

A monetáris lazítás hatásai

Budapest, 2014. január 21.

Nyeste Orsolya

Erste Bank Hungary Zrt.

makrogazdasági elemző

Tartalom

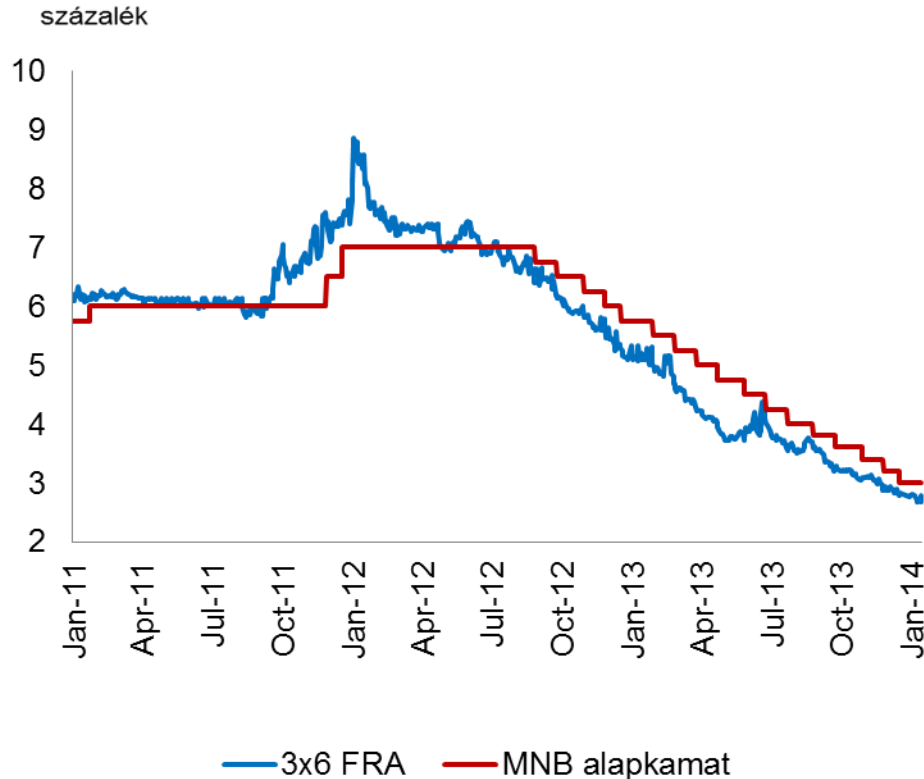
Rövid monetáris politikai helyzetkép

A jegybanki kamatcsökkentések háttere

A monetáris politika lehetséges dilemmái az alacsony kamat fenntarthatóságával kapcsolatban

Monetáris politikai helyzetkép

A jegybanki alapkamat és a 3x6 hónapos FRA alakulása



Forrás: MNB, Reuters

2012 augusztus-2013 december – **össességében 400 bázis pontos alapkamat-csökkentés**, 7%-ról 3%-ra – egyelőre úgy tűnik, a sorozatnak nincs vége

2013 július – bejelentés az EKB „forward guidance” gyakorlatának átvételéről egy „három feltételrendszerben” + hangsúlyos elnöki elköteleződés a kamatcsökkentések folytatása mellett – az nem csak lehetőség, hanem "szükségszerűség" is.

Ma ismét kamatdöntő ülés van – várhatóan tovább csökkent a jegybank, s az óvatossági megfontolások hangsúlyozásának jele lehet, ha most „csak” 10bp-al – az apróbb lépésközökkel úgy tűnik, még lehet tovább húzni a ciklust

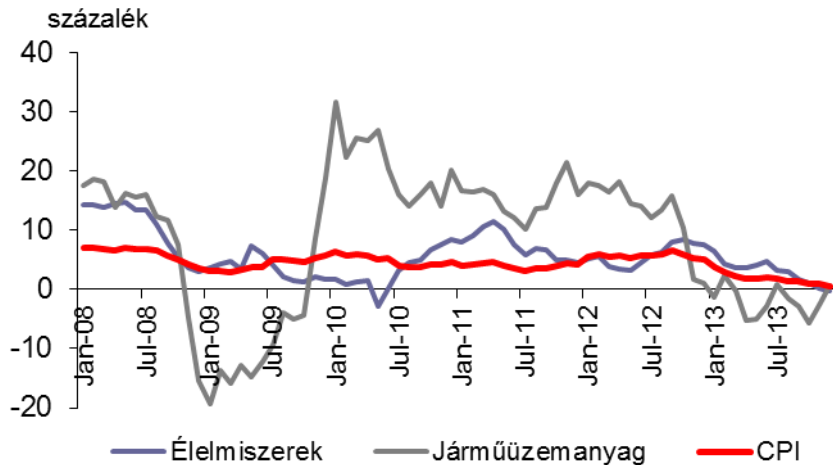
Talán mégsem így lesz?

- **Balog Ádám:** tartósan lazák maradnak a monetáris kondíciók
- **Pleschinger Gyula:** van tér további kamatcsökkentésekre, nincs miért aggódnunk az infláció kapcsán

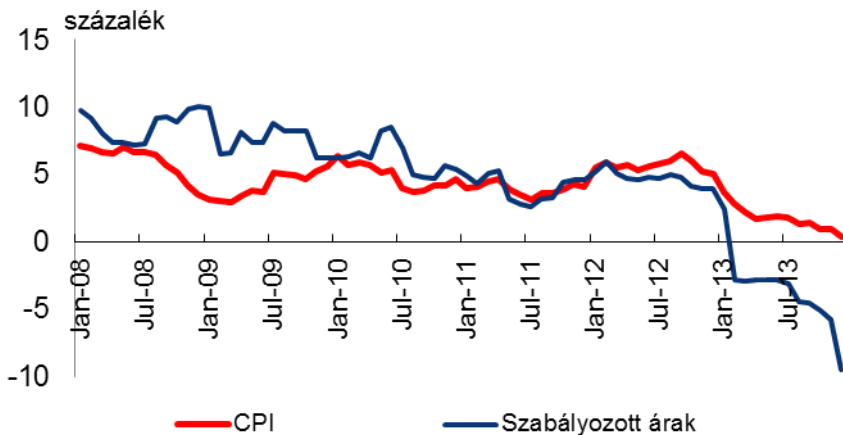
A magyar kamatcsökkentési ciklus aljára vonatkozóan most sem látunk sokkal tisztábban....

Inflációs fejlemények és várakozások

Az élelmiszer és olajár most „segített”

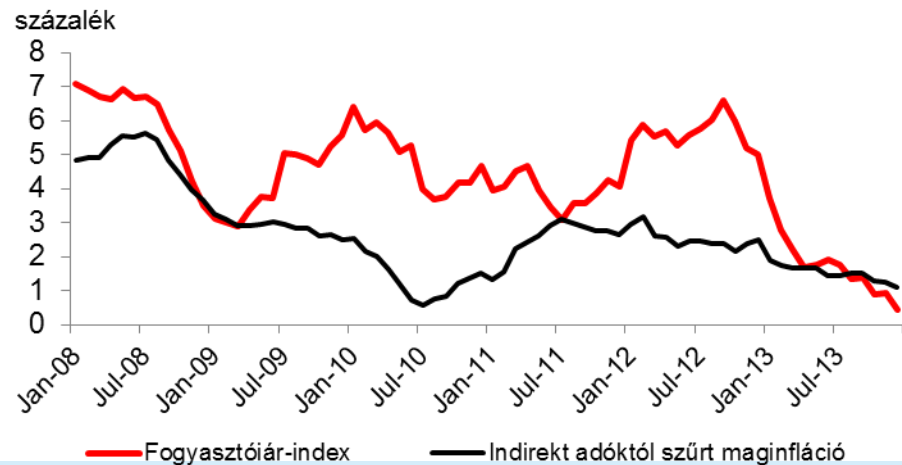


„Rezsicsökkentések”



- A volatilis, maginfláción kívüli tételek (élelmiszerek, járműüzemanyag) támogatták a dezinflációt
- A hatósági árak alakulása a „korábban megszokottal” ellentétben dezinflációs hatású lett a **2013-as rezsicsökkentések nyomán**
- A **gyenge belső kereslet** dezinflációs hatása erős
- **Középtávú kockázatok** – élénkülő növekedés, gyengébb forintárfolyam, elfojtott költséginflációs nyomás egyes területeken...
-ám elsősorban az **alacsony az importált infláció** miatt egyelőre messzinek tűnik a 3%-os cél elérése

A „kemény mag” is alacsony



A külső egyensúlyi helyzet javult Magyarországon

A stabilitási kockázatok érdemben csökkentek, miközben a deleveraging zajlott

Külső egyensúlyi helyzet Magyarországon

millió euró	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 1-3Q
Fizetési mérleg	-7 111	-6 624	-6 636	-7 223	-7 752	-202	208	446	1 016	2 343
Tőkemérleg	76	599	685	708	1 016	1 071	1 737	2 328	2 512	2 097
Finanszírozási képesség	-7 035	-6 025	-5 951	-6 515	-6 736	869	1 946	2 774	3 528	4 440
a GDP %-ában	-8,6%	-6,8%	-6,6%	-6,6%	-6,4%	1,0%	2,0%	2,8%	3,6%	6,2%
Finanszírozás	10 225	12 007	8 841	6 663	16 695	4 943	1 801	2 823	-8 297	-7 161
FDI+újrabefektetett jövedelmek	2 547	4 417	2 327	209	2 677	128	787	663	2 044	-1 118
Részvény	765	-612	-819	-5 520	-2 452	-295	-651	1 850	1 546	584
Egyéb (nagy részt adósság-generáló)	6 914	8 203	7 333	11 973	16 470	5 110	1 665	310	-11 887	-6 626
Államháztartás+MNB	3 867	2 646	4 634	3 634	6 294	7 269	5 050	6 317	-5 033	-4 951
Magánszektor	3 047	5 557	2 699	8 339	10 176	-2 160	-3 385	-6 006	-6 854	-1 674

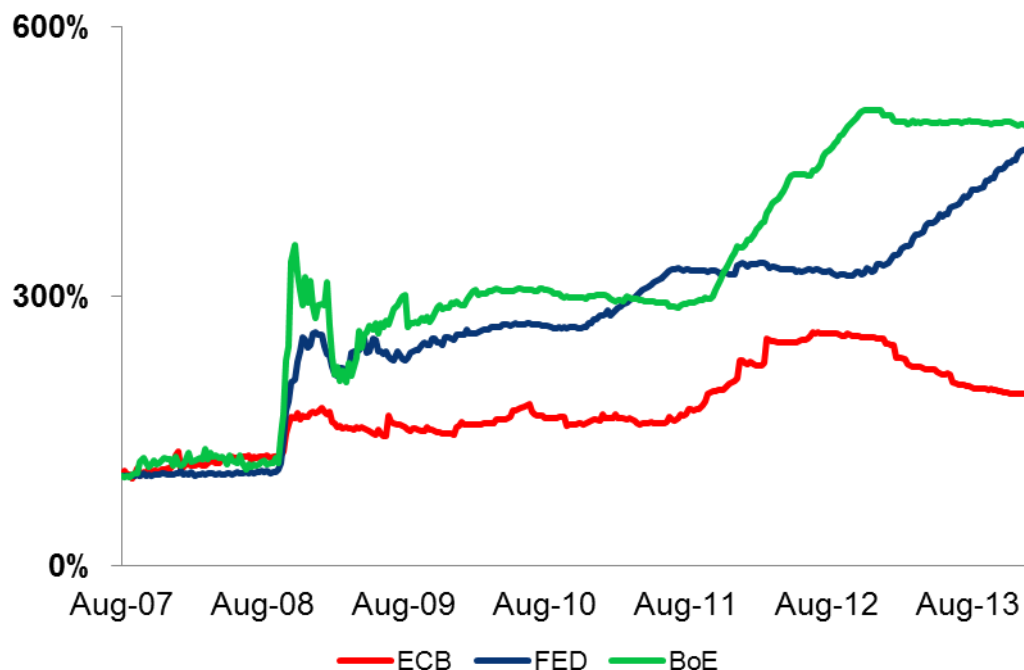
A magánszektor
eladósodottsága csúcsra járt
2008 végére

Folyamatos külső
adósságleépítés zajlik a
magánszektorban 2009-től
– 2013-ban lassulni látszott
a folyamat

Forrás: MNB, saját számítások

A támogató külső környezet szerepe

A vezető jegybankok mérlegfőösszegének alakulása



2007 aug. = 100
Forrás: jegybanki honlapok

- **Globálisan alacsony kamat és hozamkörnyezet** alakult ki – a folyamatos jegybanki kamatcsökkentések ellenére is megmaradt a forint javára szóló pozitív kamatkülönbség
- Az alacsony kamatok mellett a nagy **jegybankok folyamatos mennyiségi enyhítései** a likviditásbőség révén támogatták a pozitív kockázatérzékelést a feltörekvő piacokon, lehetővé téve az egyre alacsonyabb magyar alapkamatot
- A fordulat első jelei: az EKB mérlegfőösszege már csökkenő pályán, az USA-ban decemberben elindult a „tapering” (azaz lassuló ütemben nőhet tovább a mérlegfőösszeg) – valami megváltozhat az idei évben

A monetáris politika lehetséges dilemmái (I)

Hogyan alakul a külső piaci környezet, mikor indul meg a szigorítás a fejlett piacokon?

A két fő gazdasági térség (USA, EMU) teljesítménye elválni látszik.

USA:

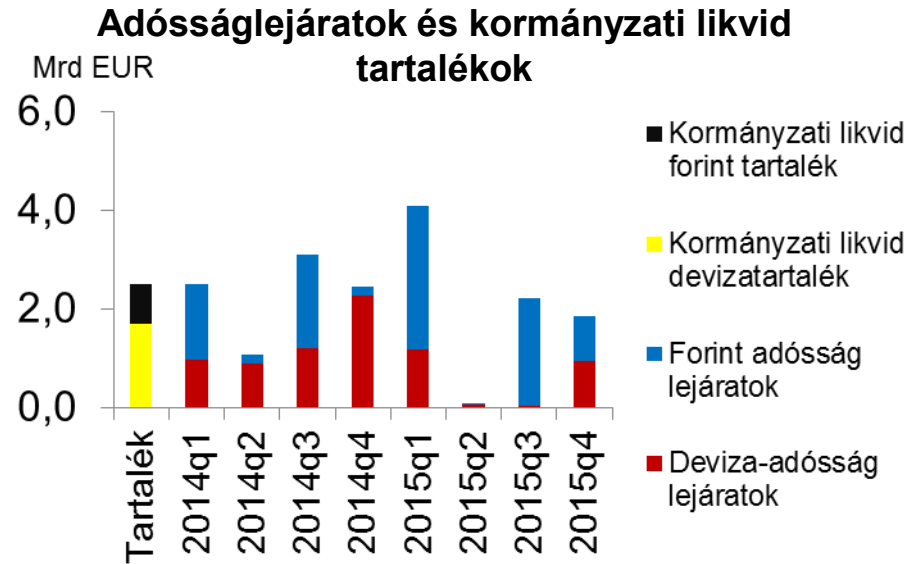
- Az eszközvásárlások lassításának decemberi megindítása (85 Mrd dollárról 75 Mrd dollárra csökkent a havi vásárlások nagysága) megalapozottnak tűnik.
- A továbbiakban a Fed döntései adatfüggőek lehetnek, kulcsfontosságú marad a munkapiaci helyzet, egyelőre úgy tűnik, hogy az idei év végére sor kerülhet a program kivezetésére.
- Ha lesz még infláció a világban, az vélhetően az USA-ból indul el – az extrém pénzkínálat növekedés, illetve az bérinflációs veszélyek esetleges erősödése miatt.

Euróövezet:

- Mind a reálgazdasági problémák (különösen a perifériális országokban), mind a deflációs kockázatok erősnek tűnnek.
- Az EKB kommunikációja további monetáris enyhítéseket sugall – az elkövetkező hónapokban újabb eszközvásárlási programok bejelentésére kerülhet sor. A negatív betéti kamatráta bevezetésére csakis extrém módon erősödő deflációs kockázatok esetén valószínű.
- Összességében úgy tűnik, hogy a **külső környezet alakulása a korábban gondoltnál bővebb teret ad a monetáris enyhítési ciklus folytatásának**, mivel a monetáris szigorítások kezdetének időpontja távolabbra látszik tolódni a fejlett piacokon.

A monetáris politika lehetséges dilemmái (II)

A magyar állampapírpiac helyzete, adósságfinanszírozás



A 10 éves és a 3 hónapos hozamkülönbség alakulása

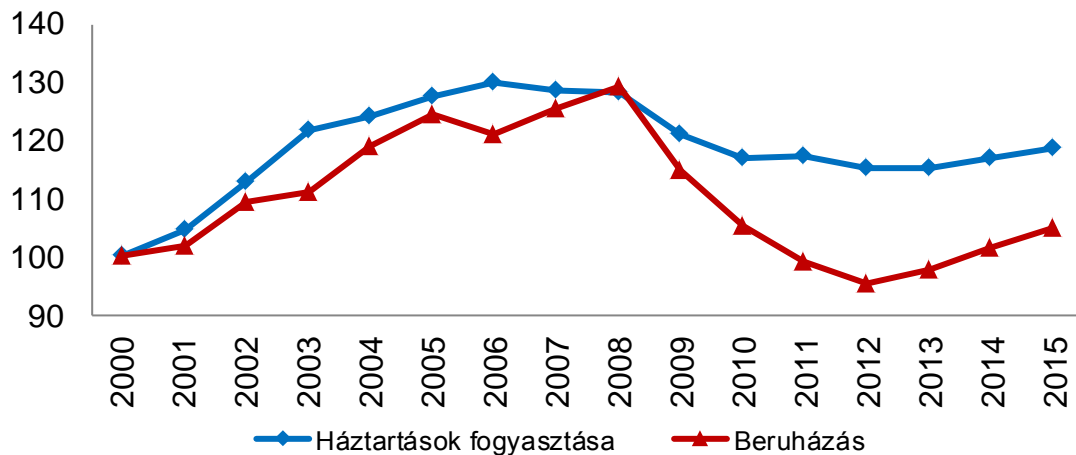


- A teljes államadósság hátralévő futamideje viszonylag alacsony – **az elkövetkező két év megújítási igénye magas**
- A forintkötvények kb. 40%-a van külföldi kézen
- **A 10 éves és a 3 hónapos hozam közötti különbség** nem sugall tartósan alacsony kamatszintet - nem biztos, hogy a további jelentős kamatcsökkentések hitelesek lesznek az állampapírpiacra

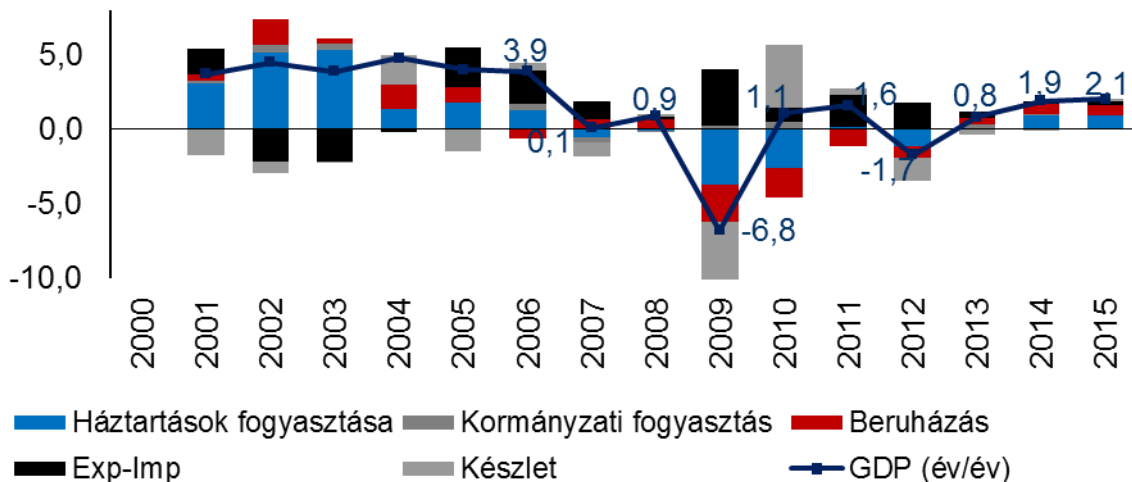
A monetáris politika lehetséges dilemmái (III)

Mi történik, ha elindul a gazdaság élénkülése?

A fogyasztás és a beruházások reálnövekedése (2000=100)



A GDP növekedés alakulása

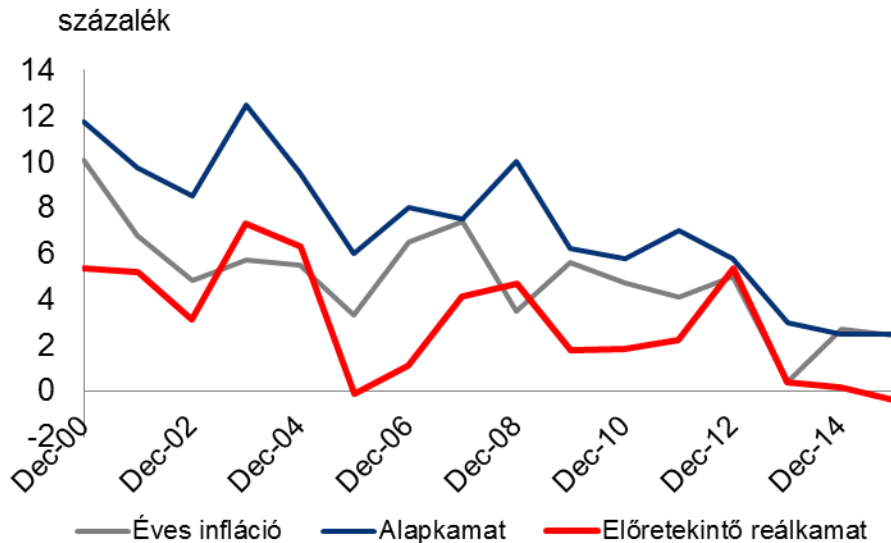


- Az előttünk álló években a lakossági fogyasztás és a beruházások – alacsony színtről meginduló - élénkülése jelentheti a növekedés fő hajtóerejét
- A pozitív nettó export növekedéshez való hozzájárulása így csökkenhet
- Ha a gazdasági növekedés esetleg robusztusabb lesz a vártnál (többek között az NHP hatásainak megítélése bizonytalan), lényegesen csökkenhet a külkereskedelmi mérleg többlete
- Gyorsan csökkenő külkereskedelmi többlet sebezhetővé teszi a forintot, extrém esetben gyorsan elszállhat az árfolyam

A monetáris politika lehetséges dilemmái (IV)

Kerülhet-e 0% közelébe a reálkamat?

Az előretekintő reálkamat alakulása



- **Magyarország:** kis nyitott, megtakarítás-hiányos gazdaság
- Gazdaságpolitikai cél: A hazai megtakarítások szerepe a gazdaság és az államháztartás finanszírozásban növekedjen
- Bizonyos forint kamatszint alatt nő az esélye, hogy a gazdasági aktorok a deviza alapú megtakarítások felé fordulnak – érdeemben gyengítheti a forintot

Köszönöm a figyelmet!