

## Kamatdöntésre várva

**2012. augusztus 28-án ül össze a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa, hogy döntsön a jegybanki alapkamat szintjéről. Számos érv és ellenérv szól mind az irányadó ráta 7%-on tartása, mind a kamatvágás mellett. Lássuk mik ezek, mit várhatunk a mai naptól! Egy biztos: rendkívül szoros eredményre lehet számítani.**

### A jegybanki döntéshozatal

A központi bank elsődleges célja az **infláció** tartósan alacsony szinten tartása, az árstabilitás megvalósítása. A Magyar Nemzeti Bank által meghirdetett cél a fogyasztóiár-index 3 százalékos változásának felel meg. Látható, hogy a jelenlegi inflációs folyamatok (a legutóbbi, júliusi adatok alapján évi 5,8%) lényegesen meghaladják a gazdaság hosszú távú növekedése szempontjából optimálisnak tekintett értéket, így annak mérséklése szükséges<sup>1</sup>. Mivel az irányadó ráta csökkentése a transzmissziós mechanizmuson keresztül az infláció növekedésének irányába hat, ez óvatosságra kell, hogy intse a Monetáris Tanács tagjait.

Nem szabad azonban elfelejteni az ún. **külső kérés** fogalmát. A kamatdöntés meghozatala és a teljes gazdasági hatás megjelenése között jelentős késés mutatkozik meg, azaz az alapkamat megváltoztatása nem tud azonnal hatni a befolyásolni kívánt változókra, ehhez időre van szükség. Éppen ezért a monetáris politikának előretekintőnek kell lennie, elsősorban nem a jelenbeli, hanem a jövőben **várt folyamatok** alapján kell meghoznia döntéseit.

Az előrejelzési horizonton a szűkülő belső kereslet következtében keresletoldali inflációs nyomás nem várható, ami a kamatvágás mellett érvelők álláspontját támogatja. A költségoldali inflációs nyomás esetében már árnyaltabb a kép. A laza munkaerőpiac miatt bérinflációs nyomással továbbra sem kell számolni, ez pedig a lazítás irányába mutat. Ezzel ellentétben sokat lehetett hallani az elmúlt időszakban arról, hogy jelentős aszály sújtotta a mezőgazdaságot, ami az élelmiszerárak emelkedéséhez vezet: a nemzetközi árupiacokon a gabonaárak június óta mintegy 35%-kal emelkedtek. Emellett a közel-keleti konfliktus felhajtotta az olajárakat is: a nem túl erős kereslet ellenére a kínálati oldalt övező kockázatok június óta mintegy 20%-kal emelték meg az olaj árfolyamát, amely szép lassan be fog gyűrűzni az árakba. Ehhez jönnek hozzá a Széll Kálmán tervben meghirdetett adóváltozások: a telekomadó és a pénzügyi tranzakciós adó tovább fogják növelni az árszínvonalat. Összességében tehát elmondható, hogy a nyersanyagárak emelkedése és a kormányzati intézkedések egyértelműen felfelé mutató inflációs kockázatokat vetítenek előre, amely a szigorú monetáris kondíciók fenntartása mellett szól.

Mindemellett a jegybank szükségszerűen figyeli a **gazdasági növekedés** alakulását, az inflációs folyamatok befolyásolása után, ennek támogatása a másik legfontosabb célja. A magyar gazdaság 2012. második negyedévében már a technikai recesszió állapotába került: egymást követő két félévben is negatív növekedési számok láttak napvilágot, éves bázison számolva legutóbb 1,2%-kal húzódott össze a hazai össztermék. A korábban említett külső kérés miatt érdemes azonban itt is a jövőben várható folyamatokra figyelni: ez azonban szintén nem túl kedvező. Amennyiben a GDP-t felhasználási oldalról vesszük számba sok pozitívum nem igazán mondható el. A lakossági fogyasztás huzamosabb ideje gyenge, melyben jelentős javulás egyelőre nem várható: a lakosság

---

<sup>1</sup> Érdemes persze megjegyezni, hogy a jelenlegi magas infláció elsősorban az adóemelések következménye (jól mutatja ezt, hogy a változatlan adótartalmú éves bázisú inflációs mutató 3,5%), a monetáris politikának pedig elsősorban a mögöttes inflációs alapfolyamatok állnak a fókuszában.

Németh Gábor

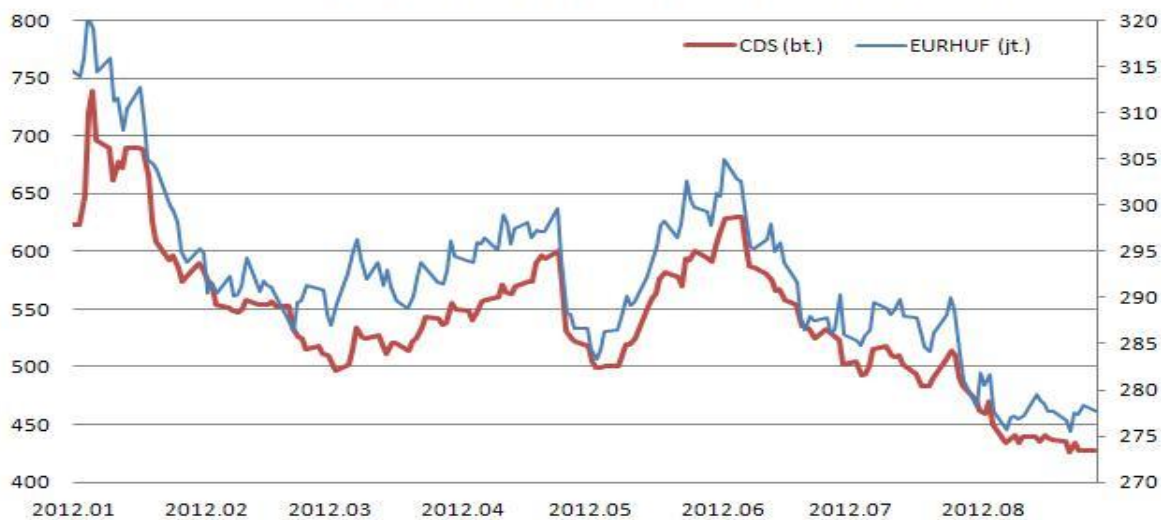
reáljövedelme ha nem is esik, stagnálni fog, míg a bankrendszer mérlegalkalmazkodása és a szigorú hitelkondíciók szintén kedvezőtlenek. A beruházási aktivitás közel évtizedes mélypontra süllyedt. Tekintettel arra, hogy a beruházás a jövőbeni növekedés záloga, ez a mutató is szürke képet vetít előre. Ami a kormányzati keresletet illeti: idén egyre inkább érződik a fiskális megszorítás hatása (ráadásul a tavalyi jelentős kiengedés után magas a bázis), jövőre pedig ha tartani akarja a kormány a meghirdetett deficitcélakat, akkor további intézkedésekre lehet szükség. Végül marad a nettó export, amely az elmúlt években jelentős mértékben húzta felfelé a hazai növekedést. Mivel egész Európa megszorít, jelentős növekedésre jelenleg a főbb gazdasági partnereinknél sem számíthatunk, így csodákat itt sem lehet várni. Mindezek alapján látható, hogy a hazai növekedés támogatása érdekében a kamatvágás indokolt lehet. Érdemes azonban azt is megjegyezni, hogy az irányadó kamat csökkentése nem csodafegyver, rövid távon ugyan képes lehet stimulálni a gazdaságot, hosszabb távon azonban jelentkezik az ún. **pénz semlegessége**. Ez azt jelenti, hogy a monetáris politika (így a kamatpálya) ugyan rövid távon képes lehet hatni a gazdasági növekedésre, hosszabb távon azonban a reálváltozókra (növekedés, munkanélküliség) gyakorolt hatása megszűnik (tehát ez az eszköz leginkább a piaci ingadozások simítására alkalmas). Ebből kifolyólag az irányadó ráta csökkentésétől nem lehet a hazai gazdaság problémáinak megoldását várni, a lassú potenciális növekedésünk fokozását és részben a kibocsátási rés záródását csak komoly, strukturális reformokkal lehet elérni.

## Piaci környezet

A Magyar Nemzeti Bank kiemelt figyelmet szentel a piaci környezetnek és hazánk kockázati megítélésének. Ennek kapcsán sokat beszélnek a **hazai fizetőeszköz komoly felértékelődéséről** és a **kockázati felárunk jelentős eséséről**.

A forint csakugyan rendkívül erősnek bizonyult az elmúlt időszakban: az előző kamatmeghatározó ülés óta több mint 8%-kal erősödött a dollárral, 4%-kal az euróval szemben, amivel a legjobban teljesítő feltörekvő piaci deviza volt. A magyar 5 éves kockázati felár (CDS) szintén több mint 15%-kal csökkent ebben az időszakban.

**A forintárfolyam és az 5 éves kockázati felár alakulása**



Forrás: Bloomberg, Aegon

Németh Gábor

A kérdés itt azonban az, hogy mennyire tekinthető ez **tartós**nak? A nyári időszakra alacsony volatilitás volt jellemző, a kockázati felárak pedig lassan, de biztosan szűkültek a legfőbb piacokon. A beérkező relatíve gyenge makroadatok ellenére az eszközárak inkább felfelé vették az irányt. Természetesen fűtötte a várakozásokat az Európai Központi Bank által belebegtetett kötvényvásárlási program, vagy a FED-től várt újabb mennyiségi lazítás, de sokat segített az is, hogy vezető politikusok a nyaralásukat töltötték/töltik, ezért kevesebb piacmozgató hír látott napvilágot. Ez a nyugodt piaci környezet kimondottan kedvez az olyan feltörekvő piaci ún. carry devizáknak, mint a forint.

Nem szabad azonban elmenni amellett a tény mellett, hogy a magyar kockázati megítélést (CDS felár) – dekompozíciós elemzések alapján – túlnyomó részt (70-80%-ban) a nemzetközi befektetői hangulat változása befolyásolja, a jelentős javulás így nagymértékben a nemzetközi befektetői hangulat oldódásának, mintsem országspecifikus tényezőknek volt betudható. Ez azonban magában hordozza annak a veszélyét, hogy ha az izgalmasnak ígérkező szeptemberi időszakban megfordul a jelenleg kedvező piaci hangulat, akkor komoly gyengülés szemtanúi lehetünk.

## Mit hozhat az ősz?

Szeptembertől számos piacmozgató hír láthat napvilágot. Ott van természetesen a végeláthatatlannak tűnő görög történet, melynek jelenlegi felvonása a vállalt megszorítások kitolásáról szól. Ez komoly ellenállásba ütközhet, amely a korábban megszavazott hitelprogram újabb részletének felfüggesztéséhez is vezethet (nem akarnak újabb euró milliárdokat „beleölni” a görög fekete dobozba). Ez felerősítheti a görögök eurózónából való kilépésének valószínűségét – mivel szépen lassan megint kezd kifogyni a görög kormány a pénzből –mindezzel újra komoly piaci turbulenciákat okozva. Komoly csalódást okozhat az is, ha az EKB és a FED a belebegtetett élénkítés ellenére nem fog konkrét intézkedéseket bevezetni. A német alkotmánybíróság szeptemberi döntése az ESM-ről szintén kulcsfontosságú: pozitív kimenet esetén várhatóan nem okoz nagyobb hurráoptimizmust, negatív döntés esetén azonban komoly hangulatromlást okozhat az eurózána válságkezelési stratégiájának életképtelenné minősítése. Mindehhez társul a magyar specifikus tényező: az EU/IMF tárgyalások kimenetele továbbra is bizonytalan.

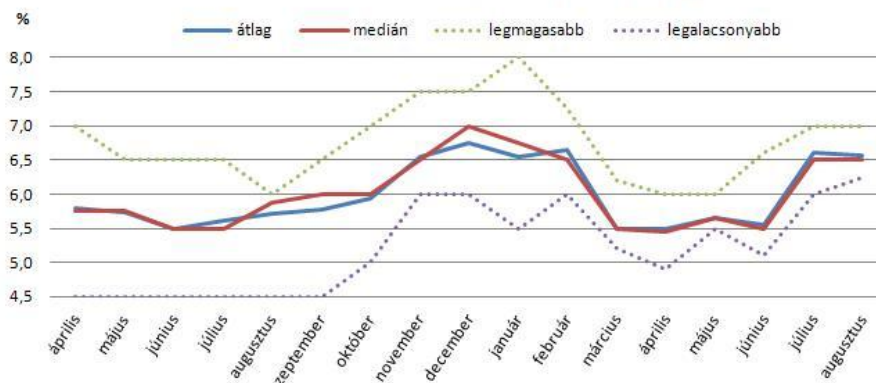
Mindezek alapján látható, hogy szeptembertől **számos, többnyire lefelé mutató kockázati forgatókönyv rajzolódik ki**, ami óvatosságra kell, hogy intse a Monetáris Tanács tagjait.

## Mit mond a piac?

Több forrás is rendelkezésre áll, amely visszatükrözi a **várakozásokat**. Ennek egyik formája az **elemzők** megkérdezése. Ezek közül kiemelt figyelem követi a Thomson Reuters és a Bloomberg által készített felméréseket. Az eredmények nagyon hasonlóak: az előbbi legfrissebb adatai azt mutatják, hogy a megkérdezett 19 elemzőből 16 az irányadó ráta tartását, a többi pedig 25 bázispontot csökkentését várja, az utóbbi esetében ez a szám 18ból, 17-1. Az év végére mindkét felmérésben az irányadó ráta jelentős (50 bázispontos) csökkenését várják a megkérdezettek, de a kamatvágási periódus megkezdését későbbre várják.

Németh Gábor

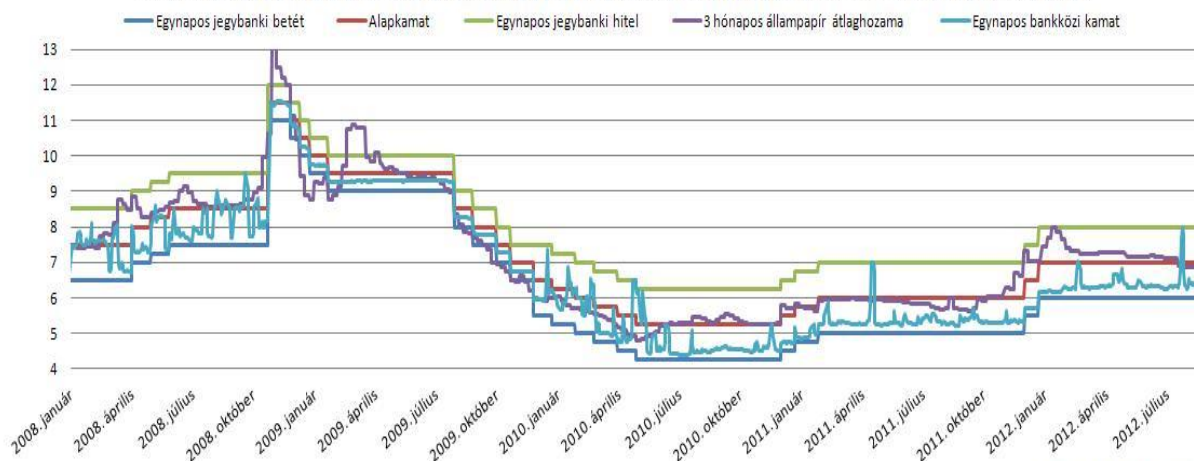
## Elemzői várakozások: alapkamat 2012 végén



Forrás: Thomson Reuters, Aegon

Némileg pontosabb és jobban számszerűsíthető képet kaphatunk a **pénzpiaci kamatok** alakulásából. A várakozások becsléséhez az egynapos OIS kamat volna a legmegfelelőbb, ennek piaca azonban Magyarországon nem elég fejlett, így a felárak túlságosan magasak ahhoz, hogy torzításmentesen visszaadják a várakozásokat. Ehelyett érdemesebb a hetente meghirdetett 3 hónapos diszkont-kincstárjegy aukciókból kiindulni. Az elmúlt időszakban (1-1,5 hónap) az látható, hogy ezeknek a papíroknak az átlaghozama 6,85% körül ingadozott. Amennyiben összevetjük az MNB által kibocsátott, alapkamaton futó kéthetes kötvények 3 hónapig való továbbgörgetését a 3 hónapos állampapír hozamával számszerűsíteni tudjuk a piaci várakozásokat. Mindezek alapján az aukción kialakult átlaghozam azt jelenti, hogy a piaci szereplők egy hónap múlva várják az első kamatsökkentést, mégpedig 25 bázisponttal.

## A kamatfolyosó, a 3 hónapos állampapírhozam és az egynapos bankközi kamat alakulása



Forrás: MNB, AKK, Aegon

## Kimenetel: kamatvágás fél gőzzel

Az elemzői várakozások és a 3 hónapos aukciókon tapasztaltak ellenére, némileg meglepetésre 25 bázisponttal csökkentette a Monetáris Tanács az alapkamat mértékét. Simor András beszéde azonban valószínűsíti, hogy a vágás mellett csak a külsős tagok szavaztak. Az elnök magyarázatának öt percéből négy és felet annak ismertetésével töltött, hogy miért kockázatos vagy mi szól a kamatvágás ellen. Egyértelműen érezni lehetett: nem volt meggyőződve a döntés

Németh Gábor

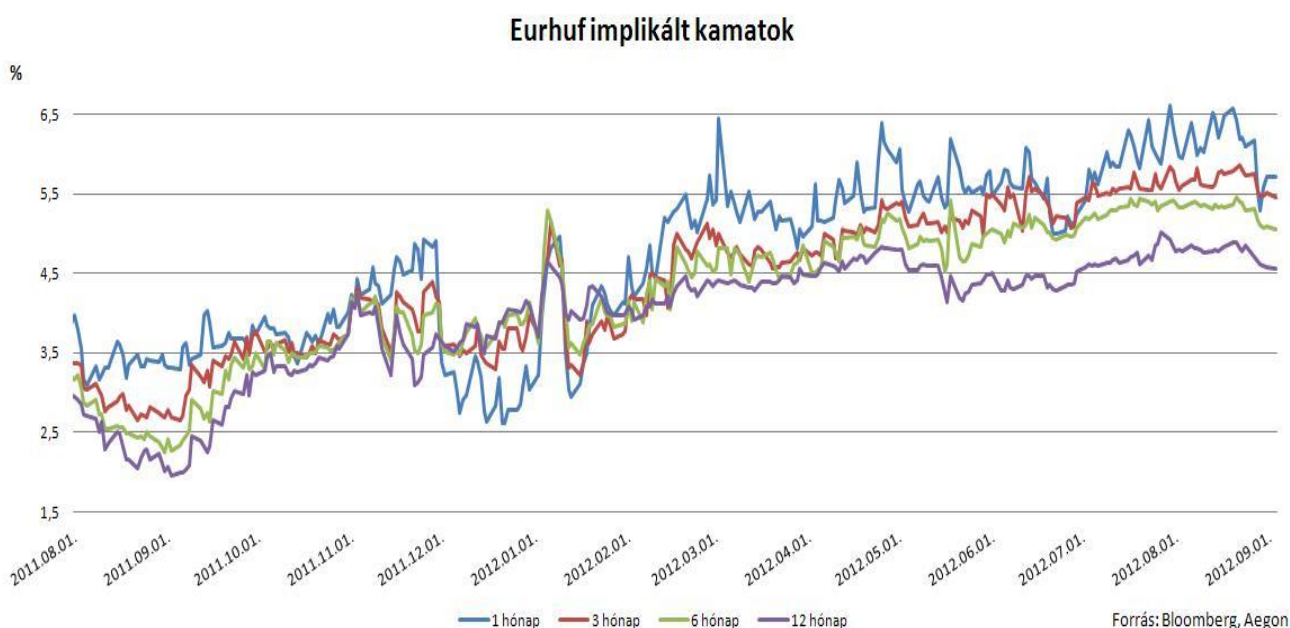
helyességéről. A vágás mellett kommentárjában mindössze azt említette, hogy hazánk kockázati megítélése jelentősen javult. Ehhez is hozzátette: ez elsősorban nem a többi országhoz képesti relatív javulás következménye, hanem a kedvező piaci környezet következtében bekövetkező abszolút (a legtöbb ország esetében szintén megmutatózó) javulás hatása. Nyilván persze ott van a gyenge hazai gazdaság, amely stimulusért kiált, ez lehetett a fő ok. Minden esetre a kamatcsökkentési ciklus megkezdődött. Az is elhangzott, hogy a monetáris kondíciók lazítására csak addig van mód:

- amíg a kínálati sokkok nem okoznak további inflációs nyomást,
- amíg az árszintemelő kormányzati intézkedések nem növelik tovább az árszínvonalat
- és a kockázati megítélésünk javulása folytatódik.

## Piaci reakciók

Leginkább külföldön lepődtek meg a kamatvágás hírére. Részben ezzel is magyarázható a forint gyors és erőteljes gyengülése: pár nap leforgása alatt közel 3%-ot (8 forintot) gyengült a hazai fizetőeszköz az euróval szemben. Ez vélhetően annak is köszönhető, hogy akik később szálltak be a carry kiaknázásába (az euróban és forintban mért kamatkülönbözet kihasználása), azok most valószínűleg stopszintjükbe ütköztek, amely az általuk nem várt korai vágás körüli bizonytalansággal párosulva gyors forinteladási hullámot váltott ki. Mindez több mint egy hónapos mélypontra küldte a forintot.

Jelentős mértékben változtak a határidős devizaügyletekből számolt implikált kamatok is: az EURHUF esetében az 1 hónapos lejáraton hirtelen közel 1 százalékponttal, 3, 6, 12 hónapos lejáraton mintegy fél százalékponttal estek a kamatok, majd (különösen az 1 hónap esetén indokolatlannak tűnő) túlzó esés némileg korrigálódott:



Németh Gábor

Az állampapírok piacán az első kötések alapján nőtt a hozamgörbe meredeksége: a rövid oldal esése mellett a hosszabb hozamok némiképp emelkedtek. Csütörtökön az éves diszkont kincstárjegy aukció komoly érdeklődés mellett zajlott le: a meghirdetett 45 milliárd forintos mennyiségre több mint háromszoros vételi ajánlat érkezett be, így az adósságkezelő 60 milliárd forintra növelte a kibocsátott mennyiséget – mérséklődő hozamok mellett. A hét végére nagyjából minden időtávon 10-20 bázisponttal estek a hozamok:



Végül pedig reagált a kormány Európa legmagasabb inflációjára: fontolgatják az alapvető élelmiszerek áfakulcsának mérséklését. Ez – az előzetes becslések alapján – mintegy 0,6-0,8 százalékponttal mérsékelhetné az inflációt. Az persze megint más kérdés, hogy miből lenne erre fedezet: becslések alapján mindez 50-70 milliárd forint kiesést okozna, amely tovább tágítja a már eddig is jelentősnek nevezhető elcsúszást a jövő évi költségvetésben. Ez utóbbi kihat az EU/IMF tárgyalásokra is.

Összességében elmondható, hogy a jelenlegi kamatsökkentés kockázatai inkább akkor válhatnak nyilvánvalóvá, ha a korábban említett kockázati forgatókönyvek valamelyike következik be szeptemberben.

---

**Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE**

**Németh Gábor – elemző, kötvény portfólió menedzser**

Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.