

## Miért nem okozott drámát a feltörekvő piacokon a Fed szigorítása? (2.)

*A várakozásokkal szemben nem kísérte a 2013-as „taperinghez” hasonló feltörekvő piaci turbulencia a Fed eddigi kamatemeléseit, ami mögött a Fed óvatosabb kommunikációja és stratégiája állhat. A 2008-as válság óta növekvő befektetői differenciálás és az EKB továbbra is laza monetáris politikája miatt pedig a szűkebb régióknak az átlagosnál még kevésbé volt érintett.*

*Cikksorozatunkban az amerikai jegybank monetáris politikájának más meghatározó jegybankokkal való összehangoltságát, valamint a feltörekvő és azon belül a hazai piacokra gyakorolt potenciális hatásait vizsgáljuk. Első cikkünkben a korábbi ciklusok amerikai piacokra gyakorolt hatása mellett kitérünk arra is, hogy ezt mennyire befolyásolhatta a Fed más meghatározó jegybankokkal való összehangoltsága. Második cikkünkben a kamatemelések feltörekvő országokra jellemző piaci reakciókat mutatjuk be, mind a szakirodalom által valószínűsített, mind pedig a tényleges hatásokat.*

### Fed kamatemelés az elméleti hatások szerint negatívan hat a feltörekvő piacokra

Az elméleti szakirodalom alapján **az amerikai monetáris szigorítás több csatornán is negatívan hathat** a hazánkhoz hasonló kis, nyitott, feltörekvő országok pénz- és tőkepiacaira.

- A nemzetközi befektetőknek vonzóbbá válik az amerikai tőkepiac, így csökkenthetik feltörekvő kitettségeiket, ami **a hozamok emelkedését és a részvényindexek esését okozhatja**. A tőkekivonás pedig a feltörekvő devizákra is nyomást helyezhet, mely lebegő árfolyam esetén **árfolyamgyengülést indukálhat**.
- A magasabb amerikai hozamok, illetve az erősödő deviza **a dollárban eladósodott országok számára megnehezíti az adósságszolgálat teljesítését**, növeli az adósság-fenntarthatósági kockázatokat. A magánszektorbeli devizaadósok esetleges nemfizetési problémája a bankok tőkehelyzetét erodálhatja.
- **A devizában eladósodott országok sérülékenyebbek**, így érzékenyebben reagálhatnak a pénzügyi sokkokra.

- **A külkereskedelemre is kedvezőtlenül hathat a Fed kamatemelése, a lassuló amerikai és globális gazdasági környezet kisebb importigényén keresztül. Ugyanakkor ezt ellensúlyozhatja a dollár felértékelődése miatt a feltörekvő országok növekvő versenyképessége.**
- Végül a feltörekvő országokban a belső kereslet is mérséklődhet rövidtávon: a kedvezőtlen pénzügyi piaci reakciók és a globális növekedés várt mérséklődése miatt **csökkenő gazdasági bizalomra reagálva a belföldi szektorok is visszafoghatják keresletüket**, ami tovább gyengítheti a növekedési kilátásokat.

**A stilizált tények szerint viszont a múltbeli kamatemelések hatása mérsékelt volt a feltörekvő piacokon**

**A korábbi négy Fed emelési ciklusban a feltörekvő devizák, részvényindexek, kötvényindexek vegyesen alakultak, tehát az elméletileg várt negatív hatás nem jelentkezett egyértelműen (1. táblázat). A részvény- és kötvényindexek csak az 1994-es, meglepetésszerű emelési ciklusban csökkentek, a feltörekvő devizaárfolyamok leértékelődése ugyanakkor többségében (a 2004-2006 cikluson kívül) bekövetkezett.**

*1. táblázat: A Fed kamatemelésének hatása a feltörekvő országokra*

|                                   | 1988/1989 | 1994/1995 | 1999/2000 | 2004-2006 |
|-----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Feltörekvő devizák leértékelődése | 13%       | 37%       | 10%       | -3%       |
| Forint leértékelődése             | -         | 9%        | 19%       | 8%        |
| Feltörekvő kötvényindex           | -         | -22%      | 14%       | 25%       |
| Magyar kötvényindex (MAX)         | -         | -         | 17%       | 21%       |
| Feltörekvő részvényindex          | 68%       | -20%      | 9%        | 74%       |
| BUX index                         | -         | -37%      | 36%       | 69%       |

Megjegyzések: 30 feltörekvő deviza átlagos változása, ahol a pozitív érték a feltörekvő devizák leértékelődését jelenti. A feltörekvő kötvényindex a JPM EMBI+ Total Composite indexének, míg a feltörekvő részvényindex az MSCI indexének változása az időszakban. A hazai kötvények árfolyamváltozását a MAX index százalékpontos elmozdulása jelzi.

Forrás: Bloomberg

A nyers adatokat ugyanakkor több okból is óvatosan kell elemezni. **A valós Fed hatás akár lényegesen nagyobb lehet, ha figyelembe vesszük, hogy az sok esetben nem egyidejűleg fejt ki hatását a piacokon.**

- **A hatás egy része megelőzheti a döntést**, ha a piac a döntésre utaló jeleket beárazza (ahogyan történt a 2013-ban a 'tapering talk' esetében).
- **Arra is van példa, hogy a hatás lényegesen megkésve jelentkezik**: 2005-ben például a 'Greenspan conundrum' esetén a rövidkamatok jelentős emelése sokáig az amerikai hosszú hozamokat is érintetlenül hagyta.
- További probléma, hogy **a Fed döntései nemcsak okai, hanem következményei is lehetnek a feltörekvő piaci eseményekkel is összefüggő kockázati prémium elmozdulásnak**, vagyis a kapcsolat kétirányú is lehet. A 2007-2008-as válság eseményei például együttesen járultak hozzá a feltörekvő piaci kockázati prémiumok megugrásához és a Fed kamatcsökkentéséhez. Hasonlóképp, részben az ázsiai válság tovagyrűző hatása és az LTCM bukása indított el 1998-ban egy kisebb kamatcsökkentési ciklust.

Bár a kilencvenes és kétezres években **több feltörekvő piaci válság** is kibontakozott, ezek **kialakulásában általában a Fed kamatpolitika csak közvetett szerepet játszott**. Az időszakban látott, négy jelentősebb feltörekvő piaci válság közül csak a mexikói válság köthető a Fed kamatpolitikához, bár az amerikai hozamemelkedés csak az egyik tényezője volt a válság kialakulásának. A többi három kiemelkedő eset (ázsiai válság (1997-1998), orosz válság (1998), argentin válság (2002)) nem közvetlenül a Fed kamatemelési ciklusok idején történt, így ezeknek a kamatemelési periódusoknak ezen válságok kialakulásában feltehetően kevés közvetlen szerepe lehetett.

## **A közelmúlt elemzései alapján az amerikai kamatpálya emelkedése erőteljes, de régióként differenciált tőkekivonást indukálhat**

Empirikus kutatások szerint **a relatíve kisebb sérülékenységgel, kedvezőbb makro-gazdasági fundamentumokkal rendelkező országok kisebb arányban váltak érintetté a fejlett piaci sokkok tovagyűrűzése során.** Emellett a pénzügyi rendszer mélysége és a hatékony makroprudenciális eszközök alkalmazása is ellentétes hatást fejtett ki. (Prachi et al. 2014; Ahmed et al. 2015) **Néhány elemzés ugyanakkor arra az eredményre jutott, hogy a pénzügyi rendszer mélysége inkább erősítheti a tőkekivonást:** a befektetők a likvidebb piacokról vonják ki tőkéjüket először, így őket jobban érintik a portfólió-átrendezések. (Eichengreen-Gupta, 2014; Aizenman et al. 2014)

A kutatások másik fontos megállapítása, hogy a kilencvenes évek válságaitól eltérően, **2008 óta a fejlett piaci tényezők erősebben hatnak a globális tőkeáramlásokra,** és a befektetők országok közötti differenciálása is inkább az utóbbi tíz évre jellemző. Ez egybe esik a feltörekvő országokban egyre fejlettebb intézményi háttér kialakulásával, ami lehetővé teszi, hogy részletesebb és megbízhatóbb adatok alapján allokálják a tőkét. Másrészt összhangban vannak a 2013. májusi taperinget követő időszakban tapasztaltakkal is.

Általánosan elfogadottnak vélt nézet, hogy a fejlett jegybankok, különösen az **USA irányadó kamatának emelkedése a feltörekvő piacokról tőkekivonást, míg annak csökkenése tőkebeáramlást indukál.** Ugyanakkor egyes szerzők felhívják a figyelmet, hogy ez az ok-okozati viszony nem mindig érvényesül: Clark et al. (2016) rámutat, hogy **a 2010 óta feltörekvő tőkebeáramlás mérséklődése elsősorban a feltörekvő gazdaságok gyenge növekedésének és a csökkenő olajáraknak volt tulajdonítható,** nem pedig a fejlett országok kamatpolitikájának, hiszen azok laza monetáris politikájának inkább támogatnia kellett volna a feltörekvő tőkeáramlást. Az IMF (2016) vizsgálata is abba az irányba mutat, hogy a feltörekvő országokba történő tőkebeáramlás lelassulását 2010 után sokkal inkább a fejlett és feltörekvő országok reál GDP-növekedése közötti különbség mérséklődése magyarázza, amely ellensúlyozta a kockázatvállalási kedv javulása miatti beáramlást.

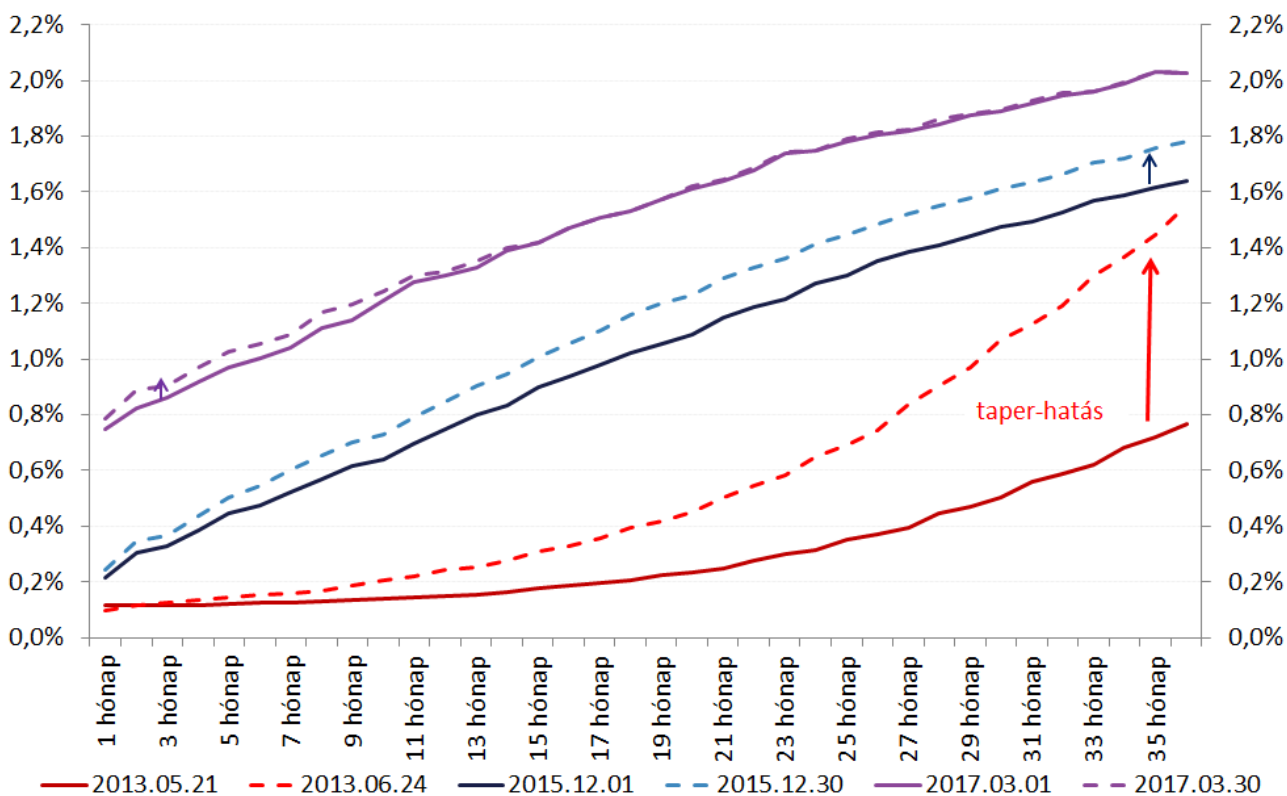
Egy Fed-tanulmány (Ahmed and Zlate, 2013) pedig arra a következtetésre jut, hogy a Fed rendkívül laza, nem konvencionális monetáris politikája önmagában a tőkeáramlások mennyiségét nem befolyásolta, habár összetételüket a portfólióáramlások irányába toltta el. Fratzscher et al. (2012) szerint az amerikai monetáris lazító intézkedések relatív értelemben csak kis mértékben magyarázzák a feltörekvő országok felé irányuló tőkeáramlásokat 2007-2011 között, ugyanakkor rámutat, hogy a Fed politikája felerősítette a válság alatt és után a tőkeáramlások prociklikusságát.

**A kamatpályájára vonatkozó várakozások megváltozása viszont szignifikáns kapcsolatban áll a feltörekvő tőkeáramlásokkal (Koepeke, 2015). Egy 1 százalékpontos elmozdulás a 3 évre előrettekintő kamatpályára vonatkozó várakozásokban a feltörekvő portfólió-áramlásokban becslések szerint nagyjából 15 milliárd dolláros csökkenést okoz, ami a feltörekvő kötvényekbe fektetett tőke 2016 végi állományának nagyjából 2,5 százalékát teszi ki. Ugyanakkor a tőkeáramlások Koepeke vizsgálata alapján aszimmetrikusak, a szigorítás irányú elmozdulások sokkal nagyobb tőke-mozgással jártak, mint a lazább irányúak.**

## A kötvényáramlások kevésbé a tényleges emelésekre, inkább az amerikai monetáris politika várt szigorítására reagáltak

Különösen fontos a befektetők számára a Fed előretekintő iránymutatása, illetve a kamatközleményből kiolvasható, kamatpályára vonatkozó üzenetek irányultsága. A jelenlegi ciklus régóta várt, jól előkészített kommunikáció mellett végbement, a piacokon előre beárazott kamatemelések a várt kamatpályára jóval mérsékeltebb hatással voltak, mint a meglepetésszerű, előkészítés nélküli szigorításra tett utalás 2013-ban. (1. ábra)

1. ábra: A piaci árazás (Fed Funds futures) alapján a következő 3 évre várható amerikai kamatpálya 2013 közepén, valamint 2015 végén és 2017 elején

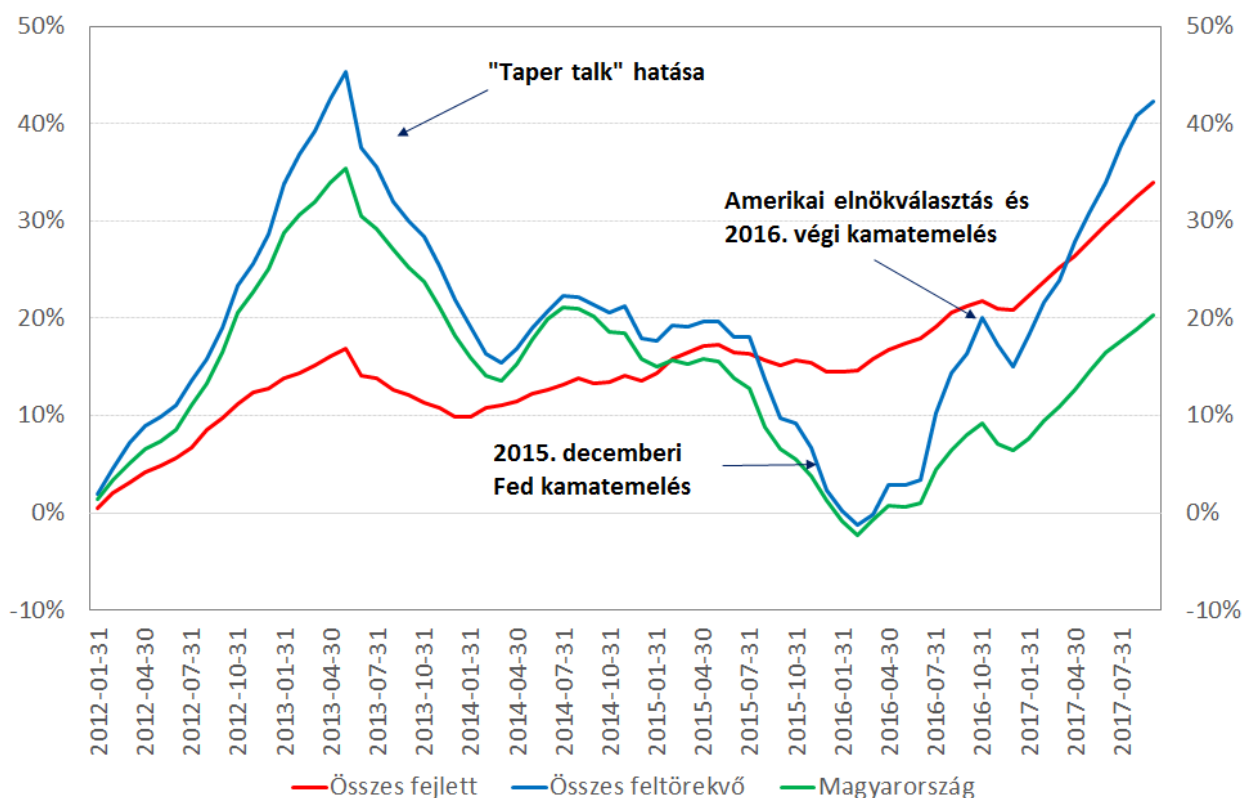


Forrás: Bloomberg.

Az EPFR kötvényáramlási adatai is azt a hipotézist támasztják alá, hogy az előkészítettségük miatt **nem a közelmúltbeli (2015 és 2017. június közötti) négy, 25 bázispontos Fed-kamatemelés volt a legnagyobb hatással a feltörekvő piacokra**, még a 2016 végi elnökválasztást követő piaci volatilitással együtt sem. **Sokkal dominánsabb hatása volt a 2013-as „taper talk”-nak**, amikor a Fed az eszközvásárlási programjának csökkentésével kapcsolatosan váratlanul kommunikált. 2013 júniusában a fejlett kötvényekből 82, a feltörekvő kötvényekből 20 milliárd dollárnyi tőke távozott, egy

részük feltehetően a fejlett részvényekbe; **ilyen mértékű havi tőkekiáramlásra sem előtte, sem azóta nem volt példa.** Ha a kezelt tőkéhez viszonyítva vizsgáljuk a kiáramlást, a 2011. végi eszközállomány arányában a feltörekvő kötvényekből négyszer akkora tőke távozott egy hónap alatt, mint a fejlett piacokról, és a kumulált kiáramlás 2013 során folyamatos volt mindkét kötvénypiaci szegmensből. Ugyanakkor **2016 végétől – a Fed kamatemelési ciklusa ellenére is – szinte töretlen volt a feltörekvő piaci tőkebeáramlás,** amelyet alacsony volatilitás, a kötvénypiaci kockázati indikátorok érdemi csökkenése, és általánosságban erős globális kockázatvállalási hajlandóság kísért, és amelyhez a dollár 2017-ben megfigyelt gyengülése is hozzájárulhatott.

2. ábra: A fejlett és feltörekvő kumulált kötvényáramlások alakulása 2012 óta (a 2011 végi eszközállomány arányában)



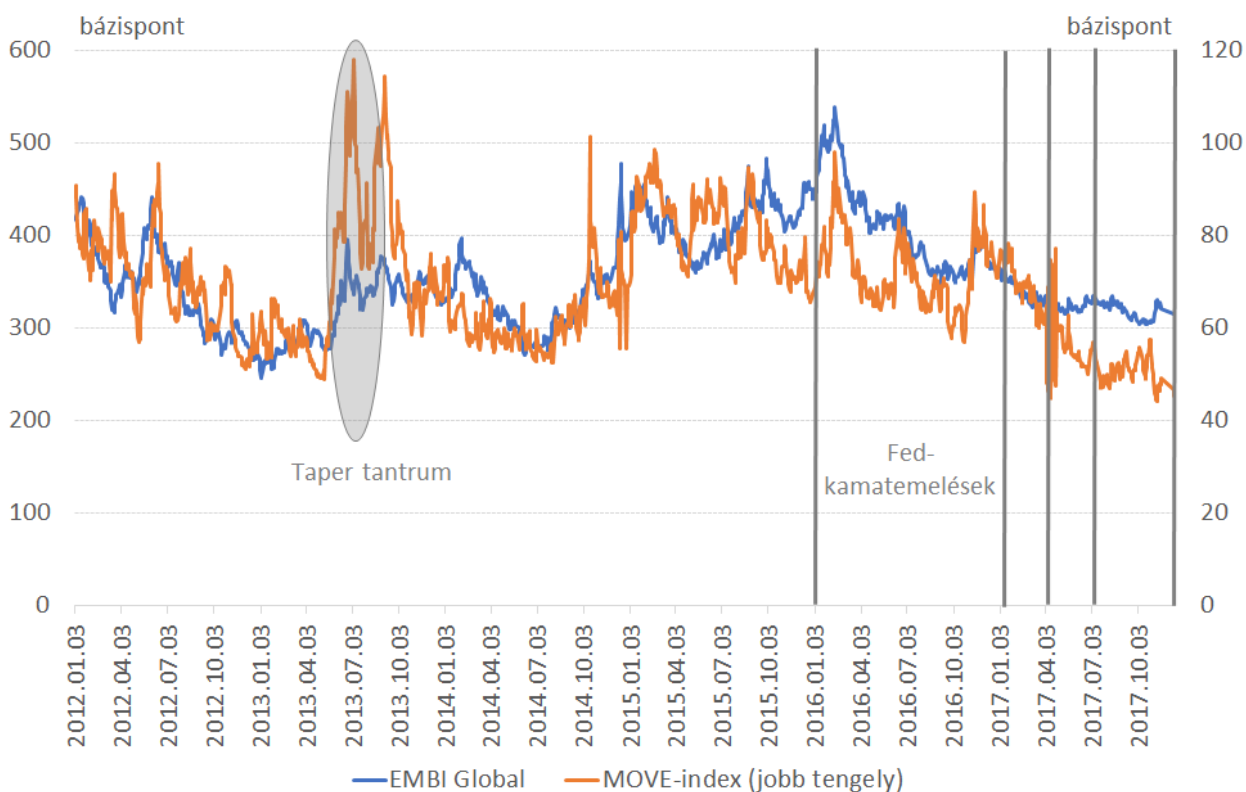
Forrás: EPFR.

A 2013-as tapasztalatból kiindulva elképzelhető, hogy a meredekebb amerikai kamatpálya irányába elmozduló várakozások jelentősebb tőkekivonulást indukálnak. Ugyanakkor, épp a tapering bejelentése óta eltelt több mint 4 év alapján, a közeljövő kamatemelései mind mértékükben, mind kommunikációjukban várhatóan óvatosabbak lesznek. A döntéshozói nyilatkozatok is az emelés fokozatosságát hangsúlyozzák az elhamarkodott kamatemeléssel szemben. Szintén ebbe az irányba mutat, hogy **más meghatározó jegybankok (EKB, japán jegybank) elkötelezettek a monetáris**

**kondícióik lazán tartása mellett.** Hazánkban és a többi régiós országban az erősödő növekedést, a kedvező fundamentumokat és a csökkenő sérülékenységet a befektetők önmagában kedvezően értékelik, ami ugyancsak mérsékli egy tőkeáramlás kockázatát. Ezek alapján, valamint az országok közötti differenciálás erősödése következtében **a kelet-közép-európai országok, illetve a távol-keleti feltörekvő országok nagy valószínűséggel kevésbé lesznek érintettek a Fed váratlan szigorítása esetén,** mint a latin-amerikai országok. A régiók közötti befektetői differenciálás hatásait cikksorozatunk harmadik részében mutatjuk majd be.

A kockázati mutatók alakulása is azt támasztja alá, hogy a kommunikációjukban jól előkészített tényleges Fed-emelések egyáltalán nem okoztak turbulenciát a kötvénypiacokon, szemben a 2013-as taper-nyilatkozattal.

3. ábra: A kötvénypiaci kockázati mutatók alakulása



Forrás: Bloomberg



## Felhasznált irodalom

**Shaghil Ahmed - Brahim Coulibaly - Andrei Zlate (2015):** International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals? Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers 1135.

**Shaghil Ahmed – Andrei Zlate (2013):** Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?, Fed International Finance Discussion Papers No. 1081., 2013. június.

**Barry Eichengreen – Poonam Gupta (2014):** The impact of expectations of reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets, World Bank Policy Research Working Paper no. 6754.

**Boris Hofmann – Előd Takáts (2015):** International monetary spillovers, BIS Quarterly Review, 2015. szeptember.

**Marcel Fratzscher – Marco Lo Duca – Roland Straub (2012):** A GLOBAL MONETARY TSUNAMI? ON THE SPILLOVERS OF US QUANTITATIVE EASING, CEPR Discussion Paper No. 9195, 2012. október.

**John Clark, Nathan Converse, Brahim Coulibaly, and Steve Kamin (2016):** Emerging Market Capital Flows and U.S. Monetary Policy, Fed International Finance Discussion Paper Note, 2016. október.

**Colin Gray (2013):** Responding to a monetary superpower: investigating the behavioral spillovers of US monetary policy, Atlantic Economic Journal, 2013. június

**David Bowman – Juan M. Londono – Horacio Sapriza (2014):** U.S. Unconventional monetary policy and transmission to Emerging Market Economies, Fed International Discussion Papers, No. 1109.

**Előd Takáts – Abraham Vela (2014):** International monetary policy transmission, BIS Papers, 2014. augusztus.

**International Monetary Fund (2016):** World Economic Outlook, Chapter 2, Understanding the Slowdown in Capital Flows to Emerging Markets, 2016. április.

**Jiaqian Chen - Tommaso Mancini-Griffoli - Ratna Sahay (2014):** Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? IMF Working Paper Series no. 240.

**Maurice Obstfeld (2015):** Trilemmas and trade-offs: living with financial globalisation, BIS Working Papers, 2015. január.

**Frederic Mishkin (1999):** Lessons from the Tequila Crisis, Journal of Banking & Finance 23 (1999).

**Robin Koepke (2015):** Fed Policy Expectations and Portfolio Flows to Emerging Markets, Institute of International Finance, 2015. július.

**Sebastian Edwards (2015):** Monetary policy independence under flexible exchange rates: an illusion? The World Economy, 2015. május.

*Szerkesztett formában megjelent a Portfolo.hu oldalon 2017. december 21-én.*