

Barabás Gyula–Hamecz István

Tőkebeáramlás, sterilizáció és pénzmennyiség, I. rész

A kétrészes tanulmány első része a monetáris bázis és a bővebb pénzmennyiség ($M3$) alakulását elemzi az 1992-től 1996-ig terjedő időszakban. A különböző pénzmennyiségek növekményét forint- és deviza-összetevőkre bontva mutatja be a tőkebeáramlás, portfólióátrendezés és a sterilizáció pénzmennyiségekre gyakorolt hatását. Ugyancsak az első részben vizsgáljuk a működőtőke-beáramlás feletti tőketételek konverziós és pénzmennyiségi hatását. A devizaáramlás forrásainak és a sterilizációs eszközöknek a részletes elemzésére a következő számunkban megjelenő második részben kerül sor.*

Bevezetés

A monetáris politika egyik legfontosabb kérdése, hogy a jegybank hogyan befolyásolja a monetáris bázist és közvetve a bővebb pénzaggregátumokat. Különösen releváns a jegybanki pénzkibocsátás értékelése a jelenlegi csúszó leértékeléses árfolyamrendszer mellett, ugyanis a fix vagy lényegében fix árfolyam csökkent a központi bank pénzmennyiség- (és kamatláb-) befolyásoló képességét. Éppen ezért érdemes megvizsgálni, hogy a jelenlegi árfolyamrendszerben a központi bank hogyan képes a tőkebeáramlásból és a forintban denominált eszközök javára történő portfólióátrendezésből fakadó devizakonverzió pénzmennyiségi hatását semlegesíteni, *sterilizálni*.

A választott elemzési keret

A pénzmennyiség változását rendszerint külföldi és belföldi összetevőkre szokás bontani. A pénzmennyiség – akár monetáris bázisról, akár bővebb pénzmennyiségről van szó – számos publikációban és a jól ismert Pollack-modellben is a nettó külföldi eszközök és a nettó belföldi eszközök összegeként adódik. Amikor a devizaáramlás, a konverzió és a sterilizáció problemakörét akarjuk elemezni, akkor a határvonalat nem a jegybank külföldi és belföldi eszközei, illetve forrásai között érdemes meghúznunk. Amennyiben

* 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.

jelentős az egyes belföldi szektorok belföldi devizapozícióinak változása, akkor a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg tételeiből – azaz a rezidensek és nem rezidensek tranzakcióiból – nem tudunk következtetni a jegybankban lezajló konverzió nagyságára és a konverzió pénzmennyiségi hatásaira. *A konverziót, a forint kiáramlását és a sterilizált intervenciót nem a nettó hazai és nettó külföldi eszközök állományának, hanem a nettó forint-, illetve nettó devizaeszközök állományának változásával tudjuk kapcsolatba hozni.* A devizapiaci intervenció egy része ugyanis nem a rezidensek és a nem rezidensek tranzakcióihoz, hanem a jegybankon kívüli belföldi szereplők egymással, s a jegybankkal szembeni tranzakcióihoz, portfólióátrendezéseihez kapcsolható.

Ugyancsak a denomináció szerinti elkülönítés mellett szól, hogy némileg leegyszerűsítve azt mondhatjuk: a hazai monetáris (és fiskális) politika nem a hazai kamatszintet, hanem a forintban denominált eszközök kamatszintjét befolyásolja. Természetesen a valóság ennél bonyolultabb, hiszen a jövőbeli adóztatáson (illetve annak mértékére vonatkozó várakozásokon) keresztül a hazai (vagyis a magyar állam által megadóztatható) szereplők által a jelenben fizetendő kamatprémiumot is befolyásolja (függetlenül a denominációtól), de az elsődleges hatás a denomináción keresztül figyelhető meg.¹

Mivel a devizakonverzió az MNB mérlege nettó devizaeszköz-állományának változásával, a sterilizáció pedig a nettó forintoszközök állományváltozásával kapcsolható össze, ezért nem a fizetési mérlegből, hanem az MNB mérlegéből és – a bankok viselkedésének elemzésekor pedig – a bankrendszer összevont mérlegéből indultunk ki. Általában elmondható, hogy a jegybank kisebb mértékben tud hatni a nettó devizaeszközök (NDE) állományára – amelyet a döntően a Magyarországra beáramló tőke, az ország folyó fizetési mérlege és a belföldi szereplők portfólióallokációja határoz meg –, mint a nettó forintoszközök (NFE) állományára, amit refinanszírozási hitelek és repók feltételein, a tartalékráta-szabályozáson és nyíltpiaci műveleteken keresztül a központi bank erősen befolyásolhat.

A bankrendszer és a jegybank mérlegének átstrukturálása során még egy fontos elvet követtünk. Mivel tanulmányunkban nem a mérlegek állományalakulása közötti összefüggést, hanem a tényleges tranzakciók, devizamozgások hatását akarjuk elemezni, a valutaárfolyamok hatását mindkét mérleg esetében kiszűrtük, a számunkra releváns állományokat az árfolyamváltozás hatásával korrigáltuk.

Megközelítésünkben a tőkebeáramlás, valamint a forintban és a devizában denominált eszközök közötti portfólióátcsoportosítás a jegybank, illetve a bankrendszer mérlege nettó devizaeszköz-állományának – árfolyamhatások nélküli – változásában csapódik le. Elemzésünkben a devizaáramlás pénzmennyiségi hatására koncentrálnunk, a jegybank külföldi hitelfelvételét, illetve hiteltörlesztését nem tekintjük a tőkeáramlás részének, hiszen az nem befolyásolja az MNB nettó devizapozícióját, s így nem hat a monetáris bázisra sem.² Tőkebeáramlásnak tehát az ún. privát tőkebeáramlást tekintjük, amelybe beletartozik a bankszektor és a vállalati szektor nettó külföldi hitelfelvétele, a külföldi működőtőke-beáramlás (beleértve az államhoz jutó privatizációs bevételeket is) és a külföldiek portfólióbefektetései. Cikkünkben a Magyarország esetében számottevő külföldi államadóssággal kapcsolatos tranzakció miatt eltértünk attól az elterjedt elemzési keret-

¹ Ez a denomináció szerinti elkülönítés mellett szóló érv *Székely Istvántól* származik.

² Természetesen más helyzetet jelent, ha az állam külföldi adósságát vagy annak egy részét, nem a jegybank, hanem egy költségvetési szerv kezeli. Ekkor az állam hitelfelvétele és hiteltörlesztése (ha nem teljes mértékben a kormányzat devizabetét-állományának ingadozásával finanszírozzák), devizakinálatot, illetve devizakeresletet jelent, s kihat a központi bank nettó devizapozíciójára, s így a monetáris bázisra is. Ebben a helyzetben a pénzmennyiségi hatások elemzésekor tekintettel kell lennünk az állam külfölddel kapcsolatos hitelügyleteire is.

től, amely a tőkebeáramlást a fizetési mérlegből, a jegybanki tartalékok változásának és a folyó fizetési mérleg egyenlegének különbségeként határozza meg.³

Tanulmányunk első részében a devizaáramlás, a devizapiaci intervenció és a sterilizáció pénzmennyiségi hatásaival foglalkozunk. Habár az MNB-nek nincs explicit pénzmennyiségi célja, és a pénzmennyiség és a nominális változók közötti kapcsolatokról sem rendelkezünk elegendő ismerettel, egy ilyen típusú vizsgálódás mindenképpen szükséges, mivel a pénzmennyiség-növekedés a nem teljesen ismert mechanizmus ellenére fontos szerepet játszhat a jövőbeli infláció és fizetési mérleg alakulásában.

Az 1991-től 1996-ig terjedő időszakot vizsgálva, forint- és devizaösszetevőkre bontjuk mind a monetáris bázis, mind a bővebb pénzmennyiség növekedését. Meghatározzuk, hogy a vizsgált időszakban a konverzió és a tőkebeáramlás milyen mértékben növelte vagy csökkentette a monetáris bázist és a bővebb pénzmennyiséget, illetve azt, hogy a monetáris politika hogyan, mikor és milyen eszközökkel ellensúlyozta a devizaáramlás pénzmennyiségi hatásait. Ugyancsak az első fejezetben mutatjuk be, hogy milyen elméleti és empirikus megfontolások szólnak amellett, hogy a passzív repo és a kereskedelmi bankok jegybankkal szembeni devizakövetelései nélkül kalkulált monetáris bázist használjuk analitikus célokra.

A pénzmennyiség növekedésének összetevői

A monetáris bázis

A monetáris politika legközvetlenebbül a legszűkebb pénzkategóriát, a monetáris bázist tudja befolyásolni. Jelentős devizabeáramláskor a jegybank tartalékai nőnek és/vagy külföldi tartozásai csökkennek, mindez *ceteris paribus* jegybankpénz-növelő hatású. A jegybank forintköveteléseinek értékesítésével (például állampapírok eladása) és/vagy forintkötelezettségeinek növelésével (passzív repo) képes a devizabeáramlás bázispénznövelő hatását ellensúlyozni. Ahhoz, hogy a tőkebeáramlás mértékét s a jegybank sterilizációs tevékenységét értékelni tudjuk, a jegybank mérlegének tételeit be kell sorolnunk a három lehetséges kategória (nettó devizaeszközök – NDE, nettó forinteszközök – NFE, monetáris bázis –MB) valamelyikébe.

A jegybank mérlegének néhány tételéről egyértelműen meg tudjuk mondani, hogy az NDE, NFE, MB hármas közül melyikbe sorolható, de néhánynál felmerülnek kérdések (1. táblázat).

A *leértékelési veszteségek* állománya a jegybank mérlegének eszközoldalán a költségvetéssel szembeni nulla kamatozású követelésnek tekinthető, s ennek alapján a forintkövetelések állományába kellene sorolnunk.⁴ A leértékelési veszteség megtalálható az MNB mérlegének forrásoldalán is, mégpedig a külföldi tartozások között. A külföldi tartozások ezen részének keletkezése mögött azonban nem áll semmilyen tranzakció, sem külföldi hitelfelvétel, sem hiteltörlesztés, csak a forint árfolyamának változása. Leértékeléskor a devizában számított nettó külföldi tartozás állománya nem változik, csak annak forintértéke, így pénz sem kerülhet a rendszerbe. Éppen ezért, amikor a nettó deviza-beáramlást és annak monetáris bázisra gyakorolt hatását akarjuk elemezni, a nettó deviza-eszközállomány változásából ki kell szűrniünk az árfolyam nettó devizaadósságra gya-

³ Oblath Gábor tanulmányában a hagyományos elemzési keret magyarországi alkalmazásának buktatóit számos korrekcióval kerülte meg. (Oblath [1997].)

⁴ A költségvetés és az MNB közötti adósságcserre eredményeképp 1997. január 2-ától megszűnt a nullás állomány, helyét a költségvetéssel szembeni devizakövetelések vették át. A monetáris bázis összetevőinek későbbi elemzése során az adósságcserre hatását természetesen figyelembe kell venni.

1. táblázat
Az MNB mérlege

Eszközök	Források
1. Forintkövetelések vagy -eszközök (FE)	4. Monetáris bázis (devizabetétek és passzív repo nélkül) (MB)
2. Nullás állomány (FE-t vagy DK-t csökkentő tétel)	5. Kereskedelmi bankok devizabetéte (MB vagy DK)
3. Külfölddel szembeni követelések (DE)	6. Passzív repo (MB vagy FK)
	7. Külfölddel szembeni kötelezettségek (DK)
	8. Kormányzati forintkövetelések (FK)
	9. Kormányzati devizabetétek (DK)

A leértékelési veszteség állományának átkonvertált és visszafizetett része (negatív tétel, FE-t és DK-t csökkenti).

FE-vel a forinteszközöket, FK-val a forintkötelezettségeket, DE-vel a devizaeszközöket, DK-val a devizakötelezettségeket jelöljük.

korolt hatását. Ehhez a korrekcióhoz nem elegendő a leértékelési veszteségek jegybankmérlegben szereplő állományát (nullás állomány) használnunk, hiszen a nullás állomány 1994-től bekövetkezett *állampapírosítása* és egy részének *visszavásárlása* természetesen eltéríti a tényleges árfolyamhatástól a leértékelési veszteségek állományát. Ennek megfelelően számításaink során a leértékelési veszteségnek visszafizetéssel és állampapírosítással korrigált állományát használtuk a nettó forinteszközök és a nettó devizaeszközök állományának számításakor. Ez a módszer kiszűri a keresztárfolyam változásából eredő állományváltozásokat is, mely szintén nem tranzakciós eredetű. Ezzel a korrigált állománnyal csökkentettük az MNB devizakötelezettségeit (azaz növeltük az NDE-állományt), ugyanakkor, hogy a sterilizációval kapcsolatos alapegyenlet ($MB = NDE + NFE$) érvényes maradjon, ezzel a korrigált állománnyal csökkentettük az NFE-állományt is. Az így kapott NDE- és NFE-állományok tulajdonképpen valutakosárban számított állományoknak felelnek meg, melyek változása mögött már valóban tényleges devizaáramlás és annak különböző fokú sterilizációja áll.

Kérdéses lehet a *jegybankkal szembeni belföldi devizakövetelések* (kereskedelmi banki és államháztartási) besorolása. A teljes monetáris bázis kategóriája tartalmazza a kereskedelmi bankok devizabetéteit, ellenben a *kormányzat devizaköveteléseit* (a forintkövetelésekhez hasonlóan) nem. Utóbbi magyarázata, hogy az államháztartás követeléseit nem befolyásolják sem a belföldi keresletet, sem a multiplikátorhatáson keresztül a bővebb pénzaggregátumokat, csak akkor, amikor a betéteket az államháztartás elkölti. Mindemellett a konszolidált államháztartásnak nyilvánvalóan nem származik seigniorage-bevétele a kormányzati betétek állományából.

A *kereskedelmi banki devizabetét* monetáris bázisba sorolása mellett a tartalékráta-szabályozás eredményeképp a devizabetétekkel számított monetáris bázis és a bővebb pénzmennyiségek (M_2 , M_3) közötti kapcsolat szólhat. 1993 januárjától ugyanis az állománnyal csökkenteni lehetett a tartalékképzés alapját, s így a devizabetét-állomány befolyásolta a kereskedelmi bankok adott tartalékráta melletti hitelnyújtási, pénzmultiplikációs lehetőségeit. Az ezen devizabetét-állományt tartalmazó monetárisbázis-kategóriának megfelelő NDE-állomány nem tartalmazza a kötelezettségek között a kereskedelmi banki devizabetétek állományát.

Két tulajdonság különbözteti meg a készpénzen kívüli monetáris bázis elemeit a jegybank forrásoldalának egyéb tételeitől.

1. Állományuk összefüggésbe hozható valamilyen bővebb pénzmennyiséggel (pénz-

multiplikációs tulajdonság). A bővebb pénzmennyiséggel való kapcsolatuk miatt állományuk segítségével a bővebb pénzmennyiség alakulása előrejelezhető.

2. Állományukból a konszolidált államháztartásnak a nem piaci kamatfizetés miatt seigniorage-bevétele származik.⁵

Egészen az 1993. januári tartalékráta-szabályozás megváltoztatásáig léteztek érvek ennek az állománynak mind a monetáris bázisba, mind az NDE-be sorolása mellett, hiszen a pénzmultiplikációs tulajdonság érvényes volt. Az 1993 januárjától érvényes tartalékráta-szabályozás alatt érdemes volt a monetáris bázisnak mind a devizabetéttel, mind az anélkül számított kategóriáit kiszámítani, mert nem volt egyértelmű a monetáris bázis különböző kategóriáinak bővebb pénzmennyiséggel való összefüggése. A tartalék és a hozzá tartozó *M3*-elemek kapcsolata ebben az időszakban endogénné vált, így a monetáris bázis egyik kategóriája sem volt önmagában informatív az *M3* előrejelzésében. A tartalékráta szabályozásának 1996. februári változtatása óta azonban nincsen teoretikus indok arra, hogy különbséget tegyünk a kereskedelmi bankok külföldi bankoknál, illetve az MNB-nél tartott betétei között, s az utóbbit a monetáris bázisba soroljuk:

- mindkettő (lekötéstől függően persze) bármikor forintra váltható,
- egyik sem szolgál pénzmultiplikáció alapjául,
- egyikből sem származik seigniorage-bevétel.

A monetáris bázis lehetséges elemei között a devizabetétek mellett kiemelt figyelmet kell szentelnünk a *passzív repo állományának*. Egészen a passzív repón keresztül történő sterilizáció kezdetéig nem vált kérdésessé, hogy a passzív repót a monetáris bázisba kell sorolni, vagy sem: a teljes monetáris bázis magában foglalta a devizabetétek mellett a passzív repo állományát is. A sterilizáció során jogosan vetődött fel, hogy helyes-e a passzív repo állományát a monetáris bázisba sorolni. A passzív repo ugyanis több szempontból különbözik a kereskedelmi bankok kötelező tartalékaitól:

- a passzív repo állománya a pénzmultiplikációnak nem alapja,⁶
- a repoállomány tulajdonképpen meghatározott idejű lekötést jelent,
- a repóra a jegybank piaci kamatot fizet, ezért seigniorage-bevétel nem származik belőle.

A passzív repo a pénzmennyiség- és kamathatás szempontjából a jegybanknál levő állampapírok eladásához hasonlatos, éppen ezért fordulhatott a monetáris politika a repóhoz mint a sterilizált intervenció eszközéhez.⁷

A monetáris bázis alakulása: történet négy változatban. A kategorizálás kapcsán láthattuk, hogy a korábbiakban felmerült mind a passzív repo, mind a kereskedelmi bankok devizabetét-állományának monetáris bázisba sorolása és kihagyása is. Az előzőekben igyekeztünk érveket felsorakoztatni amellett, hogy a jelenlegi szabályozási rendszerben a monetáris politikának miért szükséges a legszűkebb – passzív repo és devizabetét-állomány nélküli – monetáris bázist figyelni. Az elkövetkezendőkben megkíséreljük az elmúlt időszak történései kapcsán bemutatni, hogy a monetáris bázis nem adekvát kategóriái milyen téves következtetésekhez vezethetnek. Tekintsük át, hogy a monetáris bázis négy lehetséges kategóriája és változásának összetevői hogy alakultak az 1992–1996

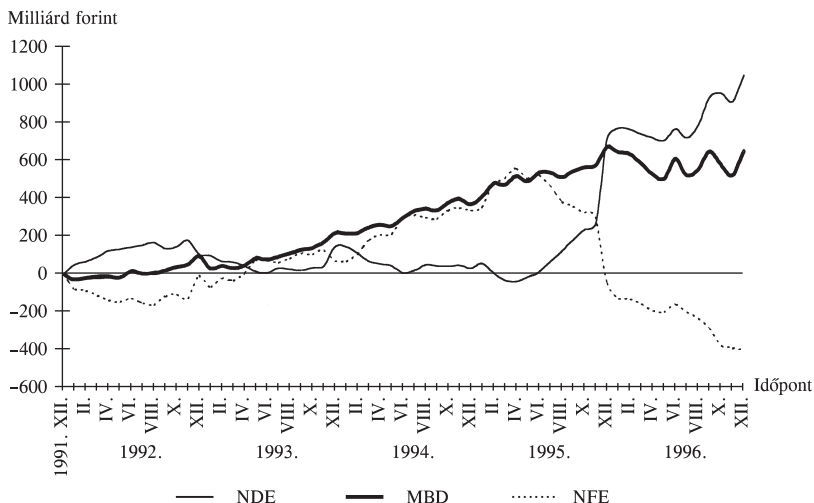
⁵ Mivel az MNB nem fizet piaci kamatot ezek után a kereskedelmi banki követelések után, ezért e követelések abban is különböznek a jegybank kereskedelmi bankokkal szemben fennálló egyéb kötelezettségeitől, hogy a kereskedelmi bankok nem önszántukból tartják ezeket a jegybankkal szembeni, a készpénzhez hasonlóan lejárat nélküli követeléseket. Lásd még *Oblath-Valentinyi* [1993] 830. o.

⁶ A problémán hasonló a passzív repóval képzett monetáris bázis esetében, mint ami a devizabetéttel képzettnél volt, nevezetesen a tartalék/*M3* hányados endogenitása.

⁷ A kétféle sterilizációs eszköz közötti különbségeket későbbi fejezetekben elemezzük részletesebben.

1. ábra

A kereskedelmi banki devizabetétekkel számolt monetáris növekedésének összetevői



Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december=0.

A monetáris bázis e kategóriája 1996-ban tapasztalható negyedéves hullámszerűsége annak eredménye, hogy a kereskedelmi bankok az ún. *window dressing* keretében minden negyedév végén rövid időre hazahozzák a külföldi devizabetétek egy részét, hogy az MNB az IMF negyedéves devizatartalék limitjének megfelelhessen.

közötti időszakban. Mind a négy kategória és összetevői alakulása során ragaszkodtunk az $MB = NFE + NDE$ összefüggés érvényességéhez azaz:

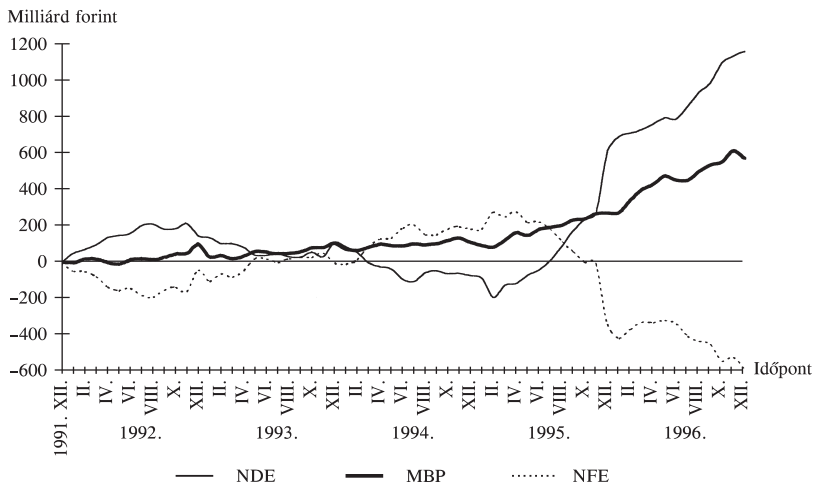
- amikor a passzív repo a monetáris bázis része, akkor nem tekintettük forintkötelezettségnek, változása nem hat az NFE állományára,
- amikor a kereskedelmi bankok MNB-nél tartott devizabetét-állományát a monetáris bázis tartalmazza, akkor a devizabetéteket mint devizakötelezettséget az NDE állományába nem számítottuk bele.

Ez utóbbi esetben figyelembe kell vennünk, hogy a devizabetétek állománynövekedésének egy része a forint leértékeléséhez köthető, s csak az ezen felüli rész jelent tényleges portfólióreallokációt – devizabetétek forintosítását, illetve forintban denominált eszközök átváltását devizában denomináltra. Mivel az árfolyamhatásokat a devizabetéteket tartalmazó NDE-állományra határoztuk meg, most a devizabetéteket ért árfolyamhatással csökkentenünk kell az NDE állományát (s növelünk az NFE állományát). Ha ugyanis ezt nem tennénk meg, akkor a forint leértékelése abban az esetben is növelné a devizabetéteket nem tartalmazó NDE-állományt, amikor tényleges devizaáramlás nem is történik.

1. A devizabetéttel számított monetáris bázis (MBD). A devizabetéttel számított monetáris bázis 1993 és 1995 közötti időszakban az NDE változását meghaladó növekedést mutat, azaz ebben az időszakban a monetáris bázis bővülése nemcsak az NDE változásából származott, hanem volt egy forint- (NFE-) összetevője is (1. ábra). 1995 végétől kezdve a monetáris bázis állományának csökkenését figyelhetjük meg. A csökkenés azt sugallja, hogy a monetáris bázis nettó devizaeszközök növekedéséből fakadó bővülését a kellenél jobban ellensúlyozta a nettó forinteszközök állományának csökkenése, azaz a sterilizáció pénzmennyiségi szempontból túlzott volt. Ha a devizabetéteket a monetáris bázisba és nem a devizakötelezettségek közé soroljuk, akkor 1996 első félévének történéseiről a következő – hibás – képünk alakul ki: az 1995 márciusa után felgyorsult deviza-

2. ábra

A passzív repóval számított monetáris bázis növekedésének összetevői



Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december=0.

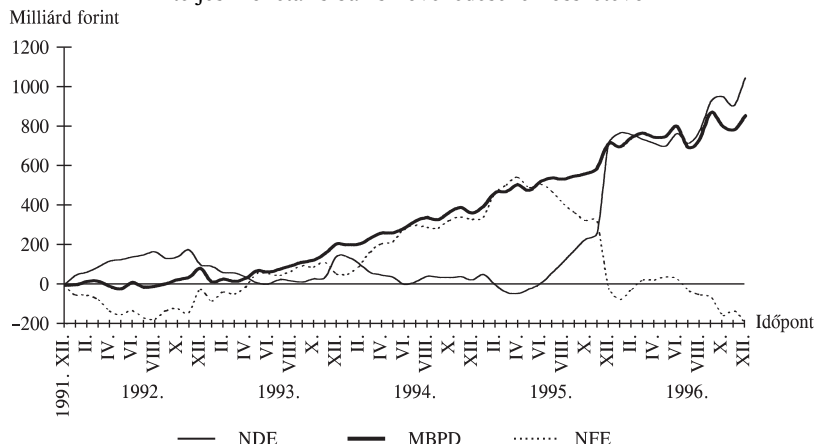
konverzió 1996 januárjától kezdve lelassult, a nettó forinteszközök állományának csökkenése pedig tovább folytatódott, s a monetáris bázis csökkenését eredményezte. Júniustól kezdve a devizaáramlás újraéledését figyelhetjük meg, amit a NFE állományváltozása szinte teljesen ellensúlyozott.

2. *A passzív repóval számított monetáris bázis (MBP).* Ha a passzív repót a forintkötelezettségek helyett a monetáris bázis részének tekintjük, akkor a korábbi időszakokhoz viszonyítva a monetáris bázis számottevő növekedését figyelhetjük meg 1995 márciusától, de különösen 1996 elejétől kezdve (2. ábra). A repóval kalkulált monetáris bázist és változásának összetevőit vizsgálva, azt a megállapítást tehetjük, hogy a nettó devizaeszközök állományának növekedését csak 1995 végéig ellensúlyozta a nettó forinteszközök állományának csökkenése, másképpen fogalmazva: *a sterilizáció leállt, elégtelen volt 1996 első félévében.* A valós történések ezzel szemben azt mutatják, hogy a sterilizáció eszközeiben történt változás: 1996 januárjáig döntően az állammal szembeni nettó követelések csökkenése járult hozzá a monetáris bázis devizabeáramlásnál kisebb növekedéséhez, míg 1996 első félévében a sterilizáció fő eszköze a passzív repo volt, s ez a jelenség az, amiért az NFE csökkenése számottevően lelassult, ha a passzív repót nem tekintjük a jegybank forintkötelezettségének, és a monetáris bázisba soroljuk. A passzív repóval kalkulált monetáris bázis az előbbieket miatt 1996-ban erőteljes növekedésnek indult.

Júniustól kezdve az NFE-állomány ismét csökkenni kezdett, aminek oka, hogy a passzív repo állományának növekedése helyett a sterilizáció az államháztartás finanszírozási igényét meghaladó állampapír-kibocsátáson keresztül valósult meg. A jelenség azért tükröződik a jegybank NFE-állományában, mert az államháztartás túlfinanszírozása a kincstári egységes számla (továbbiakban KESZ) állományának, azaz a forintkötelezettség növekedésében csapódik le. 1996 harmadik negyedében a sterilizáció eszközében ismét változás történt, a passzív repo szerepét – miután az állomány 200 milliárd fölé duzzadt – ismét átvette az államháztartással szembeni nettó követelések csökkenése, ami az MNB-

3. ábra

A teljes monetáris bázis növekedésének összetevői



Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december=0.

nél állampapírok eladását és/vagy a kincstári egységes számla állományának az előbb említett úton történő növekedését jelenti.

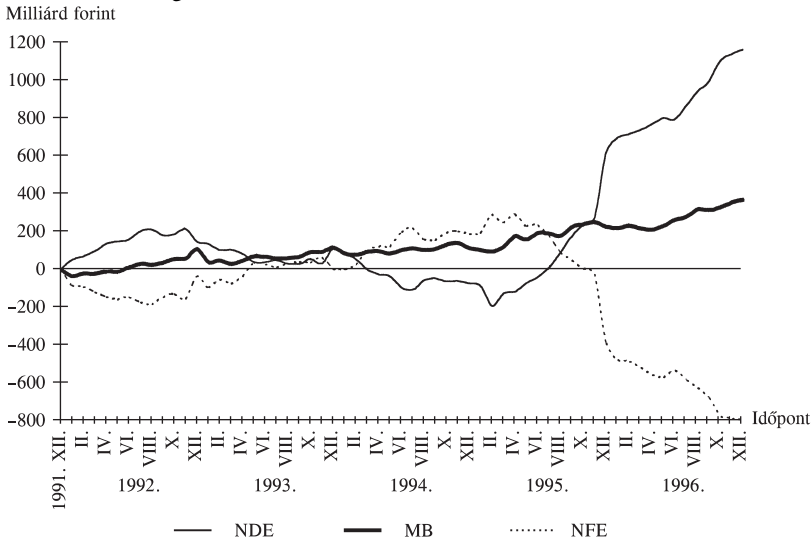
3. *A teljes monetáris bázis (MBPD)*. A teljes monetáris bázis kategóriát használva a monetáris bázis alakulásával látszólag nincs semmi probléma: az előző időszakokhoz viszonyítva sem látványos csökkenés, sem nagy mértékű növekedés nem tapasztalható (3. ábra). A teljes monetáris bázis növekedési üteme közelítőleg megegyezik a legszűkebb monetáris bázis növekedési ütemével, a passzív repóval, illetve a devizabetétekkel kalkulált monetáris bázis növekedési üteme pedig rendre rendkívül magas, illetve alacsony értékeket vesz fel (5. ábra). A hihető növekedés azonban nem igazolja azt, hogy a teljes monetáris bázis használata indokolt. Ugyanis a mérsékelt növekedési ütem két ellentétes hatás eredőjeként adódik. Amíg a teljes monetáris bázis 1996-os alakulását a passzív repo állományának felduzzadása pozitívan, addig a kereskedelmi bankok devizabetéteinek kivonása negatívan befolyásolta. A teljes monetáris bázis használata hibás következtetések levonásához vezethet a devizaáramlást és a sterilizációt illetően. A teljes monetáris bázis alkalmazásakor a passzív repo állománya nincs benne a forintkötelezettségekben, a devizabetétek állománya pedig nem devizakötelezettség. Ennek következménye az, hogy 1996 első felében az NDE változása nem mutat lényeges devizaáramlást, az NFE változása pedig nem jelez erőteljes sterilizációs tevékenységet. E forgatókönyv szerint mind a devizabeáramlás, mind a sterilizáció 1995 végén, 1996 elején lelassult, júliustól kezdve pedig mindkét folyamat újra számottevővé vált.

4. *A legszűkebb – passzív repo és devizabetét nélküli – monetáris bázis (MB)*. A tiszta – passzív repo és devizabetét nélküli – monetáris bázis kategóriában nem következett be látványos csökkenés vagy nagymértékű növekedés. Az 1995. március óta tartó devizaáramlást – pénzmennyiségi szempontból – kellő mértékben ellensúlyozta az 1995. július körül megindult sterilizációs tevékenység, azaz az NFE állományának csökkenése (4. ábra). Ebben a sterilizációban az előző három esethez hasonlóan benne foglaltatik az olyan nem nyíltpiaci műveleteken és passzív repón keresztül történő sterilizáció, mint a privatizációs bevételek jegybanknál levő államadósság-visszafizetésre fordítása.

E megközelítés szerint sem a devizaáramlás, sem a sterilizáció folyamatában nem figyelhető meg törés, az egyetlen látványos ugrás az NDE-állományt nagymértékben

4. ábra

A legszűkebb monetáris bázis növekedésének összetevői



Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december=0.

növelő decemberi privatizációs bevételhez és annak nem nyíltpiaci műveletekkel és passzív repóval megvalósult sterilizációjához kapcsolható. Az NDE állományának hirtelen ugrása azért járt együtt az NFE állományának számottevő esésével, mert a kormányzat a beérkezett bevétel MNB-nél forintosított részét az MNB-nél levő adóssága visszafizetésére fordította, azt megelőzően pedig az MNB-nél elhelyezett betét számlán tartotta.

A monetáris bázis kategóriáinak együttes elemzése. A legszűkebb monetáris bázis összetevőinek részletesebb vizsgálata a monetáris bázis kategóriáinak együttes használatához hasonlóan kimutatja, hogy habár a devizakonverzió és a sterilizáció 1996-ban tovább folytatódott, több esetben is történtek lényeges változások a *konverzió forrása és a sterilizáció eszköze* tekintetében. Miként azt a 2. táblázatból láthatjuk, 1996 első felében a jegybank által érzékelt konverzió fő formája a kereskedelmi devizabetétek átváltása, míg a sterilizáció leglényegesebb eszköze a passzív repo volt. A konverzió forrása a harmadik negyedévtől kezdve ismét bankrendszeren kívüli devizaáramlás, nem pedig a kereskedelmi bankok betétállományának csökkenése, a passzív repo sterilizációban játszott – a harmadik negyedévtől lényegesen kisebb – szerepét az állammal szembeni nettó jegybanki követelések csökkenése vette át.

A monetáris bázis alakulásának elemzésekor figyelembe kell venni azt a tényt, hogy a Magyar Nemzeti Banknak a végső inflációs cél mellett egy közbenső kamatláb és nem pénzmennyiség célkitűzése van. A jegybank a passzív repo és az állampapírok eladási hozamának megválasztásával igyekszik a kamatszintet befolyásolni, s a kamatlábak megválasztásának eredménye a sterilizáció. *Az MNB által deklarált cél-eszköz rendszerben tehát a sterilizáció nem eszköz, hanem következmény.*

A jegybank, a monetáris politika valós viselkedése azonban semmiképpen sem olyan tiszta, mint azt a cél-eszköz rendszer sugallja. A legszűkebben értelmezett és egyedül releváns monetáris bázis viszonylag egyenletes alakulása alapján valószínűsíthetjük, hogy a passzív repo kamatlábának változtatását nemcsak a piaci kamatlábak és az infláció alakulása, hanem maga a passzív repo állománya is befolyásolta 1996-ban, s így a monetáris politikában pénzmennyiségi megfontolások is meg lehetett találni. Az is valószínűsíthető, hogy ha a megfogal-

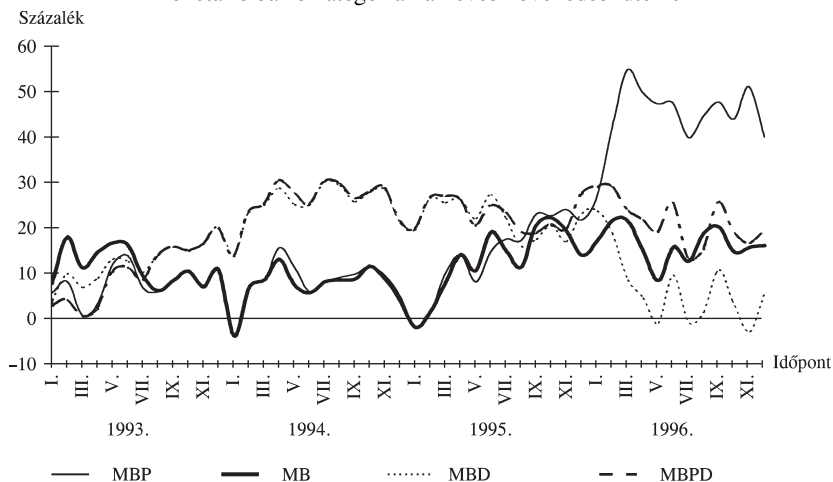
2. táblázat
A monetáris bázis változásának összetevői (milliárd forint)

Megnevezés	1995. I.	1995. II.	1995. III.	1995. IV.	1995	1996. I.	1996. II.	1996. III.	1996. IV.	1996
I. Monetáris bázis (III. + V.)	5,5	72,8	31,4	3,1	112,8	-8,5	41,2	53,1	55,3	141,1
Kézpénz	-10,9	21,6	17,6	15,0	43,3	-31,1	32,2	33,7	40,2	75,0
Tartalék	16,4	51,2	13,8	-11,9	69,5	22,6	9,0	19,4	15,1	66,1
II. Nettó forintesközök (b + c + d - a)	58,5	-11,3	-184,7	-435,2	-572,7	-131,4	-16,8	-146,2	-118,3	-412,7
a) Passzív repo	7,4	-12,6	19,5	35,2	49,5	139,4	11,5	32,2	-18,9	164,2
b) Pénzüneti hitelek	4,8	-35,9	-54,2	-20,1	-105,4	-7,8	-9,4	-0,7	-5,7	-23,6
c) Kormányzattal szembeni követelések nettó	83,6	27,2	-98,4	-341,8	-329,4	-51,1	-35,6	-136,3	-52,9	-275,9
ebből: KESZ állomány-növekedés	-52,4	-6,9	45,7	39,8	26,2	-35,2	-3,1	101,9	7,3	70,9
államkötvényállomány-változás	17,4	17,0	-51,5	-47,1	-64,2	-46,1	-9,7	-4,9	-11,1	-71,8
d) egyéb	-22,5	-15,2	-12,6	-38,1	-8,4	66,9	39,7	23,0	-78,6	51,0
III. Nettó devizaeszközök	-372,2	-91,0	143,1	350,4	30,3	75,4	15,7	151,1	113,2	355,4
a) Külföldi (a/1 - a/2)	-248,9	-154,1	-121,8	486,0	204,8	-28,4	24,6	141,4	53,8	191,4
a/1 tartalékok	134,5	185,6	141,6	494,5	956,2	-85,8	-66,1	139,2	-35,9	-48,6
a/2 külföldi adósság	383,4	339,7	19,8	8,5	751,4	-57,4	-90,7	-2,2	-89,7	-240,0
b) Nettó belföld (b/1 - b/2)	-123,3	63,1	21,3	-135,6	-174,5	103,8	-8,9	9,7	59,4	164,0
b/1 hitel	5,6	2,6	3,0	-10,5	0,7	-16,0	-26,0	-6,9	3,2	-45,7
b/2 betét	128,9	-60,5	-18,3	125,1	175,2	-119,8	-17,1	-16,6	-56,2	-209,7
					0,0					0,0
IV. Árfolyamhatás	319,2	175,1	73,0	87,9	655,2	47,5	42,2	44,4	64,3	198,4
Nem kamatozó adósság	319,2	175,1	1,0	87,9	583,2	-53,7	-463,5	33,5	51,5	-432,2
Átalakított és visszafizetett	0,0	0,0	42,0	0,0	72,0	101,2	505,7	10,9	12,8	630,6
V. Nettó devizaeszközök árfolyamhatás nélkül (III. + IV.)	-53,0	84,1	216,1	438,3	685,5	122,9	57,9	195,5	177,5	553,8

A monetáris bázis 1996. decemberi állományát korrigáltuk, mert a hó végi tartalékállomány jelentősen (207,6 milliárd forinttal) eltért a tartalékolási periódus átlagos állományától. Ezért a monetáris bázist a hó végi készpénzállomány és az átlagos tartalékállomány összegeként számítottuk, a passzív repo állományát ugyanakkor, - hogy összefüggéseink érvényesek maradjanak, s mert alapvetően a repoállomány hó végi növekedése felelős a monetáris bázis összezsugorodásáért - 207,6 milliárd forinttal csökkentettük.

5. ábra

A monetáris bázis kategóriáinak éves növekedési üteme



A monetárisbázis-kategóriák éves növekedési ütemében tapasztalható ingadozás a bankok tartalékolási periódusával áll összefüggésben. A monetáris bázisok a hó végi záró állományt mutatják, amely a tartalékolási periódus átlagos állományától lényegesen eltérhet, például annak következtében, hogy a periódus eleji túltartalékolás miatt a periódus végi tartalékállomány lecsökken. A monetáris bázis és összetevőinek precíz méréséhez tehát nemcsak megfelelő kategória, hanem a tartalékolási periódus átlagos monetáris bázisához tartozó jegybankmérleg is szükséges.

mazott kamatláb-célkitűzés nem eredményezne számottevő sterilizációt, és a pénzmennyiség növekedési üteme nagymértékben nőne, akkor a pénzmennyiségi szempontok előtérbe kerülnének. Azt mondhatjuk, hogy egyfelől a kamatláb és pénzmennyiségi szempontok, célkitűzések szorosan összefüggnek, másfelől az explicit kamatláb-célkitűzések mellett implicit pénzmennyiségi szempontok is fellelhetők az 1995–1996-os monetáris politikában.

A későbbi fejezetekben látni fogjuk, hogy félrevezető lehet a monetáris bázis és összetevői (avagy a monetáris bázis kategóriái) alapján értékelni a konverziót és a megvalósult sterilizációt. Ahhoz, hogy pontosan lássunk, el kell különítenünk a kereskedelmi bankoktól, illetve a bankszektoron kívülről származó konverziót. A bővebb pénzmennyiség iránti kereslet vélhető alakulásáról s a sterilizáció pénzmennyiségi megfontolások alapján kívánatos mértékéről ugyanis csak a pénzintézetek szerepének tisztázása után tudunk valamit is állítani. Tanulmányunk következő része a monetáris bázisnál használt módszerek segítségével határozza meg a bővebb pénzmennyiség növekedésének deviza- és forintösszetevőit, annak érdekében, hogy a konverzió forrásait és a pénzintézetek szerepét pontosabban megértsük.

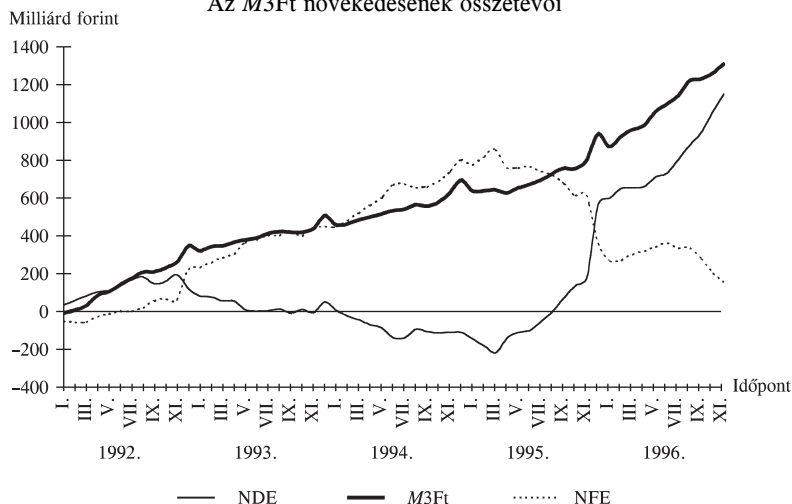
A bővebb pénzmennyiség: M3

A továbbiakban a devizabeáramlást és sterilizációt a bővebb pénzmennyiségre gyakorolt hatása szempontjából vesszük szemügyre. A bővebb pénzmennyiség deviza- és forintkomponenseinek meghatározásakor a bankszektor összevont mérlegéből kell kiindulnunk.

A devizabeáramlás és a sterilizáció elemzése csak a bővebb pénzmennyiségre gyakorolt hatások vizsgálatával együtt lehet teljes, ugyanis a bankrendszer és a bankrendszeren kívüli szféra magatartását csak a monetáris bázis és a bővebb pénzmennyiség növekedési tényezőinek összetetésével állapíthatjuk meg.

6. ábra

Az M3Ft növekedésének összetevői



Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december=0.

A bővebb pénzmennyiségünk, amelynek növekedését, növekedésének összetevőit elemezni fogjuk, az *M3*. Ez a pénzmennyiség a Magyarországon gyakrabban használatos, és rendszeresen publikált *M2* elemeit, valamint a banki értékpapírokat tartalmazza. Azért választottuk az *M3*-t, mert az *M2* bankszektor mérlegében használt kategóriája nem a lekötés ideje, azaz *nem a likviditás foka szerint* tesz különbséget a bankrendszer forrásai között, a források közül kiemeli az értékpapírokat. A rövid lejáratú banki értékpapírok jelenleg még sokkal több vonásban hasonlítanak a rövid távú betétekhez, mint a hosszabb futamidejű értékpapírokhoz, ezért találtuk közgazdaságilag megalapozottabb megoldásnak az *M3*-as pénzaggregátum használatát.

Elemzésünk kezdő lépése a bankrendszer összevont mérlege elemeinek csoportosítása: az egyes tételeket be kell osztanunk az NDE, NFE pénzmennyiség-kategóriák valamelyikébe. Hasonlóan a jegybankmérleg tételeinek csoportosításához, itt is vannak olyan tételek, amelyek besorolása nem egyértelmű.

Rögtön az első probléma az, hogy melyik *M3* kategóriát használjuk, azaz, hogy a devizabetéteket a pénzmennyiség részének tekintjük vagy sem. A pénzmennyiség növekedésének összetétel-vizsgálatát mind a két pénzmennyiségre elvégeztük, bár alapesetnek azt tekintjük, hogy a devizabetétek nem részei a pénzmennyiségnek.⁸ A belföldi hitelállományból mindkét pénzmennyiség esetében elkülönítettük a belföldieknek devizában nyújtott hiteleket és a devizaeszközök közé soroltuk.

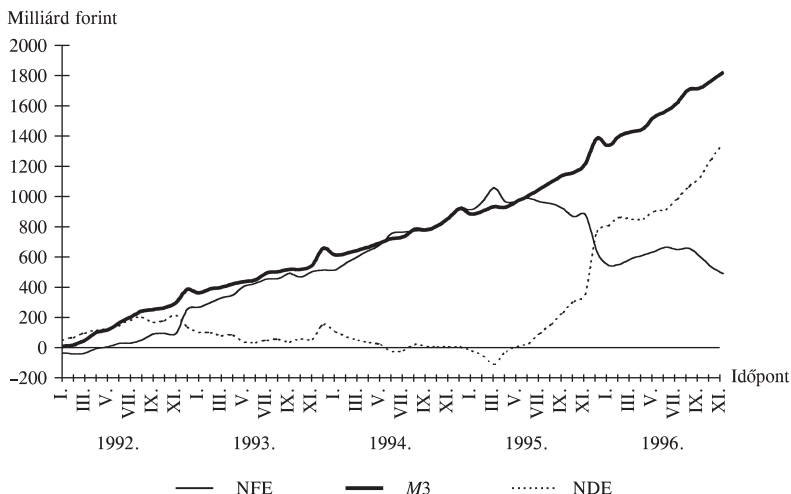
A monetáris bázis esetéhez hasonlóan különös figyelmet kell szentelnünk az *árfolyam* eszközökre és forrásokra gyakorolt *hatásainak*, s nemcsak azért, mert a forint-hitelállomány tartalmazza a nullás állományt. Az árfolyamhatás kiszűrése az előző fejezetekhez hasonlóan *a tényleges, tranzakciókhoz kapcsolható devizaáramlás meghatározásához* elengedhetetlenül szükséges.

Az MNB NDE-állományát érintő árfolyamhatást már a monetáris bázis növekedéséről szóló fejezetben meghatároztuk. A maradék NDE árfolyamhatásait – mivel a kereskedel-

⁸ Azért ezt tekintjük alapesetnek, mert – mint azt a következőkben látni fogjuk – az *M3Ft* segítségével tudjuk a kereskedelmi bankok konverziós hatását megbecsülni.

7. ábra

Az M3 növekedése és összetevői



Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december = 0.

mi bankok devizapozíciójának pontos devizaszerkezete nem áll rendelkezésre – egy valutakosárral szembeni árfolyamváltozás segítségével határozhatjuk meg.

Az M3Ft növekedése és összetevői. 1995 augusztusáig, szeptemberéig gyakorlatilag az NFE-állományból származott a pénzmennyiség bővülése. Az NDE-állomány növekedése 1995 márciusában kezdődött, majd a decemberi privatizációnak köszönhető nagy ugrást követően lelassult. Az NDE-állomány 1995 március óta számított növekedése meghaladja az 1300 milliárd forintot, mely közel hasonló érték, mint a monetáris bázisra vonatkozó NDE-állomány növekedése. Ezen növekedés meghaladja az M3Ft állományváltozását, ami az NFE-állomány mintegy 400 milliárd forintos csökkenésével magyarázható. A 6. ábra tanulsága szerint az NFE-állomány csökkenése 1996-ban megállt, csökkenése ebben az időszakban nem ellensúlyozta az NDE-állományból fakadó pénzmennyiség-növelő hatásokat. A jelenség magyarázatára még visszatérünk.

Az M3 növekedése és összetevői. A bővebb pénzmennyiség kategóriájába ebben az esetben a korábbi tételek mellett a belföldi piaci szereplők devizabetétei is beletartoznak. Az a változás, hogy a pénzmennyiségnek nemcsak a forintkomponensét nézzük, tulajdonképpen egy átcsoportosítást jelent: a nettó devizaeszközök állományának egyik negatív előjelű tételét a pénzmennyiséghez soroljuk. Még pontosabban ez az átcsoportosítás azt jelenti, hogy az NDE állományát és a pénzmennyiséget – tehát egyenletünk mindkét oldalát – megnöveljük a devizabetétek állományával.

Még egy különbség mutatkozik az M3Ft esetéhez viszonyítva. A monetáris bázis kategóriáihoz hasonlóan, amikor a devizabetét-állományt a pénzállomány részének tekintjük, nem elegendő a devizabetét-állományt az NDE-ből egyszerűen átcsoportosítani, hanem ki kell szűrniük a devizabetét-állományt ért árfolyamhatásokat.

A 7. ábra az M3 növekedésének ezzel a módosítással számított komponenseit ábrázolja. Az M3Ft esetéhez képest csak némi változás figyelhető meg. A pénzmennyiség alakulását 1995 márciusáig gyakorlatilag a forint-hitelállomány határozza meg.

A 6. és a 7. ábra hasonlósága jelzi, hogy a bővebb pénzmennyiség devizakomponensének alakulása nem játszott meghatározó szerepet a devizaáramlás 1992–1996 közötti alakulásában.

A devizaáramlás forrásai

A jegybank számára érzékelhető devizaáramlás nagyságáról, illetve a sterilizáció mértékéről, formájáról az előzőek alapján már tudunk valamit állítani. Arra azonban, hogy a sterilizáció elégtelen vagy túlzott volt-e, csak a konverzió forrásainak elkülönítése után tudunk választ adni, hiszen a devizaáramlás összetevői eltérő mértékű sterilizációt igényelnek.

Fix vagy gyakorlatilag fix árfolyamrendszerben gyakran merül fel a monetáris politika hatásosságának kérdése. A monetáris politika hatástalanságán azt értjük, hogy a központi bank nem képes befolyásolni a pénzmennyiséget és a kamatlábat. A monetáris politika s a sterilizáció csúszó leértékeléses árfolyamrendszerbeli hatékonyságának értékeléséhez is elengedhetetlen a konverzió kamat indukálta komponenseinek elkülönítése. A sterilizáció hatástalansága ugyanis azt jelenti, hogy a kamat indukálta intervenciót vásárlások sterilizálása fenntartja a kamatkülönbség olyan szintjét, amely újabb intervenciót és hozamsökkenést vált ki. Akkor tekinthető teljesen hatástalannak a sterilizáció, ha a kamat indukálta konverzió sterilizálása pontosan a sterilizált mennyiséggel azonos nagyságú kamatlábkülönbséggel összefüggésben álló intervenciót eredményez.

A monetáris politika hatásosságával kapcsolatban érdemes egy kis kitérőt tennünk, amely jól érzékelteti a tanulmányunkban használt módszerek szerepét. Több elemzés vont le következtetéseket a jegybank nettó külföldieszköz- és nettó hazaiszköz-állományának mozgásából a monetáris politika hatékonyságát mérő ún. *offset* paraméter nagyságára vonatkozóan (Rodlauer [1996]). Az *offset* paraméter megmutatja, hogy egységnyi tőkebeáramlás pénzmennyiségi hatásának teljes sterilizálása mekkora pótlólagos tőkebeáramlást indukál, azaz azt, hogy a nettó hazai eszközök állományának csökkenése a nettó külföldi eszközállomány mekkora növekedését váltja ki. Amíg azonban a nem kamatérzékeny tételek (folyó fizetési mérleg, állam külföldi hitelfelvétele) és azok sterilizációja is hatnak a vizsgált állományokra, addig a vizsgált állományok szükségszerű együttmozgása torzítja a becsült *offset* paraméter értékét. Mindemellett a denomináció szerinti szétbontás hiányában bizonyos kamatérzékeny konverziós tételek (belföldi portfólióátrendezés) nem jelennek meg az állományok változásában, így a becslés valójában nem a sterilizált intervenció kamathatásának konverziós következményeit méri.

A konverzió forrásainak elkülönítése kamatindukált és nem kamatindukált komponensekre nemcsak a monetáris politika hatásosságának megállapítása miatt fontos. Az elkülönítés azért is szükséges, hogy megállapítsuk egy esetleges kamatlábcsökkenésnek az intervenciókényszerre, tőkemozgásra gyakorolt hatását. Ha a kamatérzékeny devizaáramlás mellett jelentős a nem kamatlábtól függő konverzió, akkor nagy valószínűséggel állítható, hogy nem jelentős a devizakiáramlás és a tőkemenekítés veszélye. Ekkor a kamatlábcsökkenés csak korlátozott mértékben eredményezi a forintban denominált eszközök átváltását devizában denomináltra, nem jár tőkemenekítéssel és számottevő fordított irányú konverzióval, hiszen jelentősek a kamatlábak mozgásától független tételek. Ebben az esetben azt mondhatjuk, hogy a monetáris politikának a forinttól való meneküléssel kapcsolatos félelmek miatt nem érdemes beavatkoznia, hiszen alacsonyabb kamatlábak sem eredményeznének számottevő ellenkező irányú konverziót. Ebben a helyzetben a sterilizáció mögött a megtakarításokra, illetve a pénzmennyiségre vonatkozó célkitűzéseknek kell állniuk.⁹

⁹ A megtakarításokra vonatkozó indirekt kamatláb-célkitűzéshez szükséges legalább afelől bizonyosnak lennünk, hogy a kamatláb erőteljesen befolyásolja a megtakarításokat. Ha pedig a megtakarításokra vonatkozó célkitűzés mögött tulajdonképpen egy antiinflációs politika rejlik, akkor meg kell vizsgálnunk, hogy a kamatlábak megtámasztása a kiáramló kamatkidások jövedelmi hatása miatt antiinflációs hatásúnak tekinthető-e (Simon [1996]).

A kamatkülönbség miatt érkező tőke kapcsán a gazdaságpolitika legnagyobb félelme az, hogy a vonzó kamatelőny megszűnése után ez a pénz kiáramlik az országból, lecsökkeni a tartalékokat, bizonytalanná teszi az árfolyamot, esetleg a tőke kiáramlása nem a tőke-, hanem a folyó fizetési mérlegen keresztül történik. Érdemes tehát megvizsgálni azt a kérdést is, hogy potenciálisan mekkorának tekinthető ez a nagyon gyorsan mozgó-, spekulatívnek tekinthető rész.

A devizaáramlás vizsgálata során a Magyar Nemzeti Bank mérlegéből indulunk ki. A devizaáramlás komponenseinek meghatározása előtt célszerű különbséget tenni a két kifejezés, a devizaáramlás és a tőkeáramlás között. A devizaáramlás szélesebb kategória, mert sem a jegybank mérlegének nettó devizaeszköz-változása, sem a konverzió nem feltétlenül jelent tőkebeáramlást, viszont mindenképpen összekapcsolhatók valamilyen devizaáramlással. Mivel a jegybank szemszögéből vizsgáljuk a devizaáramlás jelenségét, a devizaáramlás egyfelől tartalmazza a jegybankon kívüli belföldi szereplők közpénzesítését, másfelől a külföldről érkező devizaáramoknak a folyó fizetési mérlegen felüli részét. Láthatjuk, hogy a jegybank mérlegében nem minden NDE-változás kapcsolható tőkebeáramláshoz. Ugyanakkor az is igaz, hogy a tőkeáramlások nem szükségszerűen csapódnak le az MNB NDE-állományának változásában. Gondoljunk csak a kereskedelmi bankok devizabetéteinek külföldre, illetve külföldről Magyarországra történő átcsoportosítására!

A devizaáramlások, a konverzió és a Magyarországra be-, illetve kiáramló tőke a központi bank mérlegében a nettó deviza eszközök állományának változásával hozhatók kapcsolatba. Az MNB mérlegének NDE-változásából azonban elkülöníthető egy tényező, az árfolyam hatása, amely mögött nem áll tényleges devizaáramlás és mégis NDE-változást okoz. Ahhoz, hogy az NDE állományának változását összekapcsolhassuk a valódi devizaáramlásokkal, ki kell tehát szűrniük – az előző fejezethez hasonló módon – az árfolyamhatásokat.

A korrigált folyó fizetési mérleg feletti devizaáramlás, avagy a konverzió kamatérzékeny forrásainak elkülönítése

Az NDE árfolyamhatással korrigált állományának számottevő része többnyire független az árfolyam-várakozásokhoz viszonyított kamatlábkülönbséggel összefüggésbe hozható tőkeáramoktól. A folyó fizetési mérleg egyenlegéről és a külföldi működőtőke-beáramlásról azt feltételezzük, hogy döntően nem kamat indukálta devizaáramlást jelentenek, amely – a privát szektor devizapozícióját adottnak tekintve – az NDE-állomány változásában csapódik le.¹⁰ A folyó fizetési mérleg tételeinek kivonása a tőkebeáramlással nem járó devizamozgások, a működőtőke-beáramlás kiszűrése pedig a nem kamatláb indukálta tőkebeáramlások kiszűrése szolgál.

Fontos az előző hipotézis kapcsán hangsúlyozni, hogy ez a két tétel *döntően* nem kamatindukált, hiszen nagy valószínűséggel itt is vannak hozamkülönbségektől függő elemek, amelyeknek nagyságáról azonban nincsenek pontos ismereteink. A tőkeáramlások liberalizációjával e tételek jelentősége vélhetően csökkenni fog, ahogy egyre több bel- és külföldi számára nyílik lehetőség a portfólióátrendezés legális módjaira. Ennek ellené-

¹⁰ Azt tekinthetjük alapesetnek, hogy a beáramló működőtőkét, illetve az exportálók a devizabevételüket átváltják forintra. Azt a szituációt, amikor a devizaáram egy részét devizában helyezik el, tulajdonképpen két lépésre bonthatjuk: az első lépés a beérkezett deviza átkonvertálása forintra, a második pedig egy portfólióátrendezés forintból devizába. Ezen feltételezés szerint a vállalatok és az egyéb piaci szereplők (*ex post*) pénzáramlásának devizaszerkezete nem befolyásolja az általuk tartott portfólió devizaszerkezetét, így az előbbi két lépés valóban elkülöníthető.

re nem feltétlenül számíthatunk arra, hogy ezek az aggregátumok a jövőben csak tényleges tranzakciókat rögzítenek, hiszen adó- és egyéb megfontolások a jövőben is érdemesé tehetik a vagyonelemek országok közötti átcsoportosításának ezt a módját.

A folyó fizetési mérleg és a működőtőke-beáramlás fölötti NDE-állomány változása több összetevőből áll. Tartalmazza a

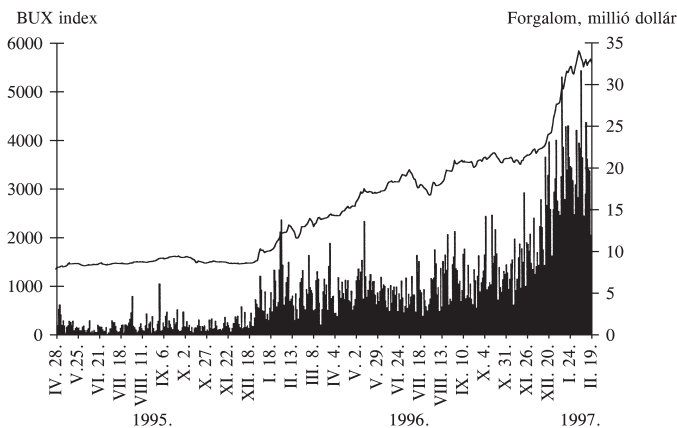
- a vállalati és kereskedelmi banki szféra nettó külföldi hitelfelvételét,
- a külföldiek nem működőtőke-befektetéseit,
- valamint a belföldiek kamat indukálta portfólióátrendezéseit.

Ezeknek az összetevőknek a jó része – de nem mindegyike – hozható összefüggésbe a kamatlábak különbségével és a forint árfolyamának a változásával. Általánosságban az első és harmadik csoportban található tételek, valamint a második csoport nem részvény befektetései sorolhatók a kamat indukálta devizaáramlást kiváltó tételek közé. Mindemellett az is igaz, hogy a külföldiek állampapír-vásárlásának egy része nem magyarázható pusztán az éppen aktuális kamatlábakkal, az árfolyam-várakozásokkal s a kockázati prémiummal. A külföldi alapkezelők ugyanis mostanában fedezték-fedezik fel a közép-európai régiót mint jó kockázatcsökkentési lehetőséget. Mivel a régió állampapírhozamai a nyugat-európai vagy más fejlett országok hozamainál kevésbé korrelálnak az amerikai hozamokkal, érdemes *diverzifikálási szempontokból* a portfólió egy bizonyos hányadát lengyel, cseh, vagy magyar állampapírokban tartani. Ezek a portfólió százalékában csekély befektetések Magyarország számára jelentős tőkeáramlást eredményezhetnek most és az elkövetkezendő években.

A BÉT részvényszekciójának napi forgalmában évente megfigyelhető ugrások jól mutatják a külföldi alapkezelők magatartását. Az alapkezelők leginkább év elején módosítják a feltörekvő piacok s ezen belül Magyarország részesedését portfóliójukban, s ez a magyar tőzsde forgalmát alapvetően meghatározza. A 8. ábrán jól látható, hogy a forgalom döntően nem a kibocsátásokhoz, hanem az évkezdetekhez, az alapok új limitjéhez kapcsolható. Valószínűsíthető, hogy az állampapírpiac is a külföldi vásárlások egy része a Magyarország megítélésével összefüggésben álló limitekkel, s nem a hozamkülönbséggel magyarázható.

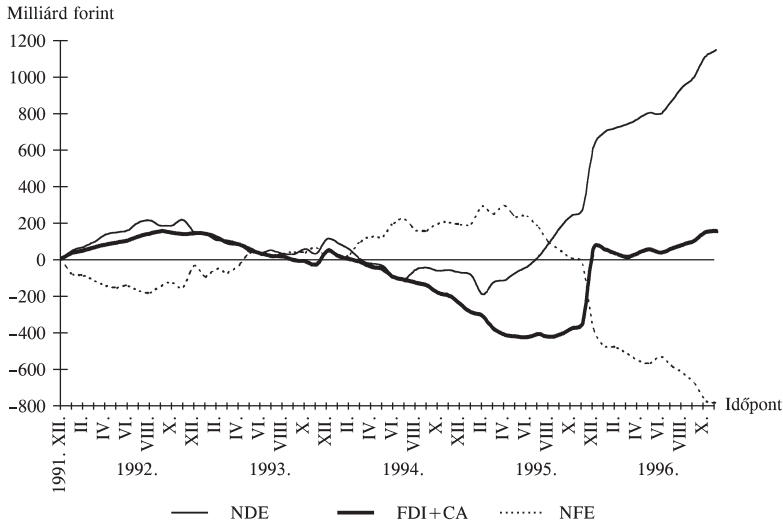
8. ábra

A BUX index és a BÉT részvényforgalom 1995 májusától



9. ábra

A működőtőke-beáramlással korrigált fizetési mérleg és a jegybank deviza- és forinteszkozeinek alakulása



Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december=0.

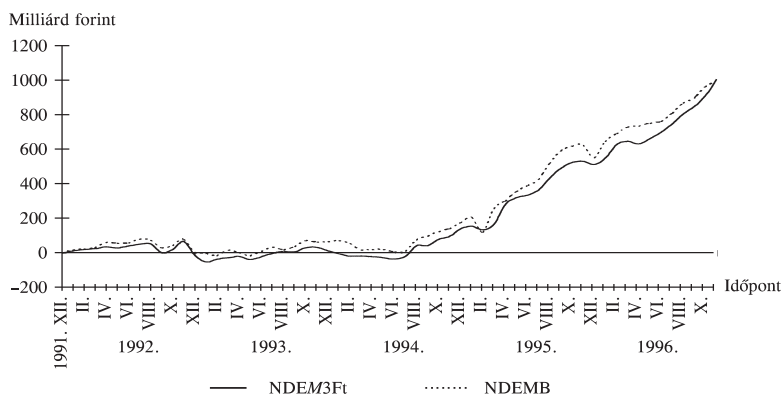
A továbbiakban kamatindukált devizaáramlásnak fogjuk nevezni az NDE (árfolyamhatásoktól megtisztított) állományváltozásának korrigált folyó fizetési mérleg feletti részét. Tisztában vagyunk azzal, hogy a devizaáramlás e része – elsősorban 1996-ban a részvényvásárlások miatt – tartalmaz nem kamatérzékeny tételeket is, mégis a külföldi részvényvásárlásokra vonatkozó havi adatok hiányában az említett módon korrigált NDE-állományváltozást nevezzük első megközelítésben kamatindukáltnak. A részvényt piacot az NDE-változás forrásainak összegzésekor és a következtetések levonásakor vesszük figyelembe (e fejezet utolsó pontjában), s ekkor pontosítjuk a kamatindukált tételek becsült nagyságát is.

A 9. ábra mutatja, hogy nem megalapozatlan azon feltevésünk, miszerint a működőtőke-beáramlással csökkentett folyó fizetési mérleg-hiány (FDI+CA) az NDE árfolyamhatással korrigált állományának változását okozza. Az állományváltozás és a korrigált folyó hiány 1992-től 1994 augusztusáig meglehetősen szorosan együtt mozgott, eltávolodásuk – s ez az, ami talán meglepő – nem 1995 márciusában, hanem korábban, 1994 augusztusában kezdődött. 1995 márciusára, a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer bevezetésének időpontjára csak az NDE-állomány nominális növekedésének, tehát a nettó devizabeáramlásnak a kezdetét datálhatjuk. *Az NDE-állomány 1995 márciusában elkezdődött növekedésének kisebbik oka az, hogy fennmaradt a működőtőke-beáramlás és folyó fizetési mérleg hiánya fölötti, már korábban elkezdődött devizabeáramlás, döntő magyarázata pedig a működőtőke-beáramlással korrigált folyó fizetési mérleg egyenlegének látványos javulása.*

Számításainkat természetesen elvégezhetjük a bankrendszer NDE-állományával is, úgy, hogy a devizabetéteket nem a pénzmennyiségbe, hanem az NDE állományába soroljuk, azaz az NDE-t, az M3Ft egyik komponensének tekintjük. A korábbiakkal megegyező módon ebből az NDE-állományból is ki kell szűrniünk az árfolyamhatásokat, valamint meghatározhatjuk az állomány változásának korrigált hiány feletti részét, amely a bankrendszeren

10. ábra

Jegybankon és bankrendszeren kívüli kamat indukálta devizaáramlás



Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december=0.

kívüli szereplők kamatláb indukálta tranzakcióinak NDE-állományra gyakorolt hatását igyekeznek közelíteni. Az MNB és a bankszektor összevont mérlegéből az előbbiek szerint meghatározott kamat indukálta devizabeáramlásokat mutatja be a 10. ábra.

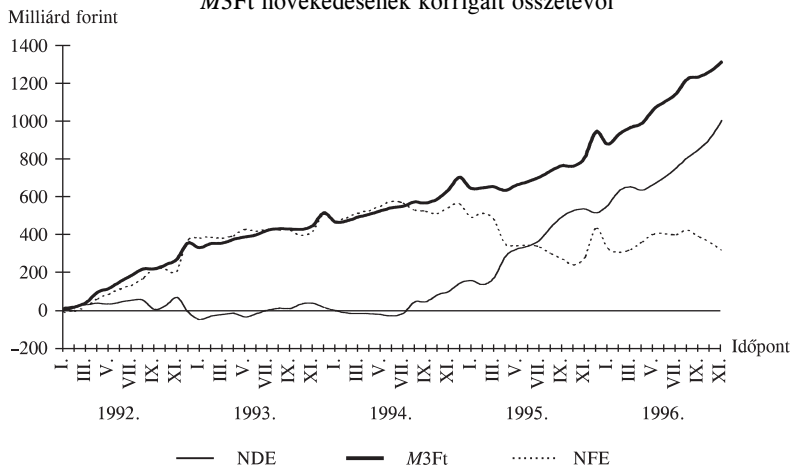
Ez utóbbi számítás is megerősíti, hogy az előzőekben definiált kamat indukálta devizabeáramlás már 1994 augusztusában elkezdődött, s azóta többé-kevésbé egyenletes ütemben tart. Mindkét számítás szerint elmondható, hogy 1995 márciusa után a folyó fizetési mérleg működőtőke-beáramlással korrigált egyenlege feletti devizaáramlás trendje lényegében nem változott, a márciusi 9 százalékos leértékelést megelőző devizába menekülés után visszatért az 1994 augusztusi 8 százalékos leértékeléskor megindult növekedési ütemhez.

Az a tény, hogy az előbbiek szerint korrigált NDE-változás mindkét megközelítésben nullához közeli értékeket vesz fel 1994 augusztusáig, azt jelenti, hogy 1994 augusztusáig a forintban denominált nettó eszközállomány bővülése (leértékelési hatások nélkül) és a korrigált fizetési mérleg szinte egy az egyben meghatározta mind a legszűkebb monetáris bázis, mind az M3Ft bővülését. Másképpen fogalmazva: a pénzmennyiség növekedését alapvetően a forintkomponens befolyásolta, a külföld csak a korrigált fizetési mérlegen keresztül hatott az 1992–1994. július periódusban a pénzmennyiségre.

A folyamat egy másik vetülete az, hogy a korrigált folyó fizetési mérleg alakulása jól nyomon követhető a pénzmennyiségek változásában egészen 1994 augusztusáig. Mind ezt jól szemlélteti a 11. ábra, amelyen az M3Ft növekedését bontottuk a korrigált folyó fizetési mérleggel módosított összetevőkre. Ha ezt az ábrát összehasonlítjuk a 6. ábrával, jól érzékelhető, hogy az NFE- és az M3Ft-görbék 1992–1994. július periódusban megfigyelhető eltérését szinte tökéletesen magyarázza a korrigált folyó fizetési mérleg. Az NDE állományváltozása tehát szinte teljes egészében a korrigált folyó fizetési mérleg alakulásával magyarázható, azaz a folyó fizetési mérleggel és a működőtőke-befektetésekkel kapcsolatos devizakiáramlás és devizabeáramlás a bankrendszer és a jegybank NDE-állományának és a pénzmennyiségnek a változásában csapódott le. A pénzmennyiség bővülését 1994 augusztusáig a nettó forintoszközök bővülése és a korrigált fizetési mérleg határozta meg. Láthatjuk, hogy a 6. ábra megközelítéséhez képest még egy alapvető különbség mutatkozik: a nettó forintoszközök korrigált állományának zsugorodása

11. ábra

M3Ft növekedésének korrigált összetevői



Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december=0.

csak 1995 októberéig tartott, az azóta eltelt időszakban az állomány bővülése kismértékben hozzájárult a pénzmennyiség növekedéséhez.

A korrigált NDE-görbéknél érzékelhető 1994 augusztusi fordulópontra egy másik megközelítésben is értelmezhető. Augusztustól kezdve a forintHITELEK szerepét átvette a nettó devizaeszköz-állomány bővülése, ami arra utal, hogy a jegybankon, illetve a bővebb pénzmennyiség esetében a bankrendszeren kívüli szereplők elkezdtek hosszú forintpozíciót vállalni.

Összefoglalás

A bankrendszer, a vállalati szektor és a háztartások nettó devizapozícióját, vállalt árfolyamkockázatát nemcsak a külfölddel szemben lebonyolított tranzakcióik mutatják. Amennyiben jelentős az egyes belföldi szektorok belföldi devizapozícióinak változása, akkor a folyó fizetési mérleg és a tőke mérleg tételeiből nem tudunk következtetni a jegybanknál lezajló konverzió nagyságára és a konverzió pénzmennyiségi hatásaira. Az a tény is, hogy a gazdaságpolitika valójában nem a magyarországi eszközök, hanem a forintban denominált eszközök hozamára, kockázatára van hatással, amellyel szól, hogy a pénzmennyiséget ne a hagyományos nettó hazai eszközök, nettó külföldi eszközök kategóriák alapján, hanem denomináció szerint bontsuk tényezőkre. Tanulmányunkban a fentiek miatt a denomináció szerinti felbontást alkalmaztuk, megközelítésünkben a konverzió a jegybank nettó devizaeszköz-állományának árfolyamhatások nélkül számított változásával, a sterilizáció pedig a nettó forinteszközök állományának változásával egyezik meg.

Mind a monetáris bázis, mind a bővebb pénzmennyiség változását felbontottuk forint-és deviza-összetevőkre. Megállapítottuk, hogy az eddig használatos monetárisbázis-kategóriák közül egyedül a legszűkebb, azaz a passzív repo és a kereskedelmi bankok jegybanki devizabetétje nélkül kalkulált monetáris bázis írja le megfelelően az 1995 márciusa óta történteket. A legszűkebb monetáris bázis mellett elméleti megfontolások is szólnak: a vizsgált monetárisbázis-kategóriák közül ez az egyedüli, amelynek készpénzen kívüli

elemeire igaz, hogy összefüggésben állnak valamilyen bővebb pénzmennyiséggel, és nem piaci kamatozásuk miatt hozzájárulnak az állam seigniorage-bevételéhez.

Tanulmányunk első részében elkülönítettük a működőtőke-beáramlással korrigált folyó fizetési mérlegnek a jegybank nettó devizaeszközállomány-változására gyakorolt hatását. A tényezők elkülönítése alapján elmondhatók, hogy az 1995 márciusától érzékelhető konverzió döntő oka, hogy a működőtőke-beáramlással korrigált folyó fizetési mérleg egyenlegében számottevő javulás következett be. 1995 márciusától a korrigált folyó fizetési mérleg nem ellensúlyozta a devizaáramlás egyéb tételeinek 1994 augusztusától megindult konverziós nyomását. A korrigált folyó fizetési mérleg feletti, forinteszközök irányába történő devizaáramlás 1994 augusztusában kezdődött el, és üteme azóta gyakorlatilag egyenletes.

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 inflow to Hungary and Policy Responses. Elhangzott a Capitol inflow 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.