

Sztanó Gábor – Talián Izabella:

Miért nem okozott drámát a feltörekvő piacokon a Fed szigorítása? (1.)

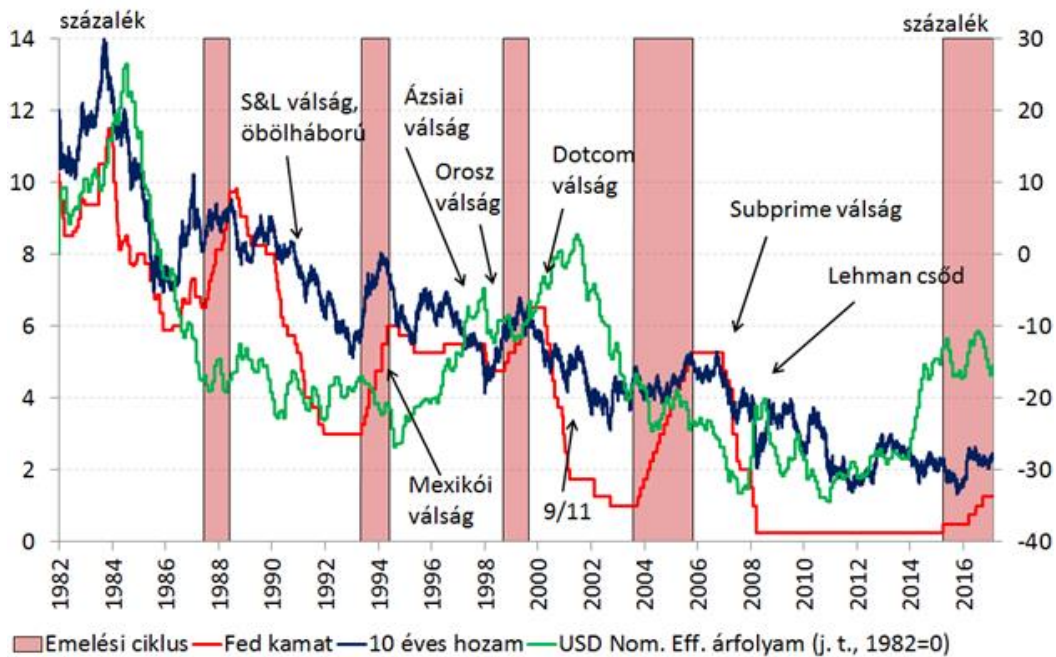
A meghatározó jegybankok monetáris politikai döntései nemcsak az adott országban fejtenek ki érdemi hatást, hanem globálisan is. A Fed szigorító lépéseitől erőteljes hatásra számítottak a devizaárfolyamokon, hozamokon és egyéb pénzügyi termékeken keresztül a fejlett és feltörekvő pénzügyi piacokon is. A már közel két éve elindított és múlt héten folytatott kamatemelések ellenére eddig azonban visszafogott hatásokat láttunk a pénz- és tőkepiacokon. Cikksorozatunkban e jelenséget elemezzük egyrészt a múltbeli kamatemelések, másrészt a jelenleg tartó, szokatlanul elnyújtott ciklus tanulságainak bemutatásával. A Fed kamatpolitikájának kiemelt elemzése több szempontból is indokolt. Egyrészt a meghatározó jegybankok közül a 2008-as válságot követően a Fed kezdte meg legelőször kamatemelési ciklusát. Másrészt a tengerentúli kamatpolitika érdemben befolyásolja a nemzetközi befektetői hangulatot, így a fejlett és a feltörekvő piaci fejleményekre is erőteljes hatást fejt ki.

Első cikkünkben a korábbi ciklusok amerikai piacokra gyakorolt hatása mellett kitérünk arra is, hogy ezt a hatást mennyire befolyásolhatta a Fed más meghatározó jegybankokkal való összehangoltsága. A következő cikkekben pedig az emelési ciklusok feltörekvő és azon belül a hazai piacokra gyakorolt hatásait vizsgáljuk.

A válság óta a Fed sem a régi – a jelenlegi ciklus elüt a korábbiaktól

A Fed az 1987-es piaci összeomlást követő 30 évben négy kamatemelési ciklust hajtott végre, hozzávetőlegesen ötévente (1988, 1994, 1999, 2004). Ennek során **átlagosan 15 hónap alatt mintegy 300 bázisponttal emelte az irányadó rátáját** (1. ábra).

1. ábra: A Fed kamatcélja és a piacmeghatározó események az elmúlt 35 évben



Megjegyzés: *A növekedés a dollár felértékelődését jelenti.

Forrás: Bloomberg

A válságot megelőző négy ciklusban eltérő okok miatt emelt kamatot a Fed:

Az **1987-ben** kezdett ciklus elején az **inflációs várakozások növekvő pályán voltak**, valamint a munkanélküliség már a becsült természetes szintje alatt tartózkodott.

Az **1994-ben** kezdett ciklus indítása viszont **ellentmondásos volt**: egyrészt a kommunikáció hiánya miatt a lépés váratlanul érte a pénzügyi piaci szereplőket, másrészt bár a munkanélküliség alacsony volt, az inflációs várakozások még nem emelkedtek.

A harmadik, **1999-ben** kezdődő ciklus hasonló makrogazdasági környezetben zajlott (alacsony munkanélküliség, de még stabil inflációs várakozás) viszont **a megugró eszközárak pénzügyi stabilitási szempontból indokolhatták** a szigorítást. **A negyedik ciklus (2004)** élesen eltért az előzőektől, ugyanis a **kiugróan magas várt GDP növekedést a magánszféra eladósodottságának érdemi növekedése kísérte**. A gazdaság túlfűtöttsége és a természetes szintje felé közelítő munkanélküliség ellenére az inflációs várakozás viszont mérsékelt maradt. Így a kamatemelés inkább az eszközárak lehűtését célozhatta, azaz lényegében **pénzügyi stabilitási indíttatású** volt.

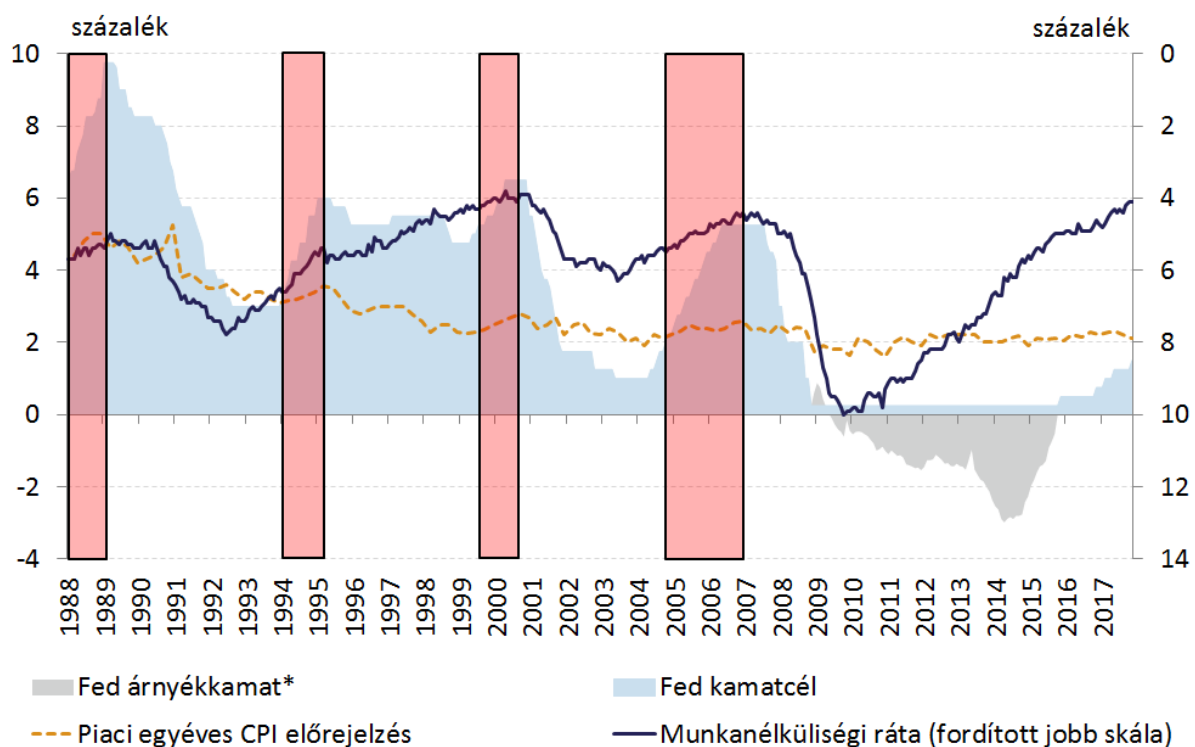
A **2008-as válság** során a Fed rekord alacsonyra, **csaknem nulla százalékra csökkentette irányadó kamatát**, valamint eszközvásárlási programokat hajtott végre a monetáris kondíciók lazítása érdekében. Az ezt követően elindított, jelenleg is tartó **szigorítási ciklusának elnyújtottsága szintén rendhagyó**. Az első lépés az eszközvásárlási program mérséklésével kapcsolatos kommunikáció volt 2013-ban, és csak 2015

decemberében került sor az első tényleges kamatemelésre. Az ezt követő két évben, a korábbi ciklusoknál **hosszabb időszak alatt a Fed még négy alkalommal, így összesen mindössze 125 bázisponttal emelte** az irányadó kamatát.

A Fed összetett célfüggvényt követ a kamatdöntéseinél, melyben az inflációs cél csak egy tényező

A Fed az amerikai jegybanktvényben kijelölt célok, így a teljes foglalkoztatás, az árstabilitás és a mérsékelt hosszú hozamok elérésére törekszik. Monetáris politikai céljai mellett ugyanakkor a pénzügyi stabilitási megfontolások és általánosan a gazdasági növekedés támogatása is szerepet játszik a kamatdöntéseinél, kommunikációjánál (2. ábra).

2. ábra: Az USA főbb makrogazdasági mutatóinak és a Fed kamatcéljának alakulása



Megjegyzés: *2009 és 2015 között a Fed kamatcélja a „zéró alsó küszöbbe” ütközött, ezért a valós piaci kamatszintet számos kutató ún. árnyékkamat-modellel jellemezte, mivel az árnyékkamat negatív értéket is felvehet. Az elemzés során a Wu és Xia által számolt árnyékkamatot alkalmaztuk.

Forrás: Bloomberg

A korábbi monetáris szigorítások kezdetekor bár a munkanélküliségi ráta még nem minden esetben érte el a természetes ráta becsült szintjét, **a feszebbé váló munkaerőpiac az inflációgerjesztő bérnyomás miatt kockázatot jelenthetett.** A munkanélküliség kedvező alakulásán kívül a kamatemelési ciklusok mögött az infláció vagy a gazdasági növekedés erősödésére vonatkozó várakozások is meghúzódhattak.

A jelenlegi kamatemelési ciklus esetében a válságot követő éveknél érdemben erősebb dollárárfolyam csillapíthatja az egyre feszebb munkaerőpiac inflációnövelő hatását, ami alátámasztja a korábbiaknál kevésbé meredek kamatemelési pályát. **Az óvatosságot az is indokolhatja, hogy amikor a Fed korábban két alkalommal a mostani ciklus indításakor is jellemző 2 százalékos alatti GDP növekedés mellett szigorító lépéseket indított, akkor ezeket recesszió követte.**

A hozamemelkedésen túl vegyes volt a kamatemelések hatása az amerikai piacokra
A négy ciklus, bár a hozam kiinduló és záró szintjeiben, illetve időtartamban érdemben eltértek, **kamatelési intenzitásuk nagyon közel volt egymáshoz** (havi átlagban 15-25 bázispont között szóródott).

Bár a Fed kamatemelése esetén dollár-erősítő hatás valószínűsíthető, **a dollár mégis csak két ciklusban erősödött az európai devizákkal szemben** (nagyjából hasonló mértékben, 13 százalékos). Ezzel szemben az **1994-es emelésnél közel ugyanennyit gyengült** a teljes ciklus alatt, míg **2004-2006 között kissé leértékelődött.** A devizák szélesebb körével szemben vizsgálva a dollár csak az 1999-es időszakban értékelődött fel nominálisan, ugyanakkor a **mostani ciklusban megfigyelt érdemi dollár-erősödéshez képest** relatív mérsékeltek voltak a korábbi elmozdulások.

A tőzsdeindexek tekintetében egységesebb volt a kép: az **1994-ben indult cikluson kívül mindegyik esetében emelkedett az S&P500 indexe,** a legelsőnél közel 21, az 1999-es és 2004-es ciklusnál nagyjából 8-10 százalékos (1. táblázat). Ugyanakkor minden ciklus esetében megtört a korábbi emelkedési trend, és kisebb növekedési ütemet mutattak a tőzsdék, mint közvetlenül a restriktív előtt. Ez nagyjából megfelel a várakozásnak, hiszen a kamatemelés erőteljes növekedési kilátásokra utalhat, amelyek a tőzsde emelkedése irányába hatnak, másrészt viszont a szigorítás épp a túlfűtöttség, eszközár-buborékok megelőzését is szolgálhatta, ami viszont visszafogott emelkedést indukált. **1994-ben azonban a meglepetésszerű emelés és a kevésbé robusztus növekedési kilátások miatt romló piaci hangulat indokolhatta a tőzsdeindex kezdeti csökkenését,** és az időszak alatt összességében mutatott stagnálását.

1. táblázat: Fed kamatemeléseinek hatása az amerikai piacokra

	1988/1989	1994/1995	1999/2000	2004-2006
Emelés mértéke összesen (bp)	330	300	175	425
Havi átlagos emelés (bp)	24,1	24,9	16,4	17,5
Dollár felértékelődése (%)	13%	-11%	13%	-3%
S&P emelkedése (%)	21%	0%	8%	10%
2 éves hozam változása (%)	2,1%	3,4%	1,2%	2,4%
10 éves hozam változása (%)	0,9%	1,9%	0,4%	0,5%

Megjegyzés: A dollár árfolyama az euróval/ EU-s devizakosárral szemben. A hozamok az állampapír-hozamok változását jelzik, százalékpontban

Forrás: Bloomberg

Bár az állampapírhozamok mind a négy ciklusban egyértelműen emelkedtek, az jobban érintette a rövidebb futamidejű Treasury papírokat (a 2 éves hozam 115-340 bázisponttal emelkedett), mint a hosszabbakat (a 10 éves hozam elmozdulása 40-200 bázispont között változott). Ennek háttérében az amerikai gazdasággal kapcsolatos hosszú távú várakozások állhattak: míg a rövid futamidőknél a monetáris politikai lépések a finanszírozás megdrágulását okozták, a hosszabbaknál döntően a makrogazdaság egészével kapcsolatos várakozások meghatározók, és a rövid távú emelkedést az üzleti ciklus egy későbbi szakaszában az infláció várt mérséklődése tompíthatja.

Az 1994-es meglepetésszerű emeléssel induló ciklus a kommunikáció fontossága szempontjából tanulságos, hiszen a rövid hozamok mellett akkor a hosszú hozamok is látványosan megugrottak. A jelenlegi ciklus ebből a nézőpontból tekintve jobban előkészített, hiszen a rövid hozam egy százalékpont körüli emelkedése összhangban van a kamatemelésekkel, viszont a tízéves lejáraton kisebb mértékű volt a hozamemelkedés.

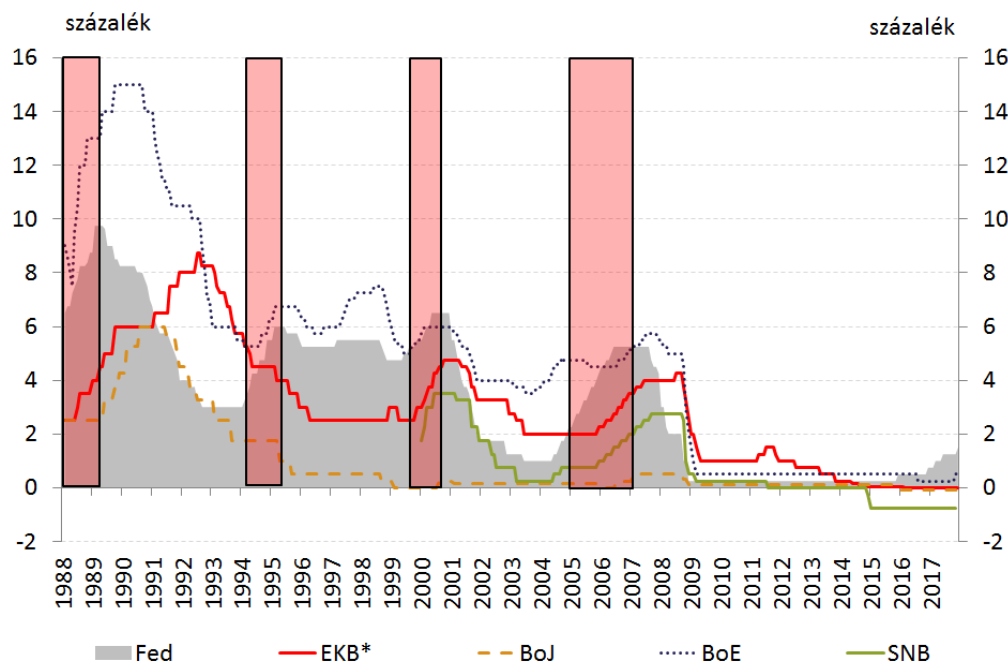
A korábbinál kevésbé szinkronizált a meghatározó jegybankok monetáris politikája

Az elmúlt évtizedekben a globalizálódás következtében a gazdaságok pénzügyi integráltsága fokozatosan növekedett, illetve a **meghatározó jegybankok monetáris politikája is egyre szinkronizáltabbá vált.**

A Fed legutóbbi kamatemelési ciklusainak idején a fejlett országok többsége szintén szigorítani kezdett a monetáris kondíciókon (3. ábra). Kivételt egyrészt a már említett 1994-es ciklus jelentett, illetve a japán jegybank a tartós deflációs kockázatok miatt az utóbbi ciklusok során már nem reagált. Összességében tehát a meghatározó jegybankok többsége a korábbi ciklusok során a Fed szigorításával szinkronizáltan reagált. **Jelenleg viszont a fejlett gazdaságok többségében, a továbbra is a célzott szintnél**

lényegesen alacsonyabb inflációs környezetben, a már közel két éve tartó Fed ciklus ellenére **lényegében nem került sor monetáris restrikcóra** (kivételem a Bank of England 2017. novemberi eleji 25 bázispontos kamatemelése).

3. ábra: A meghatározó jegybankok kamatemelési ciklusai



Megjegyzés: *1998. december előtt a német alapkamat alakulása.

Forrás: Bloomberg

Tehát a korábbi ciklusoktól eltérően kevésbé szinkronizált a meghatározó jegybankok monetáris politikája, ugyanis a válságot követően az **eltérő ütemű kilábalás** (államadósság-pálya, bankrendszeri és munkaerő-piaci reakciók) hatására a **globalizációs hullám okozta gazdasági integráltságban korrekció következett be.**

A Fed kamatemelések globális gazdasági és pénzpiaci hatásait tehát mérsékelheti a japán és az európai jegybankok laza monetáris politikája. A korábbi ciklusokban nem alkalmazott mennyiségi lazítások különböző intenzitású visszavonása szintén növelheti a meghatározó jegybankok irányultságának eltérését, így összességében azok globális hatásai kevésbé jelezhetők előre.

Viszonyítási pontként a nehéz előrejelezhetőség miatt mindenképpen érdemes áttekinteni, hogy **a korábbi Fed ciklusok milyen hatással jártak a feltörekvő országokra.** Ezt cikksorozatunk következő részében mutatjuk be.