



MNB Háttér tanulmányok

2003/3

Barabás Gyula (szerk.)

A FELÉRTÉKELŐDÉSI SPEKULÁCIÓ KEZELÉSE

2003. május

Online ISSN: 1587-9356

Készítette: Balogh Csaba, Barabás Gyula, Czeti Tamás, Erhart Szilárd, Érsek Zsolt, Kármán András, Kóczán Gergely, Rékási Róbert

Barabás Gyula, Pénzpolitikai főosztály

E-mail: barabasgy@mnb.hu

Az MNB Háttér tanulmányok sorozatban a Magyar Nemzeti Bank monetáris döntéshozatalához kapcsolódó közgazdasági elemzéseket hozzuk nyilvánosságra. A sorozat célja növelni a monetáris politika átláthatóságát. Így az előrejelzési tevékenység technikai részleteit is ismertető tanulmányokon túl közzé teszünk a döntés-előkészítés során felmerülő közgazdasági kérdéseket tárgyaló háttéranyagokat is. A kiadvány csak elektronikus formában kerül publikálásra.

Az elemzések a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe az MNB hivatalos véleményével.

Magyar Nemzeti Bank

1850 Budapest

Szabadság tér 8-9.

Tel: 428-2600

<http://www.mnb.hu>

Tartalomjegyzék

| | |
|--|-----------|
| Összefoglaló | 2 |
| Előzmények | 5 |
| <i>Inflációt növelő költségvetési és jövedelempolitika</i> | 5 |
| <i>Szigorú monetáris politika</i> | 5 |
| <i>Az ír népszavazást követő időszak</i> | 6 |
| <i>Közvetlen előzmények</i> | 7 |
| A felértékelődési spekuláció | 8 |
| <i>A spekuláció okai</i> | 8 |
| <i>A spekulatív támadás: 2003. január 15-16.</i> | 9 |
| <i>Gyors jegybanki intézkedések</i> | 11 |
| <i>A spekulánsok által alkalmazott eszközök</i> | 12 |
| A konszolidáció | 13 |
| <i>Sávon belüli euró-eladás</i> | 14 |
| <i>A spekulatív tőke kiáramlása</i> | 16 |
| <i>Új helyzetben a monetáris politika</i> | 18 |
| <i>Az eszköztár visszaállítása</i> | 19 |
| <i>Az eszköztár visszaállítását követő piaci műveletek</i> | 19 |
| Piaci folyamatok | 20 |
| <i>Árfolyam-alakulás</i> | 20 |
| <i>Hozamalakulás</i> | 21 |
| <i>A likviditási helyzet</i> | 24 |
| A felértékelési spekuláció mérlege – tanulságok | 28 |
| <i>Nyertesek és vesztesek</i> | 28 |
| <i>A pénzügyi rendszer stabilitása</i> | 29 |
| <i>Monetáris politikai következtetések</i> | 29 |

Összefoglaló

Előzmények

2002-ben az infláció alakulását befolyásoló tényezők közül a költségvetési politika és a jövedelem-politika lényegesen eltért attól a pályától, amire az év elején számítani lehetett. Az államháztartás kereslet-növelő hatása meghaladta a GDP 4 százalékát, ami nemcsak az év elején – az államháztartási törvény alapján – prognosztizált értéknél, hanem a kormány 2002. augusztusi Középtávú Gazdaságpolitikai Programjában tervezett mértéknél is lényegesen nagyobb. Ugyanakkor a vállalati szektor béremelései is csak lassan alkalmazkodtak a csökkenő inflációhoz és a bérek növekedési üteme lényegesen meghaladta a termelékenység bővülését.

Az MNB-nek szigorú monetáris kondíciókat kellett fenntartania azért, hogy a költségvetési és jövedelem-politika erőteljes inflációs hatása ellenére ne alakuljon ki a meghirdetettől lényegesen eltérő inflációs pálya, és ne forduljon vissza a 2001 májusában megindult dezinflációs folyamat. Az MNB 2002 októberéig viszonylag erős szinten 240 és 245 forint/euró között kívánta tartani a forint árfolyamát és az árfolyam-gyengülés elkerülése érdekében két 50 bázispontos kamatemelést is végrehajtott.

A jegybank azonban nem kívánta a költségvetési expanzió és a gyors bérnövekedés inflációs hatását *teljes mértékben* ellensúlyozni. Az MNB az inflációs célok hitelessége érdekében fontosnak tartotta, hogy a célokat a mindenkor Kormány is támogassa, ezért 2002 júliusában módosította a 2003-as inflációs célt és a Kormány Középtávú Gazdaságpolitikai Programjával összhangban álló inflációs célt hirdetett meg 2004 decemberére.

2002 őszén kiderült, hogy a költségvetési expanzió és a bérek növekedési üteme az augusztusban prognosztizáltnál is számottevően nagyobb lesz, és a 240-245 forint/eurós árfolyamszint még a módosított inflációs célok eléréséhez sem elegendő. Ezért az MNB kamatpolitikájával nem kívánta megakadályozni a forint árfolyamának ír népszavazás után megindult erősödését. Mind a módosított 2003-as, mind pedig a 2004-es inflációs cél elérése sávszél közeli árfolyamszintet tett szükségessé, ezért az MNB csak két kisebb kamatcsökkentést hajtott végre.

Az árfolyam erősödésével párhuzamosan fokozódott a jegybankra nehezedő nyomás, hogy az MNB jelentős mértékben csökkentse irányadó kamatát. Többen az inflációs célok feladását, illetve ismételt módosítását szorgalmazták. Az adott helyzetben a nagymértékű kamatcsökkentés aláásta volna az inflációs célok hitelességét, és az inflációs várakozások emelkedésén keresztül veszélybe sodorhatta volna a dezinflációs folyamatot. Ezzel szemben a jegybank által folytatott kamatpolitika demonstrálta az MNB dezinfláció iránti elkötelezettségét, ami különösen fontos volt az ár- és beralakulások szempontjából kiemelkedő jelentőségű december-januári időszakban.

Az árfolyam október 19-e utáni erősödését a külföldiek hosszú futamidejű állampapírok iránti kereslete okozta. Jelentős összegű spekulatív tőke beáramlására egészen január 15-éig nem került sor. A külföldiek állampapír-állományának növekedése a jegybank decemberi kamatcsökkentését követően megállt, az árfolyam a sáv erős szélének közelében stabilizálódott. Bár az ERM-II árfolyamrendszerbe történő közeledő belépés miatt a piaci szereplők egy része már 2003 végére is az

árfolyamsáv szélénél erősebb árfolyamot várt, a piaci folyamatok egyáltalán nem utaltak arra, hogy rövidtávon felértékelődési spekulációra kerülhet sor.

A spekulatív támadás

Az MNB 2003. január elején készen állt arra, hogy ha intervencióra kerül sor, addig csökkentse a kamatait, amíg biztosítható nem lesz, hogy az árfolyam a sáv erős szélének közelében marad, de nem kerül sor túl nagy mértékű intervencióra. Január 15-én és 16-án azonban rendkívül erős felértékelési spekulációval szembesült a jegybank. Két nap alatt külföldi spekulánsok nagy összegű forintvásárlásai miatt az MNB-nek 5,3 milliárd euró értékben kellett eurót vásárolnia.

A sávszélhez közeli árfolyam a piac egyes szereplőit arra indította, hogy megpróbálkozzanak a sáv eltolásának kikényszerítésével. A spekulatív támadás nem a kamatkülönbözet kihasználására irányult, hanem az árfolyamsáv eltolására. A spekulációra sem az MNB, sem más nem számított, nem is számíthatott, mivel a spekuláció sok tekintetben irracionális és megalapozatlan volt. A támadás a jegybanktörvény nem megfelelő ismeretéről tanúskodott. A spekulánsok jelentős része azt gondolta, hogy a jegybank a Kormány nélkül dönthet az árfolyamsáv eltolásáról. A beáramlott tőke nagyságrendje pedig önmagában is kétségessé teszi, hogy a spekulatív befektetők összessége valaha is nyereséggel tudta volna eladni megvásárolt forintját.

Az MNB kamatlépéseivel és a jegybanki eszköztár megváltoztatásával rövid idő alatt sikeresen verte vissza a felértékelődési spekulációt. A jegybanki intézkedések meghozatalát követően, január 16-án délután megkezdődött a spekulatív tőke kiáramlása.

Konzolidáció

Amint megkezdődött a spekulatív tőke kiáramlása az MNB nekilátott a spekulatív támadás utáni pénz- és devizapiaci helyzet konszolidálásához. A sávszéli intervenció során kiáramlott többletlikviditást a bankok egynapos betétben helyezték el az MNB-nél, a hozamok csökkenése pedig az átmeneti időszak rövidege miatt nem okozott inflációs nyomást. A jegybanknak sikerült lokalizálnia a spekulatív támadás bankközi piacot ért hatásait: a rövid hozamok ingadozása csak elhanyagolható mértékben terjedt át a hosszú állampapírokra, a banki betétekre és hitelekre. Az MNB devizapiaci jelenlétével az első pillanattól kezdve megteremtette a spekulatív tőke gyors és kontrollált kiáramlásának lehetőségét, hogy az árfolyam esetleges nagymértékű gyengülése se a dezinflációs folyamatot, se a pénzügyi rendszer stabilitását ne veszélyeztesse.

Az MNB kezdetben nyílt intervencióval, később deviza-aukciókkal, végül pedig csendes intervencióval biztosította a spekulatív tőke kiáramlásához szükséges euró kínálatot. Február 24-éig a külföldi spekulánsok pozícióik több mint kétharmadát lezárták, ami lehetővé tette, hogy az MNB visszaállítsa a jegybanki eszköztár spekuláció előtti formáját. A felértékelődési spekuláció során vásárolt euró eladása lassabb ütemben a jegybanki eszköztár helyreállítását követően is folytatódott. Elsősorban a jegybank sávon belüli csendes intervencióinak köszönhetően a spekulatív tőke kiáramlása 2003 májusában véget ért. A január 15-én és 16-án beáramlott spekulatív tőke mintegy több mint hetven százaléka a jegybank

euróeladásain keresztül hagyta el az országot. A külföldi spekulánsok pozícióinak lezárását kisebb részben belföldi szereplők forintvásárlásai tették lehetővé.

A felértékelési spekuláció mérlege – tanulságok

A megalapozatlan spekulációban résztvevő befektetők jelentős veszteséget könyvelhettek el. Mivel az MNB-nek a sávszélénél lényegesen gyengébb árfolyamszinten sikerült mintegy 3,8 milliárd eurót eladnia, a jegybanknál 43 milliárd forintos realizált árfolyamnyereség keletkezett. Ezt a nyereséget a jegybank 2006-tól kezdve, három éven keresztül fogja a költségvetésbe befizetni. A forint árfolyamsávja elleni spekulációt követő piaci folyamatok összességében a bankrendszer nyereségének növekedése irányában hatottak és hozzájárultak ahhoz, hogy a bankszektor 2003 I. negyedévi adózott eredménye több mint 50 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A bankokat kedvezően érintette a hozamok esése és a jutalékokon keresztül a devizapiac megnövekedett forgalma is.

A spekuláció sikeres visszaverése megnövelte az árfolyamrendszer hitelességét. Az MNB a nagymértékű devizavásárlás és a gyors kamatsökkentés végrehajtásával bizonyította eltökéltségét az árfolyamrendszer fenntartása mellett. Ugyanakkor a spekulánsok által elszenvedett árfolyamveszteség világossá tette, hogy a jegybank képes sikeresen kontrolálni egy forint árfolyamsávja elleni felértékelési spekulációt.

Bár a felértékelődési spekuláció bizonytalanságot okozott, a hazai pénzügyi közvetítő rendszer stabilitása a spekuláció és az azt követő hozam- és árfolyam-alakulás hatására nem került veszélybe. A pénzügyi szabályozó környezet prudenciális előírásai és a bankok belső szabályozói eleve alacsony szinten tartották a bankok kockázati kitettségét, ami preventív módon megakadályozta a bankrendszer jövedelmi vagy likviditási helyzetének megingását. A kereskedelmi bankok tehát nem vettek részt a felértékelődési spekulációban, csak közvetítő szerepet játszottak.

A spekulatív támadást követően a jegybank új helyzettel szembesül. Az árfolyamsáv erősebb korlátokat jelent a monetáris politika számára, mint azt korábban gondolni lehetett. Egy újabb felértékelési spekuláció elkerülése érdekében, az MNB-nek nemcsak a sávon belül, hanem az erős sávszéltől kellő távolságra kell tartania a forint árfolyamát. Ez a felértékelődési spekulációt közvetlenül megelőző időszakhoz képest kényszerű monetáris lazítást jelent.

A bértárgyalások és áremelések szempontjából különösen fontos év végi időszakban a forint árfolyama közel volt az árfolyamsáv erős széléhez, ami a korábbi árfolyamerősödés dezinflációs hatását is kedvezően befolyásolta: az elmúlt hónapok inflációs- és béradatai azt mutatják, hogy 2002 végén, 2003 elején felerősödött az erős árfolyam közvetett, illetve a várakozásokon keresztül érvényesülő infláció-csökkentő hatása. A monetáris politika és az árfolyam által leginkább befolyásolható árucsoportokban (iparcikkek, piaci szolgáltatások, feldolgozott élelmiszerek) felgyorsult a dezinfláció. A további infláció-csökkenést segíti, hogy az olajárak csökkentek, a világgazdaság növekedési üteme pedig az előrejelzések szerint 2003-ban is visszafogott marad.

Januárban a felértékelődési spekuláció miatt az MNB-nek el kellett fogadnia egy a korábbinál gyengébb árfolyamszintet. A felértékelési spekuláció óta eltelt időszakban azonban a korábbi monetáris szigorításnak és külső tényezőknek köszönhetően nőtt a 2004-es inflációs cél elérésének valószínűsége, így a 3,5 +/- 1 százalékos inflációs cél 245 forint/euró körüli árfolyamszint mellett is elérhetőnek látszik.

Előzmények

Inflációt növelő költségvetési és jövedelempolitika

A jegybank folyamatosan nyomon követi azoknak a főbb makrogazdasági tényezőknek az alakulását, amelyek az inflációra leginkább hatással vannak. Ezek részben belföldi tényezők (a költségvetési és a jövedelem-politika), részben pedig külső tényezők (olajárak, külföldi befektetők várakozásai, az euró régió inflációja). Azért, hogy az infláció az előzetesen meghirdetett célérték közelében alakuljon és a gazdasági élet szereplőit, a munkavállalókat és a munkáltatókat ne érje költségekkel járó meglepetés, a jegybanknak az inflációt befolyásoló tényezők változásaira reagálnia kell. A jegybank változó környezetre adott válaszlépései biztosítják ugyanis azt, hogy az infláció az előre meghirdetett érték közelében alakuljon.

A 2002-es év a monetáris politika számára komoly kihívásokat hozott, hiszen a főbb gazdasági változók alakulása lényegesen eltért attól, mint amire az MNB az év elején számított. 2002 elején az MNB előrejelzése szerint, mind a 2002. decemberi 4,5 +/- 1 százalékos, mind pedig a 2003 decemberi 3,5 +/- 1 százalékos inflációs cél elérhetőnek látszott 250-255 forint/eurós árfolyamszint mellett.¹

A 2002-es év során a költségvetési és a jövedelem-politika inflációs hatása lényegesen nagyobb lett az év elején vártnál. Az államháztartás kereslet-növelő hatása meghaladta a GDP 4 százalékát, ami nemcsak az év elején – az államháztartási törvény alapján – prognosztizált értéknél, hanem a kormány 2002. augusztusi Középtávú Gazdaságpolitikai Programjában tervezett mértéknél is lényegesen nagyobb.

A vállalati szektor béreinek növekedési üteme is jóval magasabb lett annál, mint amire az MNB számított. Az év elején prognosztizált 9 százalék körüli bérnövekedéshez képest 13 százalék fölötti béremelkedésre került sor. A versenyszektor vállalatai lényegesen magasabb béremeléseket hajtottak végre, mint amit a termelékenység növekedési üteme lehetővé tett volna: a reálbérek 7-8 százalékkal, a termelékenység pedig csak mintegy 2 százalékkal nőtt.²

Az állami költségek és a gyors bérnövekedés hatására a lakosság fogyasztása korábban soha nem látott mértékben, éves szinten közel 9 százalékkal bővült, ami erős árnyelő hatást fejtett ki az év során.

Szigorú monetáris politika

Erős árfolyam, az árfolyam-gyengülést megakadályozó kamatpolitika

Az MNB-nek a költségvetési és a jövedelem-politikában bekövetkezett számottevő mértékű elmozdulásra reagálnia kellett, hogy az infláció 2001 májusában megindult csökkenése nehogy megálljon, visszaforduljon. Ezért az MNB a forint árfolyamát

¹ Mivel a forint árfolyama – az infláció csökkenésében a kamatoknál sokkal fontosabb tényező – az év elején ennél alacsonyabb szintre erősödött, lehetővé vált az irányadó kamat többszöri csökkentése.

² A Monetáris Tanács több közleményében – legelőször 2002. februárjában – is felhívta a figyelmet arra, hogy a vállalati szektor jövedelmezőségét jelentősen rontja, ha a béremelések üteme nem igazodik a mérséklődő inflációhoz.

viszonylag erős szinten, a 240-245 forint/eurós sávban kívánta tartani. Az államháztartási hiánnyal, valamint a folyó fizetési mérleggel kapcsolatos aggodalmak, illetve külső hatások miatt az árfolyam két alkalommal is gyengülni kezdett. Az MNB azonban május 22-én és július 8-án 50-50 bázispontos kamatemelést hajtott végre, és biztosította, hogy az árfolyam ne legyen 245 forintnál tartósan gyengébb.

Az inflációs pálya módosítása

A jegybank azonban nem kívánta a költségvetési expanzió és a gyors bérnövekedés inflációs hatását *teljes mértékben* ellensúlyozni. Az MNB az inflációs célok hitelessége miatt fontosnak tartotta, hogy az inflációs célokat a mindenkori kormány is támogassa, mert a fiskális és a monetáris politika együttműködése esetén az infláció csökkentésével járó átmeneti költségek kisebbek lehetnek. Ezért 2002 júliusában módosította a 2003-as inflációs célt³ és a Kormány Középtávú Gazdaságpolitikai Programjával összhangban 3,5 +/- 1 százalékos inflációs célt hirdetett meg 2004 decemberére. Ez éppen megegyezik a korábbi 2003-as céllal, vagyis az új kormányval történő megállapodás egy a korábbinál lassabb dezinflációs pályát jelölt ki.

Az ír népszavazást követő időszak

A 2002. október 19-i ír népszavazás jelentős változást hozott a forint árfolyamának alakulásában. A népszavazással elhárult az EU-csatlakozás időpontja szempontjából a piaci szereplők, a külföldi befektetők által legkritikusabbnak tekintett akadály. A külföldi ún. *konvergencia-befektetők* számára a magyarországi befektetések kockázata az ír népszavazást követően jelentősen csökkent, az EU-csatlakozás időpontjának bejelentése nyomán pedig tovább mérséklődött. A magyar hozamok tehát a kockázatokhoz képest kedvező megtérülést ígértek a külföldi-befektetőknek. Míg korábban az MNB-nek kamatemelésekkel kellett megakadályozni a forint árfolyamának gyengülését, október 19-e után számottevő tőkebeáramlás indult meg Magyarországra, ami a forint árfolyamának erősödéséhez vezetett. A tőkebeáramlás döntő része a külföldi befektetők hosszú lejáratú állampapír-vásárlásain keresztül történt: a külföldiek állampapír-állománya két hónap alatt 1462 milliárd forintról 1793 milliárd forintra nőtt, ami mintegy 1,4 milliárd eurós beáramlásnak felel meg. A külföldi befektetők által vásárolt állampapírok átlagos futamideje 4,3 év volt. Mindez jól mutatja, hogy ebben az időszakban nem rövid lejáratú, spekulatív tőke beáramlása történt.

Az állampapír-piacra történő deviza-beáramlással párhuzamosan a forint árfolyama az ír népszavazás előtti 245 forint/eurós szintről egy hónap alatt 237 forint/euróig erősödött.

Kiderült, hogy a 2002 augusztusában prognosztizálnál is nagyobb államháztartási hiány és a magasabb bérnövekedés valósul meg 2002-ben, és emiatt a korábban meghatározott 240-245 forint/eurós árfolyam-szint még a módosított inflációs célok eléréséhez sem elegendő. 2002 novemberében az Érdekegyeztető Tanácsban

³ A módosítás előtt a 2003-as inflációs cél 3,5 +/- 1 százalék volt, míg a módosítás után az MNB 4,5% alatti infláció elérésére törekedett. Ez utóbbi lényegében a cél 1 százalékpontos emelését jelentette, hiszen a monetáris kondíciók szigorítására egészen addig nem került sor, amíg a 2003 decemberére vonatkozó előrejelzés nem haladta meg a 4,5 százalékot.

megkötött megállapodás ugyancsak az inflációs előrejelzésben feltételezettnél magasabb bérnövekedést valószínűsített 2003-ra. Ezért az MNB a kamatpolitikájával nem kívánta megakadályozni a forint árfolyamának sávon belüli erősödését, hiszen az közelebb vitte a jegybankot az inflációs célok eléréséhez. A jegybank által november és december közepén végrehajtott két 50 bázispontos kamatsökkentés a forintbefektetések kockázati prémiumának csökkenését követve elsősorban a felértékelődés ütemének lassítására, nem pedig az árfolyam gyengítésére irányult.

Az árfolyam erősödésével párhuzamosan fokozódott a jegybankra nehezedő nyomás, hogy az MNB jelentős mértékben csökkentse irányadó kamatát. Többen az inflációs célok feladását, illetve ismételt módosítását szorgalmazták. Az adott helyzetben a nagymértékű kamatsökkentés aláásta volna az inflációs célok hitelességét és az inflációs várakozások emelkedésén keresztül veszélybe sodorhatta volna a dezinflációs folyamatot. Ezzel szemben a jegybank által folytatott kamatpolitika demonstrálta az MNB dezinfláció iránti elkötelezettségét, ami különösen fontos volt az ár- és béralakulások szempontjából kiemelkedő jelentőségű december-januári időszakban.

Közvetlen előzmények

A jelentősebb befektetési bankok az ír népszavazás után csak a forint lassabb felértékelődésére számítottak, árfolyam-prognózisuk 2003 végéig az intervenciós sávon belül maradt. December elején azonban a befektetési bankok egy része 221-225 forint/euróra, azaz sávon kívüli árfolyamszintre módosította 2003 év végére vonatkozó árfolyam-prognózisát. Az árfolyamsáv középtávú fennmaradásának piaci szereplők által várt valószínűsége tehát csökkent. Egyrészt a jegybank dezinflációs elkötelezettsége és a kitűzött (módosított) inflációs célok az elemzők szerint további felértékelődést tettek szükségessé. Másrészt az elemzők azzal számoltak, hogy már az ERM-II rezsimhez történő csatlakozás előtt sor kerülhet a középárfolyam kiigazítására, ami szerintük csak felértékeltőbb árfolyamot jelenthetett.

A sávhibe csökkenése ellenére a befektetési bankok túlnyomó többsége rövid távon nem tartotta valószínűnek a sáv eltolását, és úgy vélték, hogy az MNB erőteljes kamatsökkentéssel, illetve szükség esetén devizapiaci intervencióval meg fogja védeni a sávot. A jegybank novemberi kamatsökkentése megerősítette az elemzők azon várakozását, hogy az árfolyamsáv megvédése kamatsökkentés útján fog megvalósulni.

Bár november második felétől jelentek meg a sáveltolásra spekuláló derivatív (elsősorban opciós) befektetői pozíciók is, ezek az állampapír-vásárlásokkal ellentétben nem okoztak felértékelődési nyomást a piacon. Piaci információk szerint ezek a pozíciók jellemzően 6-12 hónapos időhorizontra vonatkoztak, vagyis nem utaltak rövid időn belül bekövetkező felértékelődési spekulációra.

Az ír népszavazást követően a jegybank és a Kormány számos alkalommal kiállt az árfolyamsáv fenntartása mellett. A jegybankelnök, a pénzügyminiszter és a miniszterelnök nyilatkozatai lassították az árfolyam-erősödés ütemét.

Az MNB december 16-i fél százalékos kamatsökkentését követően a tőkebeáramlás lelassult. A külföldiek állampapír-állománya január 15-éig 1800 milliárd forint körüli szinten ingadozott, az állomány növekedése megállt. A forint árfolyama az intervenciós sáv erős szélének (234,69 forint/euró) közvetlen közelében stabilizálódott. Január elején semmi sem utalt arra, hogy a sáveltolás várt időpontja

korábbra tolódott volna, sőt a derivatív termékek ára még a korábban vártnál is későbbi időpontot valószínűsített.

Mivel mind a módosított 2003-as, mind a 2004-es inflációs cél elérése az intervenciós sáv erős szélé közelében ingadozó árfolyamot tett szükségessé az MNB nem csökkentette tovább irányadó kamatát. Az MNB érzékelte, hogy az árfolyam-sáv hitelessége az ERM-II csatlakozásra vonatkozó várakozások következtében egy-két éves időhorizonton megkérdőjeleződhet, de a piaci folyamatok egyáltalán nem utaltak arra, hogy rövid időn belül felértékelődési spekulációra kerülhet sor. Arra lehetett számítani, hogy az állampapír-piacra érkező konvergencia-befektetések folytatódása esetén sor kerülhet sávszéli intervencióra, de annak összege nem lesz jelentős. Így az MNB úgy döntött, hogy nagyobb mértékű kamatcsökkentést akkor hajt végre, amikor sávszéli intervencióra kényszerül. Ezzel a stratégiával a jegybank azt a jelzést kívánta a piaci szereplőknek küldeni, hogy az inflációs célok miatt sávszél közeli árfolyamot szeretne látni, de az intervenciót el kívánja kerülni. 2003. január 15-én és 16-án azonban olyan mértékű sávszéli intervencióra került sor, amire nem lehetett számítani.

A felértékelődési spekuláció

A spekuláció okai

A felértékelődési spekulációt valószínűleg több tényező együttesen váltotta ki.

1. A piaci szereplők inflációs előrejelzése 2003 végére 5 százalék körüli, vagyis a módosított inflációs célnál magasabb inflációt valószínűsített. Ez számításuk szerint azt jelentette, hogy a 2003-as inflációs cél csak az intervenciós sávon kívüli, a sávszélnél is erősebb árfolyammal érhető el. Mivel az addigi infláció-csökkentő politika hiteles volt, ezért arra számítottak, hogy az inflációs célok elérése érdekében sor kerül az intervenciós sáv eltolására.
2. Ha Magyarország 2007-ben be kívánja vezetni az eurót, akkor a 2004 májusi EU-csatlakozást követően be kell lépnie az ún. ERM-II árfolyamrendszerbe. Bár az ERM-II árfolyamrendszer a jelenlegi sávhoz hasonlóan +/-15 százalékos árfolyamsávot jelent, a piaci szereplők arra számítottak, hogy az ERM-II rezsimbe történő belépéskor az intervenciós sáv közepe nem lehet nagyon távol az aktuális piaci árfolyamtól, vagyis az intervenciós sávot el kell tolni. 2003 januárjában még a piaci szereplők jelentős része az euró 2007-es bevezetését valószínűsítette, ami azt jelentette, hogy várakozásaik szerint legkésőbb két éven belül sor kerülhet az árfolyamsáv eltolására, ami további felértékelődésre ad lehetőséget.
3. Számos befektetési bank a régió árfolyamainak tendenciózus felértékelődésére számított az euró bevezetéséig terjedő időszakban. Elemzésük az un. vásárlóerő paritás elméletéből indult ki és azt feltételezte, hogy a magyar forint vásárlóértékének el kell érnie azt a szintet, amit a periférikus országok (Portugália, Spanyolország, Görögország) valutái mutattak az euró bevezetéskor. Ez alapján a forint jelentős reál és nominális felértékelődésére lehetne számítani az elkövetkezendő években.
4. Maga a sávszélhez közeli árfolyam is arra indíthatta a piac egyes szereplőit, hogy megpróbálkozzanak a sáv eltolásának kikényszerítésével. Emögött az a feltételezés állt, hogy a piaci szereplők a kamatcsatorna szerepének téves felnagyítása miatt azt gondolták, hogy az MNB az inflációs célok elérése miatt

nem csökkentheti a kamatokat. Kamatcsökkentés hiányában viszont a nagymennyiségű intervenció – a forint és az euró kamatok jelentős, a spekuláció előtti 5,75 százalékpontos különbsége miatt – olyan nagy költséget okoz a jegybanknak, hogy azt nem fogja felvállalni.

A fenti megfontolások miatt egyes piaci szereplők gondolhatták azt, hogy az intervenció sáv eltolása rövid időn belül bekövetkezik. Ezt támasztja alá az is, hogy olyan befektetők, alapok is vásároltak forintot január 15-én és 16-án, amelyek korábban sosem fektettek be Magyarországon.

Több olyan fontos, a piac széles nyilvánossága előtt ismert információ azonban elkerülte a spekulánsok figyelmét, amelyek miatt kijelenthető, hogy *a felértékelési spekuláció megalapozatlan és irracionális volt.*

1. A jegybanktörvény alapján az MNB csak a Kormánnyal együtt dönthet a sáv eltolásáról. Továbbá a Kormány számos alkalommal kinyilvánította, hogy a forint erősödését túlzottnak ítéli. Aki tehát tisztában volt a jegybanktörvényben foglaltakkal és azzal, hogy a Kormány és a jegybank álláspontja a forint árfolyamát illetően eltérő, aligha gondolhatta racionálisan, hogy az árfolyamsáv a forint további felértékelődését lehetővé tevő eltolására sor fog kerülni.
2. Számos elemző és piaci szereplő abból a nagy gazdaságokra írt tankönyvi modellből indult ki, amely szerint a kamatok emelése monetáris szigorítást, csökkentése pedig monetáris lazítást jelent. Ezért azt gondolták, hogy az inflációs hatású költségvetési- és jövedelempolitika miatt nem lesz lehetőség a kamatok csökkentésére. Csakhogy Magyarország kis nyitott ország, ahol a kamatok csak az árfolyamnál sokkal kisebb mértékben befolyásolják a fogyasztási és beruházási döntéseket. Ezért az infláció csökkentésében az árfolyamnak sokkal nagyobb a szerepe, mint a kamatoknak. Ez egyben azt is jelenti, hogy az MNB lényegében az infláció növelése nélkül csökkentheti a kamatokat, ha a forint árfolyama nem gyengül. Így a sávszéli árfolyam mellett az MNB-nek jóval nagyobb kamatcsökkentésre volt lehetősége céljai veszélyeztetése nélkül, mint azt a piaci szereplők egy része gondolta.
3. A beáramlott tőke a magyar devizapiac méreteihez képest óriási volt. Ezért még ha sor is került volna a sáv eltolására és a forint tényleg felértékelődött volna, a spekulánsok nyereség realizálása érdekében végrehajtott forint-eladásai olyan mértékű árfolyamgyengülést okoztak volna, hogy a spekulánsok döntő része nem tudta volna nyereséggel zárni a magyarországi spekulációt.
4. A piaci szereplők alábecsülték az MNB intervenciók kapacitását. Egyrészt a 2002. évi adósságfizetési stratégiának köszönhetően a nemzetközi tartalékok szintje a sávszélesítés előtti 13 milliárd eurót meghaladó szintről 2002 végére 10 milliárd euró alá csökkent. Másrészt a külföldi adósság-törlesztések jelentős összege miatt a tartalékok szintje a jövőben is viszonylag gyorsan csökkenthető. Mindez azt eredményezte, hogy az erős sávszéli intervenció miatt megnövekedett tartalékszint nem okozott problémát az MNB-nek, a jegybanki tartalékok állománya a felértékelődési spekuláció után sem volt nemzetközi összehasonlításban magas.

A spekulatív támadás: 2003. január 15-16.

Január 15-én a forint árfolyama elérte az árfolyamsáv szélét, és az MNB a sávszéli rendelkezésre állás keretében – azaz 234,69 forint/eurós árfolyamon – 213 milliárd

forint eladására (908 millió euró vásárlására) kényszerült a partnerkörébe tartozó 14 magyar kereskedelmi bankkal szemben. A bankok nem saját számlára vették meg a forintot az MNB-től, hanem külföldi partnereik megbízásából. A magyar bankok devizaügyleteinek vizsgálata alapján megállapítható, hogy a kérdéses napon, a nagy összegű forintvásárlási megbízások 8 nagy külföldi banktól származtak, melyek közül többnek van magyar leánybankja. A spekulációs támadást tehát e külföldi bankok, illetve a mögöttük álló ügyfelek indították el.

Az első napi intervenciót követően a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa – január 16-i hatállyal – a jegybanki alapkamat 100 bázispontos csökkentése mellett döntött.

A kamatcsökkentésre számított a piac, az időzítés azonban meglepte a befektetőket. Nemcsak azért, mert rendkívüli ülésen született a döntés, mindössze két nappal azután, hogy a várakozásokkal ellentétben a Monetáris Tanács nem változtatott a kamatokon, hanem azért is mert az MNB Bécsben tartózkodó elnöke újságírói kérdésre még aznap reggel kategorikusan elutasította a csökkentés lehetőségét a költségvetési hiány és magas bérnövekedés inflációs kockázataira hivatkozva. Mivel az elnöki nyilatkozatig nem került sor intervencióra, az összhangban volt azzal a stratégiával, hogy kamatcsökkentésre csak a sávszéli intervenciót követően kerül sor.

A kamatlépést a külföldi szereplők nem annak jeleként értékelték, hogy az MNB bármilyen eszközzel hajlandó az árfolyamsávot megvédeni, hanem valószínűleg úgy, hogy a jegybank nagyon rövid időn belül az intervenció sáv eltolására kényszerül. Akadtak olyan vélemények is, hogy erre akár már másnap reggel sor kerülhet, erre utal, hogy az MNB zárása (15 óra) után, erre az időszakra szokatlan nagyságú forgalom mellett, a forint piaci árfolyama az intervenció sávon kívülre került, este már 233 forintnál erősebb árfolyamon is születtek kötések.

Másnap, január 16-án közvetlenül a devizapiaci nyitást követően a külföldi bankok nagyon nagy mennyiségű forintot vásároltak magyar partnereiktől, amihez a forintot a magyar bankok ismételten csak az MNB-től vásárolták meg. A forintvásárlás különösen intenzív volt a nyitást követő első fél órában. Mindez arra utalt, hogy a piaci szereplők már egészen rövid távon is a sávszélnél erősebb árfolyamra számítottak. Az ilyen irányú várakozásokat erősítette a csütörtök reggelre összehívott sajtótájékoztató, ahol sok spekuláns a középárfolyam felértékelésének vagy az árfolyamrendszer feladásának bejelentésére számított. A csütörtök reggeli sajtótájékoztatón az MNB elnöke határozottan cáfolta az árfolyamsáv eltolásáról vagy feladásáról felröppent híreket, és kijelentette, hogy az árfolyamrendszer védelme érdekében a jegybank további kamatcsökkentésekre is hajlandó. Mindez enyhítette az intervenció nyomást, azonban teljesen leállítani nem volt képes.

A felértékelési spekuláció második napján az MNB 1026 milliárd forintos, 4,371 milliárd eurós sávszéli intervencióra kényszerült. Az összesített adatokból úgy tűnik, hogy magyar piaci szereplők ezen a napon sem okoztak forintkeresletet, a hazai bankok csak közvetítették külföldi banki partnereik forintvásárlásait az MNB felé.⁴ E partnerek köre 15-éhez képest jelentősen szélesedett, azonban a meghatározó, nagy vásárlók továbbra is a már 15-én aktív, nagy nemzetközi befektetési bankok zömében

⁴ Ez természetesen nem zárja ki, hogy ezekben a napokban magyar spekulánsok is vettek fel hosszú forint pozíciót: az egyedi ügyleteket vizsgálva megállapítható, hogy néhány magyar brókercegen keresztül is történt spekuláció, de ezek hatása egyrészt elhanyagolható volt a külföldiekhez képest, másrészt a többi hazai szereplő forint eladása ezeket ellensúlyozta.

londoni részlegei voltak. A két nap során tehát összesen 5,3 milliárd eurónyi sávszéli intervencióra került sor, ami a várható 2003-as GDP mintegy 7 százalékának megfelelő összeg.

Gyors jegybanki intézkedések

Január 16-án a Monetáris Tanács több intézkedést hozott az árfolyamsáv megvédése érdekében. A Monetáris Tanács újabb 100 bázisponttal csökkentette az alapkamatot, korlátozta a kéthetes betételhelyezés mennyiségét és +/-1 százalékról +/-3 százalékra szélesítette ki az egynapos kamatfolyosót. A gyors jegybanki intézkedések, kamatcsökkentések és a következő heti kéthetes betételhelyezési limit (100 milliárd forint) azonnali meghirdetése világossá tette a spekulánsok számára, hogy a forintvásárlás nyeresége egyáltalán nem garantált, hiszen a forint likviditás döntő részét már csak a 3,5 százalékra csökkentett O/N betéti kamatnál alacsonyabb kamatszinten tudják majd elhelyezni. A spekulánsok forintvásárlásait közvetítő kereskedelmi bankok által a sávszéli intervenció során vásárolt forint az elszámolás miatt csak két, illetve három kereskedési nap múlva állt rendelkezésükre.⁵ A bankok a spekuláció során megvásárolt forint döntő részét tehát egy pillanatig sem tudták a kamatcsökkentés előtti kamatszint mellett kihelyezni, azt már az átváltás utáni pillanattól kezdve az igen alacsony kamatozású O/N betétbe kényszerültek elhelyezni. A külföldiek a devizaeladások napján még nem rögzítették forint kihelyezéseik kamatát (mivel nem is volt szándékuk az átváltott pénzt itt tartani), így az O/N betét kamatának két nap alatt bekövetkező 4%-os csökkentését a bankok kezdettől fogva át tudták hárítani a külföldi ügyfelekre.

Az eszköztárban bekövetkezett változásokat – pontatlanul – a sterilizáció felfüggesztéseként értékelte a piac. Valójában az MNB O/N rendelkezésre állása segítségével továbbra is biztosította, hogy a bankrendszerben lévő többlet-likviditás a jegybanknál kicsapódjon, csupán a főszerepet a korábbi kéthetes betét helyett az egynapos vette át. Mindez persze a hozamgörbe legrövidebb – a spekulációs pénzek számára legérzékenyebb – végén az effektív hozam 5 százalékpontos csökkenését tette lehetővé két nap alatt. Az intézkedéscsomag kiegészülve az árfolyamrendszer fenntartásáért elkötelezett jegybanki kommunikációval, elérte hatását. A spekulánsok egy része elkezdett forintot eladni (pozícióit lezárni) és a forint gyengülése további spekulánsokat is eladásra ösztönzött. A nap végére a spekuláció leállt és az árfolyam 5 százalékot gyengült.

A jegybanki alapkamat önmagában vett csökkentésével szemben a január 16-i intézkedéssorozat számos előnnyel járt. Mivel a spekuláció mozgatója az árfolyamrendszer feladására irányuló várakozás volt, a kamatcsökkentés szükséges mértékét nem lehetett előre meghatározni. Látható volt, hogy átmeneti ideig olyan jelentős kamatcsökkentésre van szükség, amely véget vet a spekulációnak és a két nap alatt beérkezett több mint 5 milliárd eurónyi forró tőke jelentős részét távozásra bírja. Ezért az MNB úgy döntött, hogy különválasztja a kamatcsökkentés tartós és átmeneti részét: 1 százalékkal csökkenti az alapkamatot, de a spekulatív tőke számára elérhető hozam ezt 3 százalékkal meghaladó mértékben csökken.

⁵ Egészen pontosan a január 20-i amerikai ünnep miatt a január 15-i tranzakciók értéknapja január 17-e péntek, a január 16-i ügyletek értéknapja pedig január 21-e kedd volt.

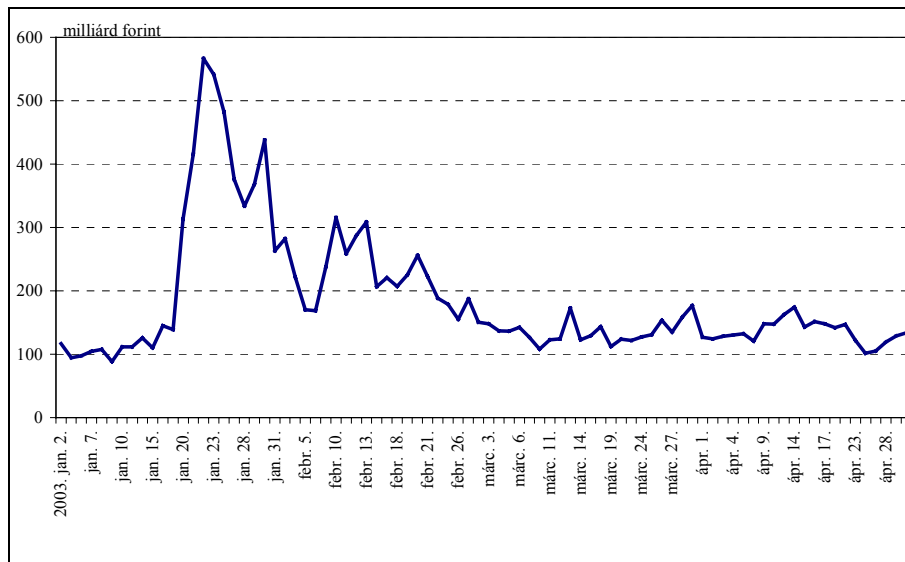
A 6,5 százalékos jegybanki alapkamat továbbra is jelezte az MNB számára a spekuláció elmúltával kívánatos kamatszintet és ez világosan elkülönült a rövid távon effektív O/N kamattól. Mindez hozzájárult ahhoz, hogy a hosszabb futamidejű hozamoknál, illetve a betéti- és hitel-kamatoknál nem alakult ki túlzott mértékű ingadozás, hiszen azokat nem a 3,5 százalékos O/N kamat határozta meg. Az eszköztár módosítása megkönnyítette a spekulációval szembeni védekezés kommunikációját, és minimalizálta a védekezés okozta torzítást a kamattranszmisszió folyamatában.

Az intézkedéscsomag segítségével a konszolidációt követően egyszerűbb volt az MNB-nek visszatérnie egy normál körülmények mellett szükséges, magasabb effektív kamatszinthez, hiszen a mennyiségi limit feloldásával a jegybanki alapkamat megváltoztatása nélkül a rövid hozamok automatikusan visszaemelkedtek az irányadó kamatszintjére.

A spekulánsok által alkalmazott eszközök

A 2003. januári felértékelési spekuláció a korábbi, a szűksávós árfolyamrendszerben a sávszélesítésre irányuló spekulációtól különböző volt, ugyanis a megmozgatott összegek volumene lényegesen nagyobb, a tőkeáramlás sebessége pedig sokszor gyorsabb volt. Ilyen nagyságrendű összegeket nem lehetett a magyar állampapírpiacra befektetni, ezért az árfolyam-spekuláció során a spekulánsok rövid lejáratú forintbetétekben, illetve swap formájában helyezték ki a devizapiacra megvásárolt forintot.

1. ábra: A külföldi szereplők forintbetéteinek alakulása



A spekuláció két napjához tartozó elszámolási napokon a külföldiek forintbetét-állománya mintegy 430 milliárd forinttal nőtt. (1. ábra) Ez a felét sem éri el annak az összegnek, melyet a spekulánsok a támadás két napján spot ügyletek keretében megvettek.

A külföldi bankok partnerlimitei nem engedték meg a fedezet nélküli hitelnyújtást (betételhelyezést), ezért a spekuláció nagyobbik része rövid lejáratú swapokon keresztül történt. A január 16-án kötött swap ügyletek fele két hétnél rövidebb lejáratú volt, ráadásul a befektetők a piac jellegzetességei miatt az eredetileg hosszabb távra kötött pozícióikat a lejárat előtt könnyen le tudják zárni. Ennél a tranzakciónál a

külföldi spekuláns, illetve az ügyletét közvetítő nagy nemzetközi bank magyarországi partnerétől spot tranzakció keretében forintot vásárolt. Ehhez a tranzakcióhoz kapcsolódott még egy jellemzően rövid futamidejű swap ügylet. Így a több tranzakció együttes hatása lényegében az volt, hogy a spekulánsok egy szintetikus forintbetétel-helyezést hajtottak végre, arra számítva, hogy az árfolyamsáv eltolását követően egy erősebb forintárfolyam mellett, nyereséggel zárhatják le pozícióikat.

A hazai bankok nem kívántak árfolyamkockázatot felvállalni. (Az árfolyamkockázatok vállalását amúgy jogszabály is korlátozza.) Ezért a külföldi bankokkal szemben keletkezett határidős pozíciókat úgy fedezték, hogy az MNB-nek eurót adtak el. Vagyis a magyar kereskedelmi bankok a spekulánsok forintkeresletét lényegében közvetítették az MNB felé, és így a jegybank a sávszéli intervenciót, euróvásárlást nem a spekulánsokkal, hanem a kereskedelmi bankokkal szemben hajtotta végre.

A konszolidáció

A pénz-és devizapiaci helyzet konszolidálása során a jegybank stratégiáját két alapvető cél motiválta: az inflációs célok elérése és a pénzügyi stabilitás megőrzése. A két cél között nem volt konfliktus, hiszen ugyanolyan lépéseket tettek szükségessé: az árfolyam-várakozások stabilizálását és a spekulatív tőke mielőbbi kiáramlásának elősegítését.

Az elsődleges jegybanki célok miatt az MNB nem engedhette meg, hogy a forintárfolyam nagyon nagy mértékű és gyors gyengülése kényszerítse tőkekivonásra a spekulánsokat. A spekulánsoknak jelentős veszteséget okozó drasztikus forintgyengülést ugyanis az inflációs célok elérését és a pénzügyi rendszer stabilitását egyaránt veszélyeztette volna. Ezért a jegybank úgy ösztönözte a spekulatív tőke kiáramlását, hogy világossá tette: a spekulánsok a jövőben nem számíthatnak árfolyam-erősödéssre, a számukra mérsékelt veszteséget okozó árfolyamszint mellett ugyanakkor az MNB lehetőséget nyújt a kiáramlásra.

Az MNB három fázisból álló akciótervet dolgozott ki a pénzpiaci helyzet konszolidálására:

1. A spekulatív tőke gyors kiáramlásának elősegítése – jelentős összegű euró-eladások
2. A jegybanki eszköztár helyreállítása
3. Utókezelés: a spekulatív tőke maradék részének kiáramlása – csendes intervenció

Az intervenció sáv 2001. májusi kiszélesítése és 2003 januárja között az MNB nem hajtott végre devizapiaci intervenciót. Az MNB az inflációs célkövetés rendszerében az árfolyamot deklaráltan elsősorban az irányadó kamatszint segítségével befolyásolja, mivel a nemzetközi tapasztalatok szerint – normális piaci körülmények között – az árfolyam a kamatpolitikával hatékonyabban és kisebb költséggel befolyásolható, mint intervencióval. A sávszéli intervenciót követően azonban a piac méretéhez képest olyan nagy mennyiségű nagyon rövid lejáratú forint melletti pozíció volt a devizapiacra, hogy azok zárására csak a forint számottevő mértékű gyengülése mellett lett volna lehetőség. Jegybanki intervenció hiányában a tartósan megmaradó spekulatív pozíciók következtében a forint árfolyamának volatilitása jelentősen megnövekedett volna, kikényszerítve a jegybank gyakori és nagy mértékű kamatlépéseit.

Ezért az MNB úgy döntött, hogy átmenetileg – amíg a spekulatív tőke kiáramlása be nem fejeződik – él a sávon belüli intervenció eszközével

Az MNB az árfolyam és a kamatszint stabilizálásában volt érdekelt. Emiatt a piaci körülmények függvényében különböző formájú jelenlétével olyan kiszállási lehetőséget igyekezett biztosítani, amelynél a forró tőke folyamatos és kontrollált kiáramlása valósulhatott meg, anélkül, hogy a hosszú hozamok és az árfolyam volatilitása jelentősen megnőtt volna.

Mivel az alacsony kamatszint tartós fennmaradása kedvezőtlenül érinthette volna a pénzügyi stabilitást és inflációs nyomást is okozhatott volna, az MNB arra törekedett, hogy az eszköztár helyreállítására, a rendkívül alacsony rövid kamatszint emelkedésére minél előbb sor kerülhessen. Ennek a szándéknak megfelelően a jegybank számottevő euró-eladásokat végrehajtva elérte, hogy a külföldi spekulatív tőke több mint kétharmada február végéig kiáramlott. Így a konszolidáció első szakasza az eszköztár február 24-i visszaállításával lezárulhatott. A konszolidáció utolsó szakaszát az árfolyamsávon belüli csendes jegybanki intervenció jelentette. Ez a harmadik szakasz az iraki háború ellenére meglehetősen stabil árfolyam- és hozamalakulás mellett május 23-áig tartott. Ekkor az MNB a sávon belüli euróeladásait beszüntette, hiszen a felértékelődési spekuláció során érkezett tőke döntő részének kiáramlása megtörtént, a még fennmaradt spekulatív pozíciók a jegybank devizapiaci jelenlétének hiányában sem veszélyeztetik az árfolyam és a hozamok stabilitását.

Sávon belüli euró-eladás

A sávon belüli intervenció célja

A felértékelési spekuláció kezelésének a jegybanki eszköztárban meghozott változtatásokhoz hasonló fontosságú része volt a sávon belüli euróeladás. A jegybank számára az első pillanattól kezdve világos volt, hogy a felértékelődési spekuláció során az intervenció sáv szélén vásárolt 5,3 milliárd euró a magyar devizapiac nagyságához képest óriási. A spekulatív tőke kiáramlása jegybanki intervenció hiányában olyan mértékű árfolyam-gyengülést okozhatott volna, ami a nem spekulatív tőke kiáramlását is előidézhette volna.

Az euró eladásokkal az MNB-nek kettős célja volt:

- Egyrészt inflációs és stabilitási megfontolásokból korlátozni kívánta az árfolyam túlzott gyengülését.
- Másrészt lehetőséget kívánt adni a spekulatív tőke mielőbbi kiáramlására. Jegybanki intervenció hiányában ugyanis a spekulánsok szembesültek volna azzal, hogy forinteladásuk jelentős árfolyam-gyengülést okoznak, ami kisebb összegű eladásokhoz és lassabb kiáramláshoz vezethetett volna.

A jegybank az árfolyam és a kamatszint stabilizálásában volt érdekelt. Emiatt az MNB lényegében folyamatos intervenció jelenlétével egy olyan kiszállási lehetőséget biztosított a spekulánsoknak, amelynél a forró tőke folyamatos és kontrollált kiáramlása valósulhatott meg, anélkül, hogy a hosszú hozamok és az árfolyam volatilitása jelentősen megnőtt volna.

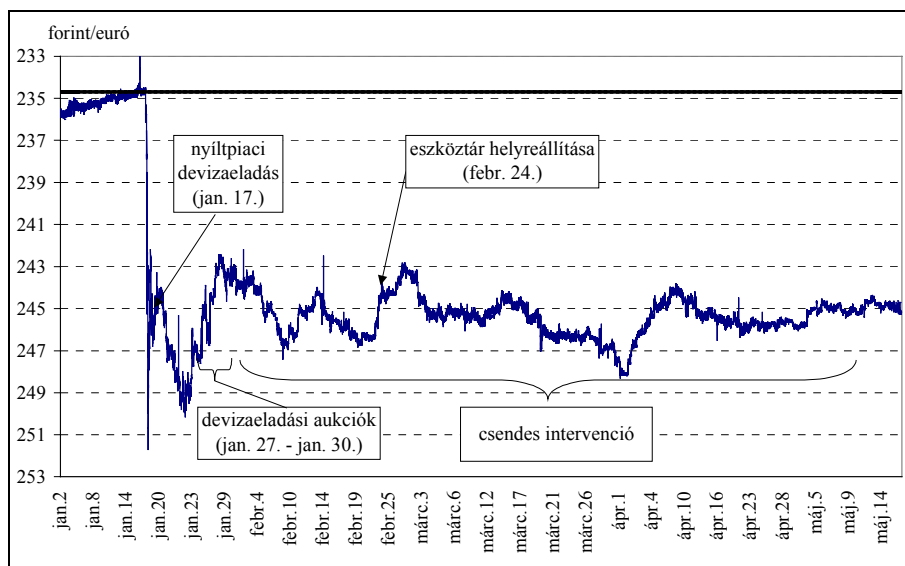
Az euró-eladás technikája

A felértékelési spekuláció után végrehajtott devizapiaci intervenció alapvetően különbözött a szokásos jegybanki intervenciótól. Mivel az árfolyam túlzott mértékű nem kívánatos gyengülésére nem került sor, az MNB által végrehajtott intervenció más jegybankok intervencióitól eltérően nem direkt árfolyam-befolyásolási szándékkal történt. Az MNB alapvetően azért adott el eurót, mert egy mennyiségi problémát kezelt: a magyar piac méreteihez képest hatalmas összegű spekulatív, rövid futamidejű forint-követelések voltak a piacon, ami komoly árfolyam-gyengülési kockázatot jelentett. A fenti megfontolások miatt az MNB a felértékelési spekuláció kezelése során mindvégig arra törekedett, hogy intervenciójával ne adjon konkrét árjelzést a piaci szereplőknek.

Az első devizapiaci intervencióra január 17-én pénteken került sor. Akkor a jegybank a piac stabilizálása érdekében piaci árfolyamon nyílt intervenciót hajtott végre. A piacra lépést követően az árfolyam a vélt intervenciók árfolyam környékén, 245 forint/euró körül stabilizálódott.

A nyílt intervenció, bár stabilizálta a piacot és az árfolyam-volatilitás jelentős csökkenését hozta, az MNB szándékaitól eltérően megerősítette a piaci szereplőket abban a hitükben, hogy az árfolyam rövid időn belül jelentősen erősödni fog, ami lassította a spekulatív tőke kiáramlását. Ezért az MNB a spekulánsok bizonytalanságának növelése érdekében úgy döntött, hogy átmenetileg szünetelteti a nyílt devizapiaci jelenlétét, s áttér a jegybanki intervenció csendes formájára. A jegybank várakozásainak megfelelően ez az árfolyam lassú gyengülését eredményezte, a forint január 22-ére ismét 250 forint/euró közelébe gyengült.

2. ábra: A forint árfolyama és a jegybanki euróeladások



A spekulatív tőke kiáramlása a vártnál némileg lassabban haladt, ezért az MNB egy korábban nem használt, a speciális helyzetre kidolgozott intervenciók alkalmazása mellett döntött. A január 27-ével kezdődő héten a jegybank 4 egymást követő nap tett közzé euró-eladási felhívást. A röviden aukciónak nevezett felhívásra a résztvevők 5 különböző euró-vásárlási ajánlatot adhattak be 12 óráig. Az MNB 14 órakor értesítette ki egyenként az ajánlatok benyújtóit.

Az aukciók, bár összességében jelentős nagyságrendű euró-értékesítést hoztak, eredeti céljukat – a spekulatív pozíciók döntő részének reális árfolyam melletti leépítését – csak korlátozott mértékben voltak képesek elérni. Az aukciók meghirdetésére a forint árfolyama rendre erősödött, mert a piac nem a spekulánsok számára felkínált kiszállási lehetőségként, hanem úgy értelmezte az aukciókat, hogy az MNB erősebb árfolyamot szeretne látni. A forint a hétfő reggel 247 forint/euró körüli árfolyamszintről szerdára 242,5 forint/euróig erősödött, majd az utolsó aukció után ismét 244-245 forint/euróig gyengült. A speciális helyzetre kidolgozott intervenciós technika egyes elemei az érintett piaci szereplők bírálatát is kiváltották, így különösen az, hogy a jegybank – nemkívánatos árfolyamjelzések küldését elkerülendő – nem tette közzé az aukciók összesített eredményét. A jegybank képviselői megkeresésre külön megbeszélésen tájékoztatták a Magyar Forex Társaság szakmai bizottságát az aukció céljairól és a választott megoldás kidolgozása során követett szempontokról.

Az MNB a nyílt intervenció és az aukciók tapasztalataiból azt a következtetést vonta le, hogy a piac a jegybank bejelentett devizaeladásait mindenképpen árfolyam-erősítési szándékként értelmezi, ami nem segíti elő a spekulatív tőke gyors kiáramlását. Ezért a deviza-aukciók befejezését követően az MNB felhagyott a nyílt euróeladás gyakorlatával, viszont folytatta a csendes devizapiaci intervenciót. Ezek során a jegybank, mint egy az OTC piaci szereplők közül, a mindenkor a piacon érvényesülő áron adott el eurót érvényes limitrendszerében szereplő FX piaci üzleti partnereinek. Az intervenció során fontos szempont volt a kiegyensúlyozott piaci áralakulás és a megfelelő piaci likviditás biztosítása is.

A fenti intervenciós csatornákon összességében február 24-ére az MNB a sávszéli intervenció során vásárolt euró mintegy felét értékesítette, ami a spekulatív pozíciók egyéb formában révén történő leépülésével (ld. lentebb) együtt lehetővé tette az eszköztár helyreállítását.

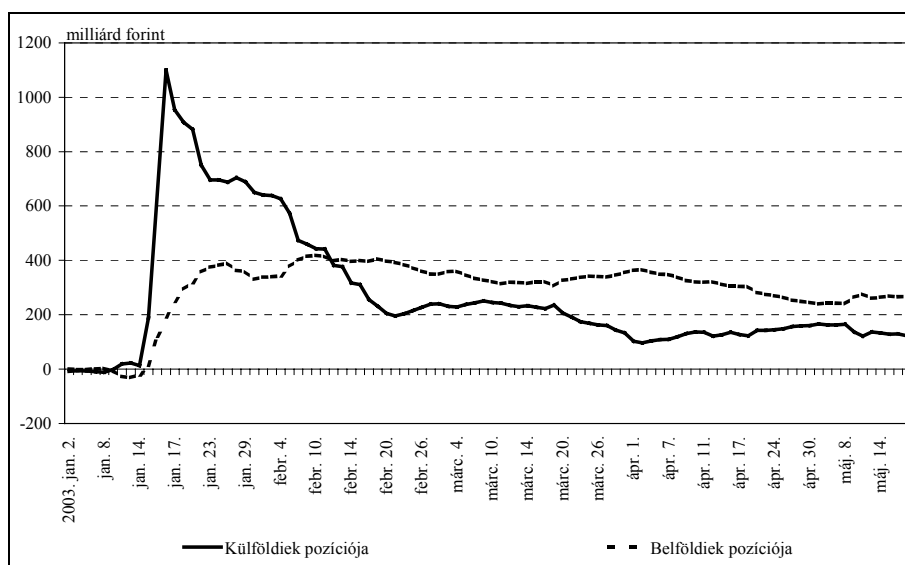
A spekulatív tőke kiáramlása

A spekulációban részt vevő külföldi szereplők már 16-án délután elkezdték zárni forintpozícióikat. Ezzel párhuzamosan a magyar bankok és hazai nem banki szereplők több mint 80 milliárd forint értékű forint melletti pozíciót vettek fel. A külföldiek pozíciózárása (forinteladása) másnap és az azt követő napokban folytatódott. A külföldi spekulatív tőke kiáramlása lényegében a jegybanki eszköztár 2003. február 24-i visszaállításáig folyamatos volt. Miután a spekulatív tőke jelentős része kiáramlott, az eszköztár helyreállítását követően a kiáramlás üteme jelentősen lelassult.

A külföldiek által végrehajtott pozíciózárás nagysága meghaladta az MNB által végrehajtott sávon belüli euróeladás volumenét. Ennek az az oka, hogy a külföldiek folyamatos kivonulása miatt kialakult gyengébb árfolyamot a belföldi szereplők is kihasználták forint melletti – főleg határidős – pozíciók nyitására.

A belföldi szereplők az árfolyam-spekulációt követő gyengülés idején 10 nap alatt körülbelül 400 milliárd forintos forint melletti pozíciót vettek fel (3. ábra). A rendelkezésünkre álló adatokból nem lehet közvetlenül megállapítani, hogy ebből a mennyiségből mennyi volt a fedezeti jellegű és mennyi a spekulatív célú vásárlás.

3. ábra: A külföldiek és belföldiek forint melletti pozíciójának alakulása (2003. január 1-től kumulálva)



A január 16-i szint eltér a külföldiek által nyitott összes spekulatív pozíció nagyságától (1. táblázat), mivel a 16-án délután már megkezdődött a spekulatív pozíciók lezárása.

A bankoktól származó információk szerint az árfolyamgyengülés kezdeti szakaszában jelentős volt az exportőrök, illetve egyéb fundamentális okokból rövid forintpozícióval rendelkező cégek által kötött fedezeti ügyletek mennyisége is. A fedezeti célú üzletkötők lényegében a későbbi exportbevételeikből származó devizát értékesítették egy már most rögzített árfolyam mellett. Ez azzal a következménnyel jár, hogy ezeknek a szereplőknek a többsége várhatóan addig nem zárja a pozícióját amíg a tényleges bevételek nem folynak be.

Az MNB-nek május 23-áig a január közepén megvásárolt 5,3 milliárd eurónak több mint hetven százalékát, mintegy 3,8 milliárd eurót sikerült értékesítenie. A fennmaradó 1,2 milliárd eurós pozícióval szemben 1 milliárd eurós belföldi és hozzávetőleg 200 millió eurós külföldi pozíció áll szemben. A maradék rész az MNB 241 millió eurós árfolyamnyeresége, amiből az eddigi sávon belüli intervenció során mintegy 174 millió eurót realizált.

1. táblázat: Az egyes szektorok forintpozíció-változása a spekuláció alatt és azt követően

| | milliárd forint | | | millió euró | | | |
|---|-----------------|----------|-------------|-------------|----------|---------------|-------------|
| | belföldi | külföldi | intervenció | belföldi | külföldi | árfolyamhatás | intervenció |
| a spekuláció alatt | 19 | 1220 | 1239 | 81 | 5198 | | 5279 |
| a spekuláció visszaverése óta | 227 | -1164 | -937 | 924 | -4735 | | -3811 |
| Összesített pozíció értéke visszavásárlási árfolyamon | 246 | 56 | 302 | 1001 | 226 | 241 | 1469 |

Annak ellenére, hogy az MNB által végrehajtott euróeladások nagysága elmarad a sávszéli intervenció összegétől kijelenthető, hogy május 23-áig a spekulatív tőke gyakorlatilag teljes mértékű kiáramlására sor került. A forint árfolyama ugyanis mintegy 10 forintra gyengébb, mint az árfolyamsáv elleni spekuláció idején volt. Ezen gyengébb árfolyamszint mellett devizapiaci szereplők – fedezeti ügyletet kötő exportőrök és külföldi állampapír-befektetők – nagyobb mértékű forint melletti pozíciót hajlandóak felvállalni. A spekulatív tőke kiáramlásának egy része, számításaink szerint, mintegy 1,2 milliárd euró úgy valósult meg, hogy a spekulánsok által eladott forintot nem az MNB, hanem az árfolyam-kockázatukat fedező piaci szereplők vásárolták meg. Vagyis a spekulatív tőke több mint hetven százaléka az MNB euróeladásain keresztül áramlott ki, a kiáramlás a maradék rész pedig úgy valósult meg, hogy a spekulatív pozíciók fedezeti pozíciókká alakultak.

Új helyzetben a monetáris politika

Az árfolyamsáv elleni támadásra a felértékelési spekuláció kezelésén túl is reagálnia kellett az MNB-nek. A spekuláció fő tanulsága az volt a jegybank számára, hogy a felértékelődési spekuláció megtörténte után kockázatot jelent, ha az árfolyam újra megközelíti a sáv erős szélét. A spekulatív támadást követően tehát a jegybank új helyzettel szembesült. Az árfolyamsáv szűkebb korlátokat jelent a monetáris politika számára, mint arra korábban számítani lehetett. Egy újabb felértékelési spekuláció elkerülése érdekében, az MNB-nek nemcsak a sávon belül, hanem az erős sávszéltől kellő távolságra kell tartania a forint árfolyamát. Ez a felismerés egyben azt is jelenti, hogy az árfolyam erősödésének, a monetáris kondíciók szigorításának lehetőségei korlátozottak.

A februári inflációs előrejelzés elsősorban a monetáris politika számára külső tényezők (olajár, regulált árak) hatása miatt a módosított célnál (4,5 százalék alatti infláció) is magasabb inflációt valószínűsített 2003 decemberére, a 2004-es prognózis ugyanakkor a célsávon belüli 4 százalék körüli inflációt vetített előre. Mivel a monetáris politika inflációra gyakorolt hatása 12 hónapnál hosszabb ideig tartó transzmisszió keresztül valósul meg, és a szigorítás lehetőségei erősen korlátozottak voltak, a Monetáris Tanács úgy döntött, hogy a 2004-es inflációs célra fókuszál. Az árfolyamsáv szabta korlátok miatt a Monetáris Tanács a 2004-es célt is rugalmasan értelmezte: jelezte, hogy nem kíván monetáris szigorítást végrehajtani, annak ellenére, hogy az inflációs célsáv 3,5 százalékos közepénél némileg magasabb infláció várható.

Az MNB inflációs előrejelzései korábban a forint árfolyamának utolsó havi átlaga alapján jelezték előre a jövőben várható inflációt. 2003. februárjában a jegybank változtatott ezen a módszertanon, 245 forint/eurós árfolyamra alapozva készített el inflációs előrejelzését, miközben a januári átlag 240 forint/euró közelében alakult. Az aktuális piaci árfolyamhoz közeli árfolyamszint feltételezésével is jelezni kívánta a jegybank, hogy el kívánja kerülni az árfolyam erősödését.

A befektetők a spekulációs támadást követő forintgyengülést ekkor még átmenetinek tekintették, arra számítottak, hogy az árfolyam vissza fog erősödni a támadás előtti szintre. Úgy gondolták, hogy az inflációs cél eléréséhez erősebb árfolyamra lesz szükség, várták a jövőbeli árfolyampályával kapcsolatos jegybanki jelzéseket. A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány publikálásakor megjelölt 245 forint/eurós árfolyamszint, illetve a 2003-as cél teljesítéséhez szükséges árfolyamnál gyengébb árfolyammal is elérhető 2004-es cél előtérbe helyezése világossá tette a

spekulánsok számára, hogy a jegybank hajlandó a korábbinál gyengébb árfolyamot tartósan is fenntartani. Mindez amellest, hogy a tőke kivonására ösztönözte a spekulánsokat, segítette az árfolyam és az árfolyam-várakozások stabilizálódását.

Az eszköztár visszaállítása

2003. február 24-én a Monetáris Tanács a spekulációs támadás előtti eszköztár visszaállítása mellett döntött: a kamatfolyosó a jegybanki alapkamat körül +/-1 százalékra szűkült és a jegybanki kéthetes betételhelyezések mennyiségi korlátja megszűnt. Az eszköztár helyreállítására azért kerülhetett sor, mert a spekulatív nyitott devizapozíciók nagy része ekkorra már bezárult.

Bár az effektív hozam emelkedését a fokozatos megközelítéssel is lehetett volna „adagolni”, ez nem feltétlenül lett volna igaz az árfolyamra. Az árfolyam-erősödés mértéke ugyanis nem csupán a pillanatnyi kamat alakulásától függ, hanem a lépés jelzésértéke is fontos. Az átmeneti intézkedés bármelyik paraméterének megváltoztatása a piac számára azt az üzenetet hordozta volna, hogy rövid időn belül helyreáll az alapkamat effektivitása is. Éppen ezért az árfolyamra gyakorolt hatás valószínűleg nem különbözött volna jelentősen az egy lépésben történő visszaállítástól.

Az eszköztár egy lépésben történő helyreállításával az MNB világos üzenetet küldött a befektetőknek arról, hogy véget ért a spekulációs támadás elleni védekezés átmeneti periódusa, megtörtént a konszolidáció és mostantól a monetáris politika újra inflációs céljára koncentrál. Az eszköztár helyreállítását elősegítette, hogy az árfolyam-erősödés várható mértékét két tényező is korlátozta, vagyis nem kellett az MNB-nek jelentős mértékű árfolyam-erősödéstől tartania. Egyrészt a Monetáris Tanács február 10-i közleményében világosan kommunikálta, hogy a 245 forint/euró körüli árfolyamszinttel elégedett és az aktuális árfolyamszint mellett a 2004-es inflációs cél elérhető. Mindez erősen orientálta a piac árfolyam-várakozásait. Másrészt a forint melletti pozíciók a magyar piac méreteihez képest még mindig jelentős összegben voltak nyitva, és ez az árfolyam-erősödés mértékét mérsékelte.

Az eszköztár helyreállításának sikerét a hosszú hozamok és a forint árfolyamának a stabilitása igazolta. A lépés meghirdetését követően az állampapírpiacra bekövetkezett hozamemelkedés nagysága fordított arányban állt az instrumentumok futamidejével. Míg az O/N bankközi hozamok – az egynapos jegybanki betéti kamattal párhuzamosan – 2 százalékpontot emelkedtek, a háromhónapos és az éves állampapír hozamok már csak 87 illetve 18 bázisponttal lettek magasabbak, a külföldiek által leggyakrabban vásárolt három- és öt éves kötvények hozama pedig lényegében nem változott.

Az eszköztár visszaállítását követő piaci műveletek

Az eszköztár visszaállítását követő piaci műveletek fő célja az volt, hogy a maradék spekulatív tőke kiáramlása a hozamok és az árfolyam túlzott mértékű ingadozása nélkül valósulhasson meg. Ezért az euróeladások a korábbinál lassabb ütemben az eszköztár helyreállítása után is folytatódtak. A kis összegekben végrehajtott eladásokkal az MNB nem kívánta a forint árfolyamát befolyásolni, ugyanakkor lehetőséget adott a spekulatív pozíciók lezárására.

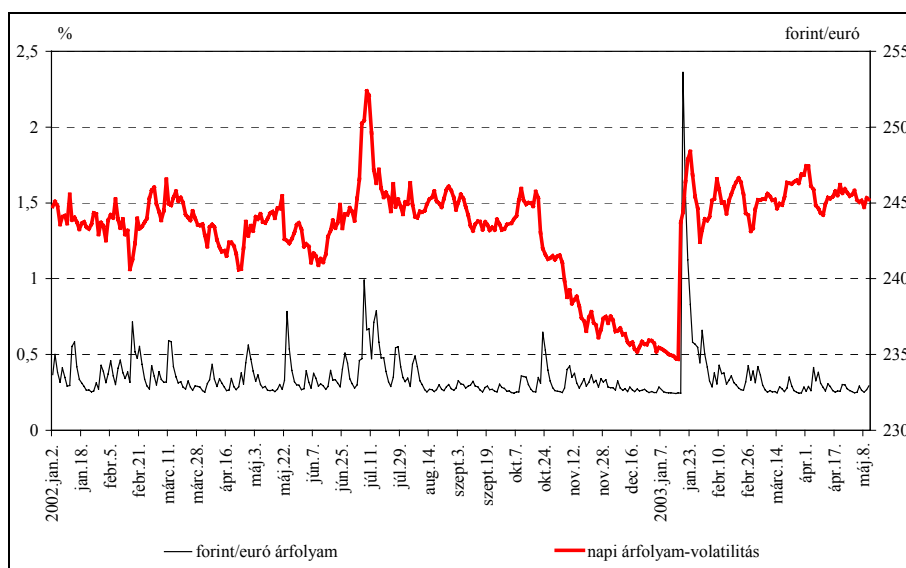
Az MNB május 23-áig folytatta a csendes intervenciót, és így a piaci árfolyamon végrehajtott euróeladások összege elérte a 3,8 milliárd eurót. Figyelembe véve, hogy a sávszéli intervenció során beáramlott 5,3 milliárd eurónyi spekulatív pozícióból hozzávetőleg 1,2 milliárd eurót fedezeti ügyletet kötő piaci szereplők vettek át – vagyis a forró tőke ezen része kihült –, az MNB megállapította, hogy a felértékelődési spekuláció során érkezett tőke gyakorlatilag teljes mértékben kiáramlott. Ezért az MNB május 26-án bejelentette, hogy abbahagyja a sávon belüli intervenció gyakorlatát és visszatér ahhoz a korábbi politikájához, hogy az árfolyamsávon belül az árfolyam befolyásolására elsősorban kamatpolitikájával törekszik.

Piaci folyamatok

Árfolyam-alakulás

Az MNB spekulációs támadás visszaverésére hozott intézkedései eredményesnek bizonyultak a sáveltolási várakozások hűtésében, gyors, 4-6 százalékos árfolyam-leértékelődés következett be. A spekulációs támadás kifulladását követően rövid ideig bizonytalan piaci helyzet alakult ki, amit az árfolyam változékony mozgása, a megemelkedett árfolyam-volatilitás is jól tükrözött (4. ábra). Február elejére azonban az árfolyam-volatilitás lecsökkent a 2002-ben megfigyelt átlagos szintjére, a forint árfolyama pedig visszatért az MNB által megjelölt 245 forint/eurós szintre.

4. ábra: A forint/euró árfolyam és annak napi volatilitása



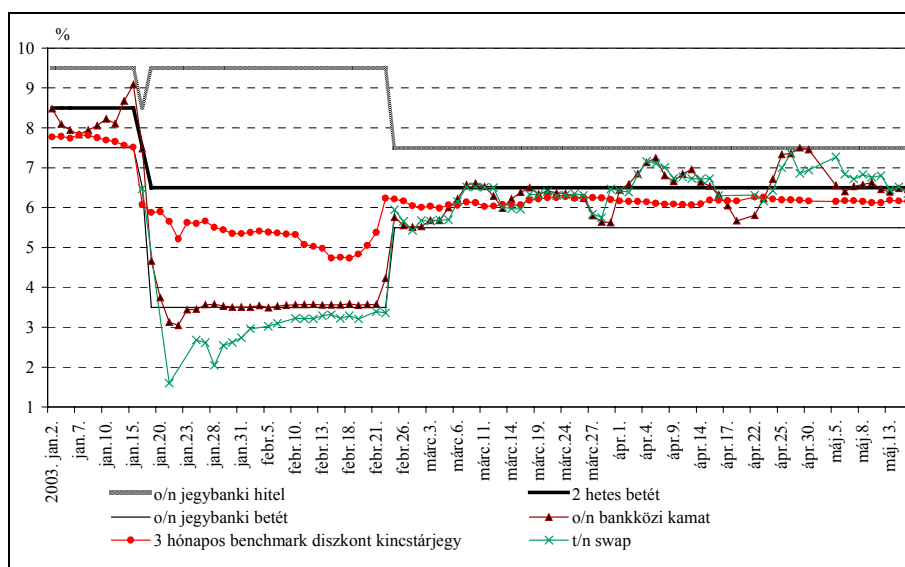
A Reuters piaci elemzők megkérdezésével készített felmérése alapján a 2003. végi árfolyamszintre vonatkozó elemzői várakozások átlaga a 2002. decemberi felmérés 235,4 forint/eurós értékéről 2003. januárjában 238,7 forintra, 2003 áprilisára pedig 241 forintra csökkent. Az elemzői várakozások is azt mutatják, hogy a spekulációs támadás elhárítását követően számottevő mértékben nőtt a forint intervenció sávjának a hitelessége.

Hozamalakulás

A felértékelődési spekulációt követően az egynapos bankközi kamatok a kamatfolyosó aljához tapadtak és az eszköztár visszaállításáig ott is maradtak (5. ábra). Ez egyrészt a beáramlott nagy mennyiségű többletlikviditással van összefüggésben, másrészt pedig arra vezethető vissza, hogy a kéthetes betétre bevezetett mennyiségi korlátozások következtében az egynapos jegybanki betét kamata lett a meghatározó effektív kamat. Az elsősorban a külföldi befektetők által használt devizaswapok egynapos hozama a bankok tranzakciós költsége miatt az eszköztár visszaállításáig a jegybanki betét kamata alatt maradt.

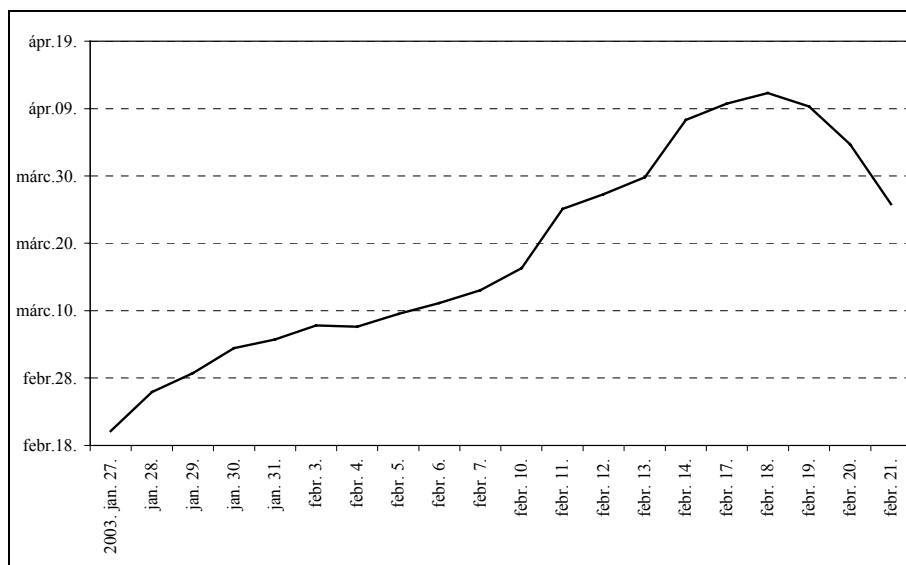
A rövid állampapír-piaci hozamok alakulását az eszköztár visszaállításának időpontjára vonatkozó piaci várakozások határozták meg. Január végén a befektetők még az eszköztár egy hónap múlva történő visszaállítását valószínűsítették. A február 10-én publikált „Jelentés az infláció alakulásáról” és az ehhez kapcsolódó Monetáris Tanács állásfoglalásból a befektetők arra a következtetésre jutottak, hogy a jegybank az alacsony kamatszintet korábbi várakozásaiknál hosszabb időtávon fogja fenntartani (6. ábra), ami a rövid lejáratú állampapír-piaci hozamok csökkenéséhez vezetett, a 3 hónapos benchmark diszkont kincstárjegy hozama mintegy 60 bázispontot mérséklődött (5. ábra).

5. ábra: Az MNB irányadó kamatai és a pénzügyi hozamok



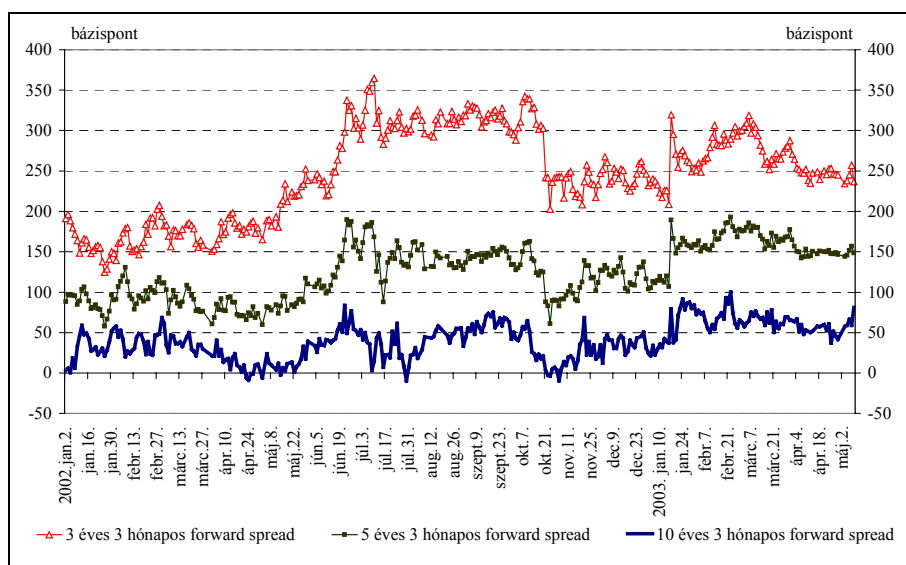
A felértékelődési spekulációt követően az euró-övezetbe viszonyított határidős kamatkülönbségek emelkedése volt megfigyelhető (7. ábra). A határidős kamatkülönbség növekedése az inflációs várakozások és a befektetők által elvárt kockázati prémium emelkedésére utal, emellett azonban a Gazdasági és Monetáris Unióhoz történő csatlakozás várt időpontjának csúszását is mutatja. Ez azonban csak kisebb részben magyarázható az inflációs várakozások emelkedésével: a piaci szereplők ugyanis elsősorban a költségvetési hiányra vonatkozó maastrichti kritérium teljesítésének nehézsége miatt számítanak az euró későbbi bevezetésére.

6. ábra: Az eszköztár visszaállításának várható időpontjára vonatkozó piaci várakozások



A Reuters piaci elemzők megkérdezésével készített felmérései szerint az inflációs célok hitelessége csak átmenetileg csökkent. A 2003-as év végére várt infláció a decemberi felmérés 4,88 százalékos konszenzusáról februárra 5,12 százalékra növekedett, majd a kedvező inflációs adatoknak köszönhetően áprilisra ismét 5 százalék alá (4,93%) csökkent. Az MNB számára kiemelt fontosságú 2004. decemberi inflációra vonatkozó várakozások is átmenetileg emelkedtek, az áprilisi felmérés 4,11 százalékos adata azonban már alig haladja meg a januári 4,05 százalékot. Az elemzői várakozások átlaga mindvégig a 3,5 százalékos 2004-es cél +/-1 százalékos toleranciasávján belül volt.

7. ábra: Az euró-övezetbe viszonyított határidős kamatkülönbség alakulása



Az MNB januári kamatsökkentéseit követően a banki kamatok is jelentős mértékben csökkentek. A vállalati hitelek jelentős része BUBOR-hoz kötődik, és így gyorsan reagál a pénzpiaci hozamszint változására. A betéti oldalon és a fix kamatozású hitelek esetében azonban a kereskedelmi bankok novemberben és decemberben csak részlegesen követték a jegybanki irányadó kamat összesen 100 bázispontos csökkentését. A kereskedelmi bankok januári jegybanki lépéseket követő

kamatmódosításai ezért nem csak a spekulációs támadás idején végrehajtott összesen 200 bázispontos jegybanki alapkamat-csökkentést, hanem a korábbi két 50 bázispontos lépést is tartalmazták. A bankok ugyanakkor rövid időn belül számítottak az eszköztár visszaállítására, ezért a hitelek és a betéti instrumentumok árazásánál nagyrészt figyelmen kívül hagyták az egynapos bankközi kamatnak az alapkamat változását meghaladó csökkenését. Így az eszköztárban végrehajtott átmeneti változtatások nem okoztak jelentős pótlólagos hozam-ingadozást: a jelentős kamatcsökkenést követő emelkedés átlagos mértéke a három hónapos lejáratú instrumentumok esetén mindössze 20-30 bázispont volt (2. táblázat).

A fogyasztási és a jelzáloghitelek kamata 150-200 bázisponttal lett alacsonyabb. A nagybankok nyilvános kamatkondíciói szerint a lakossági és vállalati betéti kamatlábak, a legfontosabbnak tekintett háromhónapos lejárat esetén, az MNB összes kamatcsökkentésének mértékénél körülbelül 50 bázisponttal kisebb mértékben változtak.

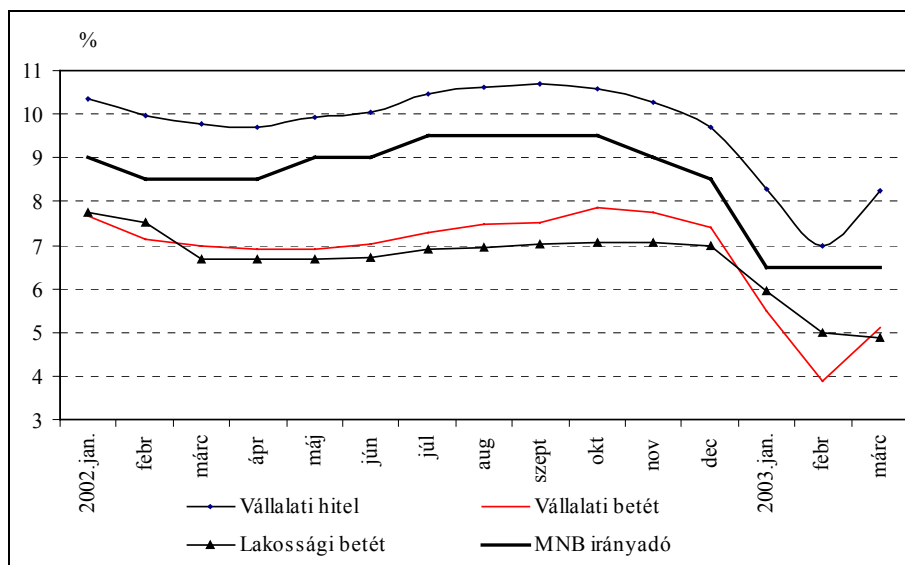
2. táblázat: Háromhónapos vállalati és lakossági betéti kamatlábak alakulása 2002. november és 2003. március között (bázispont)⁶

| | Számítási átlag | Tartalékkötelezettséggel súlyozott átlag | Maximum | Minimum |
|--|-----------------|--|---------|---------|
| Vállalati betéti kamatláb-csökkentés | 239 | 249 | 390 | 74 |
| Korrekción | 26 | 21 | 130 | 0 |
| Lakossági betéti kamatláb-csökkentés | 275 | 251 | 385 | 195 |
| Korrekción | 28 | 33 | 80 | 0 |
| MNB irányadó kamatcsökkentése összesen | 300 | | | |

A legrövidebb lejáratokon ugyanakkor a vállalati betétek kamatai a jegybanki lépést mintegy 50-100 bázisponttal meghaladóan csökkentek. Ennek oka egyrészt, hogy a változó kamatozású vállalati hitelek kamatszint-csökkentése (a 3 hónapos BUBOR-t követve) szintén 50-75 bázisponttal meghaladta a 300 bázispontos jegybanki alapkamat-mérséklést. Másrészt ezek a lejáratok szorosabban kapcsolódnak a pénzpiaci hozamokhoz, amelyek gyorsan követik a jegybanki lépéseket. A vállalati ügyleteken belül a legrövidebb lejáratok nagy súllyal szerepelnek, emiatt az éven belüli lejáratnál a statisztikák szerint a vállalati betétek és hitelek kamata túlreagálta a jegybanki alapkamat csökkenését. Emiatt márciusban megfigyelhető volt egy erőteljesebb, 120 bázispont körüli korrekción ezeken a piacokon (8. ábra).

⁶ A 10 legnagyobb tartalékkötelezettségű bank átlaga, nyilvános kamatkondíciók alapján.

8. ábra: A hitelintézetek éven belüli lejáratú konstrukcióinak havi átlagkamata



A likviditási helyzet

Az árfolyamsáv eltolására irányuló spekuláció miatt az MNB jelentős sávszéli devizavásárlásra kényszerült. A devizavásárlás, vagyis forinteladás következtében a bankrendszer likviditás-feleslege az intervenció nagyságával megegyező, 1200 milliárd forintot meghaladó mértékben emelkedett. Mivel a bankoknak már a felértékelődési spekuláció előtt is több forintlikviditásuk volt, mint amit a tartalék-kötelezettségük igényelt, az intervenció során kiáramló forintot az MNB-nél betét formájában helyezték el.

A jegybankmérleg eszköz oldalán az intervenció a devizatartalék növekedésében csapódott le. Forrásoldalon ugyanakkor – részben a monetáris eszköztár módosításával összefüggésben – több mérlegtétel nagysága is jelentősen megváltozott. Mivel az MNB korlátozta a kéthetes betétek elhelyezésének nagyságát, egyéb lehetőség hiányában a jegybanki devizavásárlás hatására létrejött többletlikviditás az O/N betétek állományában csapódott le. A spekulációs támadást követő első napokban az O/N betétállomány szintje ezért meghaladta az 1200 milliárd forintot. Így az átmeneti időszakban a kéthetes betét sterilizációs szerepét az O/N betét vette át, tehát a korábbi statisztikai módszertan szerinti, a készpénzállomány és a bankok elszámolási betéteinek összegeként értelmezett monetáris bázis nem emelkedett.⁷

A kéthetes betételhelyezés mennyiségi korlátozását sokan úgy értelmezték, hogy az MNB nem sterilizálja (semlegesíti) az intervenció pénzmennyiségi hatásait, ami inflációs nyomást okozhat. Valójában a sávszéli intervenció során kiáramló

⁷ 2003 januárjától kezdődően az MNB az Európai Központi Bank (EKB) statisztikai módszertanával történő harmonizáció eredményeképp a monetáris bázisba a készpénzen és az elszámolási betétszámlák állományán túl beleszámítja a jegybanknál elhelyezett O/N betétek állományát is. Az új statisztikai módszerre történő áttállással magyarázható a monetáris bázis éves növekedési ütemének 2003. január-februárban megfigyelhető jelentős emelkedése. A monetáris politikai eszköztár visszaállítását, valamint a jelentős volumenű O/N betételhelyezés megszűnését követően a növekedési ütem 2003. márciusában a korábbi időszakokban megfigyelt szintre süllyedt vissza.

forintlikviditást a bankok gyakorlatilag teljes egészében egynapos betétek formájában helyezték el az MNB-nél, így a likviditás-feleslegnek nem volt közvetlen inflációs hatása. A bankközi kamatok ugyanakkor az O/N betétek 3,5 százalékos, inflációtól elmaradó kamatszintjére estek. Ha huzamosabb ideig fennmaradt volna ez az alacsony kamatszint, akkor az okozhatta volna a hitelek gyors kiáramlását és a pénzmennyiség növekedési ütemének jelentős növekedését. Mivel azonban az eszköztár február 24-ei helyreállítása miatt a rövid kamatok szintje csak átmenetileg volt alacsony, és a kereskedelmi bankok betétek és hitelek kamatát a 6,5 százalékos irányadó kamathoz igazodva határozták meg, az eszköztárban végrehajtott átmeneti intézkedéseknek sem a pénzmennyiségen, sem pedig a kamatokon keresztül nem volt inflációs hatása.

3. táblázat: Az MNB mérleg (milliárd forint)

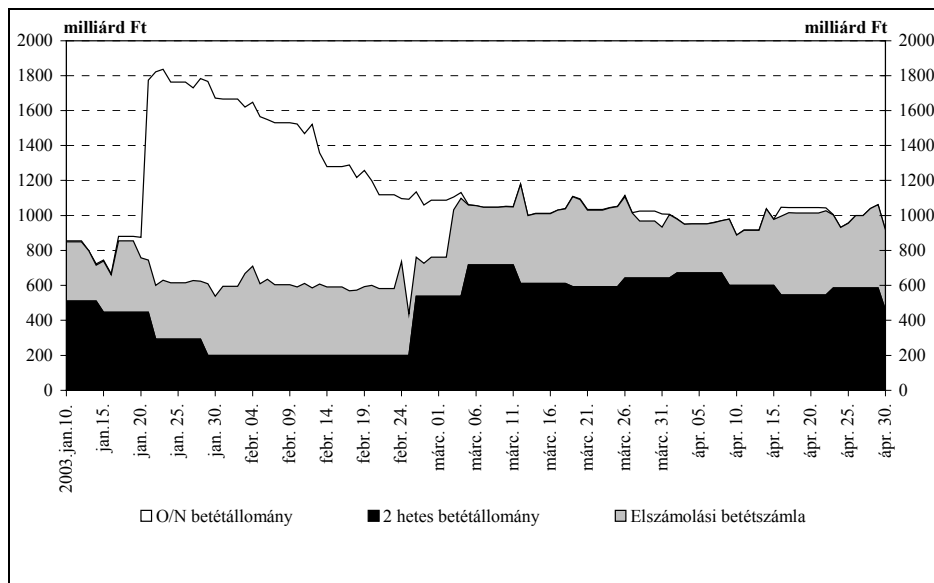
| Eszközök | 2002. | 2003. | 2003. | 2003. | Források | 2002. | 2003. | 2003. | 2003. |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | dec. 31. | jan. 31. | febr. 28. | márc. 31. | | dec. 31. | jan. 31. | febr. 28. | márc. 31. |
| E./I. Külfölddel szembeni követelések (i.+ii.) | 2652 | 3744 | 3463 | 3364 | F./I. Monetáris bázis (i.+ii.) | 1646 | 1656 | 1498 | 1577 |
| <i>i. Nemzetközi tartalék</i> | 2332 | 3461 | 3171 | 3100 | <i>i. Forgalomban lévő készpénz</i> | 1280 | 1266 | 1275 | 1288 |
| <i>ii. Egyéb tételek</i> | 320 | 284 | 292 | 263 | <i>ii. Elszámolási betétszámla</i> | 366 | 390 | 223 | 290 |
| E./II. Bankrendszerrel szembeni követelések | 23 | 21 | 20 | 20 | F./II. 2 hetes betétállomány | 136 | 200 | 538 | 642 |
| E./III. Központi kormányzattal szembeni követelések | 1216 | 1232 | 1112 | 1094 | F./III. O/N betétállomány | 419 | 1066 | 326 | 76 |
| E./IV. Szektor szerint nem bontott eszközök | 132 | 119 | 113 | 114 | F./IV. Államháztartással szembeni kötelezettségek | 198 | 500 | 720 | 536 |
| | | | | | <i>Ebből kincstári számlák</i> | 51 | 383 | 484 | 358 |
| | | | | | F./V. Külfölddel szembeni adósság | 1385 | 1414 | 1331 | 1372 |
| | | | | | F./VI. Nettó egyéb tételek | 240 | 280 | 295 | 389 |
| ÖSSZESEN | 4024 | 5116 | 4708 | 4591 | ÖSSZESEN | 4024 | 5116 | 4708 | 4591 |

Félkövér betétípust használtunk abban az esetben, ha a mérlegtételre direkt, vagy közvetett hatást gyakorolt a devizapiaci intervenció, illetve a monetáris politikai eszköztár megváltoztatása. A táblázatban a monetáris bázis a forgalomban lévő készpénz és a hitelintézetek elszámolási betétszámlájának összegét jelenti, vagyis nem tartalmazza az O/N betétek állományát.

A számottevő likviditásfelesleg megjelenése jelentős átrendeződéssel járt a kereskedelmi bankok bankközi piaci pozícióiban is. A felértékelődési spekuláció előtt egyes, elsősorban a hiteloldali műveletekben aktívabb bankokra a likviditáshiány volt jellemző, míg a betétgyűjtésre specializálódott hitelintézetekre a likviditástöbblet, ami a két banktípus bankközi piaci felvevő, illetve kihelyezői pozícióját is meghatározta. A spekulációs támadás következtében olyan, a támadásban közvetítőként résztvevő belföldi bankok jutottak elsődlegesen többletlikviditáshoz, amelyek a korábbi időszakokban likviditáshiánnyal szembesültek. A likviditástöbblet eloszlására korábban jellemző erős koncentráció így jelentősen csökkent.

A spekulációs támadás után bekövetkező hirtelen likviditásbővülést követően a likviditásfelesleg fokozatos csökkenést mutatott, ami két tényezőre vezethető vissza. Egyrészt a rövid pénzpiaci kamatszint számottevő csökkenésének hatására, ami a hozamgörbe rövid szegmensére is jelentős hatást gyakorolt, a kincstárjegy aukciókon mutatkozó számottevő keresleti többlet hatására az ÁKK megemelte a kincstárjegy értékesítését, ami a likviditásfelesleg 80 milliárd forintos csökkenéséhez vezetett. Másrészt a likviditásfelesleg fokozatos és az előbbi hatást bőven meghaladó csökkenését eredményezte a jegybanki forintvételi intervenció. A két hatás eredményeképp március elejéig a likviditásfelesleg mintegy felével, 600 milliárd forintot meghaladóan szűkült. Ezzel párhuzamosan a jegybanknál elhelyezett O/N betétállomány szintje az eszköztár visszaállításának bejelentését megelőzően megközelítőleg 600 milliárd forintra csökkent.

9. ábra: A likviditásfelesleg és annak megoszlása különböző jegybanki eszközökben



A kéthetes betéti tenderen meghirdetendő mennyiség meghatározásakor az MNB csak az intervención kívüli, a bankrendszer likviditási helyzetét befolyásoló tényezőket, azaz a prognosztizált készpénzállomány, valamint az államháztartás MNB-nél vezetett számlájának várható likviditási hatásait vette figyelembe. Bár a likviditási helyzet, elsősorban a KESZ növekedésének következtében, mérsékelt változtatásokat indokolt volna a kéthetes betéti tenderen meghirdetett mennyiségben, az MNB nem változtatott az átmeneti időszakban a tendereztetés során alkalmazott 100 milliárd forintos korláton. A változtatás ellen szólt az a kommunikációs szempont, hogy az a piaci szereplők jegybanki lépésekkel kapcsolatos várakozásait nem indokolt módon befolyásolhatta volna. A meghirdetett mennyiségeket – a kéthetes betét O/N betéttel szembeni jelentős hozamelőnyének következtében – az átmeneti időszak alatt minden alkalommal többszörös túlkereslet mellett allokalta az MNB.

Az MNB üzleti feltételei kezdetben túljegyzés esetén csak a kártyaleosztásos⁸ allokációt tették lehetővé, ami praktikusán azt jelentette, hogy minden bank egyenlő összeget helyezhetett el a 6,5 százalékos kamatot nyújtó kéthetes betétben. Eppen ezért amint lehetett (2 héttel az üzleti feltételek módosítása előtt be kell jelenteni a változtatásokat) az MNB a kártyaleosztás helyett az előző évi tartalékkötelezettséget alapul vevő allokációt vezetett be. Ez utóbbi módszer nyíltan a belföldi forrásgyűjtő bankokat preferálta, megnövelve arányukat a kéthetes betétben. Ezzel a lépéssel az MNB még inkább szétválasztotta a spekulatív tőke és a belföldi bankrendszer számára elérhető kamatszintet. A tartalékkötelezettséghez igazodó allokáció a kéthetes betétállomány nagyobb részét tette elérhetővé a belföldi forrásgyűjtő bankok számára, így az általuk elérhető kamatszintet a 6,5 százalékos irányadó kamathoz közelítette. A sávszéli intervenció során keletkezett többletlikviditás ugyanakkor a korábbinál nagyobb arányban kényszerült a 3,5 százalékos O/N betétbe. Bár ezen allokációs módszert is érte kritika (mivel a belföldi források egyes elemei nem

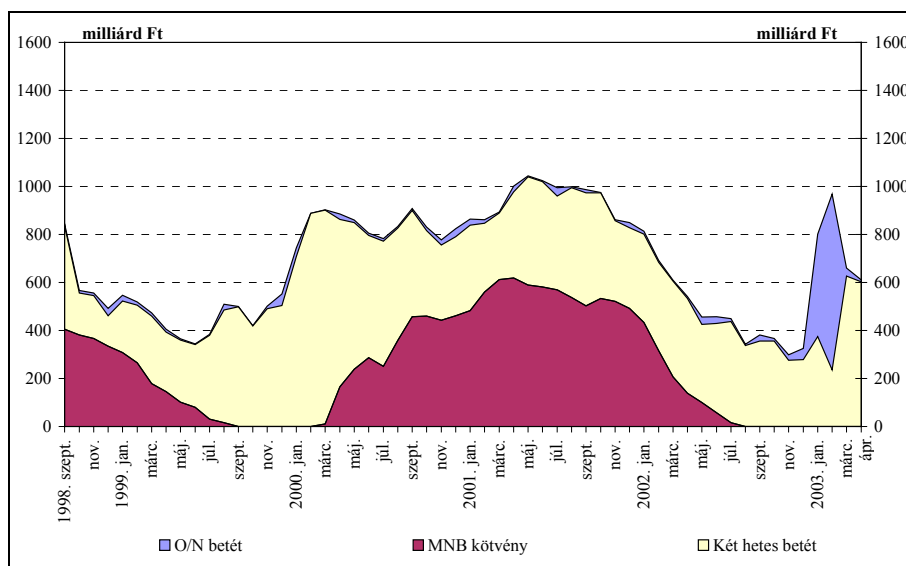
⁸ Túljegyzés esetén az azonos hozamszintű ajánlatok között az értékesítésre kerülő mennyiség úgy kerül elosztásra, hogy a még teljesítésre váró versenyző ajánlatok mindegyike minden elosztási körben azonos mennyiségű értékpapírt kap az értékesíteni szándékozott mennyiség eléréséig.

tartalékkötelesek), ez a súlyrendszer a lehetőségekhez képest hatékonyan volt képes kizárni a külföldi spekulánsok betétjeit a magas kamatozású kéthetes betétből, miközben hozzájárult ahhoz, hogy a betéti elhelyezés 5 hétig tartó limitálása nem járt indokolatlan csökkenéssel a bankok lakossági és vállalati betéti kamatjegyzéseiben.

A betételhelyezés korlátozásának és az O/N betétállomány jelentős növekedésének hatására az O/N kamatszint a kamatfolyosó alsó széléhez (3,5%) tapadt, sőt a kamatszint átmenetileg a jegybanki O/N kamatszint alá süllyedt. A kamatfolyosóból kilépő O/N kamatalakulást azzal magyarázhatjuk, hogy egyes bankoknak a jegybankkal szemben is létezik limitje, így belső szabályzatuk nem tehetett lehetővé bizonyos értéket meghaladó jegybanki kihelyezést. Ezek a bankok a bankközi piacon, a korlátozott likviditáskereslet következtében csak alacsonyabb kamatszint mellett tudták kihelyezni a fennmaradó összeget. Az eszköztár visszaállítását és a korlátozott kéthetes betételhelyezési lehetőség megszüntetését követően a bankok ismét kéthetes betétben helyezték el a korábban O/N betétállományban görgetett likviditásukat. Az O/N kamatszint az O/N betétállomány csökkenésével párhuzamosan elszakadt a kamatfolyosó szélétől, és a spekulációs támadás elleni időszakokhoz hasonlóan a kamatfolyosó közepe, 6,5 százalék körül ingadozott 2003. március elejét követően.

Az árfolyamsáv védelmében végrehajtott devizavásárlás és az ezt követő árfolyamsávon belüli intervenció, illetve KESZ emelkedés összességében 600 milliárd forintos likviditástöbbletbe vezetett a spekulációs támadást megelőző időszakhoz képest. Az eszköztár helyreállítását (február 24.) követően ez az az összeg, ami a kéthetes betétállományban megjelent. Az MNB által kéthetes betétben sterilizált többletlikviditás az eszköztár helyreállítását követően a jegybanki euróeladásoknak köszönhetően tovább csökkent, májusra a kéthetes betétek havi átlagos szintje 500 milliárd forint közelébe süllyedt. Ez historikusan egyáltalán nem jelent magas sterilizációs állományt, a csúszó leértékeléses árfolyam-rendszer időszakában számos alkalommal volt ennél nagyobb, 800-1000 milliárd forint körüli a sterilizációs eszközök állománya, a jelenleginél jóval nagyobb forint-euró kamatkülönbség mellett. A monetáris politikai eszköztár tehát a múltban a jelenleginél nagyobb sterilizációs állományt is hatékonyan tudott kezelni, ezért a felértékelési spekuláció ezen utóhatása nem jelent a monetáris eszköztár működtetése szempontjából problémát.

10. ábra: A sterilizációs eszközök havi átlagos állományának alakulása (1998. szeptember-2002. április)



A felértékelési spekuláció mérlege – tanulságok

Nyertesek és vesztesek

A felértékelési spekuláció egyértelmű vesztesei azok a külföldi spekulánsok, akik a január 15-16-i intervenciót kezdeményezték. Ők eurónként 8-14 forintot veszítettek, attól függően, hogy 16-át követően hol tudtak kiszállni forint melletti pozíciójukból. A külföldi spekulánsok május 23-áig a teljes, közel 60 milliárd forintos (240 millió eurós) veszteségük döntő részét realizálták.

Az MNB az árfolyamsáv szélén 234,69 forint/eurós árfolyamon megvásárolt euróból 3,8 milliárdot adott el. Ezen tranzakciókból az MNB-nek 43 milliárd forintos realizált árfolyam-nyeresége keletkezett. A sávon belüli visszavásárlásokkal realizált árfolyamnyereség megjelenik az MNB 2003. évi eredményében, és bekerül az MNB eredménytartalékába. A hatályos jegybank-törvény szerint⁹ az MNB-nek a tárgyév után a tárgyévet megelőző második, harmadik és negyedik év eredményének átlagát kell osztalékként a költségvetésbe befizetnie. Ez azt jelenti, hogy a 2003-as árfolyamnyereséget az MNB három részletben 2006 és 2008 között fogja a költségvetésnek befizetni.

Mivel az MNB mérlegében a devizaeszközök állománya meghaladja a devizakötelezettségeket, a forint árfolyamának gyengülése nem realizált árfolyamnyereséget is okoz. A nem realizált árfolyamnyereséget a realizált árfolyamnyereséggel szemben az MNB nem számolja el az eredményében, és így nem is fizeti be a költségvetésbe. Ennek az az oka, hogy míg a realizált árfolyamnyereséget már nem befolyásolja a forint árfolyama, addig a nem realizált árfolyamnyereség függ a forint mindenkori árfolyamától, ezért prudenciális okokból nem lehet eredményként elkönyvelni. Az MNB-nél keletkező árfolyam-nyereséggel szemben az állam devizaadósságain árfolyam-veszteség keletkezik a forint árfolyamának gyengülésekor.

A sávszéli intervenció, majd az azt követő euróeladások együttes hatásaként megnőtt az MNB mérlegében a sterilizációs eszközök állománya. Mivel a sterilizációs állomány után fizetett kamat magasabb, mint a devizatartalékok hozama, az állomány növekedése csökkenti az MNB eredményét. A felértékelődési spekuláció hatására ugyanakkor az irányadó kamatszint lényegesen, 2 százalékponttal csökkent. Így mérséklődött a sterilizációs állomány kamata és a devizatartalékok kamata közötti különbség. Összességében a kamatcsökkentés hatása ellensúlyozta a sterilizációs állomány növekedésének hatását. A felértékelődési spekuláció ezért nem járt a sterilizációs költségek növekedésével és az MNB kamateredményének romlásával.

A külföldi spekulánsok forint melletti pozícióinak zárásához szükséges eurót részben azon magyar exportőr vállalatok adták el, akik forward-ügyletek segítségével előrehozták exportbevételeiket. Az, hogy ők ezen a fedezeti ügyleten nyernek-e, attól függ, hogy a határidős ügyletek lejáratakor milyen lesz a forint árfolyama. Mindenesetre az már most kijelenthető, hogy ezen exportőrök bevételeik forintértékével biztosan kalkulálhatnak, nem kell az árfolyam ingadozásaitól tartaniuk.

⁹ 2001. évi LVIII.tv, 65§

2003 első negyedében a bankrendszer adózott eredménye több mint 50 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, az eszközarányos nyereség 10 százalék fölötti emelkedést mutatott. Ebben a kamatjövedelem 14 százalékos emelkedése játszotta a legnagyobb szerepet, de a jutalékjövedelem és a pénzügyi műveletek eredményének megugrása is fontos tényező volt. Ez utóbbin belül az értékpapír-műveletek jövedelemnövekedése volt az erőteljesebb, bár a devizaműveletek eredménye is több mint 5 százalékkal emelkedett. A bankok, mint árjegyzők bevételeit növelte a devizapiac spot ügyleteinek és a devizaswap piac forgalmának megugrása. A bankok tehát összességében számottevő jövedelemtöbbletet realizáltak, amelyet elsősorban a hozamcsökkenés kedvező hatása alapozott meg.

A pénzügyi rendszer stabilitása

A felértékelődési spekulációt követő bizonytalanság ellenére a hazai pénzügyi közvetítő rendszer stabilitása a spekuláció és az azt követő hozam- és árfolyamalakulás hatására nem került veszélybe. A pénzügyi szabályozó környezet prudenciális előírásai (pl. a kereskedési könyv által az egyes kockázatokhoz rendelt tőkekövetelmények) és a bankok belső szabályozói eleve alacsony szinten tartották a bankok kockázati kitéttőségét, ami megakadályozta a bankrendszer jövedelmi vagy likviditási helyzetének megingását egy átmenetileg volatilisabb pénzpiaci helyzetben is. Bár a VIBER napi forgalma egyes napokon több mint négyszerese volt a korábban jellemző átlagnak, fennakadások a fizetési rendszerben sem történtek.¹⁰

A jegybanki eszköztárban január 16-án meghozott változtatások az MNB szándékainak megfelelően jól elkülönítették a tartós és az átmeneti hatásokat. A spekulatív tőke számára effektív kamatszint 3,5 százalék alá süllyedt, miközben a hosszabb állampapírok, valamint a banki kamatok számára a kéthetes betét 6,5 százalékos kamata maradt az irányadó. A kamatok volatilitását tehát sikerült lokalizálni, az nem terjedt át a bankközi piacról a hosszabb állampapírokra, a banki betétekre és hitelekre.

A jegybank a sávszéli intervenció pénzmennyiségi hatásait kezdetben az O/N betéteken, az eszköztár helyreállítását követően pedig a kéthetes betéteken keresztül semlegesítette. Így a pénzmennyiség növekedése miatt nem kellett az infláció gyorsulásától, illetve a pénzügyi rendszer stabilitásának megingásától tartani.

Monetáris politikai következtetések

Az árfolyamsáv erős széle sikeresen védhető

A felértékelési spekuláció sikertelennek bizonyult. A sikertelenség egyik oka az volt, hogy szemben számos feltörekvő ország tapasztalatával, illetve a korábbi ERM-válságokkal, ez esetben nem a hazai deviza (forint) leértékelését, hanem felértékelését akarta a piac kikényszeríteni. Éppen ezért helyesebb inkább forint *melletti*, sem mint forint *elleni* támadásról beszélni. Bár a volumenek és az összetett devizapiaci eszközök egyértelműen mutatják, hogy a devizaliberalizáció potenciálisan megnövelte a spekulánsok erejét, bebizonyosodott, hogy az árfolyamsáv erős oldalán sokkal

¹⁰ Mindössze egy napon került sor – egyes hitelintézetek igénye alapján – üzemidő hosszabbításra (január 21-én a VIBER a tételeket 16:30 helyett 17:30-ig fogadta).

nehezebb a jegybankot „legyőzni”, mint a gyenge oldalon. Egyrészt ez esetben az intervencióval párhuzamosan növekszik a devizatartalékok állománya és ennek nincsen természetes felső korlátja. Másrészt a spekuláció visszaveréséhez a kamatok csökkentésére van szükség, ami a pénzügyi rendszer szempontjából rövid távon lényegesen kisebb problémát jelent, nem úgy mint, a számottevő mértékű kamatemelés, amit leértékelődési spekuláció esetén szoktak alkalmazni.

A spekuláció elleni védekezést megkönnyítette, hogy a felértékelődési spekuláció sok tekintetben megalapozatlan és irracionális volt. Egyrészt a forint egyensúlyi árfolyama a jelenlegi árfolyamsávon belül van, vagyis az elkövetkező időszakban – egyes piaci szereplők januári várakozásával ellentétben – nem várható a forint tendenciózus erősödése. Másrészt számos spekuláns nem volt tisztában azzal, hogy a jegybanktörvény szerint a kormány hozzájárulása is kell az árfolyamsáv eltolásához. Ezért ennek valamint az árfolyamsáv melletti elkötelezettségnek a felismerése hozzájárult ahhoz, hogy rövid időn belül sor került a tőkeáramlás megfordulására.

A spekuláció sikeres visszaverése megnövelte az árfolyamrendszer hitelességét. Az MNB a nagymértékű devizavásárlás és az átmeneti, de gyors kamatcsökkentés végrehajtásával bizonyította eltökéltségét az árfolyamrendszer fenntartása mellett. Ugyanakkor a spekulánsok által elszenvedett árfolyamvesztés világossá tette, hogy a jegybank képes sikeresen kontrolálni egy ilyen irányú támadást a forint árfolyama ellen.

Monetáris lazítás, folytatódó dezinfláció

A sok tekintetben irracionális és megalapozatlan felértékelődési spekuláció legfőbb monetáris politikai következménye az volt, hogy az árfolyamsáv erősebb korlátokat jelent a jegybank számára, mint azt a jegybank korábban gondolta. Ugyanis a spekulatív támadások lehetősége miatt kockázatos az árfolyamot a sáv erős szélének közelében tartani. Emiatt az MNB-nek el kellett fogadnia, hogy a forint árfolyama gyengébb lesz, mint a felértékelődési spekulációt megelőző 2-3 hónapban volt. Az MNB tehát elfogadva a gyengébb árfolyamot egy kényszerű monetáris lazítást hajtott végre. Az MNB kellő távolságot tartva az árfolyamsáv erős szélétől, a 245 forint/euró körüli árfolyamszintet jelölte meg kívánatos szintként. Ugyancsak a leértékelt árfolyamszint elfogadását demonstrálta, hogy az MNB bejelentette: a célidőpontig hátralévő idő rövidege miatt a monetáris politika által már amúgy is csak mérsékelten befolyásolható 2003. évi infláció helyett a jegybank a 2004-es cél elérésére fókuszál.

A bértárgyalások és áremelések szempontjából különösen fontos év végi időszakban a forint árfolyama közel volt az árfolyamsáv erős széléhez, ami a korábbi árfolyamerősödés dezinflációs hatását is kedvezően befolyásolta: az elmúlt hónapok inflációs- és béradatai azt mutatják, hogy 2002 végén, 2003 elején felerősödött az erős árfolyam közvetett infláció-csökkentő hatása. Az ingadozó tételek hatását (élelmiszer, olaj) nem tükröző maginfláció 2002 novembere és 2003 áprilisa között 0,9 százalékpontot csökkent. A monetáris politika és az árfolyam által leginkább befolyásolható árucsoportokban (iparcikkek, piaci szolgáltatások, feldolgozott élelmiszerek) felgyorsult a dezinfláció. A feldolgozóipar vállalatainak bérnövekedése 2002 IV. és 2003. I. negyedében jelentősen mérséklődött.

Januárban a felértékelődési spekuláció miatt az MNB-nek el kellett fogadnia egy a korábbinál gyengébb árfolyam-szintet. A felértékelődési spekuláció óta eltelt

időszakban azonban a korábbi monetáris szigorításnak és külső tényezőknek köszönhetően nőtt a 2004-es inflációs cél elérésének valószínűsége, így a 3,5 +/-1 százalékos inflációs cél 245 forint/euró körüli árfolyamszint mellett is elérhetőnek látszik.