

Delikát Anna: A pénzügyi piacok szerepe a monetáris politikában

A jegybankok számára kulcsfontosságú információt jelent, hogy a gazdaság szereplői és ezen belül a pénzpiaci szereplők mit gondolnak a monetáris politikáról. Az MNB monetáris politikai döntései során ezért lényeges szerepet tölt be a pénzügyi piaci információk ismerete. Ez ugyanis jelentősen befolyásolja a Monetáris Tanács tagjainak kockázatérzékelését a rögzített feltételeken alapuló inflációs előrejelzéshez való viszonyulásuk kialakításakor. A rövid távú piaci kamatvárakozások meghatározhatók az MNB által becsült hozamgörbe és piaci jegyzések alapján. A hosszú lejáratú határidős hozamok elemzése segítségével pedig a jegybank hitelességére, valamint a konvergenciafolyamat piac által történő megítélésére vonatkozóan lehet következtetéseket levonni. A devizapiaci folyamatok értékeléséhez felhasználja az MNB a devizapiaci egyensúly vizsgálatát és a mikrostruktúra-elmélet eredményeit. Az árfolyamok és a hozamok közötti kapcsolat feltérképezéséhez a kockázati prémium felbontásánál a kockázati étvágy és a nemfizetési kockázat elmozdulásai szolgáltatják a legfontosabb információkat, de emellett más tényezőket is rendszeresen vizsgál az MNB.

BEVEZETÉS

A jegybankok számára kulcsfontosságú információt jelent, hogy a gazdaság szereplői hogyan vélekednek a monetáris politika irányultságáról. Ez egyrészt fontos információ, mert a várakozásoktól eltérő monetáris politikai lépések újrarajzolhatják a várakozásokat, másfelől a várakozások iránymutatást nyújtanak arról, hogy a gazdaság szereplői hitelesnek értékelik-e a monetáris politikát. A pénzügyi piacok elemzése fontos továbbá a jegybankok számára, mert segít az árfolyam és a hozamok közötti kapcsolatok feltérképezésében. A pénzügyi piacok elemzése során vizsgált mutatók alakulása befolyásolja a Monetáris Tanács kockázatérzékelését, ami így végső soron hatással van a monetáris politikára.

A cikk első két fejezetében bemutatjuk a hozamok és az árfolyam vizsgálatához az MNB által használt főbb mutatókat, majd a harmadik fejezetben az árfolyam és a hozamok közötti összefüggéseket a kockázati prémium felbontásán keresztül vizsgáljuk meg.

A cikkben – terjedelmi okok miatt – csak az elemzés kereteit tudjuk bemutatni, az itt ismertetett dimenziókon belül az MNB még számos mutatót vizsgál rendszeresen a hozamok és az árfolyam, valamint a közöttük lévő kapcsolat feltérképezéséhez.

HOZAMGÖRBE

A jegybank a rövid lejáratú (egynapos, kéthetes) eszközeivel közvetlenül csak a hozamgörbe legrövidebb szakaszát befo-

lyásolja. A futamidő hosszabbodásával a hozamok alakulásában egyre nagyobb szerepet kapnak a piaci szereplők kamatvárakozásai és egyéb, az elvárt prémiumot befolyásoló tényezők. A várakozási hipotézis szerint az azonnali hozamokból az arbitrázsmentességi feltételek alapján származtatott határidős hozamok megegyeznek a jövőben várt kamatokkal. Így a piaci hozamok alapján meg lehet becsülni a piaci szereplők által várt alapkamat-pályát. Mivel az egyes piacokon eltérőek az adottságok (likviditás, forgalom, szereplők, kockázat), ezért különböző eszközökből eltérő kamatpályák adódhatnak. Ezért az MNB egyszerre több eszközár alakulását is figyelembe veszi a várakozások meghatározásánál.¹

A kamatvárakozások elemzésének kiemelt eszköze az állampapírpiac. A jegybank az elsődleges állampapír-forgalmazók árjegyzései alapján naponta a kötvénypuson-kifizetések torzító hatásától tisztított² (ún. zérókupon) hozamgörbét illeszt. Az illesztés során kapott paraméterek segítségével tetszőleges futamidejű határidős (forward) hozamot lehet előállítani. Ezek közül az MNB a kéthetes forwardhozamok sorozatát vizsgálja, amely a piac által az állampapír-piaci árakba beárazott alapkamatpályát mutatja meg, vagyis arra vonatkozóan tartalmaz információt, hogy milyen jegybanki alapkamatra számítanak a piaci szereplők a következő időszakban.

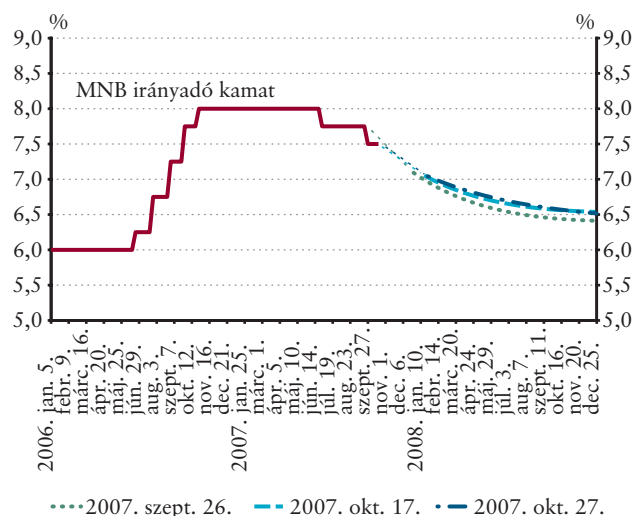
A kamatvárakozások számszerűsítéséhez egyéb, közvetlenül megfigyelhető piaci hozamjegyzéseket is felhasználhatunk, mint a 3 hónapos (diskont kincstárjegy) benchmarkhozam, illetve az állampapír-piacinál némileg kockázatosabb bankközi piacon jegyzett 3 hónapos BUBOR kamat. Mivel ez a módszer nem ad információt a kamatpálya három hónapon belü-

¹ Az MNB által alkalmazott hozamgörbéről részletesen lásd Gyomai-Varsányi (2002).

² A kötvények kifizetése egy összegben, a futamidő végén történik.

1. ábra

Az alapkamat piaci hozamok által implikált jövőbeli pályája



Megjegyzés: MNB által Svensson-módszerrel becsült hozamok.

Forrás: MNB, ÁKK.

li lefutásáról, pontosabb képet kaphatunk, ha a kamatvárakozásokat a határidőskamat-megállapodás³ (forward rate agreement, FRA) jegyzésekből számszerűsítjük.

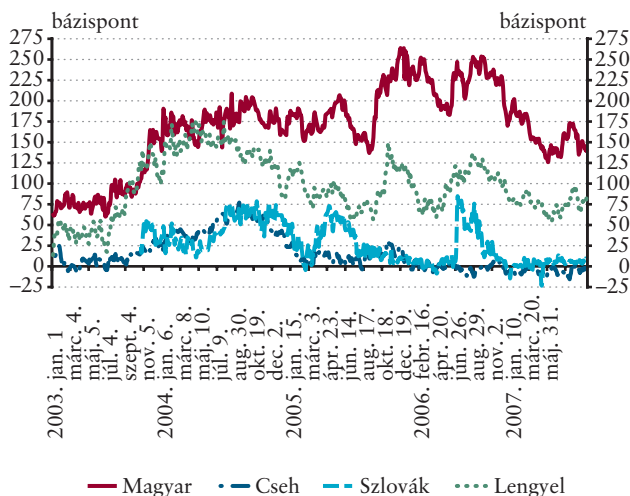
A hosszú lejáratú hozamokra a jegybanki kamatok már nem gyakorolnak közvetlen hatást, így azokat elsősorban a piaci szereplők várakozásai határozzák meg. Mivel a hosszú hozam a várt reálkamat, a várt infláció és a kockázati prémium eredőjeként adódik, ezért változása a monetáris politika hitelességét is tükrözi. Kevésbé hiteles lépések esetén emelkednek a hosszú távú inflációs várakozások és megugranak a hosszú hozamok.

A külföldi befektetők számára ugyanakkor nem a forinthozamok nominális szintje, hanem a finanszírozó deviza (pl. euro) hozamához viszonyított felára (többlethozama) számít. A külföldi szereplők jelentős mértékben hozzájárulnak a magyar állampapírpiacon likviditásához (vagyis magyar állampapírral kereskednek), így a főbb piacok hozammozgásai változatlan felár mellett is hatással vannak a forinthozamokra. A hazai tényezők hatását ezért a spot- és forwardfelárak jobban mutatják, mint a nominális hozamok.

A hosszú forwardfelárak kifejezik a piaci szereplők hosszú távú kamat- és prémiumvárakozásait. Magyarország esetében sajátos tényezőt jelent az euro várt bevezetése. Az euro bevezetése után a rövid belföldi kamatok meg fognak egyezni az eurorégió kamataival, és mivel az árfolyamkockázat megszűnik, feltételezhető (és a korábbi tapasztalatok is erre utalnak),

2. ábra

Hosszú lejáratú forward-kamatfelárak a régió országaiban



Forrás: Reuters.

hogy a hosszú hozamokban sem lesz számottevő eltérés. A hosszú forwardfelár szintje tehát megmutathatja, hogy a piaci szereplők milyen horizonton számítanak az euro bevezetésére, valamint fundamentális (kölségvetési, külső egyensúlyi) kockázatokat is jelezhet. A külső és belső egyensúlyi folyamatok fenntarthatóságának, illetve az eurobevezetés várható időpontjának megítéléséhez széles körben az 5 év múltvai 5 éves – euro-forwardhozamhoz viszonyított – forwardfelárakat használják, amely megmutatja, hogy az 5 év múltvai 5 éves magyar államkötvényhozam mennyivel van felette az eurozóna hasonló értékének.

DEVIZAPIACI FOLYAMATOK

A devizaárfolyam alakulását a piaci szereplők jövőre vonatkozó várakozásai mellett a forintkereslet, valamint a devizapiaci egyensúly szerkezete is befolyásolja. Ezért az MNB figyelemmel kíséri Magyarország külső finanszírozási igényének alakulását.

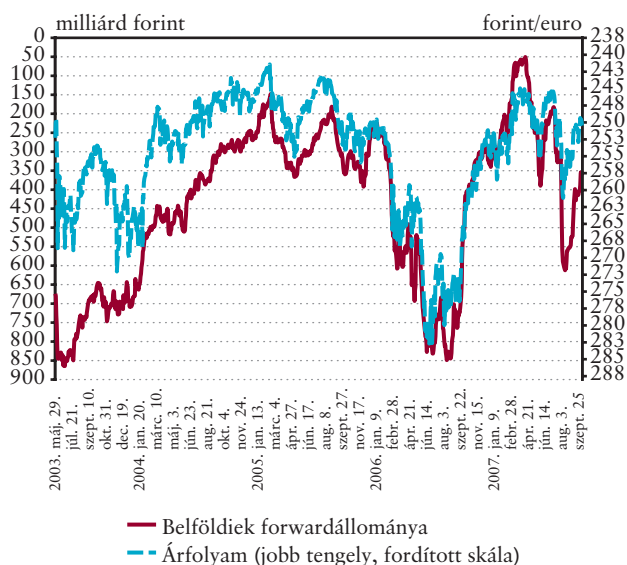
Amennyiben a belföldi szereplők külföldi eladósodása csökken, nő a külföldiek forintkeresletére való ráutaltság. Ha a forintkereslet elmarad ettől a ráutaltságtól, az – a múltbeli tapasztalatok alapján – az árfolyam gyengülését vonja maga után.

Ezt a megfigyelést támasztja alá az árfolyam mikrostruktúra-elemzése is. A jegybank tapasztalatai szerint a forintárfolyam mozgásait részben az árjegyző bankok és ügyfelek között zajló order flow (előjeles kereskedett devizamennyiség) mértéke és iránya magyarázza. A külföldiek forintvásárlására az árjegyző

³ A határidőskamat-megállapodás esetén a felek egy meghatározott összeg után, egy jövőbeli időpontban fizetendő kamatösszeget állapodnak meg.

3. ábra

Az árfolyamváltozás és a nem banki belföldi szereplők derivatív árfolyamkitettszégének változása



bankok egy erősebb forint irányába mozdítják el jegyzéseiket. Mivel a hazai bankok teljes árfolyam-pozíciója csak minimális mértékben szokott változni, a külföldiek forintvásárlásainak vagy -eladásainak másik oldalán a belföldi szereplők ellentétes devizaügyletei állnak. Az erősödő árfolyam mellett a belföldi nem banki szereplők (döntően exportőr vállalatok) hajlandóak csökkenteni a forint erősödését fedező határidős pozícióikat, kisebb mértékű jövőbeli erősödéssel számítva realizálják a fedezeti pozícióikon keletkezett nyereséget. Ennek a mechanizmusnak az eredményeképpen a belföldi nem banki szereplők derivatív (származékos) ügyleteinek állománya általában szorosan együttmozog a forintárfolyammal.⁴

Míg a fentiekben bemutatott fundamentális elemzés elsősorban az árfolyam hosszú távú elmozdulásainak vizsgálatára alkalmas, a rövid távú árfolyammozgások leírása technikai elemzés segítségével történhet, mely a kereskedési ár- és mennyiségi adatok geometriai elemzését helyezi előtérbe.

A *technikai elemzés* célja, hogy szabályszerűségeket (trendeket, alakzatokat, technikai szinteket) fedezzen fel az árfolyam-idősorokban. Természetesen a technikai elemzésnek is vannak korlátai. Mivel a fundamentális sokkok nem jelezhetőek előre, az ezek által indukált árfolyam-elmozdulások sem megjósolhatók. A technikai elemzés azonban alkalmas két fundamentális sokk közötti árfolyammozgás leírására. Mivel a piaci szereplők technikai elemzés segítségével előrejelzik az árfolyam várható szintjeit, az MNB is figyelemmel kíséri az árfolyam főbb technikai mutatóinak alakulását.

A KOCKÁZATI PRÉMIUM

Az árfolyamok és a hozamok közötti kapcsolatot a fedezetlen kamatparitás összefüggése teremti meg, mely azt mondja ki, hogy egy kockázatoktól mentes világban két hasonló futamidejű, hazai, illetve külföldi befektetés kamata annyival tér el egymástól, amennyit kompenzál a hazai deviza várt árfolyamváltozása. Képlettel:

$$R(Ft) - R(Euro) = E(\Delta S),$$

ahol $R(Ft)$ a hazai befektetés kamata, $R(Euro)$ a devizabefektetés kamata és $E(\Delta S)$ az időszak során várt árfolyamváltozás.

A valóságban azonban a befektetők számos kockázatot is mérlegelnek, és a kockázatokért cserébe többlethozamot várnak el más devizában lévő befektetéseiktől. A tényleges kockázatok árát a befektetők kockázattvállalási hajlandóságuk függvényében árazzák. A kockázattvállalási hajlandóság azt fejezi ki, hogy a befektetők mekkora prémiumot várnak el egységnyi kockázatért. A kockázattvállalási hajlandóság változása tehát a kockázatok változatlansága esetén is megváltoztatja a befektetők által elvárt prémium nagyságát. Így egy kockázatoktól nem mentes világban a fedezetlen kamatparitás képlete kiegészül a kockázatokkal, és a kockázatok érzékelését leíró kockázattvállalási hajlandósággal:

$$R(Ft) - R(Euro) = E(\Delta S) + (\text{tényleges kockázatok} \times \text{kockázattvállalási hajlandóság})$$

A kamatprémium megváltozása pontosan mérhető, és az egyenlet jobb oldalán lévő változók közül a várt árfolyamváltozás bár közvetlenül nem mérhető, de annak irányára és mértékére különböző felmérésekből és a devizaopciók kötési árfolyamai alapján következtethetünk. A kockázatok és a kockázattvállalási hajlandóság alakulására azonban sok tényező hat, amikre csak még közvetettebb információk állnak rendelkezésünkre.

Így egy deviza más devizákkal szembeni felára függ a befektetők által várt árfolyamváltozásoktól, az egyes kockázatok mértékétől és a befektetők kockázattvállalási hajlandóságától. A kockázatokon belül megkülönböztethetünk nemfizetési kockázatot, árfolyamkockázatot, valamint likviditási kockázatot. A következőkben ezen kockázatokot mutatjuk be, valamint ismertetjük, hogy az egyes kockázatok mérésére milyen módszereket használ az MNB.

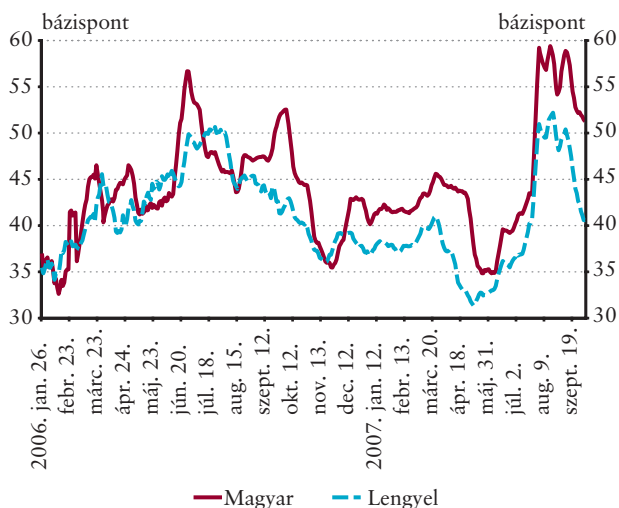
⁴ A devizaárfolyamok mikrostruktúra-megközelítéséről részletesen lásd Gereben-Gyomai-Kiss M. (2005).

A kockázatok felbontása

A *nemfizetési kockázat* abból fakad, hogy az adós fizetési-képtelensége esetén fennáll az esélye, hogy nemcsak a kamatot, de még a befektetett összeget, vagy annak egy részét sem kapja vissza a befektető. Az államot mint adóst ugyan kockázatmentesnek lehet tekinteni hazai devizában, de külföldi devizaadósság esetében mindig fennáll az a kockázat, hogy az állam nem tesz eleget devizában fennálló fizetési kötelezettségeinek. Az egyes államok nemfizetési kockázatát folyamatosan figyelemmel kísérik az ezzel foglalkozó hitelminősítő cégek. A magyar állam befektetői kategóriának számító 'A2' (Moody's), valamint 'BBB' (Standard & Poor's) hitelminősítése a meghatározó hitelminősítőknél azt mutatja, hogy az állam nemfizetési kockázata több kockázatos országhoz képest alacsony. Így a fizetési-képtelenség kockázatáért fizetett kamatfelár mindössze néhány tíz bázispont. Ez a felár tükröződik a magyar devizakötvények hasonló futamidejű német vagy amerikai kötvényekhez viszonyított felárában, valamint az egyre növekvő forgalmú nemfizetési derivatívák (4. ábra), a credit default swapok (CDS-ek) bankközi jegyzéseiben.

4. ábra

Hosszú lejáratú, euróban denominált magyar, illetve lengyel államkötvények felára



Megjegyzés: 2016-ban lejáró kötvények; 5 napos mozgóátlagok.

Forrás: Reuters.

A devizaeszközök kockázatát a nemfizetési kockázat mellett jelentős részben befolyásolja az *árfolyamkockázat* alakulása. Mivel a kockázatkerülő befektető két azonos várható érték mellett mindig a kisebb szórású kifizetést választja, ezért a nagyobb bizonytalanság tolerálásáért cserébe kamatfelárat vár el. A bizonytalanság fakadhat az árfolyam várható eloszlásá-

nak szélességéből (szórásából) és aszimmetriájából (ferdeségéből). A piaci szereplők által várt árfolyam eloszlásainak ezen paramétereiről a legtöbb információt a londoni forint–euro árfolyamra szóló opciós piacról nyerhetünk.

A nemfizetési kockázat és az árfolyamkockázat mellett a befektetőknek számolniuk kell a *likviditási kockázattal* is. Likvidnek nevezzük azt a piacot, ahol nagy volumenű tranzakciók azonnal végrehajthatóak anélkül, hogy azok jelentős hatást gyakorolnának az árakra. Amennyiben egy nem megfelelően likvid piacon tart eszközöket egy befektető, kockázatot jelent számára, hogy pozícióját nem lesz képes zárni piaci árfolyamon egy tetszőleges időpontban.⁵

Egy piac likviditását számos tényező befolyásolja, ezért egy mutatóval nem lehet azt megragadni, a likviditás mérése csak több dimenzió mentén értelmezhető egyértelműen. A piaci likviditás dimenziói közül megkülönböztetünk statikus (feszesség, mélység) és dinamikus (rugalmasság, azonnaliság) dimenziókat. Ezen mutatókat azért is fontos együttesen értékelni, mert sok esetben előfordulhat, hogy az egyes likviditási mutatók ellenkező irányú jelzéseket adnak a piaci likviditásról.

A likviditás ún. *feszesség* dimenziója a kereskedés tranzakciós költségeit jelenti. Ez a dimenzió a piacnak azt a tulajdonságát vizsgálja, hogy az a keresletet és a kínálatot mekkora költség mellett képes összepárosítani. Jellemző mutatója az adott eszköz vételi és eladási ára közötti különbözet, az ún. bid-ask spread. A feszesség angol elnevezése (tightness) arra utal, hogy minél szűkebb ez a különbözet, annál likvidebb a piac.

A feszesség mellett a likviditás másik fontos dimenziója a piac *mélysége*. Mutatójaként legtöbbször a piaci forgalmat szokták használni. Minél nagyobb a forgalom egy adott piacon, annál inkább számíthat arra a befektető, hogy pozíciónyitása, illetve -zárása nem jár jelentős árfolyamhatással.

A likviditás statikus mutatóinál a gyakorlatban nehezebb megragadni a likviditás dinamikus mutatóit. A *rugalmasság* azt írja le, hogy az árak milyen gyorsan térnek vissza „egyensúlyi” értékükhöz azt követően, hogy egy nagy tranzakció eltérítette őket. Az *azonnaliság* dimenziója pedig azt helyezi középpontba, hogy az adott piacon mennyire teljesül a tranzakció végrehajtásának azonnali jellege. Bár a likviditás ezen dimenziók mentén történő elemzése a gyakorlatban nem egyszerű, a piaci forgalom, az üzletkötések gyakorisága, a múltbeli folyamatok tranzakció szintű elemzése azonban ebből a szempontból is nyújt némi támpontot.

⁵ A magyar pénzügyi piacok likviditásáról lásd részletesebben Csávás–Erhart (2005).

A kockázatvállalási hajlandóság

Az egyes kockázatokat a befektetők saját *kockázatvállalási hajlandóságuk* függvényében értékelik, így egy pénzügyi eszköz árát az adott eszköz egyedi kockázata mellett a befektetők kockázatvállalási hajlandóságának a változása is befolyásolja. Mivel az egyes befektetők befektetési időhorizontja és kockázattűrő képessége különböző, egy adott eszköz ára kihat, ha piacán megváltozik a befektetők összetétele. Ez történt a múltban például a magyar állampapírok piacán, amikor 2003-tól kezdődően az új befektetők között a korábban domináns hosszú távú konvergenciabefektetők helyett egyre nagyobb szerepet kaptak a rövidebb befektetési horizonttal rendelkező befektetők. Ezek az új befektetők gyorsabban változtatják árfolyam- és kamatpozícióikat, és ezáltal felerősítik a pénzügyi eszközök árának ingadozásait is.

A kockázatvállalási hajlandóság elemzésénél megkülönböztetjük annak globális és regionális vetületét. A kockázati étvágy *globális* változását elsősorban a főbb piacok likviditási és konjunkturális kilátásai határozzák meg. Ezek közül a legfontosabbak a forrítésközvetítő finanszírozó devizák (dollár, euro, jen, font) árfolyamának, jegybanki alapkamatainak, valamint hosszabb távú hozamainak az alakulása. A befektetési klímát befolyásolják továbbá ezen gazdaságok konjunktúramutatói (gazdasági adatok, bizalmi felmérések), valamint a fontos nyersanyagok (olaj, arany) árának alakulása is.

A jelentős nemzetközi befektetési tőkeáramlások következtében a globális kockázati étvágy mellett az egyes földrajzi régiók vagy – hasonló kockázati profil alapján képezhető – eszközcsoportok változó megítélése is befolyásolja egy adott eszköz árazását. Ezt mutatják például az eszközarak gyakran megfigyelhető *regionális* együttmozgásai vagy a Magyarország számára releváns hitelkockázati besorolású szuverén és vállalati kötvényfelárak együttmozgása. Ezért a piaci folyamatok megértése és előrejelzése érdekében nagyon fontos a kockázati étvágy változásainak beazonosítása.

A globális likviditási környezet⁶ állapotát leginkább az amerikai állampapír-piaci hozamok szintje mutatja. Ezzel magyarázható, hogy a globális piacok nagyon érzékenyen reagálnak az amerikai hozamok minden – a kockázatérzékeléshez esetleg közvetlenül nem is kapcsolódó – változására. Az elmúlt években megfigyelt feltörekvő piaci eladási hullámok többsége az amerikai hozamok megemelkedésével volt magyarázható.

A globális kockázati étvágy nehezen mérhető, ezért a befektetési bankok és a nemzetközi intézmények által számított komplex elméleti és empirikus kockázatiétvágy-mutatók gyakran eltérő jelzéseket adnak. Ennél jobb teljesítményt nyújtanak azok a mutatók, amelyek valamelyik részpiac vagy homogén eszközcsoport kockázati megítélését tükrözik. A mutatókon belül három fajtát különböztethetünk meg, amelyek összefoglalását az 1. táblázat mutatja be.

A kockázatiétvágy-mutatók első csoportja az adott eszközcsoport árából, pontosabban a kockázatmentesnek tekintett – például az amerikai állampapír-piaci – hozamhoz viszonyított *felárból* (prémiumból) következtet a kockázati étvágyra. Amennyiben a felár nő, az azt jelenti, hogy az adott eszközcsoport tekintetében csökkent a kockázati étvágy. Bár a felár növekedése jelenthetné az eszköspecifikus kockázatok növekedését is, a mutatókban lévő eszközök sokasága lecsökkenti az egyedi kockázatok súlyát. A feltörekvő piacok prémiumát leggyakrabban az EMBI Global felárral szokták jellemezni. Ez a mutató 33 feltörekvő ország dollárban denominált államadósságának felárát tükrözi. A Maggie indexcsalád High Yield részindexe az euróban denominált, magas kockázatú vállalati és államkötvények felárát mutatja, a Maggie A részindex pedig a hitelminősítők által 'A' kategóriába sorolt euroadósság iránti kockázati étvágyat tükrözi (5. ábra).

A második típusba az eszközarak historikus vagy várt változékonyságát mérő mutatók tartoznak. Az eszközarak *volatilitása* ugyanis jellemzően azokban az esetekben emel-

1. táblázat

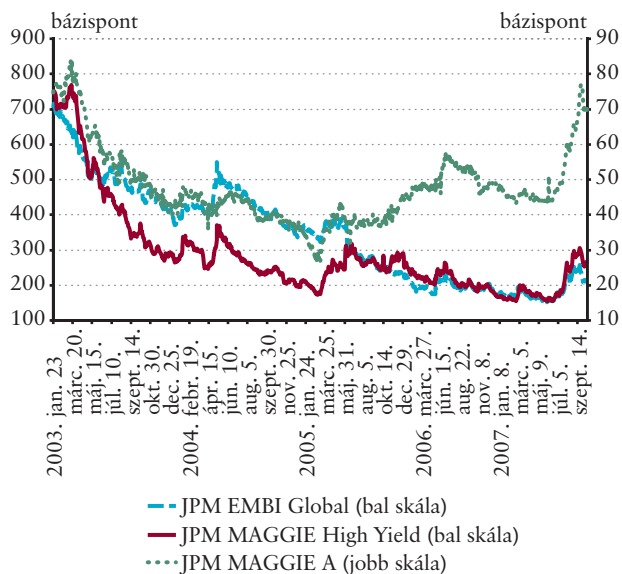
Kockázatiétvágy-mutatók relevanciája piacok szerint az MNB számára

	Főbb piacok (USA, EU, Japán)	Feltörekvő piacok	Régió
Felár		X	X
Volatilitás	X	X	X
Felmérések (eszközallokáció)		X	X

⁶ A kockázati étvágy meghatározásakor likviditás alatt – eltérően az előző bekezdések szóhasználatától – a főbb piacok általános hozamszintjét szokták érteni. Ez az a kockázatmentes hozam, amihez minden más befektetés elvárt hozamát viszonyítják. A kockázatmentes hozam magas szintje (szűk likviditás) mellett a kockázatos eszközök iránti kereslet általában visszafogott. Alacsony kockázatmentes hozam mellett ellenben a piaci szereplők olcsóbban tudják befektetéseiket finanszírozni, így általában a befektetési kedv is magasabb, a kockázat ára pedig alacsonyabb.

5. ábra

Főbb kockázati indexek alakulása



Megjegyzés: A mutató emelkedése a kockázati étvágy csökkenését, a magasabb érzékelt kockázatot tükrözi.

Forrás: Datastream (<http://www.thomson.com/financial>); JP Morgan.

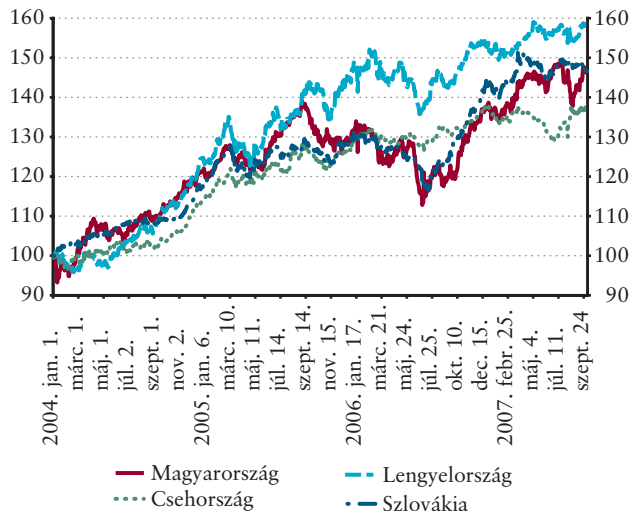
kedik meg, ha nő a piaci bizonytalanság és ezzel együtt csökken a kockázati étvágy. Az opciós piaci jegyzésekből számszerűsíthető lehet a piaci szereplők által várt volatilitást, ami indikátora lehet a kockázati étvágy várható változásának. Így például az amerikai részvénytőzsdén várt volatilitásának növekedését a VIX-index emelkedése, az amerikai állampapírpiacon a MOVE-index emelkedése mutatja. A VXY-indexcsalád a G7 országok és a feltörekvő piaci devizák implikált volatilitását mutatja meg.

A mutatók harmadik csoportja a piaci szereplők hangulatát *felmérések* segítségével próbálja megmagyarazni. Egyes felmérések közvetlenül a piaci szereplők várakozásaira kérdezők, míg más felmérések a befektetők portfólióallokációjából következtetnek a kockázati étvágy alakulására. Ez utóbbi felmérést jellemzően a nagy befektetési bankok végzik saját ügyfeleik körében. Az egyes eszközcsoportok alul- vagy felülsúlyozása jól mutatja az adott eszközcsoportok kockázati megítélését, illetve annak relatív változását.

A részpiacokat átfogó mutatók közül az MNB számára a visegrádi országok deviza- és államkötvény-árfolyamának alakulását követő CEBI-index (Central European Bond Index) a releváns, amely euróban és helyi devizában mérve is megmutatja az egyes országok kötvénypiaci teljesítményét.

6. ábra

A CEBI-indexek alakulása



Megjegyzés: 2004. január 1. = 100; euróban számítva.

Forrás: DrKW.

A CEBI-index elmúlt években megfigyelt alakulása megerősítette azt a feltételezést, hogy a külföldi szereplők hozamelhárítása meghatározó szerepet kap a helyi eszközök árképzésében. A 6. ábrán látható, hogy többéves időtávon a visegrádi országok kötvénypiacai hasonló hozamot biztosítottak a külföldi befektetőknek. Az egyes országok alacsonyabb nominális hozamszintjét a devizaárfolyam nagyobb mértékű felértékelődése egyenlítette ki. A külföldi szereplők meghatározó szerepe miatt az elvárt prémium változása esetén jellemző, hogy a devizaárfolyam leértékelődése és a kötvényhozamok emelkedése együtt jár.

KÖVETKEZTETÉSEK

A hatékony monetáris politika viteléhez a jegybankok számára nélkülözhetetlen a pénzügyi piacok alapos ismerete, az árfolyamok és hozamok alakulásának elemzése.

Különösen igaz ez az olyan kis és nyitott gazdaságokban működő jegybankokra, mint amilyen az MNB is, mivel a globális pénzügyi piacok alakulása nagy hatást gyakorol a hazai gazdasági folyamatokra is. A pénzügyi piacok folyamatos vizsgálata elengedhetetlen továbbá azért is, mert az olyan feltörekvő piacon, mint amilyen Magyarország, gyorsan változik a piacok szerkezete és struktúrája.

Mivel mind az árfolyamok, mind a hozamok alakulását számos tényező befolyásolja, elemzésükhöz is több tényező és mutató együttes vizsgálata szükséges. Ahhoz, hogy a piaci in-

formációkat megfelelően tudjuk használni, szükséges az adott piac alapos ismerete, ezért az MNB folyamatosan figyelemmel kíséri a piacok hatékonyságának és likviditásának alakulását, valamint a főbb piaci szereplők viselkedését.

A piacok alakulásának elemzése során a mutatók széles rétegének elemzése szükséges ahhoz, hogy mind a rövid távú piaci elmozdulások, mind a hosszabb távú folyamatok értelmezhetőek legyenek a jegybank számára. Így könnyebben megítélhető, hogy egy adott piaci jelzés mennyire tekinthető biztos információnak, illetve, hogy mely részpiacok vizsgálatára kell hangsúlyt helyezni.

FELHASZNÁLT IRODALOM

CSÁVÁS CSABA–GEREBEN ÁRON (2005): Hagyományos és egzotikus opciók a magyar devizapiacra. *MNB Műhelytanulmányok*, 35.

CSÁVÁS CSABA–ERHART SZILÁRD (2005): Likvidek-e a magyar pénzügyi piacok? – A deviza- és állampapír-piaci likviditás elméletben és gyakorlatban. *MNB-tanulmány* 44.

CSÁVÁS CSABA–KÓCZÁN GERGELY–VARGA LÓRÁNT (2006): A főbb hazai pénzügyi piacok meghatározó szereplői és jellemző kereskedési csatornái. *MNB-tanulmányok* 54.

GEREBEN ÁRON–PINTÉR KLÁRA (2005): Devizaopciókból származó volatilitás: érdemes-e vizsgálni? *MNB-tanulmányok*, 39.

GEREBEN ÁRON–GYOMAI GYÖRGY–KISS M. NORBERT (2005): A devizaárfolyamok mikrostruktúra-megközelítése: a szakirodalom áttekintése jegybanki szemmel. *MNB-tanulmányok*, 42.

GEREBEN ÁRON–GYOMAI GYÖRGY–KISS M. NORBERT (2006): Customer order flow, information and liquidity on the Hungarian foreign exchange market. *MNB Füzetek* 2006/8.

GYOMAI GYÖRGY–VARSÁNYI ZOLTÁN (2002): Az MNB által használt hozamgörbebecslő eljárás felülvizsgálata. *MNB Füzetek* 2002/6.

KÓCZÁN GERGELY–MIHÁLOVITS ZSOLT (2004): Magas tőkeátvitelű szereplők szerepe és hatása a devizapiacokon. *MNB Műhelytanulmányok* 33.

MAGYAR NEMZETI BANK: A Magyar Nemzeti Bank ábrakészlete a legfrissebb gazdasági és pénzügyi folyamatokról, www.mnb.hu / Monetáris politika / Kapcsolódó dokumentumok.