konverzió	191,6	78,1	0,0	11,9	112,6	124,5	202,7	202,7	202,7	202,7	202,7	202,7	
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	154,2	78,1	0,0	11,1	48,5	59,6	137,8	137,8	137,8	137,8	137,8	137,8	
b) MNB vásárlások az államháztartástól	37,4	0,0	0,0	0,8	64,1	64,9	64,9	64,9	64,9	64,9	64,9	64,9	
A konverzió forrásai (I.+...+VII.)	191,6	78,1	0,0	11,9	112,6	124,5	202,7	202,7	202,7	202,7	202,7	202,7	
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetéseivel	-383,5	-108,6	-30,8	-12,7	-80,0	-123,6	-232,2	-232,2	-232,2	-232,2	-232,2	-232,2	
korrigált folyó fizetési mérleg (1+2)	-495,38	-135,9	-41,9	-13,8	-92,0	-147,7	-283,6	-283,6	-283,6	-283,6	-283,6	-283,6	
1. Folyó fizetési mérleg	112,0	27,3	1,1	1,1	12,0	24,1	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	
2. MNB nettó külföldi kamatfizetése	311,8	61,9	-4,5	40,5	29,7	65,7	127,6	127,6	127,6	127,6	127,6	127,6	
II. Működőtőke-beáramlás	-72,9	-17,0	0,6	-20,5	15,4	-4,5	-21,6	-21,6	-21,6	-21,6	-21,6	-21,6	
III. Bankok konverziós hatása*	-206,4	-51,5	-32,0	-42,8	7,3	-67,5	-119,1	-119,1	-119,1	-119,1	-119,1	-119,1	
IV. Derivatívok hatása**	8,3	5,4	7,8	-24,9	24,2	7,1	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	
V. Külföldi devizabételek konverziós hatása	421,2	157,7	69,3	59,1	98,8	227,3	385,0	385,0	385,0	385,0	385,0	385,0	
VI. Nettó portfólió-befektetések (1+2)	194,4	15,5	29,0	-7,8	-2,1	19,1	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	
1. Állampapír	226,8	142,2	40,4	66,9	100,9	208,2	350,4	350,4	350,4	350,4	350,4	350,4	
2. Részvény***	72,4	33,6	4,5	9,8	36,1	50,3	83,9	83,9	83,9	83,9	83,9	83,9	
VII. Vállalati devizahitel (1+2)	52,8	25,2	3,2	14,5	9,3	27,0	52,3	52,3	52,3	52,3	52,3	52,3	
1. Belföldi	19,7	8,3	1,3	4,7	26,7	23,3	31,7	31,7	31,7	31,7	31,7	31,7	
2. Külföldi	33,1	16,9	1,9	9,8	12,6	4,7	20,6	20,6	20,6	20,6	20,6	20,6	

* Bankok teljes nyitott pozíciójának változásából adódó konverziós hatás, azaz a mérleg szerinti nyitott pozíció derivatív ügyletekkel nem fedezett része.
 ** A határidős konverziós hatások változásának konverziós hatása. E két tétel esetében a negatív előjel a korábban felépült hosszú forintpozíciók leépülését mutatja.
 *** A fizetési mérleg külföldiek részvényvásárlásával kapcsolatos statisztikái meglehetősen bizonytalanok, ezért a táblázat ezen sorát maradásként elvontuk.

rilis 28-i 25 bázispontos csökkentése gyakorlatilag nem befolyásolta az éven belüli hozamok alakulását, így a forint kamatprémiuma május végére közel 50 bázisponttal emelkedett. A jegybank következő két 25 bázispontos kamatsökkentését már követték az éven belüli piaci hozamok.

2.1 A konverziós forintkereslet összetevői

A jegybanki konverzió 1999 első félévében 203 milliárd forintot tett ki. Az év első három hónapjában tapasztalt 78 milliárd forintos konverzió után a második negyedévben a jegybank 125 milliárd forint értékben vásárolt devizát. Ebből 65 milliárd forint származik az államháztartástól a MATÁV privatizációhoz kapcsolódóan, a fennmaradó 60 milliárd pedig a devizapiaci intervencióhoz köthető.

A folyó fizetési mérleg hiányát meghaladta a működőtőke beáramlásból és portfólió részvény-befektetésekből származó tőkebeáramlás, ezen tényezők együttesen 126 milliárd forinttal járultak hozzá a konverzióhoz a második negyedév során. Jelentős tétel még a vállalati szektor külföldi nettó hitelfelvételéből² származó 50 milliárd forintos konverziós forintkereslet. A tavalyi évvel ellentétben nem játszik kiemelkedő szerepet az MNB devizapiaci intervenciójában a külföldiek állampapírok iránt megnyilvánuló kereslete, ez a tényező mindössze 19 milliárd forinttal járult hozzá a második negyedévi konverzióhoz.

A hitelintézetek az orosz válság kitörésétől kezdődő időszakban zárt devizapozíció fenntartására törekedtek. Az orosz válság követően gyakorlatilag eltűntek azok a spekulánsok, amelyek a bankok partnerei voltak a fedezeti ügyletekben. A spekulánsok eltűnésével a tőzsdéi kötőállományok általában és a bankrendszer devizatőzsdékkal szembeni követelése is leépültek. A fedezeti ügyletek kötésének lehetőségével eltűnt a bankok mérleg szerinti devizapozíciója is a megnövekedett árfolyamkockázat illetve a deviza nyitott pozíciók korlátozásai miatt. A forint eszközök magas kamatprémiuma miatt a – vállalkozásokhoz hasonlóan – a bankok számára is jövedelmező lehetett volna devizában történő eladósodás mellett forint eszközökbe kihelyezni. A korlátozott határidős forintkereslet miatt azonban a bankok nem tudták a mérleg szerinti rövid deviza pozíciójukat fedezni. Ráadásul a folyó fizetési mérleget meghaladó külföldi tőkebeáramlás hatására a pénzintézetek a hosszú deviza pozíció irányába mozdultak el április és június között. A teljes nyitott pozíciók stabilitását a bankok részben határidős devizaeladással tudták biztosítani. A határidős pozíciók állományváltozása az első félév során 119 milliárd forinttal csökkentette a konverziós forintkeresletet. A teljes pozíció lezárása azonban csak spot devizaeladással volt biztosítható, ami garantálta hogy a forint az erős sáv szél közelében ingadozzék. A devizapiacot tehát nem a bankok aktív tőkebevonása, hanem a közvetlen tőkebeáramlás, illetve a nem banki vállalati szektor magatartása mozgatta az első félévben. A bankok ebben csak passzív közvetítő szerepet tölthettek be.

Mivel a spot devizaeladás háttérben alapvetően nem kamaterzékeny tőkebeáramlás állt, hanem a külföldiek részvénykereslete, a folyamatos devizapiaci intervenció nem indukált ka-

² Ez a tétel a vállalati szektor *tulajdonosi hitelek*en kívüli nettó hitelfelvételi pozícióját mutatja. A tulajdonosi hitelek a működőtőke beáramlás egyik komponensként vannak nyilvántartva.

matcsökkentési várakozásokat. A monetáris bázis intervenció miatti bővülése ugyanis kisebb volt, mint a monetáris bázis keresletének növekedése, így a sterilizációs instrumentumok állománya is folyamatosan csökkent.

Júliusban tovább fokozódott az MNB devizapiaci intervenciójának intenzitása, hiszen egy hónap alatt 182 milliárd forint értékben vásárolt devizát a devizapiacra. Az intervenció forintkereslet gyors növekedése részben a kéthetes betétállomány növekedésében csapódott le. Mivel a deviza kínálat hátterében továbbra sem kamatérzékeny tőkebeáramlás állt, a likviditásbővülés ellenére sem alakultak ki a piacon erőteljes kamatcsökkentési várakozások.

2.2 A monetáris bázis

A monetáris bázis az év első hét hónapja során az inflációt meghaladó mértékben, 16,2%-kal bővült az előző év azonos időszakához képest, ami a készpénzállomány 18,5 százalékos, valamint a kereskedelmi bankok jegybanknál elhelyezett tartalékainak 12,5 százalékos bővülésének eredőjeként alakult ki. A készpénzkereslet gyorsabb növekedése főként a lakossági készpénztartás gyors bővüléséből adódott. A készpénz-automaták számának növekedésével azonban a kereskedelmi bankoknál is nő a pénztárállomány súlya a kötelező tartalékon belül.

A monetáris bázis bővülése részben a jegybanki konverzióból, részben a sterilizációs állományok leépüléséből adódott. Az MNB 182 milliárd forint értékű devizavásárlása júliusban meghaladta a monetáris bázis iránti kereslet növekedését, a bővülő forint kínálatot az újra felépülő sterilizációs eszközök állománya, valamint a Kincstári Egységes Számla állományának 80 milliárd forintnyi növekedése ellentételezte.

3. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások

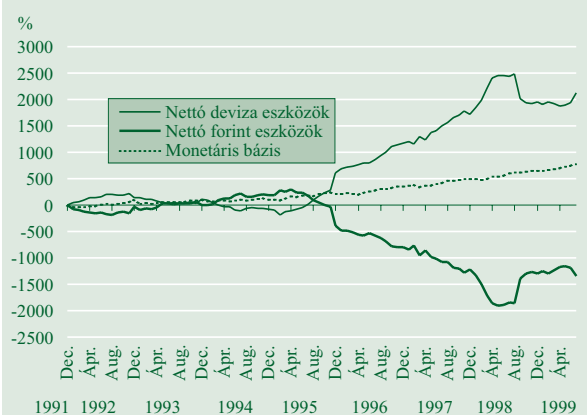
A jövőbeli kamatvárakozásokat tükröző származtatott forwardgörbe³ meredeksége az 1999. május–augusztus időszakban jelentősen csökkent. Míg a spot éves hozam a jegybanki kamatcsökkentéseknek megfelelő mértékben, körülbelül 50 bázisponttal lett alacsonyabb, addig az éves hozam 1, 2 és 3 év múlva kezdődő időszakokra várt értékei rendre körülbelül 30, 90 illetve 160 bázisponttal emelkedtek.

Az emelkedés július elejéig egyenletes ütemben zajlott le, ekkor azonban bő egy hét (július 8–16) leforgása alatt az 1–3 év múlva kezdődő időszakokra várt éves kamatok 35–55 bázispontot estek. Mindez néhány kedvező makrogazdasági mutató nagyjából egyidőben történt bejelentésével volt összefüggésben (július 8. – a vártnál alacsonyabb májusi folyó fizetésimérleg-hiány, július 13. – májusi infláció és júniusi költségvetési hiány). A kedvező

³ A származtatott forward kamatok *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 zéró-kupon hozamgörbe becsléséről, a származtatott forwardok számításáról és értelmezéséről részletebben ld.: „Zéró-kupon hozamgörbe-becslés jegybanki szemszögből”, MNB Füzetek 1998/2.

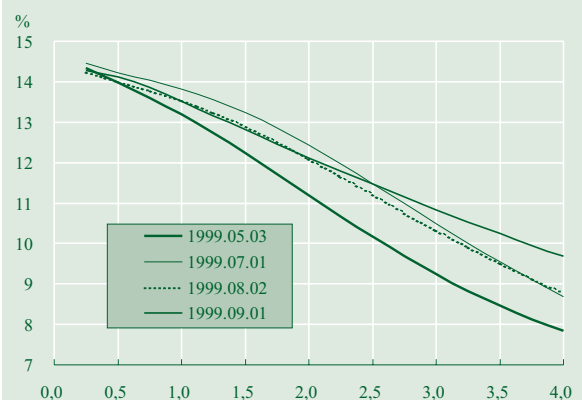
A monetáris bázis alakulása (időszak végi állományok)	Milliárd Ft											
	nyitó	jan.	febr.	márc.	ápr.	máj.	jún.	júl.	állományváltozás			
I. Monetáris bázis (II + III)	1160,9	1150,5	1158,1	1180,6	1198,2	1219,3	1239,2	1271,2				
	736,0	713,6	719,2	730,6	746,0	763,9	780,5	800,0				
Tartalék	424,9	436,9	438,9	450,0	452,2	455,4	458,7	471,2				
	342,1	382,5	342,0	404,4	459,1	471,1	448,4	293,7				
II. Nettó forinteszközök (b + c + d - a)	525,4	552,2	516,0	442,4	351,7	362,6	316,0	446,6				
	167,1	212,1	166,2	143,5	141,6	142,2	133,7	130,6				
a) Sterilizációs instrumentumok	718,4	739,6	727,9	745,5	678,6	706,2	582,1	583,1				
b) Pénzüntézet hitelek	33,1	48,6	61,0	30,1	99,2	68,3	115,3	110,7				
c) Kormányval szembeni nettó követelések	376,9	421,0	421,0	421,0	421,0	420,9	420,5	408,6				
Ebből: KESZ (-)	374,6	367,2	367,8	354,6	356,8	353,6	276,9	285,3				
d) Egyéb (+)	-18,0	-17,0	-36,1	-42,3	-9,4	-14,7	48,6	26,6				
III. Nettó devizaeszközök	818,8	768,0	816,1	776,2	739,1	748,2	790,8	977,5				
	-501,9	-481,1	-332,8	-422,7	-341,0	-271,7	-128,8	38,8				
Nettó külföld	2260,0	2177,1	2484,3	2429,5	2386,5	2470,0	2546,2	2723,9				
Követelések	2761,9	2658,2	2817,1	2852,2	2727,5	2741,7	2675,0	2685,1				
Tartozások	1320,7	1249,1	1148,9	1198,9	1080,2	1019,8	919,6	938,7				
Nettó beföld	2137,6	2099,8	2030,8	1915,6	1858,1	1736,2	1744,9	1744,9				
Követelések	816,9	850,7	881,9	855,2	835,4	838,3	816,5	806,2				
Tartozások												

A monetáris bázis és összetevőinek alakulása*

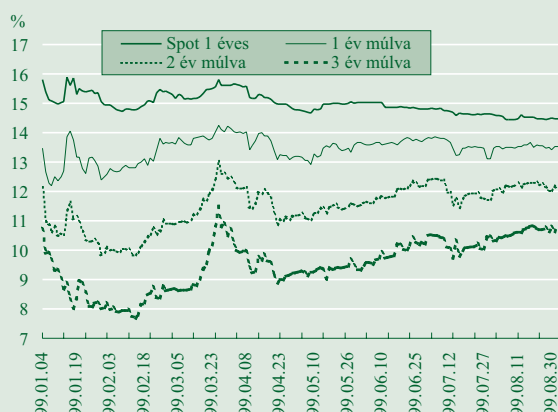


* Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december = 100.

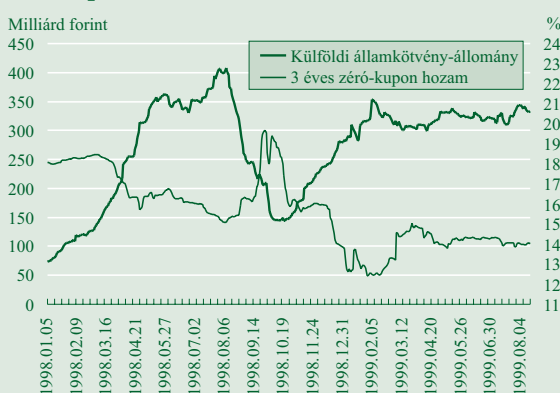
1 éves implikált forwardgörbék



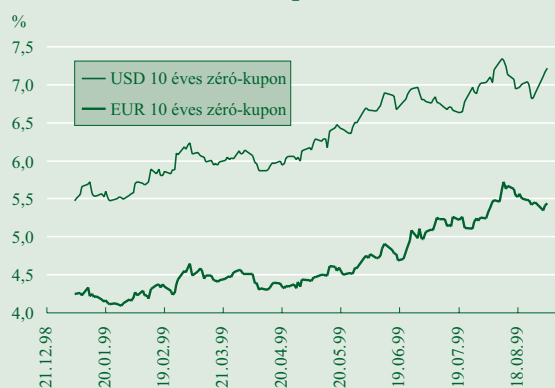
A spot 1 éves kamat és a származtatott 1 éves kamatok 1, 2 és 3 év múlva



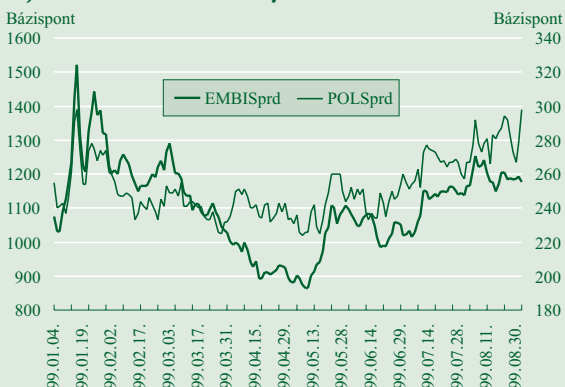
A külföldiek tulajdonában lévő államkötvények KELER által regisztrált állománya (bal skála) és a 3 éves zéró-kupon hozam



10 éves USD és EUR zéró-kupon hozamok



EMBI + és lengyel Brady-kötvény spreadek a hasonló lejáratú USA államkötvények felett



mutatók fényében a jegybank is indokoltnak látta irányadó kamata csökkentését: július 13-án a kéthetes betéti konstrukció kamata 25 bázisponttal, 14,75%-ra mérséklődött, ami megerősítette a piac optimista reakcióját. A gyors kamatesést azonban újabb lassú, a május-júniuséhoz hasonló mértékű emelkedés követte.

A kérdés ezzel a jelenséggel kapcsolatban az, hogy a hosszú távú kamatvárakozások növekedésében mekkora szerepet játszott az inflációs várakozások emelkedése, a külföldi hosszú hozamok, illetve a forint kockázati prémiumának növekedése. Az utóbbi két tényező a hazai tőkepiac nyitottsága, a külföldiek kezében lévő jelentős mennyiségű forint állampapír-állomány miatt befolyásolhatja a hazai hozamokat.

A külföldiek tulajdonában lévő államkötvény állomány a május-augusztusi időszakban nem mutatott az év korábbi részében tapasztaltakhoz hasonló erőteljes kilengéseket, az állomány a 310-350 milliárd forintos tartományban ingadozott. Július végéig inkább egy lassú csökkenő trend volt megfigyelhető az állományban. Ez nagy valószínűséggel összefüggésben volt a külföldi hosszú hozamok május-júliusban megfigyelt emelkedő trendjével (a 10 éves USA zéró-kupon hozam ezen időszak alatt 6-ról kb. 7%-ra, a hasonló lejáratú euróhozam pedig 4,4-ről kb. 5,4%-ra emelkedett). Fontos körülmény, hogy mind a dollár-, mind az euróhozamok esetében a hosszabb lejáratok jóval erőteljesebben emelkedtek, mint a rövidek, azaz a dollár- és euró-hozamgörbék meredeksége jelentősen nőtt. A kosárvaluták hozamaiból konstruált hozamgörbe 3 éves és 3 hónapos lejáratok közötti spread 80-100 bázisponttal növekedett az említett időszakban, ami nagyjából megegyezett a magyar hozamgörbe meredekségének növekedésével.

Tekintve, hogy a magyar államkötvények külföldiek által való vásárlása teljes mértékben liberalizált, a forint leértékelési ütemére vonatkozó várakozások változatlansága esetén az euró és dollár hosszú hozamok emelkedése önmagában is jó részét magyarázhatta a magyar hozamgörbében tapasztalt meredekség-növekedésnek.

A fejlett országok hosszú hozamainak emelkedése mellett – illetve részben ebből eredően – a feltörekvő piacok kockázatának általános megítélésében is kedvezőtlen változások következtek be, amelyeket jól illusztrált például a J. P. Morgan által a feltörekvő országok dollárban denominált kötvényeiből összeállított EMBI+ portfólió USA államkötvényhozamok feletti spread-jének 900-ról körülbelül 1200 bázisponttal történő emelkedése, vagy a régiókhöz tartozó Lengyelország viszonylag likvid dollárkötvényeinek spread-jében látható hasonló kedvezőtlen trend.⁴ Nehéz megítélni azonban, hogy a feltörekvő országokkal szembeni kockázatviselési hajlam csökkenése Magyarországot milyen mértékben érintette. Pusztán a kockázati prémium növekedésével nehezen magyarázható az is, hogy a hosszú lejáratú forinthozamok erőteljesebben emelkedtek, mint a rövid lejáratúak.

⁴ A magyar országhoz kockázat nemzetközi megítélésének rövidtávú változásait nehezebb lemérni, mint Lengyelországot vagy a feltörekvő piacokét általában. Ennek magyarázata, hogy a külföldi valutában kibocsátott kötvényeink jóval kevésbé likvidnek, ezért a rájuk vonatkozó árjegyzésben rejlő információ is bizonytalanabb. Mindezt szem előtt tartva megjegyzendő, hogy a benchmarknak számító márka- és eurókötvényeink spreadjei a május-augusztus időszakban 10-15 bázisponttal nőttek, ami a spreadek kb. 10-15%-os emelkedését jelenti.

A kamatvárakozásokat befolyásoló további lehetséges tényező, a hosszabb távú inflációs várakozások alakulásáról közvetlen információval csak a Reuter's által havonta publikált 10–15 makroelemző véleményét tükröző felmérés szolgál. Eszerint az 1999 végére várt CPI infláció májusban emelkedett jelentősen (mintegy 25 bázisponttal), a következő két hónapban viszont nagyjából azonos, 9,75%-os szinten maradt.⁵

A 2000 végére várt infláció májustól júliusig szintén nagyjából azonos, 7,45% körüli szinten mozgott. Jelentős változást az augusztusban közzétett, piaci várakozásokat meghaladó, 10,1%-os júliusi inflációs adat hozott: az év végére várt infláció a Reuter's augusztus 18-i felmérésében már 10,28%-ot mutatott. Ugyanakkor a 2000 végére várt infláció csak kis mértékben, mindössze 12 bázisponttal emelkedett.

Amennyiben tehát a felmérés eredményeinek hinni lehet, a hosszú távú kamatvárakozások május-augusztusi emelkedését csak kisebb részben magyarázza a hosszú távú inflációs várakozások emelkedése illetve a feltörekvő piacokkal szembeni kockázatviselési hajlam csökkenése, az nagyobb részben a hosszú lejáratú dollár- és euróhozamok számottevő emelkedésének tudható be.

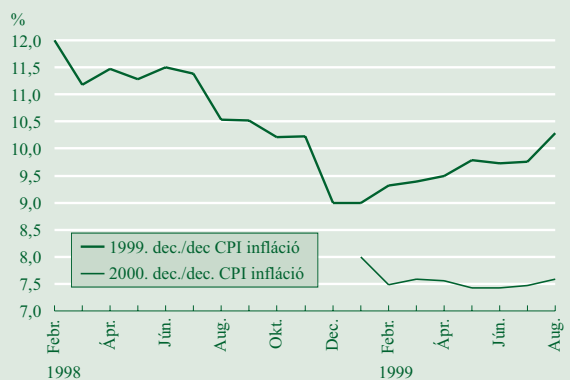
4. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája

Az orosz válság kirobbanását követő átmeneti megtorpanás után 1999 első félévében a kereskedelmi bankok vállalati és lakossági hitel valamint betéti kamatai visszatértek a korábban megfigyelhető csökkenő trendhez. A csökkenés különösen a lakossági betétek kamatai esetében figyelemre méltó, az ábrán jól látszik, hogy az állampapír-piaci hozamok és a lakossági betétek kamatai közötti eltérés február óta növekszik és közelít a korábban jellemző 2–2,5 százalékpontos szinthez. A lakossági betétek kamatainak esése elsősorban annak tudható be, hogy a részvénybefektetések vonzerejének csökkenése miatt a bankok jelentős lakossági forrással rendelkeznek, a hitelállomány növekedése pedig lelassult, így a bankok nincsenek rákényszerítve arra, hogy relatíve magas betéti kamatokat tartsanak fenn a további forrásbevonás érdekében. A bankok nyereségének idei visszaesése is arra készíti őket, hogy növeljék a hitel és betéti kamatok közötti marzsot.

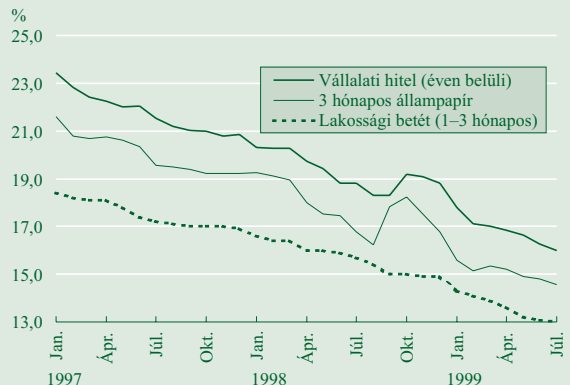
A kereskedelmi banki hitelállomány egyik legdinamikusabban növekvő komponensét a fogyasztási hitelek képviselik. A fogyasztási hitelállomány éves növekedési üteme az első félévben meghaladta az 50%-ot, ami meglepőnek tűnhet, hiszen a fogyasztási hitelek kamatai igen magasak és csökkenésük üteme is elmaradt az egyéb kereskedelmi banki hitel és betéti kamatok csökkenési ütemétől. Az elmúlt másfél évben a fogyasztási hitel kamatok és az egyéves lejáratú lakossági betéti kamatok közötti eltérés 9-ről 11 százalékponttal nőtt.

A magas hitelkamatok ellenére növekvő állományt magyarázhatja az a tény, hogy korábban a hitellehetőség hiánya korlátozta a háztartások nagy értékű fogyasztási cikkek iránti keresletét,

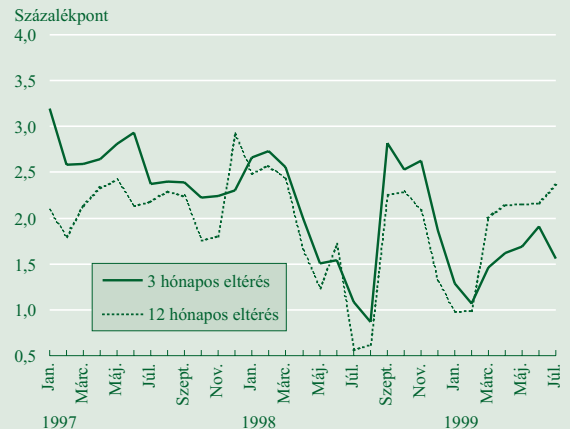
Az 1999 illetve 2000 végére előrejelzői konszenzussal várt dec./dec. CPI infláció



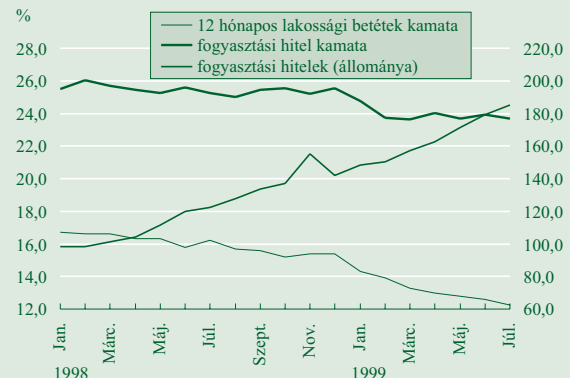
Vállalati hitelkamatok, lakossági betéti kamatok és állampapírpiaci hozamok



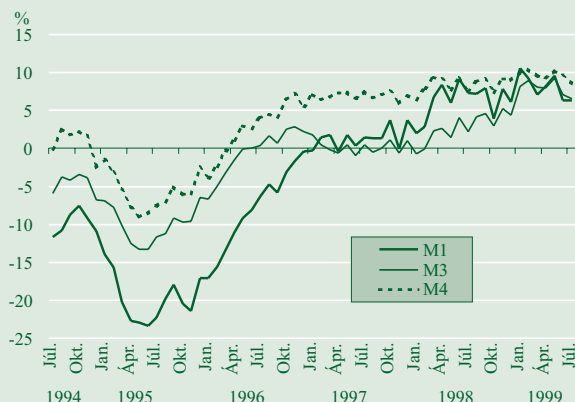
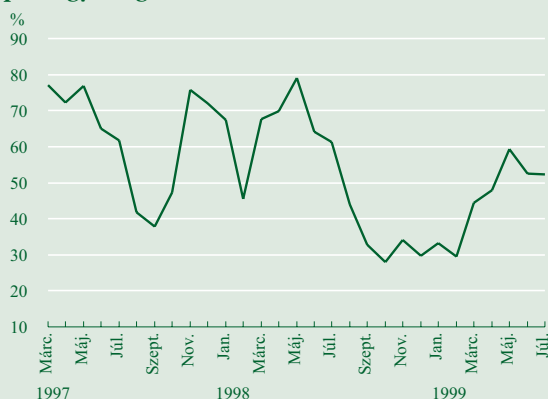
Az állampapír-piaci hozamok és a lakossági betétek kamatai közötti eltérés



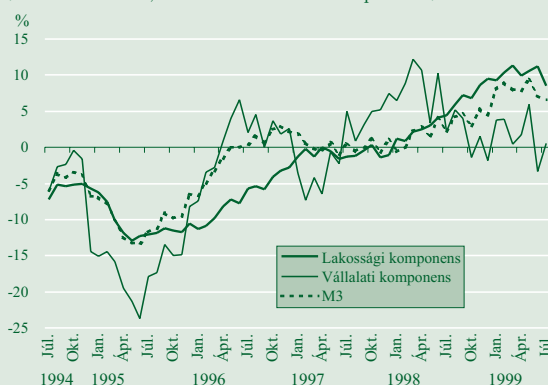
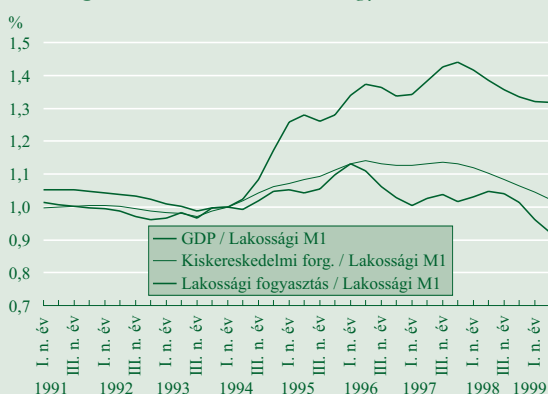
Fogyasztási hitelek kamata és állománya, valamint a 12 hónapos lakossági betétek kamata



⁵ Előrejelzői konszenzusnak a legkisebb és legnagyobb előrejelzés elhagyásával számított átlagot tekintettük.

A monetáris aggregátumok reálértékének növekedése
(előző év azonos hónap = 100)**Nem banki megtakarítások aránya a lakosság nettó pénzügyi megtakarításaiban****Az M3 monetáris aggregátum lakossági és vállalati komponensének alakulása**

(reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)

**A lakossági tranzakciós pénztartás forgási sebességének változása** (1994. I. negyedév = 1)

most azonban a fogyasztási hitelek egyre könnyebb elérhetősége sok háztartás számára lehetővé teszi ezen termékek megvásárlását. Úgy tűnik, hogy az alacsony havi törlesztő részletek olyan vonzerőt jelentenek, ami kompenzálja a magas kamatok okozta költséget.

A magas hitelkamatokhoz hozzájárulhat a fogyasztási hitelkérelmek gyors és nem túl szigorú elbírálása is, ami azonban növeli a visszafizetési kockázatot és a kamatokba beépülő kockázati prémiumot.

5. Monetáris aggregátumok

Az infláció és a gazdasági növekedés mérséklődésével párhuzamosan a monetáris aggregátumok növekedési üteme is mérséklődött, de továbbra is meghaladta a nominális GDP növekedésének mértékét. A monetáris aggregátumok növekedésének általános lassulása mögött az egyes komponensek alakulása jelentős eltéréseket mutatott a vizsgált időszakban.

Az M4 30%-át kitevő bankrendszeren kívüli állampapír-állomány március óta tartó 22–30%-os reálnövekedése is mutatja a nem banki befektetések ismételt előretörését a pénzügyi vagynon belül a tavaly őszi mélypont után.

Az M3 növekedési ütemét továbbra is a lakossági komponens (készpénz, látraszóló és lekötött betétek) gyors bővülése határozza meg, a vállalati komponens reálnövekedése nem jelentős.

A vállalatok M3 pénztartása sokkal nagyobb volatilitást mutat a lakossági komponenshez képest, amit elsősorban a különböző adó- és járulékfizetési kötelezettségek és a pénzügyi teljesítések időbeli ingadozása okoz. Ugyanakkor az egyre fejlettebb vállalati cash-flow gazdálkodás hatására a vállalatok likvid pénztartása is egyre nagyobb mértékben válik függővé az alternatív befektetési lehetőségek hozamától. A banki betéti kamatok és az állampapír-piaci hozamok elmúlt időszakban tapasztalható növekedése a működéshez szükséges likvid betétállomány mérséklését ösztönözte.

A lakossági komponensen belül folytatódott a portfólió-átrendeződés a likvid pénzeszközök, a bankrendszeren kívüli készpénz és látraszóló betétek (úgynevezett lakossági M1) javára. A likvid pénzeszköztartás alternatíva-költség csökkenése és a készpénz esetében a kevésbé szofisztikált lakossági befektetői kultúra magyarázza a forgási sebesség további lassulását.

A tranzakciós pénzkereslet alakulása a dél-európai országokban

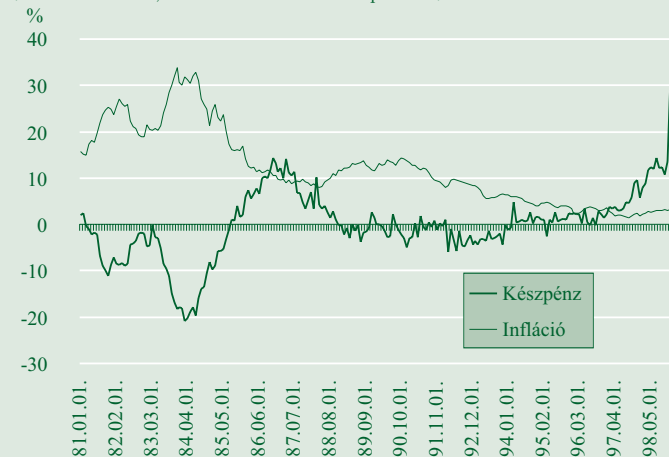
Számos országban megfigyelhetjük, hogy az infláció lassulását a tranzakciós pénzkereslet magas reálnövekedési üteme kíséri. Ezt tapasztalhatjuk például, ha az Európai Unió kevésbé fejlett országait vizsgáljuk.

A magas volatilitás ellenére megállapíthatjuk, hogy az infláció egyszámjegyre csökkenését a bankrendszeren kívüli készpénz magas reálnövekedési üteme kísérte Portugáliában, Spanyolországban és Görögországban. Ez megerősíti hipotézisünket, miszerint az olyan gazdasági környezetben, ahol az

infláció lassul és a pénztartás alternatíva költsége csökken, nem meglepő jelenség a nagyobb likvid pénzeszköztartás.

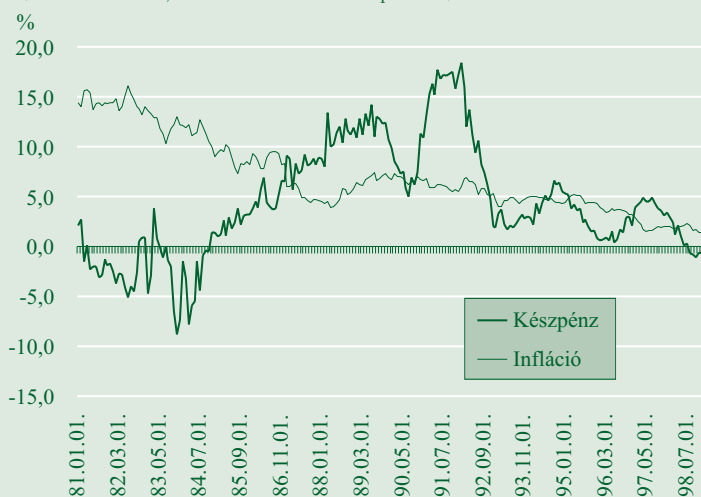
Bankrendszeren kívüli készpénz Portugáliában

(reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)



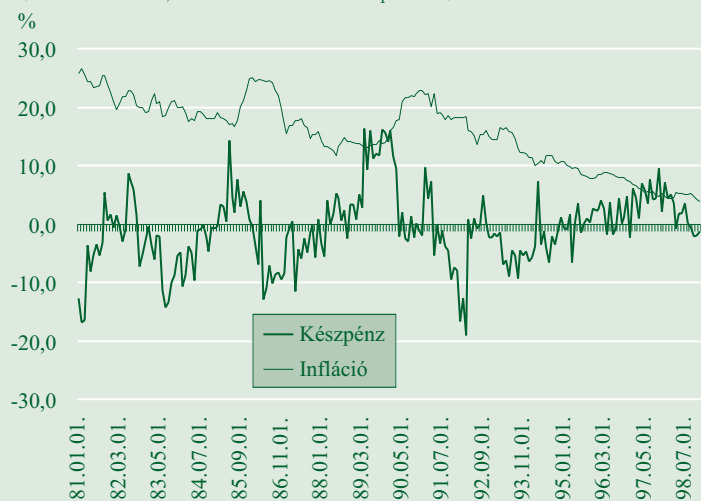
Bankrendszeren kívüli készpénz Spanyolországban

(reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)



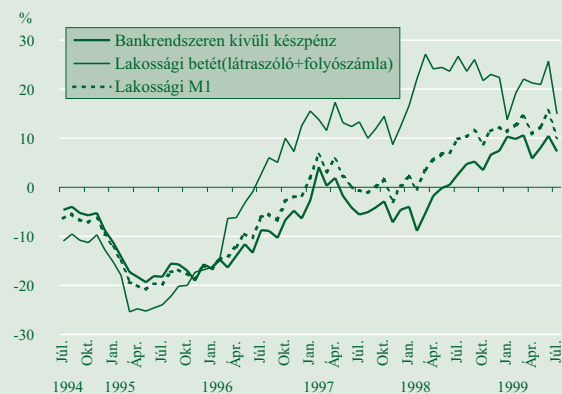
Bankrendszeren kívüli készpénz Görögországban

(reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)

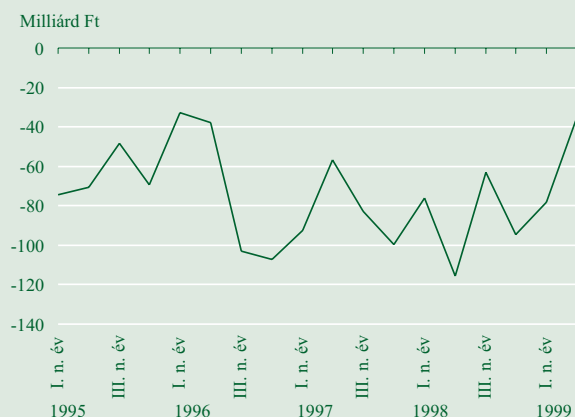


A lakossági M1 és komponensei

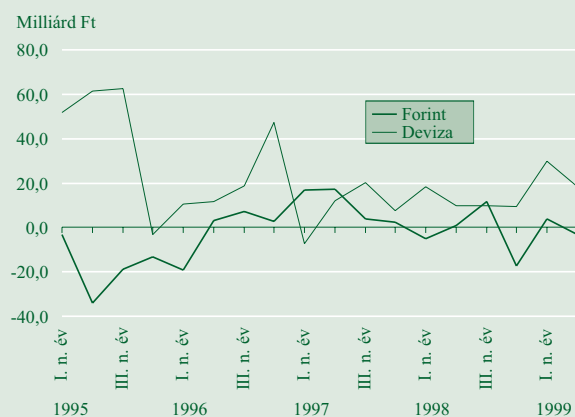
(reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)



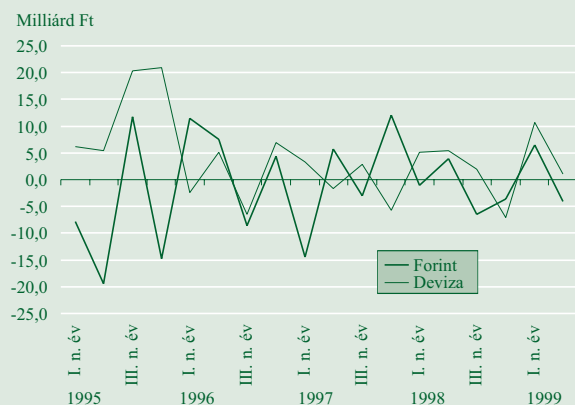
Szezonálisan igazított operacionális vállalati nettó pozíció összehasonlítható áron



Szezonálisan igazított operacionális hitelfelvétel összehasonlítható áron



Pénzügyi eszközök szezonálisan igazított felhalmozása összehasonlítható áron



6. A hitelkereslet alakulása

A belföldi bankrendszer által teremtett belföldi hitelállomány második negyedévben csökkent, éves növekedési üteme 10%-ra mérséklődött.

Mind az államháztartás, mind a vállalati szektor mérsékelte belföldi finanszírozási igényét. A lakosság hitelkereslete 24%-kal bővült, és ezen belül is kiugróan emelkedett a fogyasztási hitelek állománya.

Az államháztartás bankrendszerrel szembeni pozíciójavulása a jegybankkal szembeni elszámolások változásából adódott, a kereskedelmi bankok állampapír állománya gyakorlatilag változatlan maradt, csupán átrendeződés történt a kincstárjegyekről az államkötvények irányába.

A vállalatok nettó megtakarítói pozíciójának javulásában az orosz válság csak átmeneti törést jelentett. A vállalati szféra nettó finanszírozási szükséglete 1999 második negyedévében tovább csökkent.

A megtakarítói pozíció javulása a pénzügyi eszközök felhalmozása és a csökkenő hitelkereslet eredőjeként állt elő. A csökkenő hitelkeresleten belül is visszaesett a forint és a belföldi hitelek részaránya.

A hitelkereslet összetétele változásának hátterében a forint és devizahitelek relatív árának változása áll. A deviza finanszírozás relatív költsége jelentősen csökkent azon vállalatok számára, amelyeknek devizában denominált kockázati prémiuma nem emelkedett meg azon tényezők hatására, amelyek a magas kamatprémium állandósulását okozták.⁶

Feltételezhető, hogy a multinacionális cégek magyarországi leányvállalatai ebbe a csoportba tartoznak. Miután ezek jó része exportra termel, számukra a devizafinanszírozás természetes fedezeti pozíciót teremt a forint árfolyamkockázatával szemben.

Ily módon annak ellenére, hogy az orosz válság következtében szórványosan jelentkező hiteladagolás a nagyvállalatok számára 1999-ben biztos, hogy nem jelentett releváns likviditási korlátot, az inflációsúrt forint hitelfelvétel nulla körül mozgott és a vállalati szféra eladósodottságának növekedése túlnyomórészt devizában történt.

A pénzügyi eszközök alakulása a vállalati szféra szegmentált-ságára enged következtetni.

A deviza eladósodásra ösztönző magas forint kamatprémium ellenére a devizaeszközök felhalmozása meghaladta a forintesz-közökét (operacionális szemléletben), sőt a második negyedévben a forint eszközök csökkentek.

⁶ Feltörekvő piaci kockázati prémium növekedése, tőkepiacok kockázatkertü-lőbb magatartása, balkáni válság, hazai makrogazdasági helyzettel kapcsola-tos aggodalmak.

Ez arra utal, hogy mind a jövedelmezőség, mind az árfolyamkockázattal kapcsolatos attitűd szempontjából jelentős különbségek lehetnek a vállalati szférán belül, amelyeknek eredője az eszköz és forrásoldalon ellentmondásosnak tűnő folyamatokat eredményez.

A bankrendszer összevont mérlege

	Milliárd forint									
	1998					1999				
	jan. 1.	márc. 31.	jún. 30.	szept. 30.	dec. 31.	márc. 31.	jún. 30.	júl. 31.		
Készpénz	562,6	551,7	587,7	640,6	666,6	667,1	708,4	727,3		
Háztartások betétei	2166,4	2205,6	2261	2388,3	2597,9	2704,7	2766,6	2775,7		
– forint	1643,6	1668,8	1700,9	1787,7	1982,3	2074,3	2141,8	2150,8		
– deviza	522,8	536,8	560,1	600,6	615,6	630,4	624,8	624,9		
Vállalati betét	962,9	881,8	943,1	945,9	1032,1	971,6	997,7	1041		
– forint	729,6	654,8	709,2	713,9	802,8	743,5	779,4	809,1		
– deviza	233,3	227	233,9	232	229,3	228,1	218,3	231,8		
Önkormányzatok és nem profitorientált szervezetek betétei	207,5	210,1	190,7	212,3	229,4	211,5	192,8	192,4		
Egyéb betétek	69,7	48,1	65	53,1	71,2	57,4	65,9	57,8		
Kötvények és értékpapírok	37,3	35,5	32,9	31,8	28,9	31,5	37,9	40,9		
M3	4006,4	3932,8	4080,4	4272	4626,1	4643,8	4769,3	4835,1		
Háztartások	311,9	302,2	324,8	341,1	355,2	367,3	403,2	412,5		
Államháztartás	3493,8	3454,6	3386,1	3701	3894,9	3758,5	3267,2	3236,1		
Vállalatok	1706,6	1756	1880,2	1993,1	1983,7	2044,8	2109,5	2129,1		
Egyéb hitelek	66,2	63,6	73,2	92,8	94,5	111,2	108,1	100		
Belföldi hitelek	5578,5	5576,4	5664,3	6128	6328,3	6281,8	5888	5877,7		
Egyéb belföldi eszközök, nettó	444,9	636,7	651	781,8	700,7	792,6	545,2	594,7		
Külföld, nettó	-1127,2	-1006,9	-932,9	-1074,2	-1001,5	-845,4	-573,5	-447,9		