

Miért nem okozott drámát a feltörekvő piacokon a Fed szigorítása? (3.)

A közelmúlt adatai alapján a Fed monetáris szigorításának leginkább a gyengébb fundamentumokkal rendelkező és az USA-hoz szorosabban kapcsolódó országok esetében volt hatása. A kelet-közép-európai régió védettebb, azon belül pedig Magyarország pozícióit erősíti, hogy a piaci megítélés szempontjából kritikus fundamentumokon tudott javítani az elmúlt évek során. Összességében a Fed kamatemelési ciklus korábbiaknál jobban előkészített kommunikációja és a meghatározó jegybankok Fed-től eltérő monetáris pályája tompítja a kamatemelések globális hatásait. A régió-, valamint országspecifikus tényezők is abba az irányba mutatnak, hogy a Fed monetáris szigorítása kis eséllyel okoz hazánkra nézve negatív hatású feltörekvő piaci turbulenciát.

Cikksorozatunkban az amerikai jegybank monetáris politikájának más meghatározó jegybankokkal való összehangoltságát, valamint a feltörekvő és azon belül a hazai piacokra gyakorolt potenciális hatásait vizsgáljuk. Az első két részben a Fed korábbi szigorítási ciklusainak az amerikai és feltörekvő piacokra gyakorolt hatásaival foglalkoztunk. A sorozat utolsó részében egy empirikus elemzéssel bővítjük a feltörekvő országokra gyakorolt hatások vizsgálatát, majd a piaci megítélésben lényeges indikátorok elmúlt évekbeli hazai alakulását mutatjuk be.

1. A Fed szigorítás hatása erősebb volt alacsonyabb hitelminősítés és az USA-hoz közelebb eső régiók esetén

Empirikus elemzésünkben azt vizsgáljuk, hogy az amerikai monetáris politika szigorítása milyen kapcsolatban állt a feltörekvő országok (dollár)kötvényeinek felárával.

A sorozat korábbi cikkeiben említettek alapján **a Fed jelenlegi szigorítása** annyiban különleges, hogy a ciklust megelőző ultra-laza monetáris politika **rendhagyó volt a nulla-közeli kamat időszakának hossza**, illetve a bevetett **mennyiségi lazítási** programok tekintetében is. Így a **hosszabb lejáratú kamatok is a korábbi ciklusok kiinduló szintjénél lényegesen mélyebbre kerültek.**

Ebben a környezetben az amerikai monetáris kondíciókat a hagyományos rövid futamidejű kamatmutatók nem jól fejezik ki, így a cikksorozat korábbi részeiben is

használt ún. **árnyékkamatot¹ használjuk** az elemzésben (Wu-Xia 2016). Az árnyékkamat lényegében azt mutatja, hogy **milyen szinten lenne az amerikai rövidkamat, ha a Fed nem alkalmazta volna a nulla alsó korlátot, vagyis negatív tartományba csökkentette volna az irányadó kamatát.** Az árnyékkamat tehát **negatív értéket is felvehet**, és becslési módszere a hosszú hozamok szintjét is figyelembe veszi, ezért képes megragadni a Fed mennyiségi lazítási programjának hatását is.

Keretes írás: Az amerikai árnyékkamat és a feltörekvő piaci kötvényfelárak empirikus kapcsolata

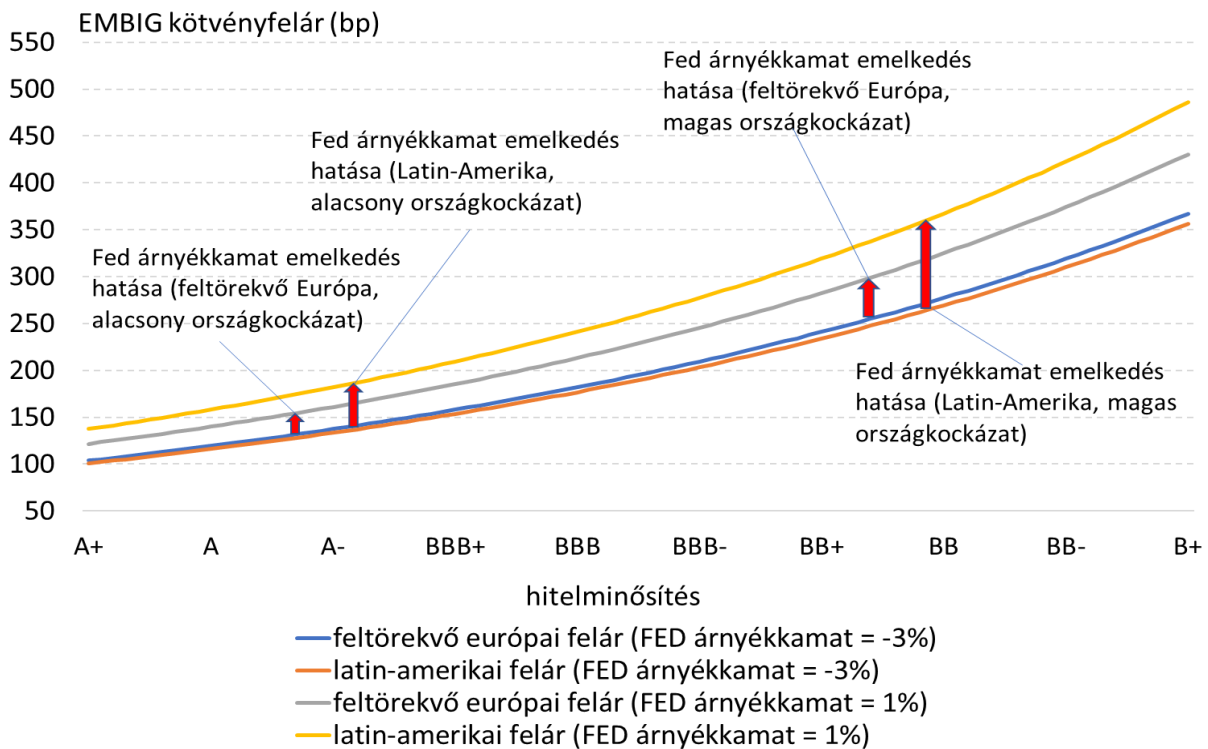
Az amerikai monetáris politika feltörekvő piaci hatását a szakirodalomban szokásos panelregressziós módszerrel vizsgáltuk 26 ország adatain, a 2010. január és 2017. október közötti mintaidőszakban.

A regresszióval arra kerestünk választ, hogy az amerikai árnyékkamatnak milyen hatása van a feltörekvő piaci országok kockázati megítélését mutató dollárkötvényfelárakban. Elkülönítve mértük az általános hatást, a régióként és a kockázatoság (hitelminősítés) szerint eltérő hatásokat. Az egyes országok fundamentumainak időbeli változását és a kötvényeik eltérő futamidejének torzító hatását kiszűrtük a becslés során. Becslésünk szerint a feltörekvő piaci kötvényfelárakban a belföldi országspecifikus fundamentumokhoz viszonyítva kicsi a szerepe a Fed kamat változásának. A hatás mértéke azonban régióként és országgokkázattól függően eltér.

A becslés alapján a magasabb Fed árnyékkamat valamennyi régió és hitelminősítés esetében magasabb kötvényfelárral volt konzisztens. Ugyanakkor a gyengébb hitelminősítésű országok esetében nagyobb kötvényfelár-emelkedéssel járt, és a hitelminősítéstől függetlenül a Fed szigorítás a dél-amerikai országok felárait nagyobb mértékben emelte az összes feltörekvő ország átlagához képest.

¹ Wu, J.C. and Xia, F.D., 2016. Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(2-3), pp.253-291.

1. ábra: A Fed emelés hatása a feltörekvő felárakra (rating és régió függvényében)



Megjegyzés: Modell alapján becsült EMBI Global kötvényfelárak két régió (EMEA, Latin-Amerika) és két Fed árnyékkamat szint mellett. Az árnyékkamat alsó értéke (-3 %pont) megfelel a 2014-ben elért mélypontnak, a felső érték (+1 %pont) hozzávetőlegesen a jelenlegi szintnek felel meg.

Forrás: Bloomberg, MNB

Az 1. ábraábrán bemutatott becslésünk szerint a gyengébb hitelminősítés általánosan magasabb devizakötvény-felárnak felel meg, de ez a kapcsolat a Fed kamatpolitika függvényében eltérő. A magasabb Fed kamatok hatására a görbe felfelé tolódik és kissé meredekebbé válik. Tehát **ha a Fed kamatot emel, akkor emelkedik a feltörekvő országok kötvényfelára, de gyengébb minősítésnél az elmozdulás nagyobb.**

A modell alapján a 2014-2017 között becsült 400 bázispont körüli Fed árnyékkamat emelkedés mintegy 35 bázispont emelkedést okozott a feltörekvő európai (EMEA) régió felárában, a hazai besorolásnak megfelelő (BBB-) szinten. Kedvezőbb hitelminősítési szinten a hatás ennél is kisebb, azaz az A besorolásnál (Lengyelország jelenlegi ratingje) 20 bázispontnak felelt meg, ellenben egy gyenge B- hitelminősítésnél (Ukrajna jelenlegi szintje) nagyjából 100 bázispont volt. A dél-amerikai felárakra viszont a hatás ennek közelítőleg a duplája volt, tehát a hazánkhoz hasonló ratinggel rendelkező Brazília felára a modell alapján mintegy 70-80 bá-

zisponttal emelkedett. Az ázsiai feltörekvőknél a becsült Fed hatás az EMEA és latin-amerikai régió között helyezkedett el.

Az EMEA és latin-amerikai régióra gyakorolt hatás közötti különbséget is szemlélteti az 1. ábra: a 2014-es mélypontnak megfelelő Fed árnyékkamat szint mellett még a latin-amerikai térség devizakötvényfelárai voltak alacsonyabbak, a jelenlegi szint mellett viszont már az EMEA kötvények felárai alacsonyabbak.

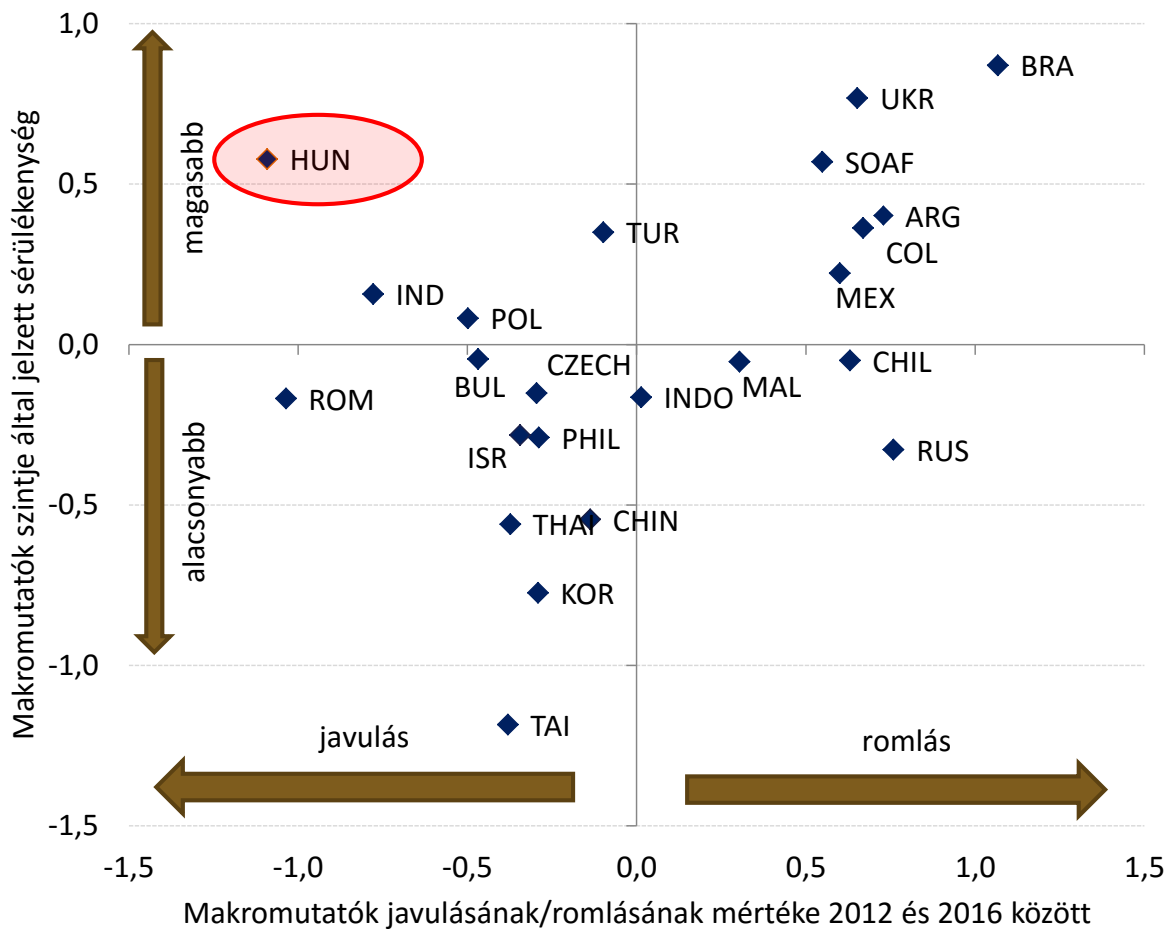
2. Az erősödő makromutatók és a csökkenő országhoz tartozó kockázat miatt Magyarországot kevésbé érintheti negatívan a Fed kamatemelése

A főbb makrogazdasági mutatók (úgy mint folyó fizetési mérleg, reál-GDP-növekedés, egy főre jutó GDP, államadósság, külső adósság) és az országok hitelkockázatát mutató **CDS-felár kapcsolatának vizsgálatával** arra a kérdésre szeretünk volna választ kapni, hogy **a feltörekvő országok mennyire számítanak sérülékenyeknek** egy váratlan külső esemény (például nem várt Fed-kamatemelés) esetén.

Az elmúlt 5 év adatain alapuló eredményeink szerint **egy feltörekvő ország megítélésénél nemcsak az egyes makromutatók abszolút szintje számít, hanem az előző években bekövetkezett kedvező vagy kedvezőtlen irányú változás is.** Általánosságban elmondható, hogy a feltörekvő országoknál a lassabb és lassuló GDP-növekedési ütem, az alacsonyabb egy főre jutó GDP szint, a rosszabb folyó fizetési mérleg egyenleg kis mértékben emelte a CDS-felárakat. Ugyanakkor érdekes, hogy az előzetesen szintén fontosnak gondolt állományi jellegű változók (adósságráta és a külső adósság) szintjei önmagukban a CDS-felárakra alig voltak hatással az elmúlt 5 évben. Ellenben ezeknek **az állományi változóknak a változásai már lényeges hatással jártak, így például a külső adósság csökkenése a CDS-felár csökkenésével volt összhangban.**

Magyarország esetében az első három változó (reál GDP növekedés, egy főre jutó GDP, folyó fizetési mérleg,) **szintjei és változásai tekintetében a feltörekvő országokénál kedvezőbb képet mutattak:** a hazai folyó fizetési mérleg és az egy főre jutó GDP az átlagos mértékeket enyhén, a reál GDP javulása jelentősebben meghaladta. Noha **a hazai mutatók közül az állományi mutatók** (államadósság, külső adósság) **szintje kedvezőtlenebb** volt a feltörekvő piaci átlagnál, de a mutatók **az átlagnál jóval kedvezőbben változtak.**

2. ábra Makrogazdasági kompozitmutatók szintje és változása



Megjegyzés: Öt makrogazdasági változó 2016. év végi szintjéből (Y-tengely) és 2012-2016 közötti változásaiból (X-tengely) képzett mutatók. Feltörekvő régióhoz mért relatív értékek. A változók magasabb értékei kedvezőtlenebb szintekkel és változásokkal vannak összhangban.

Forrás: Világbank, Nemzetközi Valutaalap, MNB.

Összességében ezek a folyamatok alátámasztják a hazai CDS-felár utóbbi években bekövetkezett folyamatos (országspecifikus komponensből adódó) csökkenését. Épp azok a mutatóink voltak relatív kedvezőbbek, amelyek jobban korreláltak a CDS-változásokkal: a folyó fizetési mérleg hiányának szintje, a reál-GDP változása, az egy főre jutó GDP szintje, illetve az állományi változóink relatív javulása. A magas állományi mutatóink ugyanakkor kevésbé hatottak, mivel a CDS-változások ezek szintjével kevésbé korreláltak ebben az időszakban.

3. Összességében a jelenlegi Fed-ciklus fokozatossága és kommunikációja csökkenti a feltörekvő piaci turbulencia esélyét

Empirikus elemzésünk alapján a jelenlegi alacsony kockázati prémium szintek mellett a szigorodó amerikai kamatpolitika csak kisebb feláremelkedést eredményezett. Előretekintve – hasonló körülmények fennmaradása esetén – a jelenleg beárazottnál lényegesen meredekebb kamatpálya okozna érdemi kedvezőtlen folyamatokat a feltörekvő piacokon. A **feltörekvő országok számára különösen a várakozások hirtelen megváltozása, így egy érdemben szigorúbb monetáris politikára vonatkozó várakozás erősödése lehet kedvezőtlen** (Koepeke, 2015), amelyre példa volt a 2013-as „taper talk” feltörekvő eszközárakra gyakorolt hatása is. A pénzügyi árazások alapján jelenleg a piac 2019 végére 2 százalék körül várja az amerikai alapkamatot, míg a Fed döntéshozók ekkorra 2,7 százalék körüli kamatra számítanak. Azaz a **piaci árazásnak a döntéshozói várakozások felé történő hirtelen elmozdulása vagy mindkettő együttes emelkedése jelentene kockázatot**. Bár az elmúlt félév során ez a két érték érdemben közeledett egymáshoz, ez fokozatosan ment végbe, és míg a piaci várakozások enyhén emelkedtek, a döntéshozói előrejelzés csökkent. Mivel pedig a korábbi ciklusokhoz képest érdemben elnyújtottabb és kisebb mértékű a várt szigorítás, **valódi kockázatot a várakozásoknál meredekebb pályát indukáló hirtelen változás jelentene**, nem pedig önmagában a várt pálya szerinti kamatemelések bekövetkezése.

Cikksorozatunk három részének tanulságai alapján megállapítható, hogy bár az elmúlt 30 év Fed szigorítási ciklusai igen változatosak voltak, mind a döntés motivációi, mind az amerikai és nemzetközi piaci hatásokat illetően, a feltörekvő piacok válságai kevésbé kapcsolhatók e ciklusokhoz. **A jelenlegi ciklus a korábbinál érdemben alacsonyabb szintről, rendkívül lassú ütemben zajlott eddig, és a Fed kommunikációja továbbra is sikeresen horgonyozza a befektetők várakozásait a szigorítás jövőbeli ütemezésével kapcsolatosan.**

A többi fejlett jegybank korábbiaktól eltérő monetáris politikai divergenciája, valamint a feltörekvő piaci régiók közötti erőteljes differenciálás miatt a jelenlegi, elnyújtott amerikai szigorítási ciklus hatása régióinkban és hazánkban várhatóan mérsékelt lesz. Számításaink szerint ilyen szempontból a kelet-közép-európai országok, valamint a **magyarhoz hasonló, azaz javuló makro-fundamentumokkal rendelkező országok relatíve védettebbek lehetnek.**

Szerkesztett formában megjelent a Portfolió.hu oldalon 2017. december 27-én.