

Barabás Gyula–Hamecz István

Tőkebeáramlás, sterilizáció és pénzmennyiség, II. rész

A kétrészes tanulmány második része az első részben bemutatott elemzési keret segítségével részletesen vizsgálja a devizaáramlás forrásait, megvilágítja a devizapiaci intervenció és a jegybank által érzékelt konverzió közötti eltérés okait, s a devizakonverzió komponenseinek elkülönítésével becslést ad az 1995–1996-os években tapasztalt kamatérzékeny, illetve spekulatív devizaáramlás nagyságára. A cikk magyarázatot ad arra, hogy milyen összefüggés van az MNB által alkalmazott sterilizáció eszközei és a bővebb pénzmennyiség növekedési üteme között. A tanulmányt a különböző sterilizációs technikák rövid összehasonlító elemzése zárja.*

A tőkebeáramlás hatásainak vizsgálata során, a sterilizáció mértékének és hatásosságának elemzésekor mindenképpen szükségszerű elkülönítenünk a devizakonverzió különböző komponenseit – erre vállalkozunk tanulmányunk második részében –, ugyanis az egyes összetevők kiváltó okai, pénzmennyiségre, pénzkeresletre és így az inflációra gyakorolt hatásai nagyon eltérőek lehetnek.

Ugyancsak ebben a részben térünk ki arra, hogy a Magyarországon elterjedt konverziófogalom félrevezető. Egyrészt a konverzióknak tekinthető tranzakciók pénzmennyiségi hatása eltér attól, amit az ún. konverziós számok mutatnak, hiszen a valódi *konverzió*, azaz a *jegybanki devizavásárlás* egy része (az államháztartás konverziójáról van szó) nem jelenik meg a devizapiacra. Így a tényleges konverzió nagysága eltér azon, konverzióknak nevezett tranzakciók összegétől, melyek nemzetközileg elfogadott neve *devizapiaci intervenció*, avagy intervenció vásárlás.

Írásunk utolsó előtti fejezete a nettó forinteszközök állományának alakulását elemzi, összehasonlítva a bankrendszer összevont mérlegéből, illetve a jegybankmérlegből származtatott állományt. Kiemelt figyelmet szentelünk a nettó forinteszköz-állomány és a sterilizáció eszközei közötti kapcsolatnak. Külön fejezetben tárgyaljuk a monetáris politika eszköztválasztásának néhány szempontját.

* Itt szeretnénk köszönetet mondani *Neményi Juditnak*, *Székely Istvánnak*, *Sándor Györgynek*, *Simon Andrásnak* és *Halpern Lászlónak* hasznos észrevételeikért. Természetesen a megmaradt hibákért a szerzők felelősek. Az elemzések a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül egyeznek az MNB hivatalos véleményével.

Hamecz István a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági és kutatási főosztály, Monetáris és államháztartási kutatások osztályának osztályvezető-helyettese.

Barabás Gyula a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági és kutatási főosztály, Monetáris és államháztartási kutatások osztályának gyakornoka.

A devizaáramlás forrásai

Tőkeáramlás és portfólióallokáció

Mielőtt megkísérelnénk a kamat indukálta devizaáramlást tőkeáramlásra és portfólió-átrendezésre elkülöníteni, érdemes áttekinteni a tőkebeáramlás és a bankrendszer nettó devizaeszköz-állomány (NDE) változásának összetevőit, s a tőkebeáramlás és az NDE-változás közötti kapcsolatot. Azért a bankrendszer és nem az MNB NDE-változására ható tényezőkről beszélünk ezúttal, mert a tanulmány következő részében elkülönülten és bővebben szót ejtünk a bankrendszer szerepéről, melyet – mint látni fogjuk – az MNB és a bankrendszer NDE-változásának összevetésével elemezhetünk.

A 3. táblázat a számunkra lényeges szereplőkhöz – külföld, lakosság, vállalatok – kapcsolható nettó tőkebeáramlás tételeit mutatja be. Ezek azok a tételek, amelyek a folyó fizetési mérlegben – a pénzügyi és a jegybanki műveletekkel egyetemben persze – megjelennek. A kamat indukálta devizaáramlás meghatározásakor a nettó tőkebeáramlásból elkülönítettük a legjelentősebb, jól megfigyelhető tételt, a működőtőke-befektetéseket. Írásunk első részében már említettük, hogy az így kapott reziduum sem tekinthető minden elemében kamatindukáltnak, hiszen:

- a részvényekbe beáramló külföldi tőke döntő része nem a kamatlábkülönbség eredményeképpen érkezett Magyarországra,
- az állampapír-befektetések egy része pedig portfóliódiverzifikáláshoz és nem a hozamok alakulásához köthető.

3. táblázat

A nettó tőkebeáramlás összetevői

Külföldiek	+	nettó részvényvásárlás
	+	működőtőke-beáramlás
	+	nettó állampapír-vásárlás
	+	nettó hitelnyújtás (külföldiek által vásárolt vállalati kötvények is)
Bankrendszeren kívüli	–	nettó kereskedelmi hitel-nyújtás
belföldiek	–	nettó külföldirészvény-vásárlás
(vállalatok, lakosság)	–	nettó külföldiállampapír-vásárlás
	=	nettó tőkebeáramlás

A nettó tőkebeáramláshoz hozzá kell vennünk a folyó fizetési mérleg egyenlegét, a belföldi devizahitelek és a devizabetétek állományváltozását, s mindezt korrigálnunk kell az árfolyamhatásokkal, hogy megkapjuk a bankrendszer összevont mérlegében szereplő NDE-állomány változását, mint ahogy azt a 4. táblázat mutatja. Az általunk használt kamat indukálta devizaáramlás kategóriában nemcsak a működőtőke-beáramlást szűrtük ki a nettó tőkebeáramlás tételei közül, hanem az árfolyam és a folyó fizetési mérleg hatását is kiszűrtük a bankrendszer NDE-állományának változását befolyásoló tételek közül.

A kamat indukálta devizaáramlásokat az előző pontban bemutatottakon kívül még két-féleképpen érdemes kiszámítanunk. Az egyik kalkuláció a jegybank, a másik a bankrendszer összevont mérlegének devizabetéteket nem tartalmazó, korrigált fizetési mérleggel csökkentett NDE-állományával közelíti a kamat indukálta devizabeáramlást. Ennél a megközelítésnél a kamat indukálta devizaáramlás előző két görbéjéhez viszonyítva a különbséget az jelenti, hogy a devizabetéteket ezúttal nem az NDE állományának negatív tételeként, hanem a pénzmenyiség részeként kezeljük, azaz a devizabetétek álló-

4. táblázat

+ <i>Nettó tőkebeáramlás</i>
+ Folyó fizetési mérleg egyenlege
+ Belföldi devizahitel-állomány növekedése
- Belföldi devizabetét-állomány növekedése
+ Árfolyamhatás
= A bankrendszer összevont mérlegében szereplő NDE-állomány változása

mányváltozása nem hat az NDE-ra és így nem jelentkezik a kamat indukálta deviza-beáramlásban sem.

A kamat indukálta devizaáramlás ezen két újabb közelítőjével igyekszünk elkülöníteni a devizakonverzió kamatkülönbséggel és árfolyam-várákozásokkal összefüggésben álló két komponensét – a kamat indukálta tőkebeáramlásokat és a belföldi portfólióátrendezést – egymástól. Az elkülönítés azzal az egyszerűsítéssel tehető meg, hogy feltételezzük: a portfólióátrendeződés egy az egyben a belföldi devizabetétek külföldi valutában mért állományának változásában jelenik meg. Alapesetnek tehát azt tekintjük, hogy az újonnan felvett hitelekől származó forrás, illetve a visszafizetendő kötelezettségekhez szükséges forrás a forintban denominált eszközök állományára van hatással, a belföldi devizabetétek külföldi valutában számított állományának változása a bruttó követelések közötti átcsoportosítás eredménye.

Az előbbi egyszerűsítés a bankrendszeren kívüli belföldi szereplők esetében inkább helytálló, hiszen a lakosság és a vállalati szféra devizaköveteléseinek döntő része megjelenik a magyar bankrendszer összevont mérlegében, míg a pénzintézetek esetében számottevő a külföldi betétek állománya. Éppen ezért a lakossági és vállalati belföldi devizabetétek állományváltozása összekapcsolható devizaköveteléseik csökkenésével, azaz követeléseik átrendezésével, míg a pénzintézeteknél – a külföldre, illetve a belföldi devizahitelekbe történő átcsoportosítási lehetőség miatt – az ilyen összekapcsolás meglehetősen kérdéses. Mindezek miatt a portfólióátrendeződés és a tőkebeáramlás elkülönítését ebben a megközelítésben csak a bankrendszeren kívüli szereplőkre érdemes elvégeznünk. (A pénzintézetek szerepéről a következő fejezetben részletesen lesz szó.)

Míg az M3Ft-nak megfelelő NDE-ből számított kamat indukálta devizaáramlás mindkét komponenst – tőkebeáramlást és a portfólióátrendezést is – tartalmazza, addig az M3-nak megfelelőből kalkulált csak a tőkebeáramlás hatását foglalja magában. A devizaállomány változása pedig az előbbiekből megtett feltételezések mellett összekapcsolható a belföldi szereplők portfólióátrendezésével.

A 12. ábra jól mutatja, hogy a 1993-tól egészen 1995 végéig a devizabetét-állomány – a kisebb ingadozásoktól eltekintve – viszonylag egyenletesen növekedett. Ez a növekedés részben a konvertibilis valuták iránti bizalommal, részben pedig a külföldi devizahitelek bővülésének hatásával magyarázható. A devizabetétek és a devizahitelek együttes – és egymással feltehetően kapcsolatban levő – bővülése némileg kérdésessé teszi azt a megközelítésünket, amely a portfólióátrendezést a devizabetétek állományváltozásával méri. Bár 1996-ban a devizabetét-állomány bővülése megállt, *nem állíthatjuk azt, hogy az állomány leépítése, a portfólió átrendezése önmagában közvetlenül jelentős konverziós forrás lett volna. A devizabetétek növekedési trendje 1996 februárjában fordult meg, s 1996 végéig mintegy 20 milliárd forinttal járult hozzá az állomány csökkenése közvetlenül a konverzióhoz (13. ábra).*

A kereskedelmi bankok közvetítő szerepe

A kereskedelmi bankok szerepéről a jegybank és a bankrendszer összevont mérlegéből képzett NDE-változások segítségével kapunk információt. Természetesen a hasonló besorolásokkal kalkulált NDE-változásokat lehet összehasonlítani, azaz a legszűkebb monetáris bázisnak megfelelő NDE-t az M3Ft-hoz kapcsolható NDE-vel, a devizabetét-állományt tartalmazó monetáris bázissal összefüggő NDE-t pedig az M3 NDE összetevőjével párosíthatjuk. Mindkét párosítás a kereskedelmi bankok devizaáramlásban betöltött szerepét mutatja, hiszen tulajdonképpen a központi bankon kívüli szereplők devizaáramlást okozó műveleteit az összevont bankrendszeren kívüli szereplők hasonló műveleteivel vetjük össze, s a kettő különbsége a bankok szerepvállalását jelzi.

Az összehasonlításnak a devizabetéteket nem tartalmazó pénzkategóriák (M3Ft és a legszűkebben számított monetáris bázis) esetében van értelme, hiszen a szőben forgó devizabetétek szerepe nem azonos a pénzintézetek és a bankrendszeren kívüli belföldi szereplők számára. Az utóbbiak szempontjából a devizabetét az egyetlen számottevő külföldi valutában denominált követelés, míg a pénzintézeteknél léteznek alternatív, a jegybank mérlegében meg nem jelenő befektetési lehetőségek. Éppen ezért a pénzintézetek valós devizapozíciójának vizsgálatakor az M3Ft és a legszűkebben vett monetáris bázisnak megfelelő NDE-kategóriákat érdemes egymással összevetnünk.

A bankrendszer összevont mérlegének NDE-állománya és az MNB-mérleg NDE-állománya közötti kapcsolatot szemlélteti a 5. táblázat.

5. táblázat

A bankrendszer NDE-állománya és a Magyar Nemzeti Bank NDE-állománya közötti kapcsolat

A bankrendszer nettó deviza eszközállománya

- Kereskedelmi bankok külföldi betétei (KB)
 - Belföldi devizahitelek (BH)
 - + Belföldi devizabetétek (BB)
 - + Az MNB által nyújtott kereskedelmi banki devizahitelek (KBH)
 - A kereskedelmi bankok devizakövetelései (betétek és megvásárolt kötvények) az MNB-vel szemben (KBB)
-

A Magyar Nemzeti Bank nettó deviza eszközállománya

Az 5. táblázatban azok a nettó devizaeszközök közé sorolt tételek szerepelnek negatív előjellel, amelyek:

a) a bankrendszer összevont mérlegének NDE-állományát növelik, a jegybank mérlegre vonatkozó NDE-állományban nem szerepelnek (KB, BH),

b) a bankrendszer összevont mérlegének NDE-állományát nem befolyásolják, a jegybankét viszont csökkentik (KBB).

Azok a tételek előtt található pluszjelet, amelyek:

a) a bankrendszer összevont mérlegének NDE-állományát csökkentik, az MNB-re vonatkozó NDE-állományt pedig nem befolyásolják (BB),

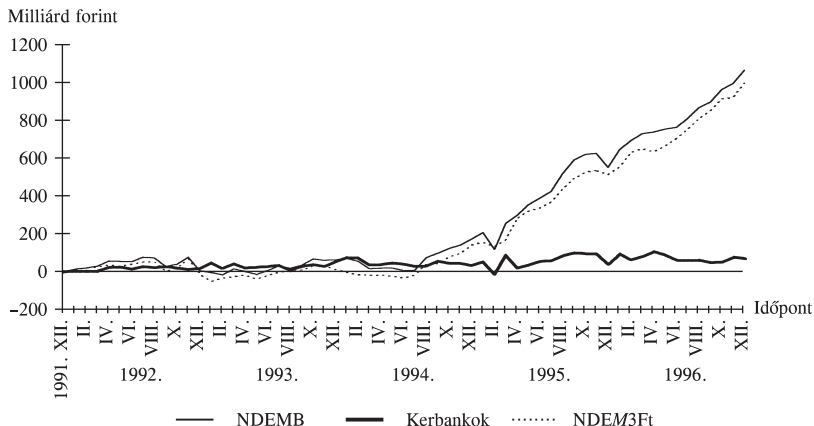
b) a bankrendszer NDE-állománya nem hatnak, de az MNB NDE-állományát növelik (KH).

Látható, hogy a két NDE-kategória közötti különbség pontosan megegyezik a pénzintézetek derivatív ügyletek nélkül számított nettó devizapozíciójával.

A 14. ábrán a legszűkebb monetáris bázisnak és a M3Ft-nak megfelelő NDE-állomány változásait és a bankok derivatív ügyletek nélküli nettó devizapozícióját ábrázoltuk, még-

14. ábra

A kamat indukálta devizaáramlás és a kereskedelmi bankok szerepe



Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december=0, az 1996. decemberi adatok előzetes becslésen alapulnak.

pedig oly módon, hogy a vastagított görbe emelkedése hosszú forintpozíciók irányába történő elmozdulásra utal. Az MNB mérlegéből kalkulált devizabeáramlás esetében megfigyelhető az 1995. januári-februári – a leértékelési várakozások miatt bekövetkező – átmeneti csökkenés mellett az 1994 augusztusától tapasztalható emelkedő trendben még egy kiszögelés, mégpedig 1995 decemberében. A két görbe visszaesése mind 1995 elején, mind 1995 decemberében eltérő mértékű. Mindez az első esetben arra utal, hogy a kereskedelmi bankok maguk is erőteljesen spekuláltak a forint leértékelésére, s nemcsak a bankszektoron kívüli piaci szereplők spekulációját közvetítették. A bankszektoron kívüli piaci szereplők kisebb spekulációját jelzi a szaggatott görbe 1995 márciusát megelőző enyhe csökkenése. Az 1995. decemberi esés nem árfolyam-várakozásokkal, illetve kamatláb-alakulásokkal, hanem a privatizációs bevételek beérkezésével magyarázható, a bevételek egy részének forintra konvertálása ugyanis nem történt meg azonnal. A bankrendszerre vonatkozó NDE kisebb törése feltehetően azzal magyarázható, hogy a privatizációs bevételek egy részét a kereskedelmi bankoknál levő kormányzati devizatartozások visszafizetésére fordították, aminek forintban történő kihelyezése késett (azaz egy ideig még devizában volt).

Jól látható, hogy a kétféleképpen számított kamat indukálta devizabeáramlás meglehetősen szorosan együtt mozog. Az együtt mozgás azt jelenti, hogy a bankrendszer jórészt a bankokon kívüli szféra, a külföld, a vállalati és háztartási szektor devizaáramlással kapcsolatos műveleteinek hatását közvetítette a központi bank felé, azaz a jegybank által érzékelt NDE-változás alapvetően bankrendszeren kívüli szereplők tranzakcióival magyarázható.

A pénzügyi intézetek nettó devizapozíciójában történt elmozdulást a két görbe egymáshoz viszonyított változása mutatja.¹ A pénzügyi intézetek devizapozíciója a 9 százalékos leértékelés és a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer bevezetése után erőteljesen elmozdult a rövid devizapozíciók irányában. 1996-ban azonban a hosszú forintpozíciók felé történő

¹ A derivatív ügyletekből fakadó devizapozíciót itt nem vettük számításba.

elmozdulás lényegében megállt, sőt a kereskedelmi bankok 1996 áprilisa óta kismértékben leépítették nyitott forintpozícióikat.

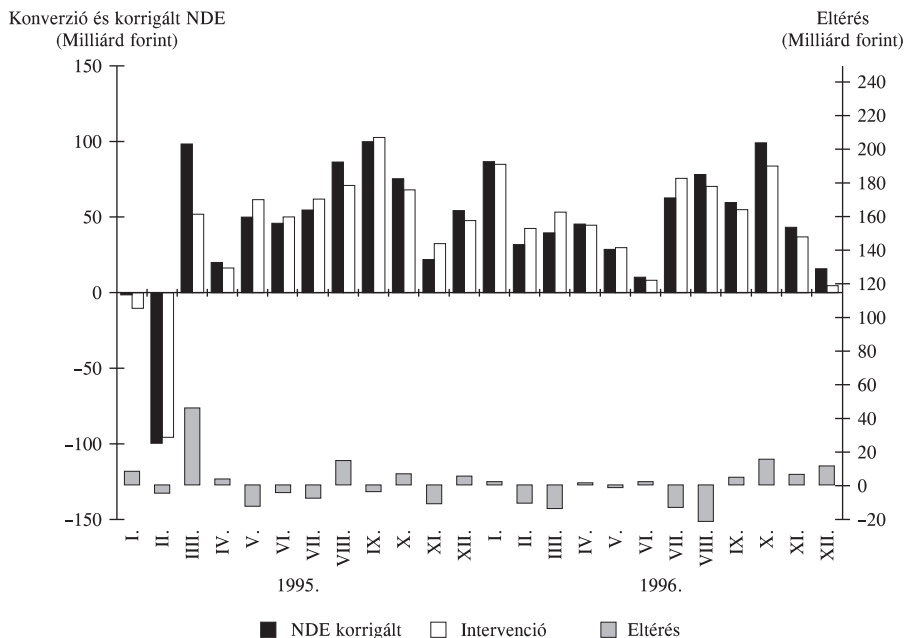
A nyitott forintpozíciókban 1996-ban bekövetkező változást kétféle okkal magyarázhatjuk. Egyfelől az általunk kimutatott pozíció a derivatívokat nem tartalmazza. A határidős (*futures* és *forward*) devizapiacok devizavételi oldalának legjelentősebb szereplői a kereskedelmi bankok voltak az 1995. március utáni periódusban. A kamatlábkülönbőség – elsősorban 1995. március és 1996. január között – meghaladta a beígért havi leértékelést, így rövid határidős devizapozíciókkal jelentős nyereségre tehettek szert a spekulánsok. A spekulánsokkal üzletet kötő kereskedelmi bankoknak a határidős devizák vétele nem volt veszteséges üzlet, annak ellenére, hogy magán a határidős ügyleten veszítettek. A bankok ugyanis a határidős devizavétel mellett a prompt piacon a határidős piaccal ellenkező irányú ügyletet kötnek, eladják a devizát, s forintkihelyezéssel és devizahitel-felvétellel teljesen lezárhatják pozíciójukat, s arbitrázhatják a határidős árfolyamok kamatlábkülönbőségétől való eltérését. Az előbbi ügyletek közül a bankok általunk bemutatott devizapozíciójában elmozdulás csak a külföldi hitel jelenik meg, azaz úgy tűnik, hogy a bankok devizapozíciójában elmozdulás történt. Ezzel szemben a valóság az, hogy a bankok a külföldi hitelfelvételük egy részével is közvetítő szerepet láttak el, hiszen a spekulánsok határidős „devizakonverziójából” fakadó nyitott pozíciót zárták a hitelfelvételen keresztül. 1996-ban a bankok határidős piaci szerepvállalása korántsem ilyen egyértelmű, hiszen a határidős piacokon a valutakosár-eladást egyre inkább kiszorította a keresztárfolyam-spekuláció, mely kisebb arányban jelent eladási pozíciót a spekulánsok részéről, s vételt a kereskedelmi bankok oldaláról, mint a valutakosár esetében. Ha a bankok valószínűsíthető derivatív pozícióit is figyelembe vesszük, akkor a kereskedelmi bankok valós nyitott pozícióiban kisebb változások történtek, mint amit a 14. ábra sugall: 1995-ben a hosszú forintpozíciók kisebb mértékben nőttek, s ennek megfelelően a pozíciók 1996-os leépítése is kisebb volt.

A tapasztalt jelenség másik lehetséges magyarázata tulajdonképpen ugyanarra a hatásra vezethető vissza, mint az előző. A forint- és a devizahozamok közötti különbség mérséklődésével a spekulánsokhoz hasonlóan átalakulhatott a kereskedelmi bankok befektetési stratégiája. A hozamkülönbőség csökkenésével ugyanis egyes erősödő valutákban (dóllár, font) denominált eszközök tartásával a forintoszközöknél nagyobb hozamot lehetett elérni (természetesen nagyobb kockázat vállalása mellett), így ha a kereskedelmi banknak erős véleménye volt a keresztárfolyamok alakulásáról, akkor 1996 áprilisa után a nyitottpozíció-szabályozás adta kereteken belül elmozdulhatott a devizatartás irányába.

A jegybankon kívüli és a teljes bankszektoron kívüli szereplők kamat indukálta hitelfelvételei, befektetései, portfólióátrendezései gyakorlatilag az NDE-állomány ugyanakkora növekedését eredményezték az MNB-nél, mint a magyar bankszektor egészében 1991 decembere és 1996 decembere között.

Ha az 1995. decemberi törést nem vesszük figyelembe, akkor azt állíthatjuk, hogy a kereskedelmi bankok 1996-ban egyáltalán nem járultak hozzá a konverzióhoz hosszú forintpozíciók kialakításával, sőt csökkentették a konverziós nyomást. Mindezt azért fontos hangsúlyozni, mert a monetárisbázis-kategóriák és a jegybanknál elhelyezett kereskedelmi banki devizabetétek csökkenése alapvetően más folyamatot írtak le. A monetárisbázis-kategóriák alapján azt mondhattuk, hogy a konverzió forrása 1996 első felében döntően a kereskedelmi bankok devizabetét-állományának csökkenése és nem a bankszektoron kívüli szereplők tranzakciói voltak, 1996 harmadik negyedévében pedig ismét megerősödött a nem kereskedelmi banki konverziós nyomás. *A kereskedelmi bankok pontos szerepének értékelésekor jól láthatóan félrevezető következtetésekhez vezet az MNB-nél levő devizabetétek állományának, illetve a devizabetétekkel képzett monetáris bázisnak a vizsgálata. Pontos helyzetértékelést a legszűkebb monetáris bázis és az M3Ft-nak megfe-*

15. ábra
Havi intervenció és korrigált NDE-változás



levő NDE változások alapján tehetünk. A két NDE-kategória összevetése pedig egyértelműen azt jelzi, hogy a bankok 1996 összességében nem járultak hozzá a konverzióhoz, a pénzintézetek alapvetően a bankszektoron kívüli szereplők konverziós nyomását közvetítették. Annak, hogy a monetárisbázis-kategóriák összevetése alapján eltérő folyamatokra utaltunk, az az oka, hogy a bankok MNB-nél levő devizaköveteléseinek csökkenése nem feltétlenül jelenti a bankok hosszú forintpozíciójának erősödését, hiszen a devizabetétállomány csökkenésének egy része a külföldi betétállományt, egy másik része pedig a belföldi devizahitel-állományt növelte.

A konverzió és a devizapiaci intervenció forrásai – összegzés

Ebben az alfejezetben különbséget teszünk a nettó devizaeszközök állományváltozása, a konverzió és a devizapiaci intervenció között, s összefoglaljuk a jegybank mérlegének NDE-állományát és a konverziót befolyásoló tényezőket, az egyes hatások jelentőségét, nagyságát és időbeli alakulását. A legfontosabb tényezők elkülönítése és együttes áttekintése alapján mondhatunk ugyanis véleményt a két, bennünket leginkább foglalkoztató kérdésről:

- a devizakonverzió milyen mértékű sterilizációja szükséges,
- a kamatlábak csökkenése milyen hatással lenne a konverzió nagyságára.

Konverzió versus devizapiaci intervenció. A devizapiaci intervenció több tényező miatt nem egyezik meg az NDE állományváltozásával.

- Az egyik zavaró tényezőt, nevezetesen az árfolyamváltozás hatását a korábbiakban már kiszűrtük. Az árfolyamhatás kiszűrésével tulajdonképpen a jegybank által érzékelt konverziót kapjuk meg.

6. táblázat
A konverzió és a devizapiaci intervenció

Megnevezés	1995					1996				
	I.	II.	III.	IV.	össze- sze- sen	I.	II.	III.	IV.	össze- sze- sen
	negyedév					negyedév				
1. Konverzió (1.a+1.b)	-52	126	246	472	792	195	86	230	158	668
1.a MNB devizapiaci intervenció	-54	125	234	147	452	178	80	198	123	579
1.b Privatizációs bevételek	1	1	12	325	340	17	6	32	36	89
2. MNB nettó külföldi devizakamat bevétele	-52	-30	-35	-35	-152	-49	-29	-30	-18	-126
3. Hiba	51	-12	4	2	46	-22	2	-4	37	12
4. Az MNB nettó deviza- eszközeinek változása árfolyamhatás nélkül (1.+2.+3.)	-53	84	216	438	686	123	58	196	178	554
Tartalékváltozás (+)	135	186	142	495	956	-86	-66	139	-36	-49
Külső adósság (-)	383	340	20	9	751	-57	-91	-2	-90	-240
Nettó belföld (+)	-123	63	21	-136	-175	104	-9	10	59	164
Hitel (+)	6	3	3	-11	1	-16	-29	-7	3	-46
Betét (-)	129	-61	-18	125	175	-120	-17	-17	-56	-210
Árfolyamhatás (+)	319	175	73	88	655	48	42	44	64	198
Intervenció – nettó deviza- eszközök változása	-1	41	18	-292	-234	55	22	3	-55	25

– A másik tényező a kormányzat devizavételi és devizaeladási tevékenysége. A kormányzat e devizaműveletei nem jelennek meg a piacon, s így például a privatizációs bevételek forintosítása nem eredményez intervenciót.

– Ugyancsak nem jelent intervenciót, s mégis az NDE-állomány változását okozza a külföldi és belföldi nettó devizaadósság után fizetett kamat. A fizetett és kapott kamat nem jelenik meg a bankközi devizapiacra, esedékessé válásakor azonban az NDE-állományt csökkenti, illetve növeli.

Az árfolyamhatásoktól megtisztított NDE-változást, azaz a konverziót az első fázisban a privatizációs bevételekkel, a második fázisban pedig a fizetési mérlegből rendelkezésünkre álló külföldi kamatfizetések egyenlegével korrigáltuk.

Látható, hogy a csak a privatizációval korrigált NDE alulbecsli, a kamatfizetési hatást is figyelembe vevő NDE pedig felülbecsli a ténylegesen érzékelt intervenciót. 1995 márciusától azonban a tényleges intervenció és a mindkét hatást tartalmazó korrigált NDE-állomány viszonylag szorosan együtt mozgott. Miként azt a 15. ábra és a 6. táblázat is mutatja, 1995 márciusától eltelve, nem volt lényeges eltérés a korrigált NDE-változás és az MNB által érzékelt intervenció között. Persze az ábrát némi fenntartással kell kezel-nünk, hiszen nem vettük figyelembe:

- a nem privatizációból származó állami devizavételt és eladást,
- a nettó belföldi devizaadósság után fizetett kamatokat és
- a kamatfizetéseknek az MNB mérlegében és cash-flowjában jelentkező hatása közötti időbeli eltérést.

Az MNB nettó devizaeszközeinek állományváltozása és az intervenció közötti eltérést

tehát nem csak az árfolyamhatások magyarázzák. Az eltérésnek az az eredménye, hogy a bankközi devizapiacra kialakuló árfolyam nem, vagy nem teljes mértékben tükrözi a forint és a deviza iránti tényleges keresletet, illetve a valuták kínálatát, ezért a piacon kialakulhat olyan helyzet, hogy az árfolyam nemcsak az intervenció sáv következtében tér el a valós keresletet és kínálatot tükröző árfolyamtól.

Egy esetleges sávszélesítés esetén például egyensúlyban lévő korrigált folyó fizetési mérleg és zéró nettó tőkebeáramlás mellett is lehetne a bankközi devizapiacra konverzió, hiszen a jegybank nettó devizaeszköz-állományát csökkentő egyik jelentős tétel, a nettó devizaadósság után fizetett kamat nem jelenik meg a piacon, míg egy jelentős privatizációtól mentes helyzetben a nettó devizaeszközök állományát növelő összes tétel egyben konverziót is jelent. Amíg a piac forgalmához viszonyítva jelentős nem piaci tételek okoznak változást a nettó devizaeszköz-állományban, addig az árfolyam eltérhet a valós keresletet és kínálatot tükröző árfolyamtól, ezért érdemes megfontolni a nem piaci tételek „piacra vezetését”.

A piacosítás természetesen nem merülhet fel a kereskedelmi bankokkal szembeni nettó devizatartozással kapcsolatban. Az állam nettó külföldi adósságát terhelő kamatfizetésekkel kapcsolatban azonban az 1997. januári adósságátalakítást követően két lehetőséget kell összevetnünk. Az egyik változat szerint az adósság egy részének költségvetéshez kerülésén kívül minden marad a régiben, azaz kamatfizetésekor az MNB átváltja a kormány számára szükséges forintmennyiséget devizára. A másik lehetőség az, hogy a költségvetés alapértelmezésben a piacról szerzi be a törlesztéshez szükséges devizát, s az MNB csak akkor áll rendelkezésre, ha az árfolyam a felső intervenció ponthoz ér, ekkor sem a költségvetés, hanem a piac számára biztosít devizát.

A két lehetőség pénzmennyiségi szempontból azonos eredményre vezet, csak a tekintetben van különbség, hogy ki az a szereplő, aki a jegybankpénzt a gazdaságba juttatja. Az első esetben az MNB a konverzió révén, míg a második esetben a költségvetés a kincstári egységes számla (KESZ) csökkentésével éri el ugyanezt. Amennyiben a költségvetés devizavásárlásait kötvénykibocsátással vagy többlettel fedezi, úgy a gazdaságba került jegybankpénz sterilizációja is megoldott, s ezt mind a két esetben a költségvetés végzi. A központi banknak csak abban az esetben van szüksége beavatkozásra, ha a devizavásárlás finanszírozása a kincstári egységes számla leépítésével történik.

A két eset jelentősen eltér az árfolyamok, a pénzpiaci jelenségek információtartalmát illetően, hiszen az első eset a központi bank szempontjából sokkal zajosabb, mivel minden keresztül megy az MNB-n, így a devizapiaci intervenció adataiból közvetlenül nehéz megállapítani, mint a fenti elemzés is mutatta, hogy mekkora a konverzió pénzmennyiségi hatása, s mikor van szükség sterilizációra egyáltalán.

A tőkebeáramlás, a konverzió és a devizapiaci intervenció komponensei. A jegybank NDE-állományára ható főbb, korábban már áttekintett tényezőket az 7. táblázatban foglaltuk össze.

Alapvetően három lényeges összetevőre bonthatjuk a jegybanki nettó devizaeszköz-állomány változásának forrásait.

Az egyik a működőtőke-beáramlással korrigált folyó fizetési mérleg. Annak ellenére, hogy kamaterézékeny tételeket is tartalmaz, a folyó fizetési mérlegen és a működőtőke-beáramláson keresztül megvalósuló devizamozgásokat alapvetően nem kamat indukálta konverzióknak tekinthetjük. Az 1995. decemberi privatizációs bevétel miatt a folyó fizetési mérleg jelentős javulása ellenére több mint 100 milliárd forinttal nagyobb a működőtőke-beáramlással korrigált folyó fizetési mérleg 1995-ös konverziós hatása az 1996-os hatáznál.

A második konverziós tényező a bankrendszeren kívüli tőkebeáramlás és portfólióátrendeződés, amely tartalmazza a lakosság és a vállalati szektor devizabetét-állományának devizában mért változását (portfólióátrendeződés), a külföldiek részvény- és állam-

7. táblázat

A jegybank NDE-állományára ható főbb tényezők

+	Folyó fizetési mérleg
+	Működőtőke-beáramlás
<i>FDI+CA Működőtőke-beáramlással korrigált folyó fizetési mérleg</i>	
+	Árfolyamhatás
+	Egyéb bankrendszeren kívüli tőkebeáramlás
+	Belföldi devizahitelek állományváltozása
+	Bankrendszeren kívüli portfólióallokáció
Bankrendszer NDE-állomány változása	
+	Kereskedelmi bankok deviza pozíciójának változása
<i>MNB NDE-állomány változás</i>	

papír-vásárlását, a vállalatok külföldi és belföldi devizahitel-felvételét. Jórészt a számottevően megnövekedett külföldi részvényvásárlások miatt e konverziós tényező hatása 1996-ban meghaladta az 450 milliárd forintot.

A harmadik forrás a kereskedelmi bankok konverziós hatása. A kereskedelmi bankok devizapozíciójának változása mutatja meg, hogy hosszú forint- vagy hosszú devizapozíció irányában mozdultak-e el, azaz hogy a konverzióhoz vagy a devizabeáramlás sterilizációjához járultak-e hozzá. A bankok – derivatív ügyletek nélkül számítva – 1995-ben 60,2 milliárddal növelték a konverziót, 1996-ban viszont 29 milliárddal csökkentették azt. Ha a derivatív ügyleteket is figyelembe vesszük, akkor a kereskedelmi bankok konverziós hatása jóval egyenletesebben alakult a két év során, s elmondható, hogy a kereskedelmi bankok lényegében a bankrendszeren kívüli szereplők tranzakcióinak konverziós hatását közvetítették az MNB-hez.

Ha összevetjük az árfolyamhatással korrigált NDE-állomány alakulását befolyásoló három legfontosabb tényezőt (8. táblázat), látható, hogy a korrigált fizetési mérleg többlete és a bankrendszeren kívüli szereplők tranzakciói 357, illetve 851 milliárd forinttal járultak hozzá az MNB NDE-állományának bővüléséhez 1995-ben és 1996-ban. A bankrendszeren kívüli szereplők tranzakciói önmagukban 1994 augusztusától kezdve 1996 végéig gyakorlatilag tartós konverziót eredményeztek. Ezt a konverziós hatást az 1994. augusztus és 1995. március közötti időszakban a korrigált folyó fizetési mérleg ellensúlyozta, március óta pedig erősíti.

A fenti összetevőket a 8. táblázat segítségével a devizapiaci intervencióval is kapcsolatba hozhatjuk. Az 1995 márciusától számított intervenciók vásárlások kumulált értéke 1996 decemberéig elérte az 1085 milliárd forintot. Ebből 290 milliárd forint a privatizációs bevételek és a jegybanki nettó kamatkadások nélkül számított korrigált folyó fizetési mérlegből származik, a bankokon kívüli korrigált folyó fizetési mérleg feletti tételekből fakadó intervenció mintegy 825 milliárd forint, a bankok intervenciók hatása pedig –25 milliárd forint körüli érték, egy körülbelül 6 milliárd forintnyi eltérést az NDE-állomány változása és a devizapiaci intervenció között pedig nem tudunk megmagyarázni. Jól látható, hogy annak ellenére, hogy a privatizációs bevételek nem jelentenek intervenciót, a nettó devizaadósságot terhelő, a devizapiacon meg nem jelenő, intervenciótól független kamatfizetések miatt az intervenció egy jelentős része a korrigált folyó fizetési mérlegből származik. Másképpen fogalmazva, *a nettó devizakamat-kiadások miatt abban az esetben is származhat intervenció a folyó fizetési mérlegből, ha a nem privatizációs működőtőke-beáramlás éppen fedezi a folyó fizetési mérleg hiányát.*

8. táblázat
A devizabeáramlás tényezői
(milliárd forint)

Megnevezés	1995	1996				összesen
		első negyedév	második negyedév	harmadik negyedév	negyedik negyedév	
I. Az MNB nettó devizaeszköz állományának változása (1. + 2. + 3.)	685,5	122,9	57,9	195,5	177,5	553,8
1. <i>Működőtőke-beáramlás + folyó fizetési mérleg egyenleg</i>	235,8	19,3	24,4	67,3	10,6	121,6
1.a folyó fizetési mérleg	-296,8	-118,9	-16,9	-26,2	-93,6	-255,6
1.b működőtőke- beáramlás	532,6	138,2	41,3	93,5	104,2	377,2
2. <i>Bankrendszeren kívüli tőkebeáramlás és portfólióátrendeződs</i>	389,5	117,4	52,7	145,6	145,5	461,1
2.a vállalati és lakossági devizabetét állománycsökkenése	-80,0	-3,8	14,2	-0,1	5,0	15,3
2.b nettó külföldi részvényvásárlás	9,0	27,0	27,0	27,0	27,0	108,0
2.c belföldi hosszú lejáratú devizahitel állománynövekedése	11,8	4,6	2,4	9,9	36,3	53,2
2.d nettó hosszú lejáratú vállalati felvétel külföldről	96,7	9,3	3,3	28,2	41,1	81,9
3. <i>Kereskedelmi bankok konverziós hatása</i>	60,2	-13,8	-19,2	-17,4	21,4	-29,0
II. <i>Kamatredukált (2. + 3. - 2.b)</i>	440,7	76,6	6,5	101,2	139,3	324,2
III. <i>Potenciálisan spekulatív (II. - 2.c - 2.d)</i>	332,3	62,7	0,7	63,1	62,5	189,1
IV. <i>Portfólióátrendezés nélküli potenciálisan spekulatív (III - 2.a)</i>	412,3	66,5	-13,4	63,2	67,5	183,9

A kereskedelmi bankok konverziós hatását derivatív ügyletek nélkül számítottuk, az 1996. decemberi adatok előzetesek.

Kamat indukálta és spekulatív devizaáramlás. A jegybank számára mind a kamatláb-politika, mind a devizatartalékolás optimális szintjének meghatározása szempontjából kulcsfontosságú, hogy a konverzió forrásai hogyan reagálnak a jegybank sterilizációs tevékenységére. Érdekes tehát elkülöníteni a konverzió kamatérzékeny komponenseit, azoktól a forrásoktól, amelyekre a jegybanki kamatláb-politika nem, vagy csak csekély mértékben hat. A kamatláb-politika kialakításakor a kamatérzékeny tételeken belül a spekulatív tételek nagysága is fontos, hiszen ebből lehet arra következtet-

ni, hogy egy jegybank által nem kontrollált hozamesés esetén fennáll-e a tőkekimenekítés veszélye.

A devizakonverzió a jegybank nettó devizaeszköz-állományának változásában csapódik le, s a 8. táblázatban ebből az állományváltozásból igyekeztünk elkülöníteni a kamaterzékeny és a potenciálisan spekulatív tételeket.

A folyó fizetési mérleg és a működőtőke-beáramlás mellett a külföldiek részvényvásárlása (2.b) is döntően a kamatlábak alakulásától független tételnek tekinthető, hiszen elsősorban a Magyarországgal szembeni bizalom alakulásától függ. Éppen ezért a kamat indukálta devizaáramlásra jó közelítést kapunk, ha bankrendszeren kívüli tőkebeáramlás és portfólióátrendezés konverziós hatásának (2) és a kereskedelmi banki konverziós hatásnak (3) összegét a külföldiek részvényvásárlásainak hatásával (2.b) csökkentjük.

A bankrendszeren kívülről származó intervenció összetételében jelentős eltérés mutatkozik a két időszak között. Ennek oka egyrészt az, hogy lényeges különbség mutatkozik a külföldi részvényvásárlások arányában: míg 1995-ben gyakorlatilag elhanyagolható volt a külföldi részvényvásárlásból fakadó konverzió, addig ez 1996-ban körülbelül 110 milliárd forintra becsülhető. [Az ING-Barings becslése² szerint a magyar részvényekbe történt tőkebeáramlás eléri a 750 millió dollárt, ami 110 milliárd forintnak felel meg. A becslés a külföldi feltörekvő piaci (*emerging market*) alapok megkérdezésén alapul, 1996 szeptemberéig „tényszámok”, attól kezdve pedig előrejelzések. A szeptemberi piaci hangulat az amerikai kamatláb-emelési várakozások miatt nem volt túlzottan optimista, s a BUX index azóta kedvezőbben alakult, mint várták, ezért a tényleges beáramlás a fenti becslést is meghaladhatja.] *Azért fordultunk a kamaterzékeny és spekulatív tételek meghatározásakor az ING becsléséhez, mert a fizetési mérleg portfólióbefektetésekre vonatkozó adatai bizonyosan rossznak tekinthetők, hiszen 1996-ban tőkekiáramlást mutatnak. Többek között ezzel a hibával magyarázható a fizetési mérleg nettó tévedések és kihagyások (ún. NEO) állományának jelentős növekedése.*

A 8. táblázatból jól látható, hogy a kamaterzékeny tételek konverziós hatása különösen 1996 második félévében volt jelentős, s éves szinten több mint 100 milliárd forinttal maradt el az 1995-ös nagyságtól.

1995-höz képest még két ponton mutatkozik jelentős eltérés.

1. Míg a vállalatok egy évnél hosszabb lejáratú külföldi hitelei – árfolyamhatás nélkül – lényegében ugyanolyan mértékben bővültek a két évben, addig a belföldi devizahitelek esetében több mint negyvenmilliárd forintnyival nagyobb a hosszú lejáratú hitelek 1996-os növekménye. A külföldi és belföldi hosszú lejáratú vállalati hitelek [(2.c) és (2.d)] nem nevezhetők spekulatív tételnek. Ezért ha a kamatindukált forrásokból levonjuk ezek hatását, akkor láthatjuk, hogy az ún. potenciálisan spekulatív tételekben (III.) még markánsabb a két év közötti különbség. (A potenciálisan spekulatív megjelölés nem jelenti azt, hogy ezen tételek mindegyike spekulatív, csak annyit, hogy nem zárható ki, hogy spekulatív tételekről van szó.)

2. A másik lényeges eltérés a vállalatok és a lakosság devizabetéteinek állományváltozásában, azaz a belföldi szereplők portfólióátrendeződésében mutatkozik. E betétek állománya 1995-ben nőtt, s 80 milliárd forinttal csökkentette a többi tétel konverziós hatását (másképp fogalmazva: 80 milliárdot sterilizált), 1996-ban viszont a devizabetétek leépítése hozzájárult a konverzióhoz. Éppen ezért az ilyen portfólióátrendezésen felüli potenciálisan spekulatív tételekben (IV.) még látványosabb különbség mutatkozik a két év között.

² A becslés pontos tartalma nem világos, így óvatosan kezelendő. Véleményünk szerint egy ilyen nagyságrend nem elképzelhetetlen, hiszen csak az új kibocsátás értéke meghaladta 300 millió dollárt. A tőzsdén keresztülű nettó beáramlásra csak a vállalati közgyűlések során közzétett év végi tulajdonosi struktúra ismeretében lehet majd egy jobb becslést adni.

Már említettük, hogy 1996-ban becslések szerint mintegy 110 milliárd forintot fektettek külföldiek magyarországi részvényekbe, emellett számos befektetési alap nem a kamatlábkülönbség miatt tölti fel állampapír-portfóliójának egy részét magyar állampapírokkal. A feltörekvő piacok ismét az érdeklődés középpontjába kerültek, és számos neves befektetési bank hoz nyilvánosságra magyar részvényeket tartalmazó indexeket. Ennek az érdeklődésnek olyan számottevő tőkebeáramlás az eredménye, mely jórészt diverzifikációs célokat szolgál. A diverzifikációval magyarítható nem részvény befektetéseket nem választottuk le a potenciálisan spekulatív tételek közül, továbbá az ilyen diverzifikációs befektetések mértéke nagy valószínűséggel 1996-ban nagyobb volt. Következésképp ha a diverzifikációs célzatú tőkebeáramlást kiszűrjük, akkor a potenciálisan spekulatív tételek intervenciók hatása a két időszakban még lényegesebb eltéréseket mutat.

Ugyancsak kedvező jelenség, hogy a külföldi részvénybefektetések megfordulására a kamatesés miatt nem számíthatunk, csak a bizalom csökkenésekor. Érdekes probléma az, hogy a magyar tőkepiac sajátosságai miatt nem igazán képzelhető el jelentős tőkekiáramlás ezen a piacon, mivel a forgalom 70 százaléka külföldiek között zajlik, azaz míg egy külföldi egyéni befektető bármikor kiviheti a pénzét, a külföldiek mint csoport azonban nem, avagy csak a szinte biztosan nem vállalható árfolyamveszteségek árán. Ez utóbbihoz azonban Magyarország megítélésének alapvetően meg kell változnia.

A kamat indukálta külső tőkebeáramlást sem érdemes homogénnek tekinteni, mivel ennek egy része – a monetáris politikától nem függetlenül – éppen a versenyhátrányban szenvedő hazai bankrendszer kikerülése miatt jelentkezik. Ez tipikusan a vállalati hitel felvétel, melynek gyors megfordulására nehezen számíthatunk, figyelembe véve a hazai betéti és hitelmarzsokat.

Az előbbiek alapján elmondható, hogy az 1996-ban Magyarországra beáramlott tőke döntő része nem spekulatív volt, több olyan tőketétel van, amely hosszú távra érkezett Magyarországra, s amely további beáramlására az 1996 utáni néhány évben is számíthatunk. Következésképp, ha a hozamkülönbség miatt beáramló rövid lejáratú devizaáramok megszűnnek, esetleg megfordulnak, akkor sem fenyegeti nagy tőkekimenekítés veszélye Magyarországot, s az MNB-nek nem kell tartania a tartalékok, illetve a forint iránti kereslet jelentős csökkenésétől.

A nettó forinteszközök állományának (NFE) változása és az ebből levonható következtetések

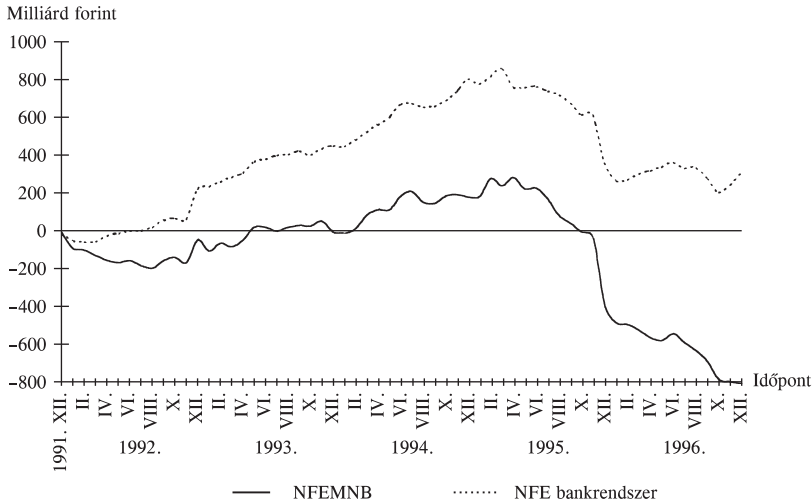
A nettó devizaeszközökhöz hasonló elemzést végeztünk a nettó forinteszközökre vonatkozóan is. Ebben az esetben is a bankrendszer összevont mérlegének és az MNB mérlegének releváns állományát kell egymással összevetnünk.

A 16. ábra jól mutatja, hogy a különböző pénzaggregátumok esetén számított NFE-állományok közel sem mozognak olyan mértékben együtt, mint azt az NDE-állományok tették. Ha a teljes – azaz nem a korrigált folyó fizetési mérleggel módosított – NFE-állományt nézzük, akkor láthatjuk, hogy a sterilizáció csak 1995 júliusában kezdődött el. Ha elvégezzük – az NDE-állományhoz hasonlóan – a működőtőke-beáramlással és a folyó fizetési mérleggel a korrekciót, akkor az NDE-állományokhoz hasonlóan itt is megfigyelhetünk egy 1994. augusztusi törést, azaz a *korrigált folyó fizetési mérleg feletti tételek sterilizációja már 1994 augusztusában megindult (17. ábra).*

A korrigált folyó fizetési mérleg feletti tételek 1994 augusztusában megkezdődött sterilizációja azonban csak a monetáris bázisra vonatkozó NFE-állomány esetében folytatódott töretlenül. A bővebb pénzmennyiség forintösszetevőjének zsugorodása 1995 októberében megállt, s átmenetileg növekedésnek indult. E jelenség – amely kapcsolatban

16. ábra

A bankrendszer összevont mérlegének és a jegybankmérleg nettó forinteszköz-állománya



van az elmúlt évek mérsékelt, 15 százalékos körüli $M3$ növekedési ütemének 25 százalékos körüli ugrásával – az MNB által folytatott sterilizáció konkrét módjával van összefüggésben.

A sterilizáció különböző eszközei ugyanis eltérő módon befolyásolják a monetáris bázist és a bővebb pénzmennyiségeket. Amikor a kereskedelmi bankok jegybanknál levő passzív repoállománya növekszik, akkor csökken a jegybank nettó forinteszközeinek állománya, és így szűkül a monetáris bázis. A bővebb pénzmennyiség vizsgálatakor azonban nem a jegybank, hanem a bankrendszer összevont mérlegéből kell kiindulnunk. A bankrendszer konszolidált mérlegének nettó forinteszköz-állományát a passzív repo nem érinti, hiszen a repóval a jegybanknak kötelezettsége, a kereskedelmi bankoknak pedig követelése keletkezik, azaz a bankrendszer egészének a bankrendszeren kívüli szereplőkkel szembeni követelése és tartozásai nem változnak. Ennek eredményeképpen a passzív repo nem képes csökkenteni a devizabeáramlás bővebb pénzmennyiséget növelő hatását, a passzív repóval történő sterilizáció a monetáris bázisra hat.

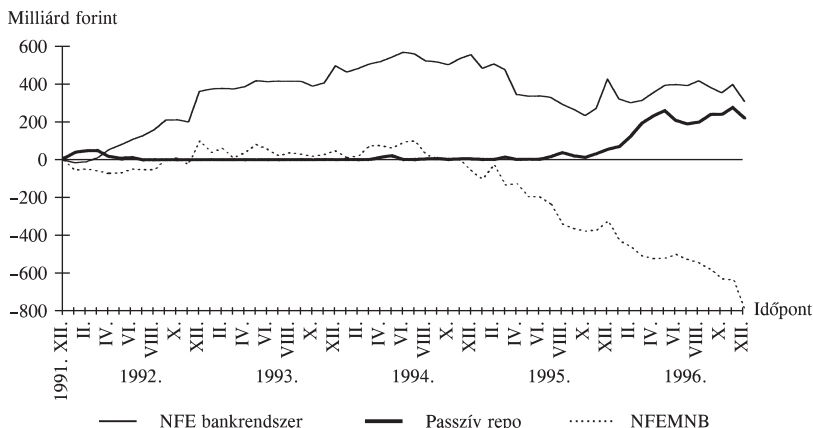
Amikor a sterilizáció nem passzív repón, hanem állampapírok eladásán keresztül történik, akkor két eset lehetséges. Az első esetben a kereskedelmi bankok vásárolják meg az állampapírokat, s így a pénzmennyiségekre gyakorolt hatás a passzív repóval megegyező: a monetáris bázis csökken, a bővebb pénzmennyiség változatlan marad, hiszen a jegybanki követelésállomány csökkenése és a kereskedelmi bankok állampapír-állományának növekedése semlegesíti egymást.

A második esetben az állampapírok a bankrendszeren kívülre kerülnek, s ezért nemcsak a jegybank, hanem az egész bankrendszer nettó forintkövetelés-állománya csökken, következésképpen a sterilizáció a bővebb pénzmennyiséget is érinti.

Meg kell még említenünk a költségvetés túlfinanszírozását mint sterilizációs lehetőséget, amely 1996 során Magyarországon jelentős szerepet játszott. A túlfinanszírozás voltaképpen a költségvetés jegybanknál tartott kincstári egységes számlájának növekedésében csapódik le. Ennek eredményeképpen mind a jegybank, mind a bankrendszer összevont mérlegének nettó forintkövetelés-állománya csökken, s így mindkét pénzmennyiség-kategória szűkül.

17. ábra

A bankrendszer és a jegybank nettó forintszköz-állománya és a passzív repo



A sterilizáció eszközeiben bekövetkezett változást meglehetősen szemléletesen érzékelteti a 17. ábra. 1994 augusztusa és 1995 októbere között a bővebb pénzmennyiség forintösszetevője követte a monetáris bázis forintösszetevőjének mozgását. 1995 októberében azonban a bővebb pénzmennyiséghez tartozó NFE-állomány elkezdett növekedni, összhangban a passzív repoállomány gyors akkumulálódásával. 1996 második félévében az NFE-állomány növekedése megállt, amit azzal magyarázhatunk, hogy a sterilizáció eszköze ismét az állammal szembeni nettó eladósodás növekedése (lényegében a kincstári egységes számla állományának bővülése) lett.

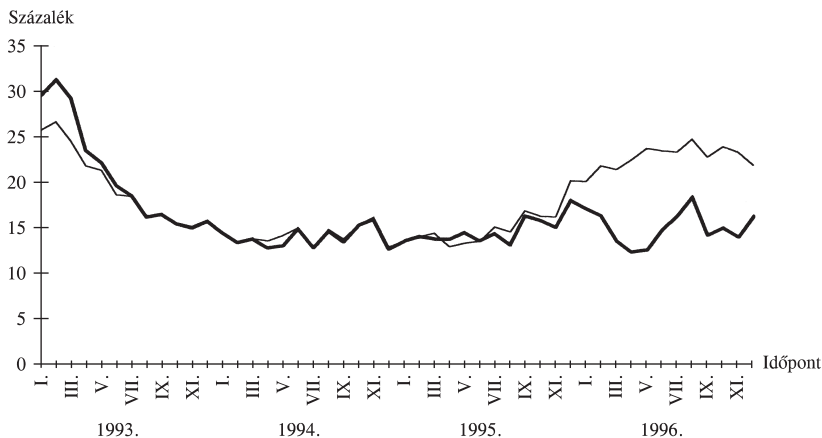
A sterilizáció eszközeinek módosulását, illetve az eszközök pénzmennyiségekre gyakorolt eltérő hatását szemlélteti a 18. ábra is. Az ábrán a bővebb pénzmennyiség, az $M3$ éves növekedési ütemét tüntettük fel a passzív repo állományával korrigálva, illetve anélkül. A korrekció első ránézésre félrevezető lehet, ugyanis azt sugallja, mintha a passzív repo állománya a bankrendszer összevont mérlegének része lenne. Valójában a korrigálás a tényleges növekedést azzal a feltételezett esettel veti össze, amelyben a passzív repón keresztül történt sterilizáció állampapírok bankrendszeren kívüli személyek részére történő kibocsátásával valósult volna meg. Látható, hogy ha a passzív repót, azaz bankrendszerrel szembeni sterilizációt bankrendszeren kívüli sterilizációval cseréljük fel, akkor az $M3$ növekedési üteme gyakorlatilag változatlan, 15 százalék körüli marad. Hasonló módon el kellene különíteni a sterilizációs céllal eladott állampapírokból azokat is, melyek a bankrendszeren belül maradtak, de mivel erről nincs információnk, ezt a korrekciót nem végezzük el.

A fenti korrekció elsősorban analitikus szempontból fontos, mivel a vizsgált pénzmennyiség-kategóriák és az ezekből derivált mutatók – elsősorban a multiplikátorok – nem invariánsak az alkalmazott sterilizáció technikájára, így rövid távon tartalmilag azonos jelenségek eltérő módon jelentkeznek, ami félrevezető lehet.

Láthatjuk, hogy a passzív repo és az újonnan bevezetett betéti konstrukció nem képes csökkenteni a devizabeáramlás bővebb pénzmennyiséget növelő hatását, az ezen eszközökkel történő sterilizáció csak a monetáris bázisra hat. Az intervenció révén a bankrendszerbe jutott pénz – melyet a passzív repós sterilizáció nem tud kivonni, csak a multiplikálódását megakadályozni – a pénztulajdonosok a tágran értelmezett relatív hozamok alapján megosztják az $M1$, a kvázipénz és a bankpapírok között. A passzív repóval törté-

18. ábra

Az M3 és a passzív repóval korrigált M3 éves növekedési üteme



A vastagított vonal vonatkozik a passzív repóval korrigált állományra.

nő sterilizáció természetesen az *M1* pénzmennyiségnek megfelelő NFE-állományra sem képes hatni. Azonban mivel az *M1* döntően a kereslet által meghatározott, az *M3* pénzmennyiség növekedése úgy fog lezajlani, hogy alapvetően nem az *M1*, hanem a kvázipénz és a bankpapírok állománya fog növekedni. Véleményünk szerint, az *M1* állománya nem lenne számottevően különböző abban az esetben sem, ha a passzív repóval sterilizált pénzkiramlást is állampapírral sterilizálta volna az államháztartás és az MNB. A kétféle sterilizációs eljárás közötti különbség az, hogy a passzív repóval történő sterilizáció esetén a bankrendszeren kívüli eszközök helyett banki értékpapírokat és kvázipénzt tartanak. A jelenség nem inflatorikus hatása miatt lehet veszélyes, hanem azért mert a piaci szereplők inflációs várakozásait és a jegybank hitelességét befolyásolhatja, hogy a bővebb pénzmennyiség növekedése egy csökkenő inflációs környezetben számottevően emelkedett, ami félrevezető információt szolgáltat a jegybank tényleges politikájáról. Jól szemléltetik ezt a számok: míg a monetáris bázis éves növekedése 19,7 százalékos, az *M3* aggregátum éves növekedési üteme 23,3 százalék volt 1996 decemberében.

A monetáris politika eszközszerének néhány kérdése

Az előző fejezetben láthattuk, hogy a sterilizáció alkalmazott eszköze jelentősen befolyásolhatja a monetáris aggregátumok megfigyelhető alakulását tartalmilag közel azonos folyamatok esetén is. Ebből kifolyólag érdemes elgondolkodni a monetáris politika eszközválasztásának szempontjain is, bár ez a fejtegetés nem tartozik szorosan választott témánkhoz. Ebben a fejezetben a különböző sterilizációs eszközök összehasonlítására és értékelésére teszünk kísérletet.

A sterilizáció eszközei között azonban nemcsak aszerint érdemes különbséget tenni, hogy a jegybank a bankrendszerből vagy a bankrendszeren kívülről vonta-e ki a pénzt. Létezik még néhány ismérv, mely befolyásolja a sterilizáció következményeit:

1. a sterilizációs eszköz *futamideje*, azaz hogy a pénzt milyen időtávra vonja ki a gazdaságból a központi bank,

2. az eszköz *likviditása és másodlagos piacának fejlettsége*, illetve az ilyen piacok fejlődéséhez való hozzájárulása,

3. az alternatív eszközök *transzmissziós mechanizmusra* gyakorolt hatása.

Mielőtt azonban a sterilizációs eszközöket a fent felsorolt ismérvek szempontjából értékelnénk, megjegyezzük, hogy a továbbiakban passzív repón a Magyarországon alkalmazott sterilizációs instrumentumot értjük, s további megállapításaink is erre az instrumentumra vonatkoznak. A magyarországi passzív repo valójában nem valódi visszavásárlási ügylet, hiszen a betét fedezetűl szolgáló állampapír nem kerül ki a jegybank mérlegéből. Ennek megfelelően a passzív repo valójában állampapír-fedezet mellett elhelyezett betétnek tekintendő, melynek furcsasága, hogy a fedezetként szolgáló értékpapírt a likviditás szempontjából megkérdőjelezhetetlen fél, nevezetesen a Magyar Nemzeti Bank nyújtja.³ Éppen ezért a jelenleg használatos passzív repo konstrukciója sokkal inkább az 1997 januárjában és márciusában bevezetett betéti konstrukciókhoz hasonlatos, mintsem az európai országok monetáris politikájában közelmúltban egyre jelentősebbé váló valódi repoműveletekhez. Ennek likviditásra, másodlagos piacra és a pénzpiac hatékonyságára gyakorolt hatását elemezzük ebben a fejezetben. Az elkövetkezőkben döntően a hazai sterilizáció két alapvető eszközét kívánjuk több szempont alapján összehasonlítani. Előljáróban azonban szükséges megjegyezni, hogy a Nyugat-Európában használatos aktív és passzív repo mind likviditás, mind másodlagos piac szempontjából inkább az állampapírok eladásához és vételéhez, mintsem magyar névrokonához hasonlít.

A futamidő

A sterilizáció hatásai eltérőek lehetnek annak függvényében, hogy a sterilizációs eszköz rövid vagy hosszú futamidejű. A rövid lejáratú állampapírok visszafizetésekor, illetve a passzív repo lejáratakor a korábban sterilizált pénz ismét a gazdaságba kerül, s ha a pénzmennyiséget a gazdaságpolitika ismét ki akarja szívni, akkor vonzó kamatlábat kell kínálnia az említett eszközökön. A probléma akkor keletkezik, ha a kereskedelmi bankok számára a passzív repónál és a rövid lejáratú állampapíroknál vonzóbbá válik a hitelezés.⁴ Ekkor kiderül, hogy a passzív repóval az MNB a pénzt valójában nem tartósan vonta ki a bankrendszerből, s a szabad tartalékokhoz hasonló jegybanki forrás multiplikáció alapja lehet. Mivel a multiplikáció addig nem történik meg, amíg a passzív repo a hitelezésnél vonzóbb, a pénzmennyiség hirtelen bővülését megakadályozandó, a passzívrepo-hozamok magasán tartására kényszeríthetik a jegybankot.

A rövid lejáratú állampapírok esetében lejáratkor a bankok nem a vállalati és lakossági szféra pénzeszközeinek „rovására” jutnak szabad tartalékokhoz. Ekkor a pénzmultiplikáció a passzív repóhoz hasonlóan végbe mehet, attól függően, hogy a bankok az állampapír-és/vagy passzívrepo-befektetésük meghosszabbítását vagy a hitelezést tartják jövedelmezőbbnek.

A hosszú lejáratú állampapírral (vagy más likvid másodlagos piaccal rendelkező értékpapírral) történő sterilizáció esetén, ha a papírokat a bankok veszik meg, és a bankok a vállalati hiteleket akarják bővíteni, akkor az állampapírok eladásával tudják átcsoportosítani eszközeiket, s tudnak pótlólagos kötelező tartalékot képezni. Azonban az állampapí-

³ A Nyugat-Európában használatos szállítási passzív repónál az állampapír (vagy más értékpapír) alapvetően nem fedezetként szolgál, hanem ahhoz járul hozzá, hogy a kereskedelmi bankok a passzív repo futamideje alatt likviditáshoz juthassanak, s a repót a gazdaság más szereplőinek továbbadhassák.

⁴ Itt nemcsak a vállalati hitelekről van szó, hanem a ma gyakorlatilag nem létező lakossági hitelekről is. Kiindulva abból, hogy Magyarország fejlettségi szintjéhez képest nagyon alacsony az ilyen típusú hitelállomány, itt dinamikus növekedésre számíthatunk a jövőben.

rokat a bankok csak a bankrendszeren és konszolidált államháztartáson kívüli szereplőknek tudják eladni – ha nem veszi meg tőlük az MNB és/vagy az államháztartás –, ezért az állampapír-eladással egy időben a bővebb pénzmennyiség csökkenni fog, tehát a kereskedelmi bankok aggregált szinten nem jutnak szabad pénzeszközökhöz, amelyek a pénzmultiplikáció alapjául szolgálnának. Ebben az esetben tehát az MNB nyíltpiaci műveletekkel kapcsolatos döntésén múlik, hogy mekkora likviditás kerül a rendszerbe.

A sterilizációs eszköz futamidejének szerepe akkor nő meg, ha a jegybanknak tartós és hosszabb ideig időző tőkebeáramlás pénzmennyiségi hatását kell semlegesítenie. Ekkor a (sterilizációs) eszköz lejáratú struktúrájában a rövid lejáratú eszközök túlsúlya hasonló problémát okoz, mint adósságmenedzselés esetén. Ahhoz, hogy ne kerüljön többletlikviditás a rendszerbe, a sterilizációs eszközöket (az állampapírokat és a passzív repót) az adóssághoz hasonlóan tovább kell görgetni. Mindez a rövid futamidejű eszközök dominanciája esetén rendszeresen feladat elé állíthatja a gazdaságpolitikát: újra és újra olyan kamatlábat kell kínálnia, hogy megőrizze az eddigi állományt. A sterilizációs állomány továbbgörgetése a rövid lejáratú eszközök túlsúlya esetén bizonytalanságot okozhat a megújítási kockázat miatt, s a pénzmennyiség és a kamatláb volatilitását növelheti.

A bázispénznek a „magyar” passzív repo miatt megnövekedett volatilitása önmagában nem probléma, hiszen az MNB-nek nincs közvetlen mennyiségi célja. Mivel azonban a bázispénz elszámolási funkciókat tölt be, ennek szélsőséges ingadozása automatikusan átterjed a bankközi kamatlábakra is. Ebben az esetben a jegybanknak nincs rugalmasan alkalmazható eszköze, hogy ezeket a kamatláb-ingadozásokat kisimítsa. Ilyen típusú hatás más országokban is megfigyelhető, ahol a likviditás menedzselése illikvid eszközökkel történik (*Bisignano* [1996]). Tovább bonyolítja a helyzetet, hogy az alkalmazott sterilizációs instrumentum kamatmegállapítása diszkrét időpontokban történik, így az időszakonkénti változások miatt beinduló „spekuláció” tovább növeli a volatilitást.

A pénzmennyiség volatilitása szempontjából érdemes megkülönböztetni a passzív repót a rövid lejáratú állampapírok nyíltpiaci eladásától. Az utóbbi esetben – amennyiben az eladott mennyiségről születik döntés – könnyebben biztosítható, hogy a pénzmennyiségben ne következzen be nagy ingadozás. Jelenleg az MNB állampapír-eladásai során is kamatlábról és nem mennyiségről dönt, így ebből a szempontból nincs lényeges különbség a diszkontkincstárjegyek és a passzív repo között. Mindkét instrumentumra igaz az, hogy ha a kereskedelmi bankok által tartott állományok monetáris bázishoz viszonyított aránya nagy, akkor a kívánatos pénzmennyiség elérése a gazdaságpolitikának költséges lehet, és bizonytalanságot eredményezhet.

Véleményünk szerint a központi banknak kétféle sterilizációs stratégiát érdemes folytatnia, attól függően, hogy a konverzió külső forrását rövid távú, spekulatív devizaáramlásnak, avagy a pénzmennyiséget tartósan növelő devizaáramlásnak vélelmezi. Az előbbi esetben azzal a feltételezéssel élünk, hogy a hozamkülönbség mérséklődése után a beáramlott deviza jelentős része elhagyja az országot. Ekkor a sterilizációt jó másodlagos piaccal rendelkező hosszú vagy rövid lejáratú eszközökkel érdemes végrehajtani mind a bankrendszer stabilitásának fenntartása, mind a pénzmennyiség növekedési ütemének és ebből következően a kamatláb számottevő fluktuációjának elkerülése érdekében. Az ilyen típusú devizabeáramlás esetén az MNB devizatartalékainak növekedése sem tekinthető tartósnak, így csak akkor célszerű a külföldiadósság-tartalékok terhére történő visszafizetése, ha a rövid távú tételek esetleges kiáramlásakor a tartalékok kívánatos szintjét helyreállító hitelfelvétel várható költsége kisebb, mint a visszafizetésből származó haszon.

Tartós devizabeáramlásnál felmerül a kérdés, hogy szükség van-e egyáltalán sterilizációra. A külföldi szakirodalomban meglehetősen elterjedt az a vélekedés, hogy ebben az esetben nincs szükség a konverzióból fakadó pénzkiráramlás sterilizálására, a tartós tőke-

beáramlás sterilizálása ugyanis nem engedi érvényre jutni a tőkebeáramlás természetes növekedési hatásait. Véleményünk szerint mindez csak a tartós tételek egyes típusaira – és azokra is csak részben – igaz. Egyáltalán nem mindegy ugyanis, hogy a pénzkiáramlás mögött privatizációs bevétel, zöldmezős működőtőke-beáramlás, illetve a tőkepiaci utolérési folyamattal együtt járó devizabeáramlás áll. A sterilizációs szükségletet a tőkebeáramlás pénzkeresletre gyakorolt hatása s annak időbeli lefutása határozza meg. Leginkább a tőkeemeléssel és beruházással járó működőtőke-beáramlás járul hozzá a tranzakciós pénzkereslet bővüléséhez, de még ebben az esetben sem jelentkezik azonnal a beáramlással azonos keresletnövekedés. A részvényvásárlásoknál is érdemes elkülöníteni az új kibocsátásokat és az árfolyam-növekedést okozó devizabeáramlást, hiszen a pénzkeresletre gyakorolt hatás az előbbi esetében nyilvánvalóan erősebb. Annyit a pontos pénzkeresleti hatások kiszámítása nélkül is állíthatunk, hogy a tartós tőkebeáramlás jelentős részénél jogosan merül fel a sterilizáció szükségessége.

Tartós devizabeáramlás esetén kedvezőbb, ha döntő részben hosszú lejáratú eszközökkel történik a szükséges mértékű sterilizáció. Fontos szempont, hogy az eszköz piacképes, forgatható legyen, hiszen a hosszabb időtáv alatt az egyes piaci szereplők likviditásigénye változhat, és egy nem piacképes eszköz nem teszi lehetővé az egymás közötti likviditáscsoportosítást. Emellett a jó másodlagos piaccal rendelkező instrumentummal történő sterilizáció feltehetően olcsóbb is. A jó másodlagos piaccal rendelkező, hosszabb lejáratú eszköz véleményünk szerint mindkét típusú sterilizációra alkalmas.

A jegybankok likviditásmenedzselését két részre különíthetjük. A likviditásmenedzselés egyik feladata a jegybank által szándékolt pénzmennyiség-növekedés, illetve kamatláb-szint elérése, míg a másik funkció a likviditás vagy a bankközi kamatok rövid távú ingadozásának csökkentése (*fine tuning*). Természetesen az utóbbi funkció rövid távú instrumentumokat igényel. Véleményünk szerint azonban ha a jegybank nettó devizaállományának megemelkedett szintje várhatóan tartósan bizonyul, s tovább növekedhet, akkor a hosszú távú instrumentumok alkalmazásával valószínűleg csökkenthető a pénzmennyiségek és a kamatláb ingadozása.

Másodlagos piac és elérhetőség

A jegybanki eszköztár instrumentumainak megválasztásánál mindig – különösen a fejlődő országok esetében – alapvető szempontként merül fel, hogy milyen a választott eszköz hatása piacépítési szempontból. A likvid másodpiacok ugyanis visszahatnak az elsődleges piacokra mind a lejárat, mind az ár szempontjából, ezzel hozzájárulva az erőforrások optimális elosztásához a pénz- és tőkepiacokon.

A sterilizálás eszközeinek megválasztása tehát alapvetően nem sterilizációs, hanem monetáris politikai kérdés, a jegybanknak nemcsak egy adott pillanatban feleslegesnek ítélt likviditás kivonása a feladata, hanem a pénzpiac általános menedzselése is.

Az állampapírok gyakorlatilag minden fontos piaci szereplő által elérhetőek, a passzív repo viszont a kereskedelmi bankok privilégiuma. Az *M4* adott növekedése mellett a passzív repón keresztül megvalósuló sterilizáció a banki passzívák javára és az állampapírok [és egyes országokban jegybanki letéti jegyek (CD-k)] állományának rovására rendezi át az *M4* összetételét. Mindez döntően nem azért van így, mert az MNB csak a kereskedelmi bankok számára áll rendelkezésre, hanem azért, mert a passzív repónak nincs másodlagos piaca, nem forgatható. Egy likvid másodlagos piaccal rendelkező állampapír esetében – minden mást adottnak tekintve – az instrumentum iránti kereslet határozza meg, hogy a bankok mérlegfőösszege hogyan alakul. Ezzel szemben a passzív repo esetében az eszköz teljes egészében a bankok birtokában marad, s bankrendszeren

kívüli szereplők az állampapírral végrehajtott sterilizáció esetéhez viszonyítva kisebb állampapír-kínálat miatt nagyobb mértékben tartanak bankrendszerrel szembeni követeléseket, s így a kereskedelmi bankok mérlegfőösszege automatikusan nő.

Ha a sterilizációs eszköz másodlagos piaca fejletlen, vagy épp teljesen hiányzik, akkor a tapasztalható illikviditásnak emellett számos más következménye van. A likviditás hiánya miatt a jegybanknak az állampapírok eladásához viszonyítva prémiumot kell fizetni az eszköz vásárlójának (a betét elhelyezőjének). A prémium nagysága a lejárat növekedésével emelkedik, így a futamidő növekedésével egyre költségesebbé válik egy olyan eszközzel történő pénzkivonás, amely fejletlen másodlagos piaccal rendelkezik. Az illikvid eszközök magas aránya egyben rugalmatlanabbá teszi a kereskedelmi bankokat és a pénzügyi rendszert. A passzív repo és az újonnan bevezetett betéti konstrukció esetében gyakorlatilag csak lejáratkor juthat a követelés birtokosa (a kereskedelmi bank) a pénzéhez, s ez a bankokat rugalmatlanná teheti hirtelen sokkok esetén.

Az, hogy a jegybank a sterilizáció során milyen piaci szereplőkkel üzetel, kiváltképp az illikvid eszközök esetében fontos. Azonban likvid másodlagos piaccal rendelkező eszközök (például állampapírok) esetén is van a jegybanki ügyfélkörnek hatása, de ez alapvetően nem a bankrendszer mérlegfőösszegét, hanem annak jövedelmezőségét befolyásolja. Ha a jegybank csak a kereskedelmi bankoknak ad el (és csak tőlük vesz), akkor ez tulajdonképpen a kereskedelmi bankoknak a befektetési bankok és a vállalati szféra ellenében nyújtott támogatásnak tekinthető. Véleményünk szerint az elsődleges forgalmazók használata a likviditás menedzselésében jelentős mértékben hozzájárulna az átlátható másodlagos piacok épüléséhez.

A transzmissziós mechanizmus

A sterilizációs eszközök eddigi elemzése során pénzmennyiségi, költség-, elérhetőségi és likviditási szempontokat vettünk figyelembe, nem foglalkoztunk azonban a kamatlábra és a megtakarításokra vonatkozó monetáris politikai célkitűzésekkel. Tanulmányunk elején megállapítottuk, hogy az MNB nem követ pénzmennyiségi célokat, cél-eszköz rendszerében a sterilizáció a passzív repo és eladásra kerülő állampapírok meghirdetett kamatainak következménye. Éppen ezért a sterilizációs eszközök elemzése nem lehet teljes az eszközök különböző hozamokra gyakorolt hatásának vizsgálata nélkül. A jegybank nemcsak a bankközi és az állampapírhozamokat, hanem ezeken keresztül a bankrendszer betéteinek és értékpapírjainak kamatlábat igyekszik befolyásolni a megtakarítások ösztönzése érdekében.

A kérdés az, hogy a betéti kamatlábakra vonatkozó célkitűzést a jegybank a passzív repo kamatlábjának változtatásával vagy nyíltpiaci művelettel képes elérni jobban. A kereskedelmi bankokat forrásaik kamatlábjának emelésére alapvetően három dolog veheti rá:

- a bankok jövedelmező kihelyezési lehetőségeik miatt kívánnak pótlólagos forráshoz jutni,
- a nem banki eszközök iránti kereslet növekedése miatt kényszerülnek kamatemelésre,
- az egyéb – jegybanki és bankközi – források kereskedelmi bank által nem befolyásolt kamatai emelkednek.

A transzmisszió szempontjából a második és a harmadik eset releváns. A passzív repo kamatlábjának emelésekor, illetve a hozamesés megtámasztásakor nem közvetlenül a passzív repo kamatlábjának, hanem közvetve az állampapírok hozamának alakulása befolyásolja a betéti kamatlábjakat. A transzmissziós mechanizmusban tehát van egy közvetítő láncszem, amelynek hatékonysága jelentős mértékben függ a passzív repót használók piac-

szerkezetétől, szélsőséges esetben lehetőséget teremtve járadékszerző tevékenységekre is az érintettek között, s ez a transzmisszió hatékonyságát jelentősen ronthatja.

A nyíltpiaci eladással eleve egy széles körben elérhető piaci instrumentum kínálata és hozama nő meg, s ez valószínűleg gyorsabban és közvetlenebb módon fog hatni a bankok forrásainak árazására, s így a megtakarításokra is.⁵

Egy eddig nem alkalmazott instrumentum: a jegybanki letéti jegy

Látható tehát, hogy nemcsak lejárat, hanem eszközproblémával is szembesülünk a sterilizációs instrumentumok elemzése során. Éppen ezért érdemes összevetni a például Csehországban és Lengyelországban is használatos jegybanki letéti jegyet (CD) a jelenleg is alkalmazott instrumentumokkal. Véleményünk szerint az, hogy a letéti jeggyel végrehajtott sterilizáció az állampapírok eladásához a magyar passzív repóhoz hasonlít-e jobban, a letéti jegyek másodlagos piacának fejlettségétől függ. Mind a kialakuló kamatláb, mind a likviditás ennek függvénye. *A letéti jegy alkalmazása, mint ahogy a nemzetközi példák is mutatják, a piacépítési szempontból egyértelműen rosszabb, mint az állampapírok alkalmazása*, még akkor is, ha ennek tulajdonságait közelítik az állampapírokhoz (például aukcionálják, lejárát stb.), s általában akkor nyúlnak ilyen típusú eszközökhöz, ha a kormányzat és a monetáris hatóság közötti – mindenképpen szükséges – koordináció nehézkessé válik a monetáris politika céljainak megvalósításában (*Quintyn* [1994]). Mindazonáltal a letéti jegy esetében van lehetőség másodlagos piac kialakítására és fejlesztésére, míg a Magyarországon jelenleg használatos passzív repo esetében erre nem látunk esélyt.

A fenti szempontok alapján véleményünk szerint felállítható egy „erősorrend” a rendelkezésre álló eszközök között. Ez – ha a refinanszírozási hitelek állománya tovább nem csökkenthető – a következő:

- állampapír-eladás és a valódi passzív repo,
- jegybanki (forgatható) letéti jegy,
- jelenlegi passzív repo (ideértve a betéti konstrukciót is).

Összefoglalás

A kereskedelmi bankok konverziós hatása 1995–1996-ban az előző két tényezőhöz képest elhanyagolható volt, a bankok alapvetően a bankrendszeren kívüli szereplők konverziós hatását közvetítették a jegybank számára.

A jegybank nettó devizaeszköz-állományának változásából az alapvetően nem kamatérzékeny tételeket tartalmazó működőtőke-beáramlással korrigált folyó fizetési mérleget és a külföldiek részvényvásárlását elkülönítve becsültük meg a kamatérzékenyek tekinthető tételek nagyságát. Bár a korrigált folyó fizetési mérleg feletti tőkebeáramlás és portfólióátrendezés 1995-ben és 1996-ban gyakorlatilag megegyezett, a kamatindukált

⁵ A harmadik betéti kamatemelést kiváltó tényező arra hívja fel a figyelmet, hogy annak ellenére, hogy az MNB aktív sterilizációs tevékenységet folytat, érdemes lehet úgy meghatározni a jegybank aktív (hitelezési) kamatait, hogy azok effektívek legyenek. A kereskedelmi bankok mérlegének eszközoldalán levő tételek (passzív repo, betéti konstrukció) hozamának változtatása csak meglehetősen áttételesen hat a lakossági megtakarításokat befolyásoló forrásoldali hozamokra, s elsősorban az eszközoldal egyéb tételeit, így a hitelezést befolyásolja a banki eszközök helyettesíthetőségének függvényében. Amennyiben az MNB továbbra is a megtakarításokat kívánja befolyásolni, akkor célszerű lehet valamilyen aktív (hitelezési) kamatlábat effektívvé tennie, s bankok határforrásköltségén keresztül hatni a betéti kamatlábakra.

tételek nagysága – a két év között a külföldi részvényvásárlás tekintetében mutatkozó eltérés miatt – 1995-ben mintegy 120 milliárd forinttal nagyobb volt. A külföldiek részvényvásárlásáról nyilvánvalóan hibás adatokat tartalmaz a fizetési mérleg tőkemérlege, s mindez megmagyarázhatja az 1996-os év rendkívül magas NEO-állományának (a fizetési mérlegben a nettó tévedések és kihagyások állománya) egy jelentős részét.

1995-höz képest még három ponton mutatkozik jelentős eltérés:

1. a vállalatok 1996-ban elmozdultak a hosszú lejáratú – spekulatívnek nem tekinthető – hitelfelvétel irányába,
2. a vállalatok és a lakosság devizabetéteinek állománya 1995-ben nőtt, s 80 milliárd forinttal csökkentette a többi tétel konverziós hatását (másképp fogalmazva: 80 milliárdot sterilizált), 1996-ban viszont a devizabetétek leépítése hozzájárult a konverzióhoz,
3. a külföldi alapok feltehetően növelték a Magyarországra diverzifikációs szempontokból szánt befektetések nagyságát.

Ha a nem spekulatív, hosszú lejáratú hitelfelvételben, a belföldi szereplők portfólió-átrendezésében és a diverzifikáció céljából érkezett portfólióbefektetésekben bekövetkezett változásokat figyelembe vesszük, akkor a portfólióátrendezésen felüli potenciálisan spekulatív tételekben még látványosabb különbség mutatkozik a két év között.

Számításaink alapján elmondható, hogy az 1996-ban Magyarországra beáramlott tőke döntő része nem volt spekulatív. Több olyan tőketétel van, amely hosszú távra érkezett Magyarországra, s amely további beáramlására az 1996 utáni néhány évben is számíthatunk. Következésképp, ha a hozamkülönbség miatt beáramló rövid lejáratú devizaáramok megszűnnek, esetleg megfordulnak, akkor sem fenyegeti nagy tőkekimenekítés veszélye Magyarországot, s az MNB-nek nem kell tartania a tartalékok, illetve a forint iránti kereslet jelentős csökkenésétől.

A jegybank nettó devizaeszközeinek – árfolyamhatás nélküli – állományváltozása, azaz a konverzió nem egyezik meg a devizapiaci intervencióval. A jegybanki intervencióban ugyanis nem jelenik meg a privatizációból származó devizabevételnek az a része, amelyet a kormány átvált a jegybanknál, másrészt a jegybank nettó devizaadóssága után fizetett kamat is változtatja az MNB nettó devizaeszközeinek állományát anélkül, hogy ellenkező irányú konverziót okozna. Az eltérésnek az az eredménye, hogy a bankközi devizapiacra kialakuló árfolyam nem, vagy nem teljes mértékben tükrözi a forint és a deviza iránti tényleges keresletet, illetve a valuták kínálatát, ezért a piacon kialakulhat olyan helyzet, hogy az árfolyam nemcsak a intervenció sáv következtében tér el a valós keresletet és kínálatot tükröző árfolyamtól.

Amíg a piac forgalmához viszonyítva jelentős nem piaci tételek okozzák a nettó devizaeszközök állományának megváltozását, addig az árfolyam eltérhet a valós keresletet és kínálatot tükröző árfolyamtól, ezért érdemes megfontolni a nem piaci tételek „piacra vezetését”. A devizapiaci intervenciót nem eredményező tételek piacosítása megszüntetné a jelenlegi helyzetet azon visszasságát, hogy a devizapiaci intervenció adataiból nehéz eldönteni, mikor is történik pénzkiráramlás, és mikor van szükség sterilizációra. A piacosítás valószínűleg a forint árfolyamának mozgását változékonyabbá tenné, ami a hozamok esése nélkül csökkenthetné a spekulatív tőkemozgásokat s így a sterilizációs költségeket.

Véleményünk szerint a központi banknak kétféle sterilizációs stratégiát érdemes folytatnia, attól függően, hogy a konverzió külső forrását rövid távú, spekulatív devizaáramlásnak, avagy a pénzmennyiséget tartósan növelő devizaáramlásnak vélelmezi. Az előbbi esetben azzal a feltételezéssel élünk, hogy a hozamkülönbség mérséklődése után a beáramlott deviza egy jelentős része elhagyja az országot. Ekkor a sterilizációt érdemes jó másodlagos piaccal rendelkező hosszú lejáratú eszközzel vagy rövid lejáratú eszközökkel végrehajtani mind a bankrendszer stabilitásának fenntartása, mind a pénzmennyiség nö-

vekedési üteme számottevő fluktuációjának elkerülése érdekében. Az ilyen típusú devizabeáramlás esetén az MNB devizatartalékainak növekedése sem tekinthető tartós-nak, így nem célszerű a tartalékok terhére visszafizetni a külföldi adósságot, hiszen a rövid távú tételek kiáramlásakor hitelfelvétellel érhető csak el a tartalékok kívánatos szintje.

Tartós devizabeáramlás esetén kedvezőbb, ha döntő részben hosszú lejáratú eszközökkel történik a szükséges mértékű sterilizáció. Fontos szempont, hogy az eszköz piacképes, forgatható legyen, hiszen amíg a hosszabb időtáv alatt a piaci szereplők likviditási igénye változhat, és egy nem piacképes eszköz nem teszi lehetővé az egymás közötti likviditáscsoportosítást. Emellett a jó másodlagos piaccal rendelkező instrumentummal történő sterilizáció feltehetően olcsóbb is. A jó másodlagos piaccal rendelkező hosszabb lejáratú eszköz véleményünk szerint mindkét típusú sterilizációra alkalmas.

A sterilizáció különböző eszközei eltérő módon befolyásolják a monetáris bázist és a bővebb pénzmennyiségeket. Amikor a kereskedelmi bankok jegybanknál levő passzív repo állománya növekszik, akkor csökken a jegybank nettó forinteszközeinek állománya, és így szűkül a monetáris bázis. A bankrendszer konszolidált mérlegének nettó forintesz-köz-állományát a passzív repo nem érinti, hiszen a repóval a jegybanknak kötelezettsége, a kereskedelmi bankoknak pedig követelése keletkezik, azaz a bankrendszer egészének a bankrendszeren kívüli szereplőkkel szembeni követelései és tartozásai nem változnak. Ennek eredményeképp *a passzív repóval történő sterilizáció nem képes csökkenteni a devizabeáramlás bővebb pénzmennyiséget növelő hatását*, csak a monetáris bázisra hat. A passzív repo ezen sajátossága áll az elmúlt évek mérsékelt, 15 százalék körüli M3 növekedési ütemének 25 százalék körülire ugrása mögött.

A sterilizáció eszközei között nem csak aszerint érdemes különbséget tenni, hogy a jegybank a bankrendszerből vagy a bankrendszeren kívülről vonta-e ki a pénzt. A sterilizációs eszköz *futamideje, likviditása, másodlagos piacának fejlettsége*, az ilyen piacok fejlődéséhez való hozzájárulása és az alternatív eszközök *transzmissziós mechanizmusra* gyakorolt hatása hasonlóan fontos.

Ha a jegybanknak tartós és hosszabb ideig időző tőkebeáramlás pénzmennyiségi hatását kell semlegesítenie, akkor a (sterilizációs) eszköz lejáratú struktúrájában a rövid lejáratú eszközök túlsúlya hasonló problémát okoz, mint adósságmenedzselés esetén. A rövid futamidejű eszközök dominanciája esetén a sterilizációs eszközök továbbgörgetése rendszeresen feladat elé állíthatja a gazdaságpolitikát: újra és újra olyan kamatlábat kell kínálnia, hogy megőrizze az eddigi állományt. A megújítási kockázat bizonytalanságot okozhat, s a pénzmennyiség és a kamatláb volatilitását növelheti.

A jegybanki eszköztár instrumentumainak megválasztásakor mindig – különösen a fejlődő országok esetében – alapvető szempontként merül fel, hogy milyen a választott eszköz hatása piacépítési szempontból. A likvid másodpiacok ugyanis visszahatnak az elsődleges piacokra mind a lejárat, mind az ár tekintetében, ezzel hozzájárulva az erőforrások optimális elosztásához a pénz- és tőkepiacokon. Ha a sterilizációs eszköz másodlagos piaca fejletlen, vagy épp teljesen hiányzik, akkor a likviditás hiánya miatt a jegybanknak az állampapírok eladásához viszonyítva prémiumot kell fizetni az eszköz vásárlójának. A prémium nagysága a lejárat növekedésével emelkedik, így egy olyan eszközzel történő pénzkivonás, amelynek másodlagos piaca fejletlen, a futamidő növekedésével egyre költségesebbé válik. Az illikvid eszközök magas aránya emellett kereskedelmi bankokat is rugalmatlanná teszi sokkok esetén.

Hivatkozások

- BISIGNANO, J. [1996]: Varieties of Monetary Policy Operating Procedures: Balancing Monetary Objectives with Market Efficiency, BIS Working Paper 35, 1996. július.
- OBLATH GÁBOR [1997]: Capital Flows in Hungary and Policy Responses. IIAW Conference on Capital Flows to Eastern Europe, Bécs, 1997. május 9.
- OBLATH GÁBOR–VALENTINYI ÁKOS [1993]: Seigniorage és inflációs adó – néhány makroökonómiai összefüggés magyarországi alkalmazása, Közgazdasági Szemle, 10. sz.
- QUINTYN, M. [1994]: Government Securities versus Central Bank Securities in Developing Open Market Operations – Evaluation and Need for Coordinating Arrangements, IMF Working Paper, 1994. május
- SIMON ANDRÁS [1996]: Sterilizáció, kamatpolitika, az államháztartás és a fizetési mérleg. MNB Füzetek, 3. sz.
- RODLAUER, M. [1996]: Monetary Policy in Poland: Challenges and Options, IMF Warsaw Office.