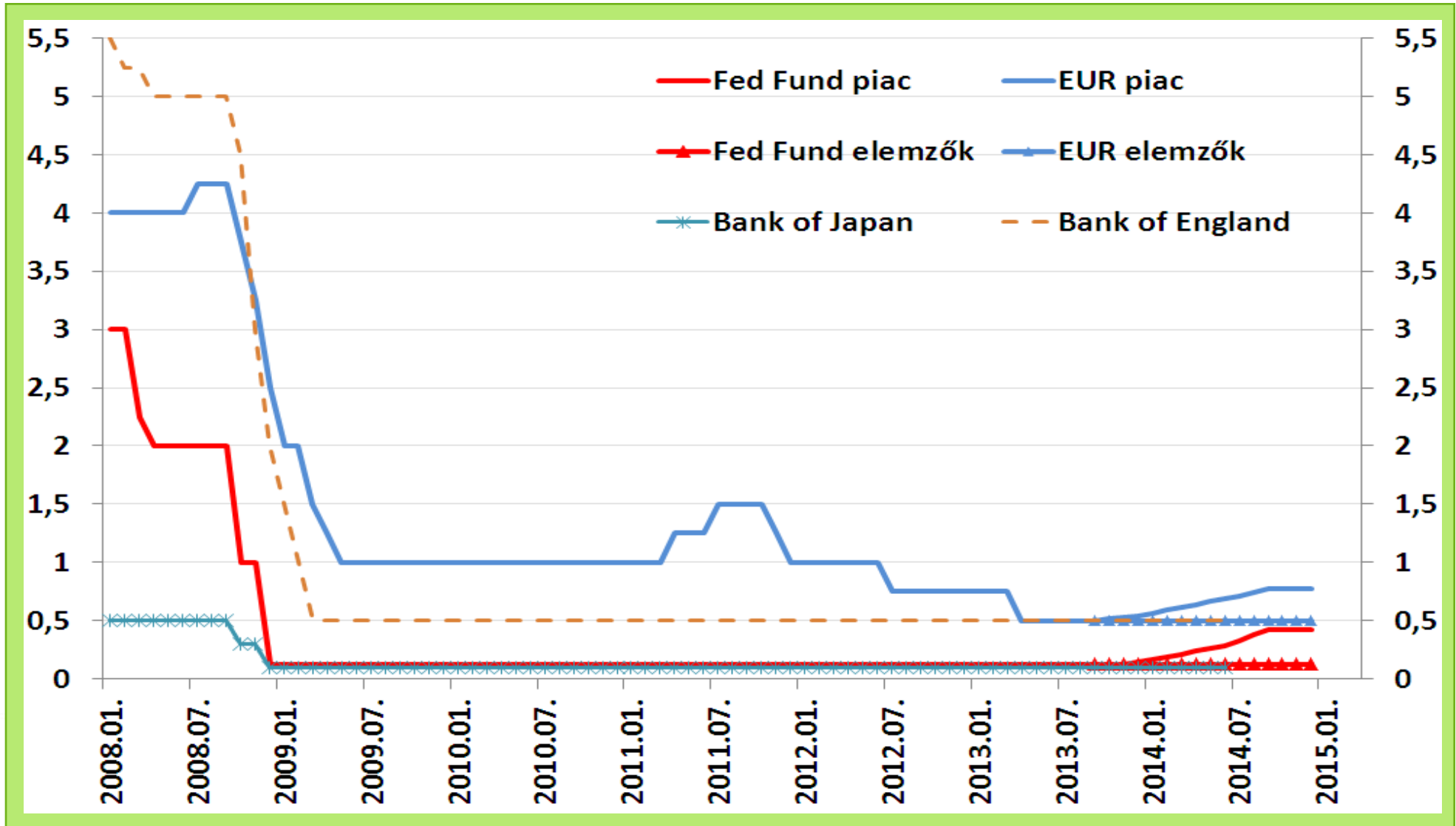

Az USA monetáris politikája és potenciális következményei

Portfolio.hu Klub
2013 Szeptember 16

Pápa Levente
Deviza- és kamatstratéga
OTP Bank
Elemzési Központ

A válságra jelentős monetáris lazítással (is) válaszolt a fejlett világ (alapkamatok, %)



Hogyan is jutottunk el idáig?

Mikor használnak „nemkonvencionális eszközöket”?

- **A jegybank eléri a zéró kamatszintet, de további monetáris lazítás szükséges, mert**
 - *Deflációs veszély* (nem teljesül az inflációs cél)
 - *Likviditási csapda veszélye*
- **Rosszul működő részpiacok**
 - *Likviditási válság* (megfagyó bankközi piacok, bankcsődök szolvens, de illikvid bankoknál)
 - *A kockázati és likviditási prémiumok túl magasak*, nem működik a kamattranzmisszió

Három alapeszköz:

- **Likviditásbővítés (banki hitelek, swapok, repo)**
- **Direkt intervenció részpiacokon (jelzálogpapír-vásárlások)**
- **Állampapír vásárlások**

Hosszú-távú elköteleződés az alacsony kamatok mellett („forward guidance”)

Milyen feltételek szükségesek, illetve milyen helyzetet oldanak meg ezek a programok?

	Nem konvencionális intézkedések		
	1. Likviditásnövelő programok	2. Közvetlen hitelpiaci intervenciók	3. Állampapír-vásárlások
Megoldandó probléma:			
Likviditási válság	X		
Devizafinanszírozási problémák	X		
Elégtelen likviditásból adódó hitelszűke	X	X	
A fundamentumokhoz képest torzított lejáratí/partner felár	X	X	
Deflációs veszély, nulla kamatláb		X	X
Likviditási csapda		X	X
A mellékhatások elkerüléséhez szükséges feltételek:			
Hiteles költségvetési politika		X	X
Kedvező hitelbesorolás		X	X
Hiteles monetáris politika		X	X
Nincs devizakitettség		X	X
Erős intézményi garanciák		X	X

Mellékhatás:
Leértékelődés

Milyen politikát folytatott a FED? 1. a mennyiségi programok, nyíltpiaci műveletek

2008 ősz-2009 március

- Likviditás nyújtása bankoknak
- Swapok, repo

2009 március-2009 november: QE1

- Állampapír vásárlás (300 mrd USD) és jelzálogpapír vásárlás (1000 mrd USD)

2010 nyarán: a kuponokat és a lejáró papírokat visszafektetik az állampapírokba

2010 augusztus: QE2 (döntés csak novemberben)

- Állampapír vásárlás (600 mrd USD, 2011 június végéig)

2011 szeptember: „Operation twist”

2012 szeptember: QE3

- Jelzálogpapír vásárlás (havi 40 mrd USD)

2012 december: az „Operation twist” átalakul outright vásárlássá

- Állampapír vásárlás (havi 45 mrd USD)

2013 június: lassan elindulhat a QE3 kivezetése, 2014 közepéig tarthat (7%-os munkanélküliség)

Milyen politikát folytatott a FED? 2. elköteleződés, „forward guidance”

2008 vége

- Sokáig... (for extended period)

2011 augusztus:

- 2013 közepéig

2012 január

- 2014 végéig

2012 szeptember

- 2015 közepéig

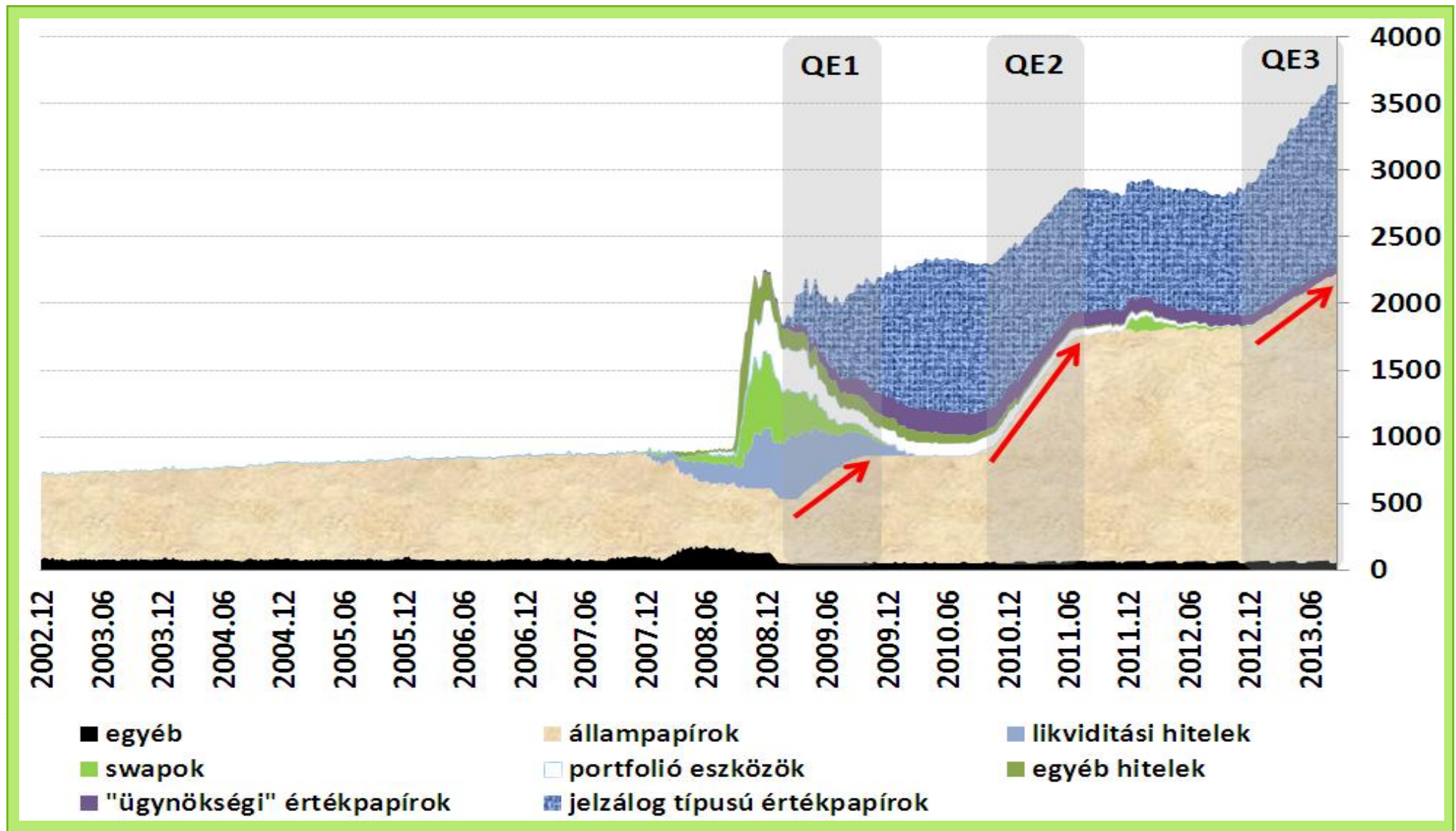
2012 december

- Numerikus mutatók bevezetése (6,5% munkanélküliség és 2,5% PCE deflátor, ez is 2015 nyara)
- Innentől a Fed munkaerő-piaci előrejelzések a mérvadóak

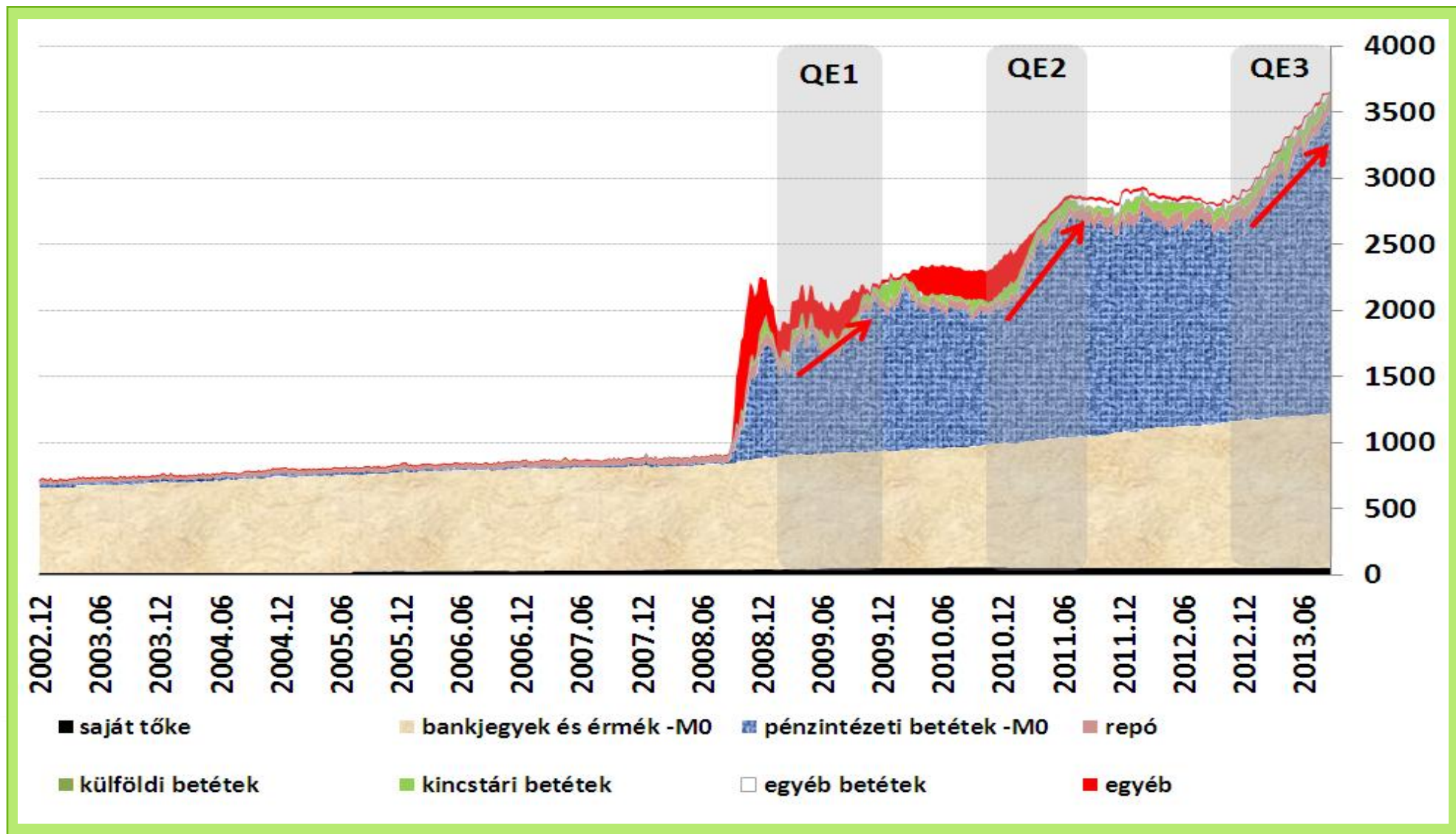
2013 július

- A numerikus mutatók inkább küszöbértékek, mint automatizmus (azaz szükséges de nem elégséges feltétel a 6,5% elérése)

A FED rendszer konszolidált mérlegének eszközoldala (Mrd USD)

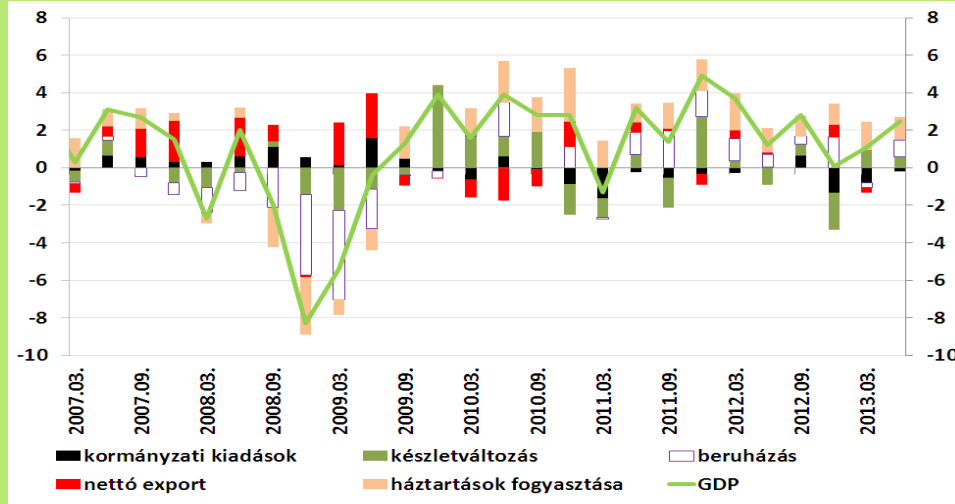


A FED rendszer konszolidált mérlegének forrásoldala (Mrd USD)

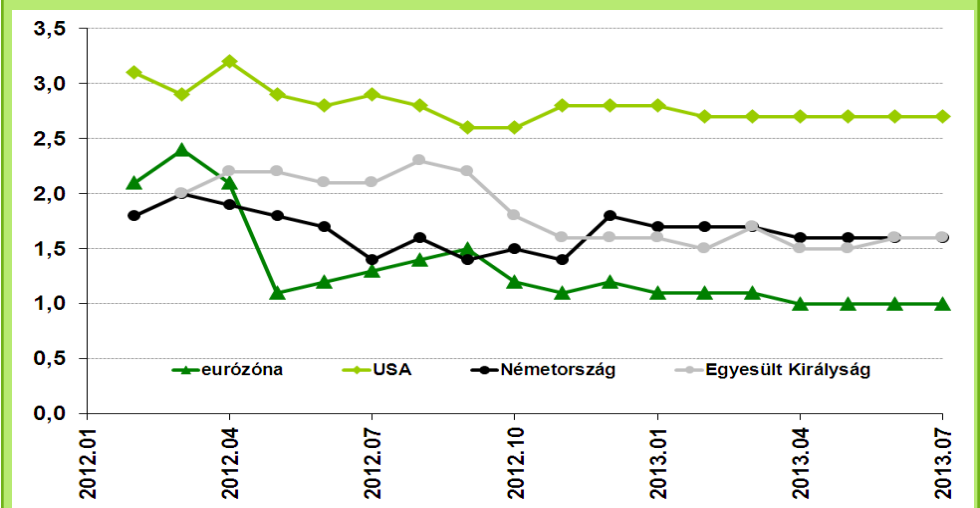


Szükség van a mennyiségi lazításra? USA makro kép I.: javuló aktivitás infláció nélkül, gyorsan javuló költségvetés után még jobb konjunktúra várható

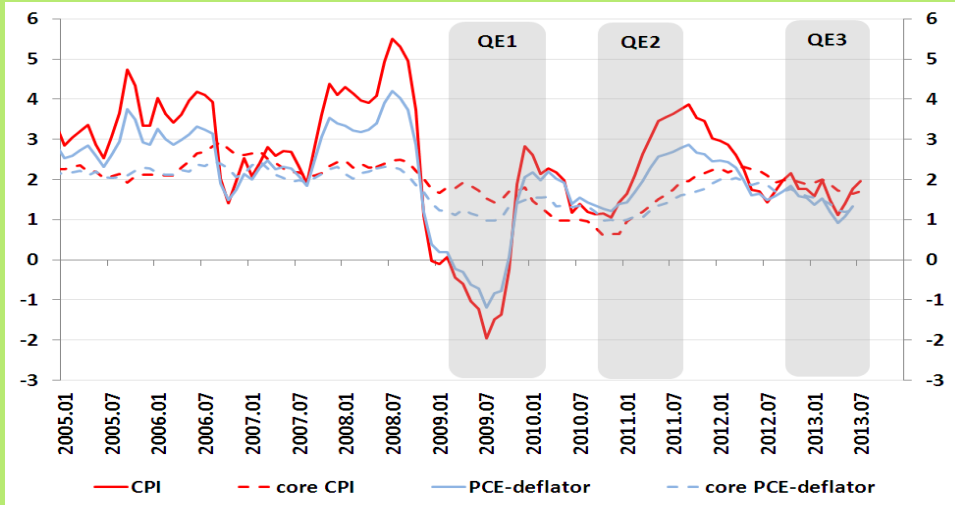
GDP növekedés és komponensei (%)



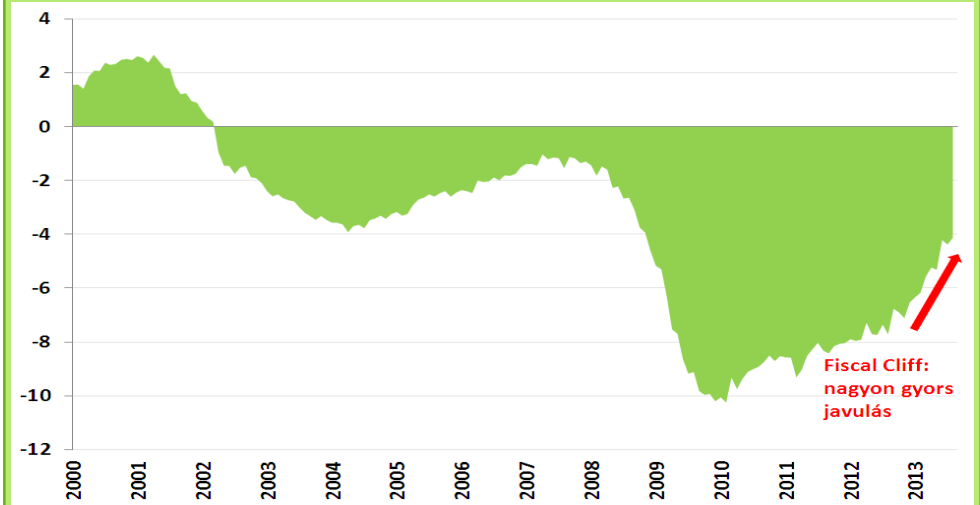
GDP várakozások 2014-re (%)



Infláció (év/év indexek)

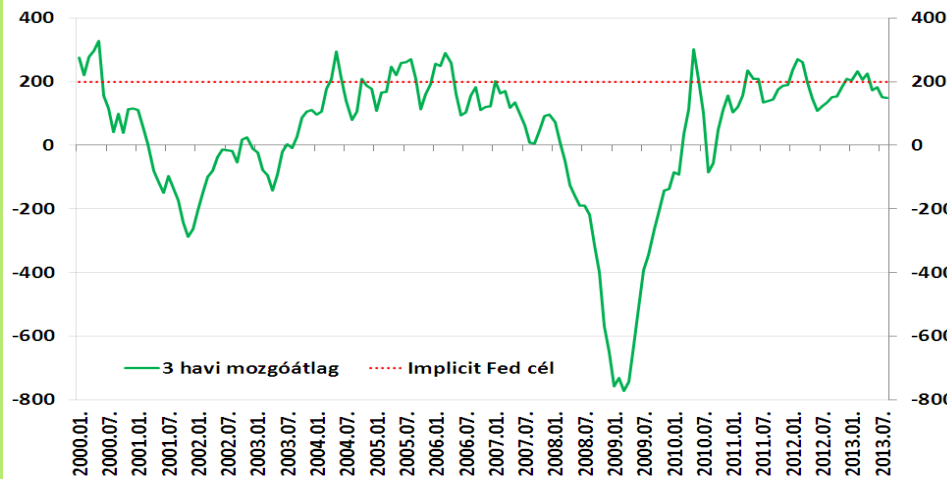


Központi költségvetés egyenlege (GDP %)

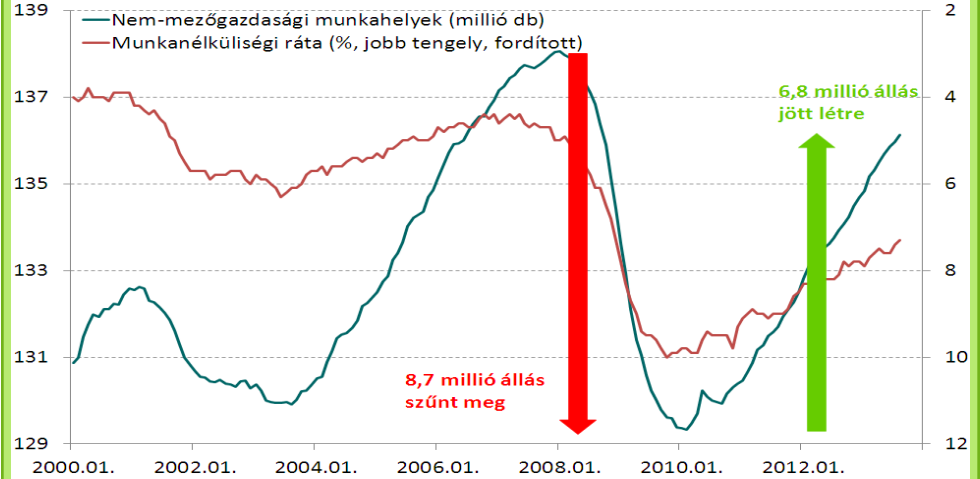


Szükség van a mennyiségi lazításra? USA makro kép II.: rugalmas munkaerőpiac

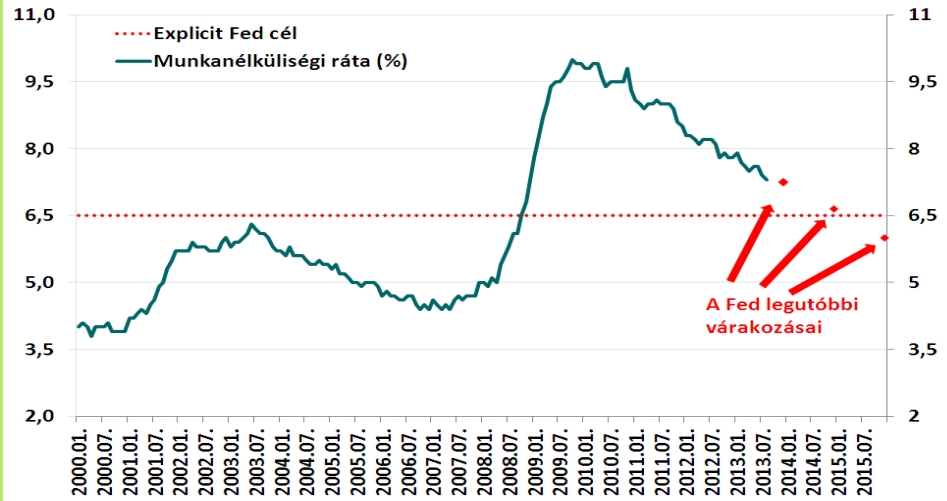
A foglalkoztatottság változása (ezer db)



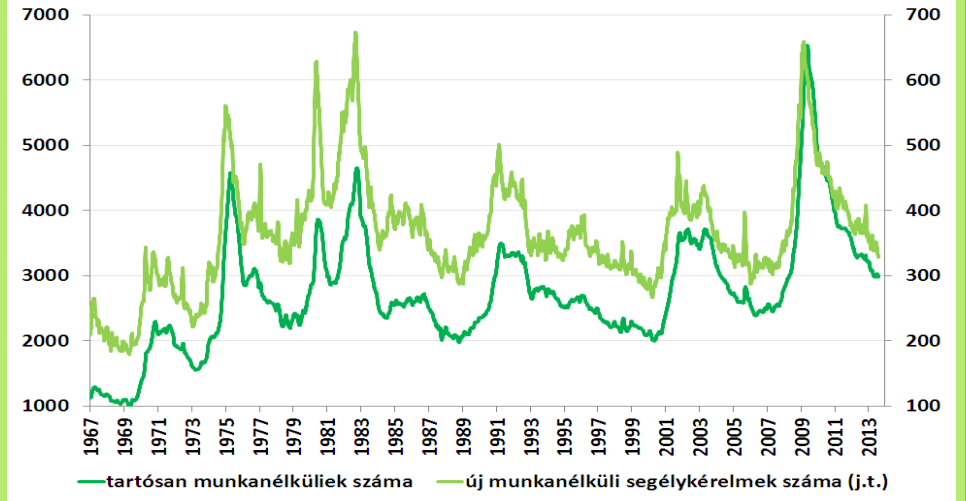
Foglalkoztatottság és munkanélküliség



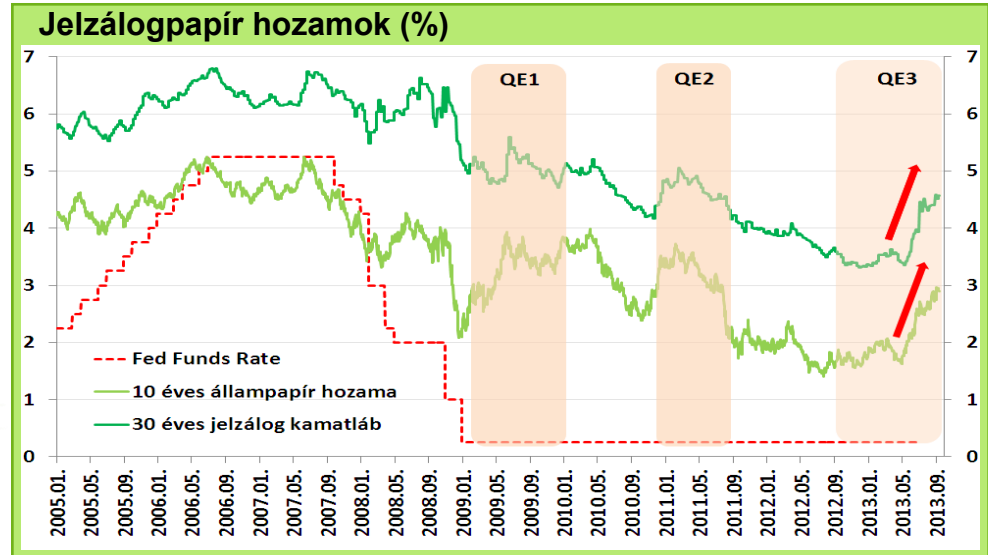
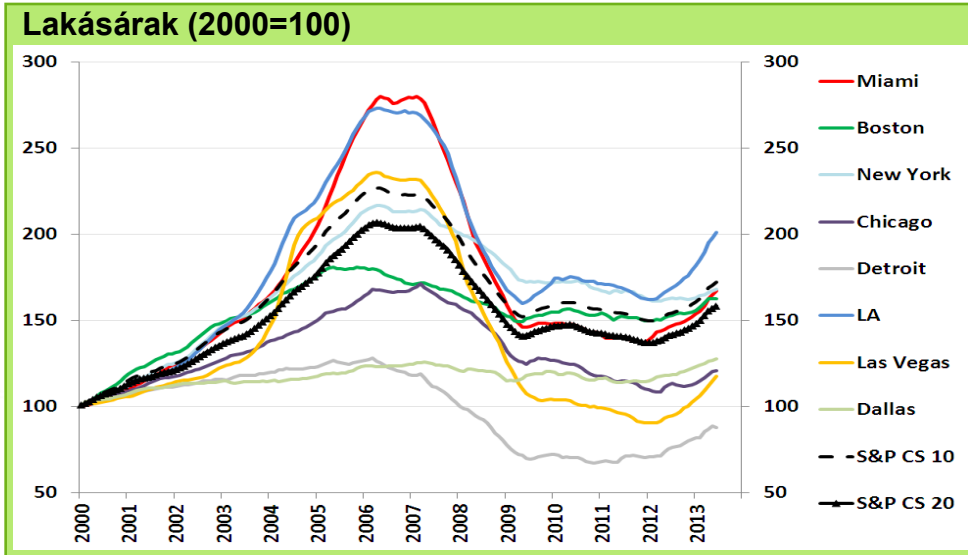
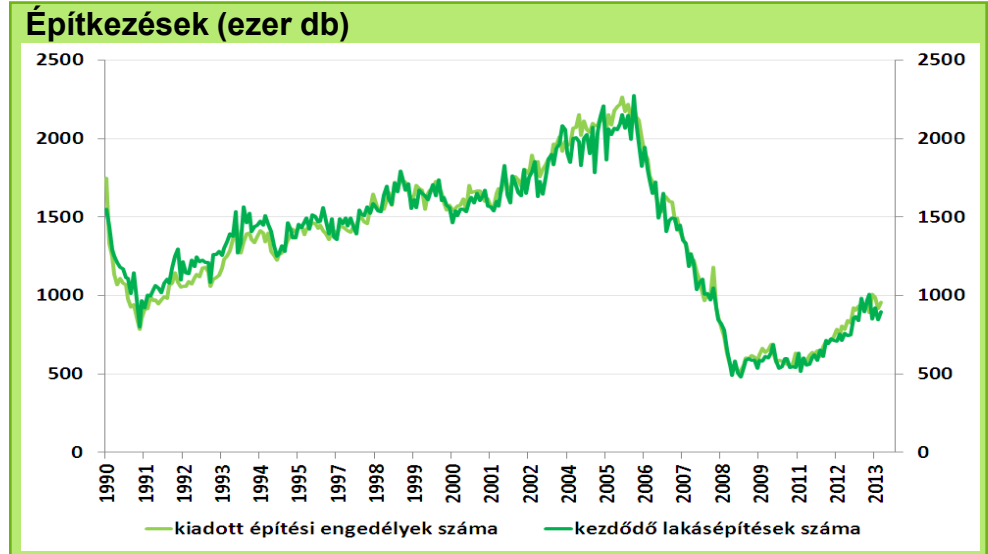
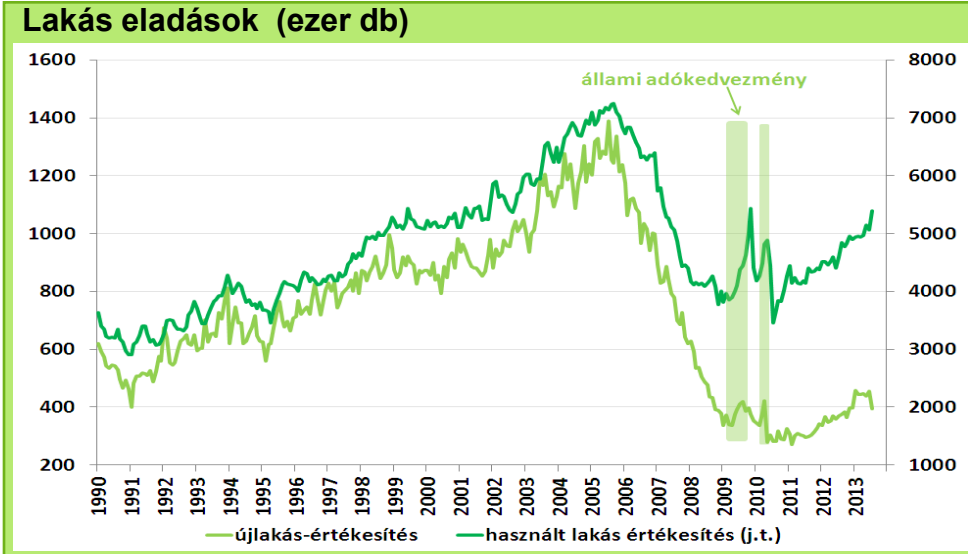
Munkanélküliség I.



Munkanélküliség II.

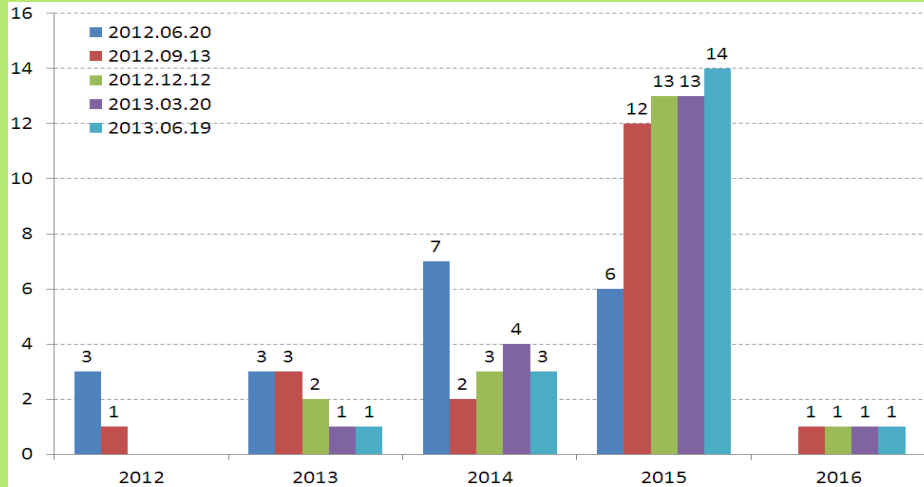


Szükség van a mennyiségi lazításra? USA makro kép III.: megtorpanó ingatlanpiac?

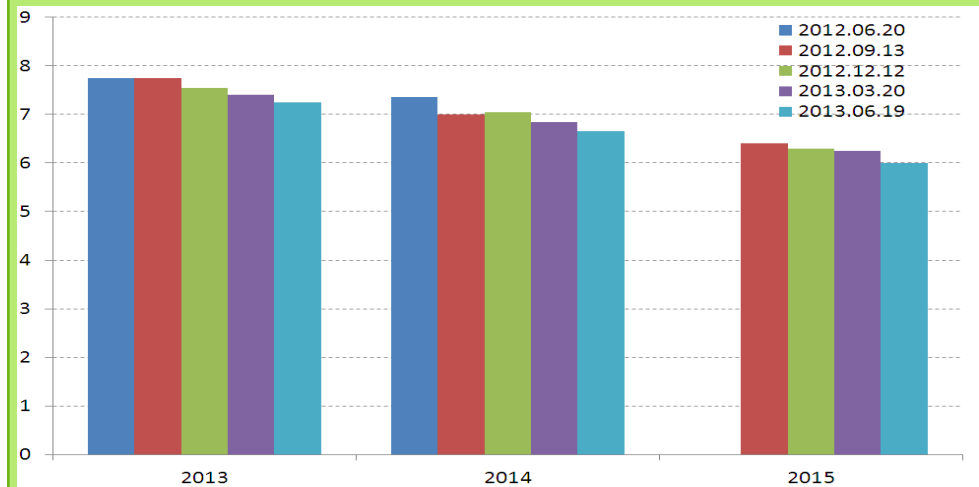


És a Fed mit gondol? 2015-ös kamatemelés, javuló munkaerőpiac, romló GDP...

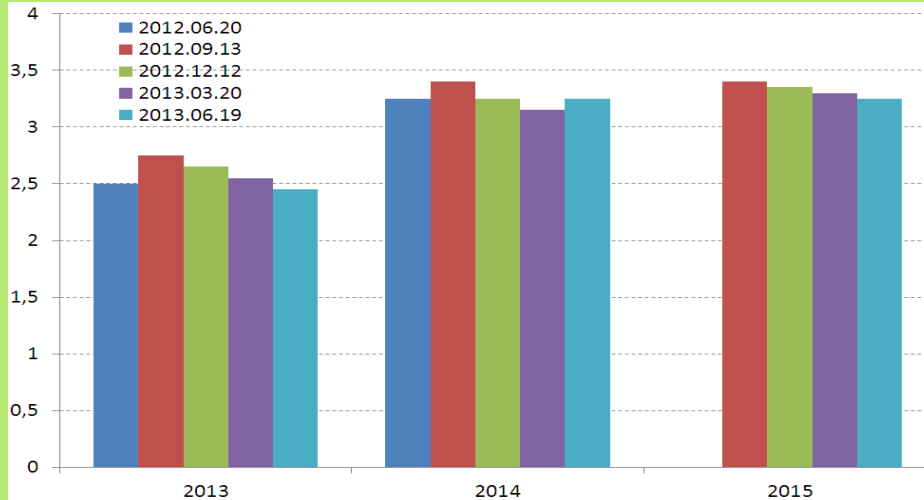
Az első kamatemelés időpontja (szavazatszám)



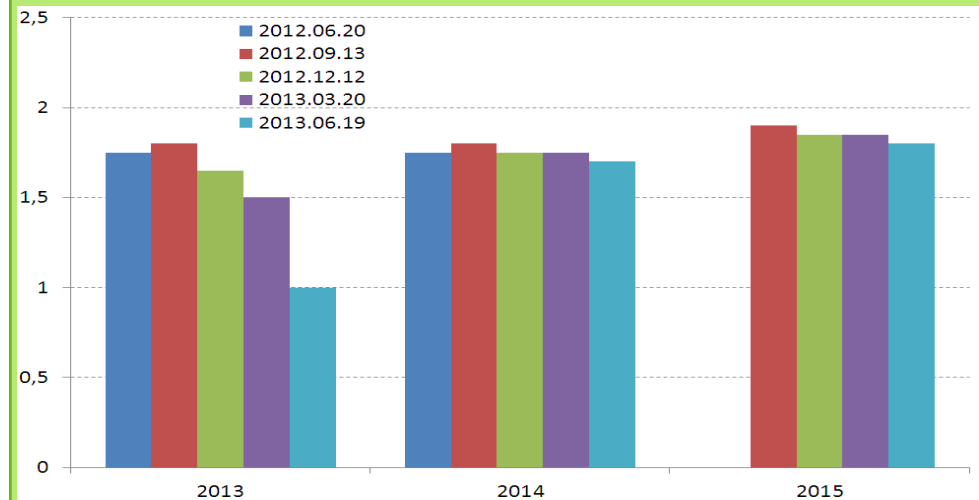
Munkanélküliség az év végén (%)



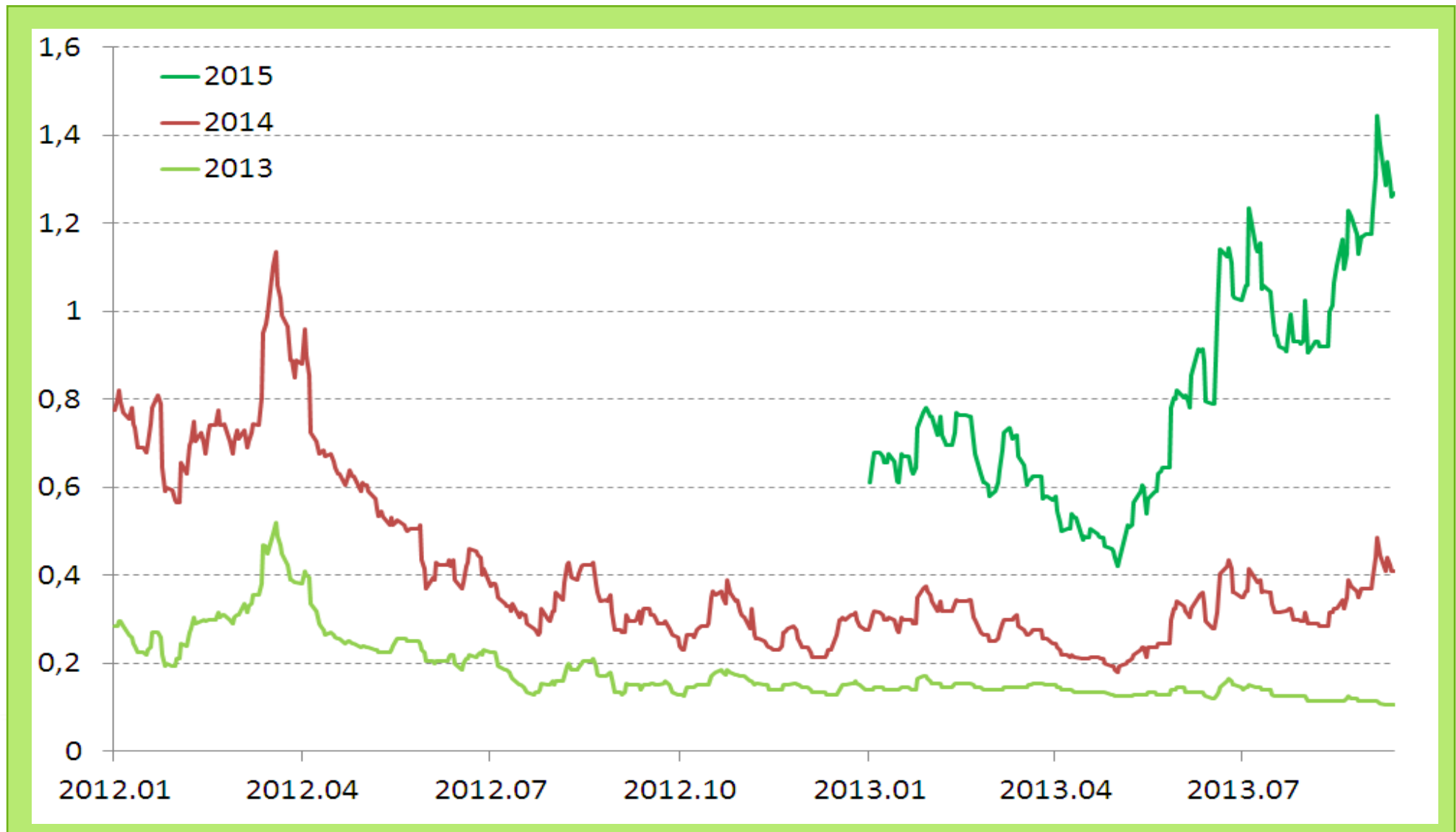
GDP növekedés (%)



PCE deflátor (%)



És a piac? Alapkamat-várakozások az adott év végére



Összegzés: a Fed dilemmái

USA makro

- **Munkaerőpiac:** vegyes jelenlegi kép, aktivitási ráta puzzle, robusztus várakozások
- **Fiskális:** talán a nehezén túl leszünk, újból „adósság-plafon” probléma
- **GDP:** robusztus várakozások
- **Infláció:** átmenetei idején defláció után enyhe emelkedés, se deflációs, se inflációs kockázat
- **Lakáspiac:** gyorsan megugró hosszú hozamok, visszaeső új aktivitás (csak átmeneti?), kockázat
- **Külső egyensúly:** enyhe javulás, fenntartható

Politikai fejlemények

- Fiskális politikai problémák ősszel
- Fed elnök választás: Summers kiesett! Janet Yellen? Vagy új jelölt? Tim Geithner? Késés...
- G-20 nyomás

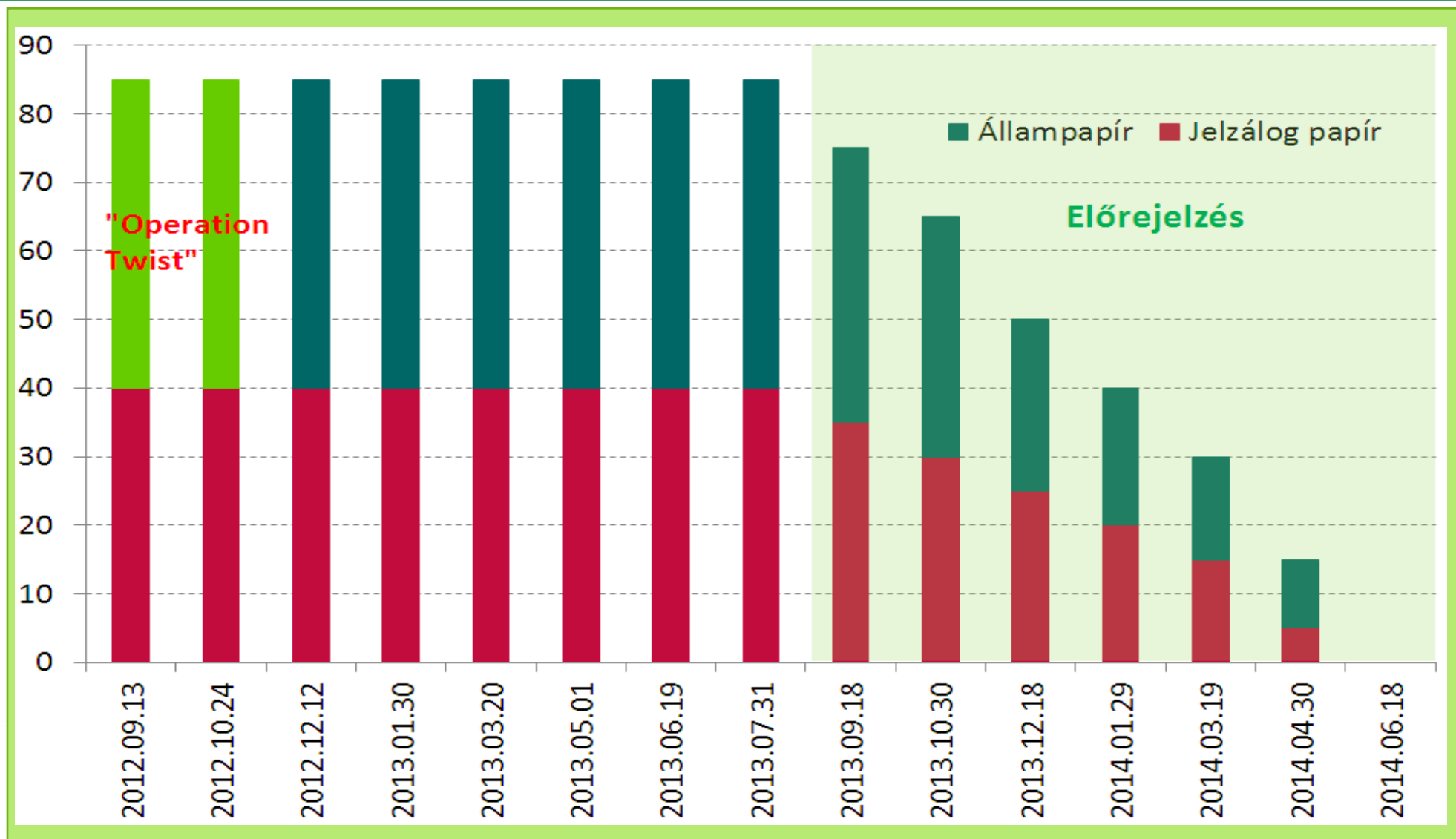
Szakmai dilemmák

- Hatásos-e a QE3?
- Van bármi hatása a foglalkoztatottságra?
- Tőkepiaci lufi
- Hosszú-távú inflációs kockázatok
- Exit stratégia költsége (kamatemelkedés, jegybanki veszteség)
- Globális hatások – visszahatás (aszimmetria)

Mi várható szerdán?

1. Hosszú távon: **az USA gazdaságának nincsen szüksége ultra-laza monetáris politikára.** Makro oldalról teljesen mindegy, hogy most kezdődik a kivezetés vagy decemberben
2. Rövid távon: a makro adatok nem determinálnak, taktikai döntés várható: **most kezdik el a kivezetést (esetleg csak az állampapír részt a romló lakáspiac miatt),** ugyanis ellenkező esetben
 - Ha már 3 hónapja kommunikálják a leépítést túl nagy hitelességi vesztesége lenne
 - Valamint kedvezőtlen volatilitást okozna (kiszámíthatatlanság rövid távon)
3. A Fed tovább hangsúlyozhatja a kamatemelés „rugalmasságát”, illetve annak későbbi elkezdését. **Akár le is viheti a munkanélküliségi küszöböt 6%-ra,** ezzel csak a most meglévő belső koherenciát hozná helyre (lásd a Fed munkanélküliségi várakozásait, és az első kamatemelés időpontját!)
4. Kiemeli már korábban meghozott döntését: az inflációs paramétert csökkentette a monetáris politikai reakciófüggvényben. Amikor beindul a GDP erőteljesebb növekedése a várakozások szerint, **akkor lassabban fog kamatot emelni a FED,** mint a múltban, ezzel átmenetileg magasabb inflációt fog tolerálni, hogy a GDP növekedése robosztusabb legyen. (2015 vége 1%, 2016 vége 3%, 2017 vége 4%)

A QE3 kivezetésének várható menetrendje (havi mrd USD)



Mi várható hosszabb távon – a monetáris politika normalizálódásának rögzös útja

1. A QE3 kivezetése

- 2014 közepéig befejeződhet

1. A kuponok és lejáró eszközök kivezetése

- 6-9 hónappal a kamatemelés előtt

3. A „forward guidance” módosítása, a kamatemelés előtt*

- 6-10 hónappal: „considerable period”
- 2-5 hónappal: „patient”
- Előző ülésen: „measured pace”

4. Kamatemelés

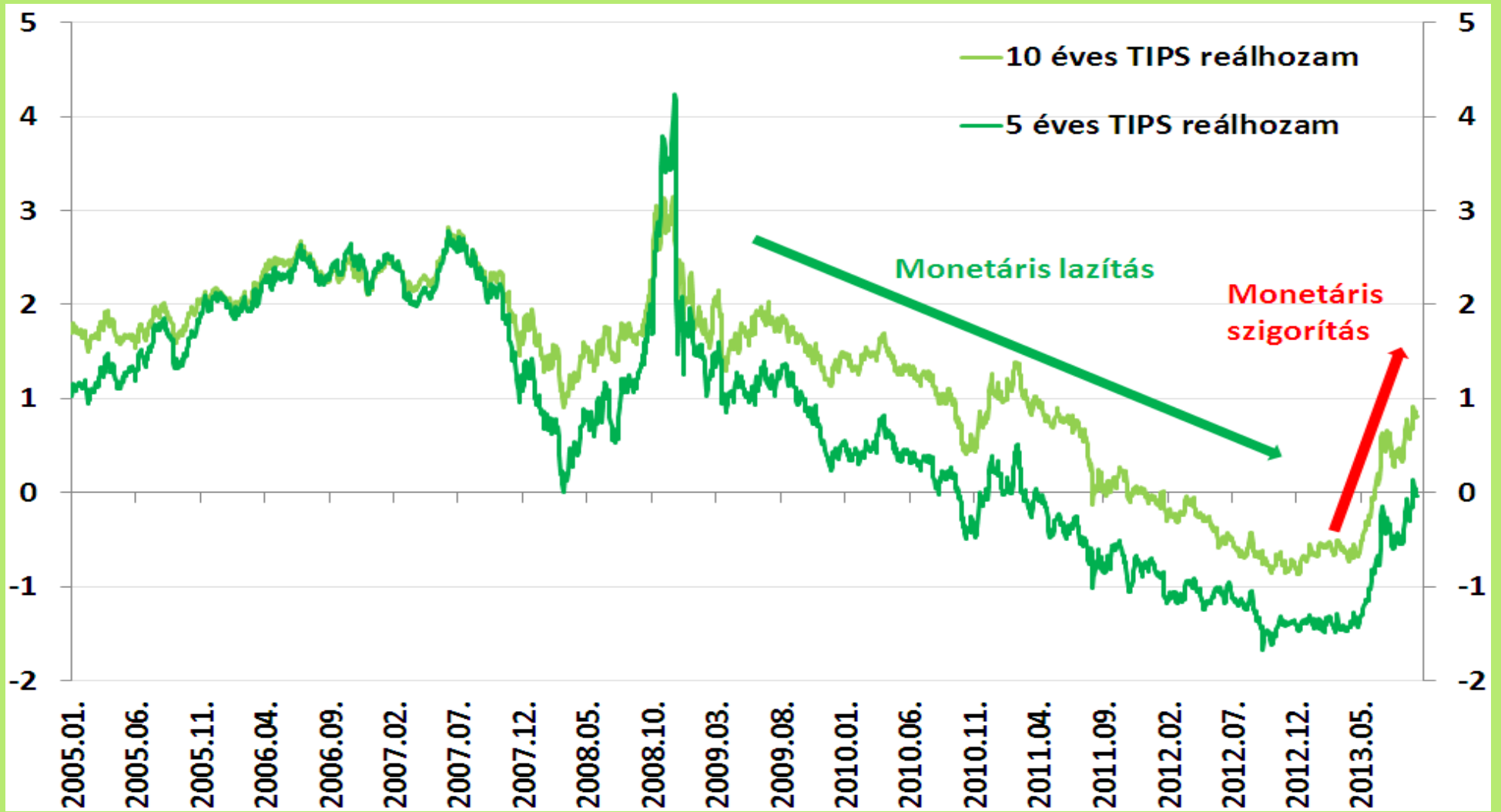
- lassabban mint korábban
- 2015 vége 1%, 2016 vége 3%, 2017 vége 4%
- Mivel túl sok az többlet tartalék, ezért a többlet tartalékra fizetett kamatot is emeli
- Valamint nyíltpiaci műveleteket végez a likviditás kivonására (repok, hosszabb betétek)

5. Eszközeladások

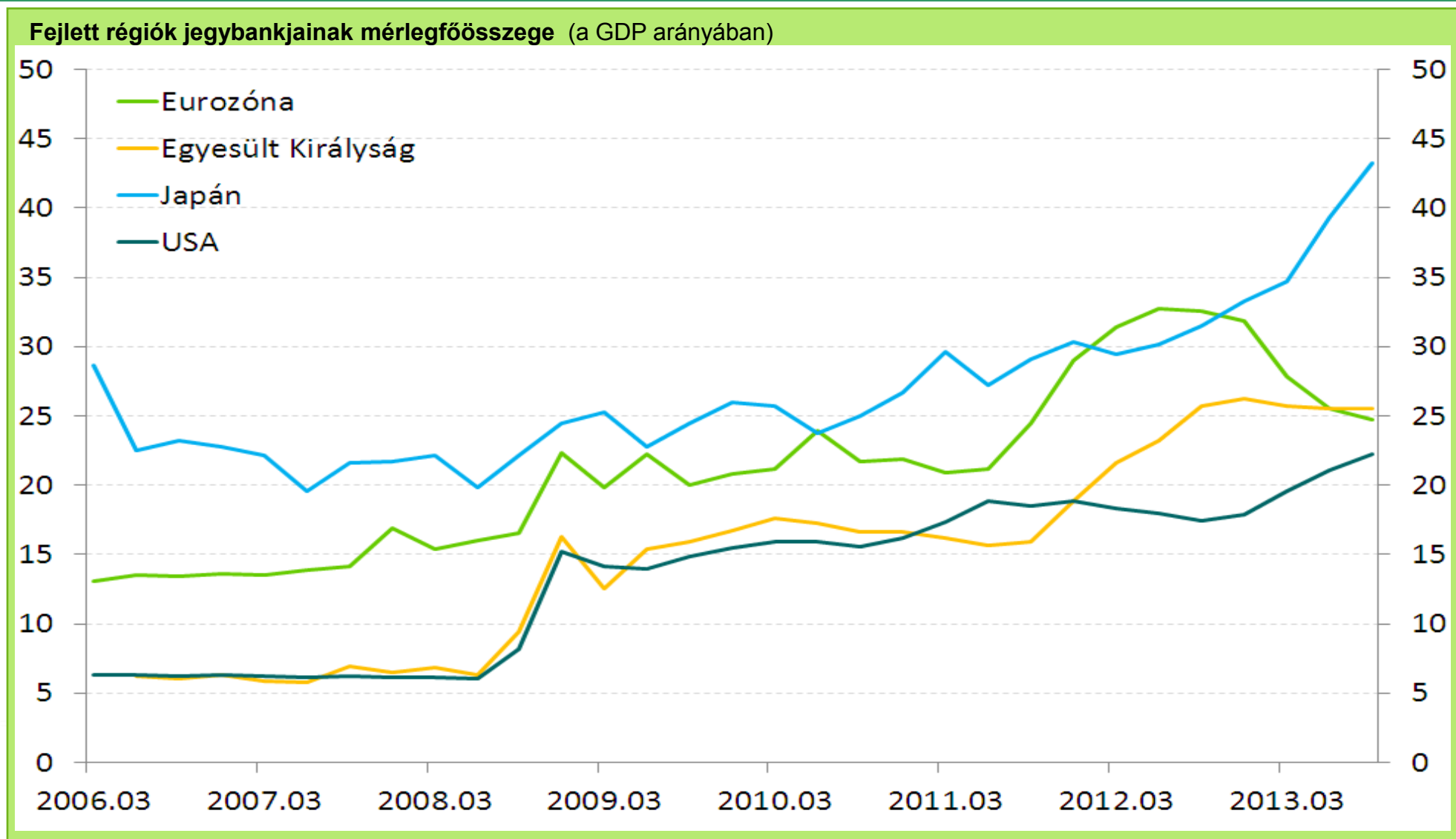
- Erősen kérdéses
- Nagy veszteséget okozna a Fed-nek és végül a központi kormánynak

Visszacatolások az USA gazdaságára

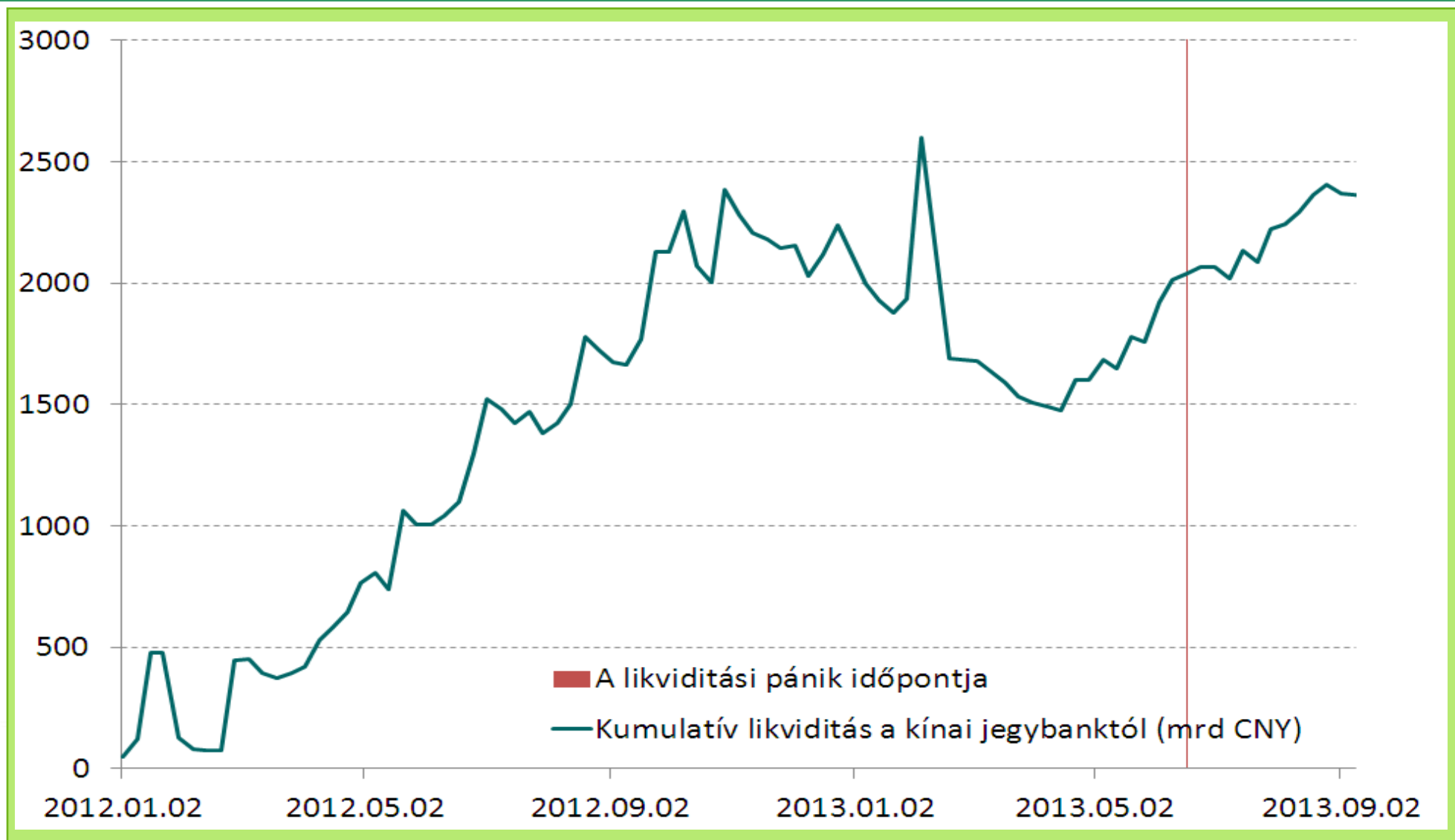
A TIPS-be árazott előreutató reálkamatláb (%)



És a többi bank I. ? BoJ ultra lazítása, BoE neutrális, ECB most szigorít, de később?



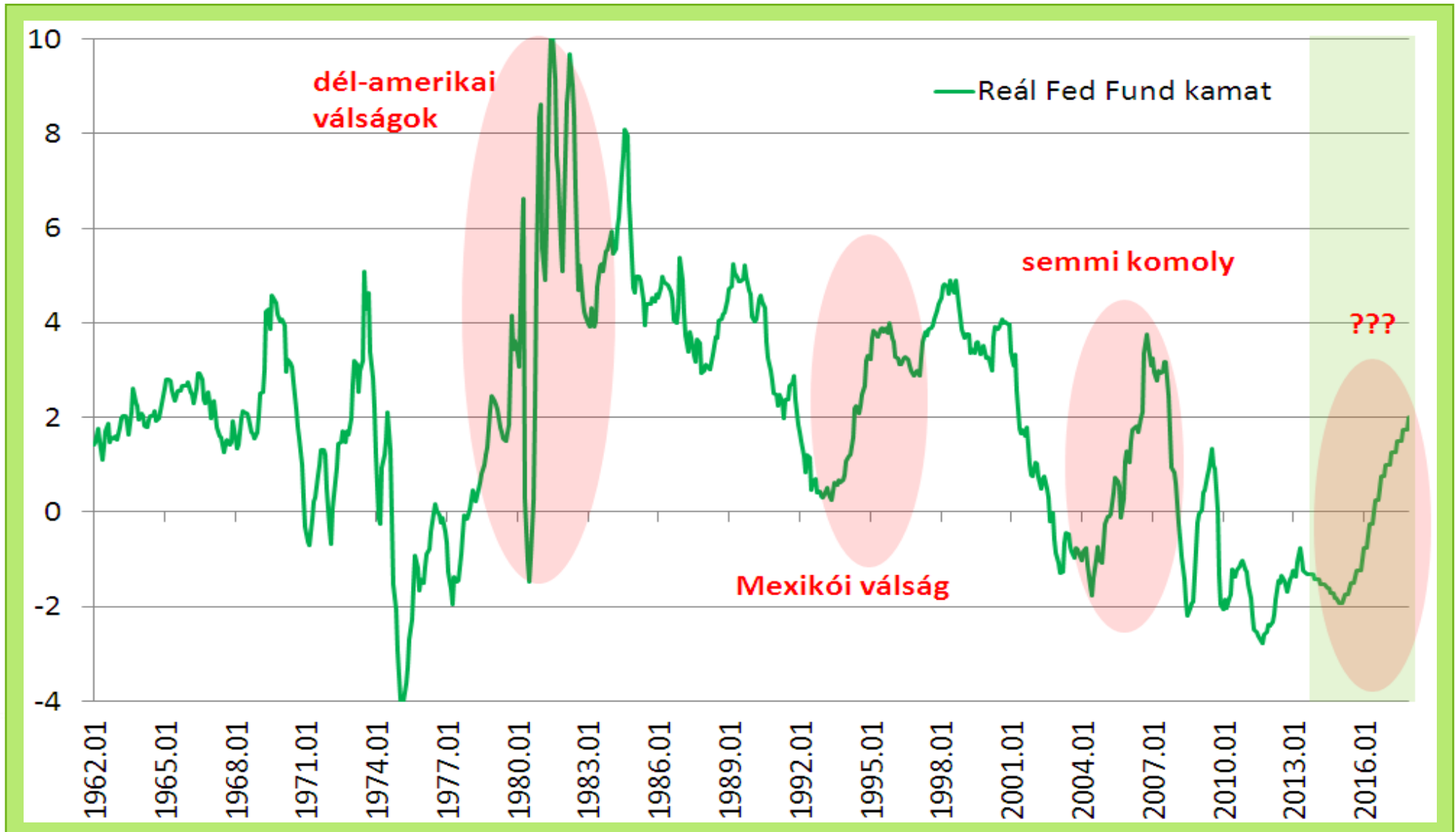
És a többi bank II. ? A kínai jegybank ismét szűkösséget teremt?



■ A likviditási pánik időpontja

— Kumulatív likviditás a kínai jegybanktól (mrd CNY)

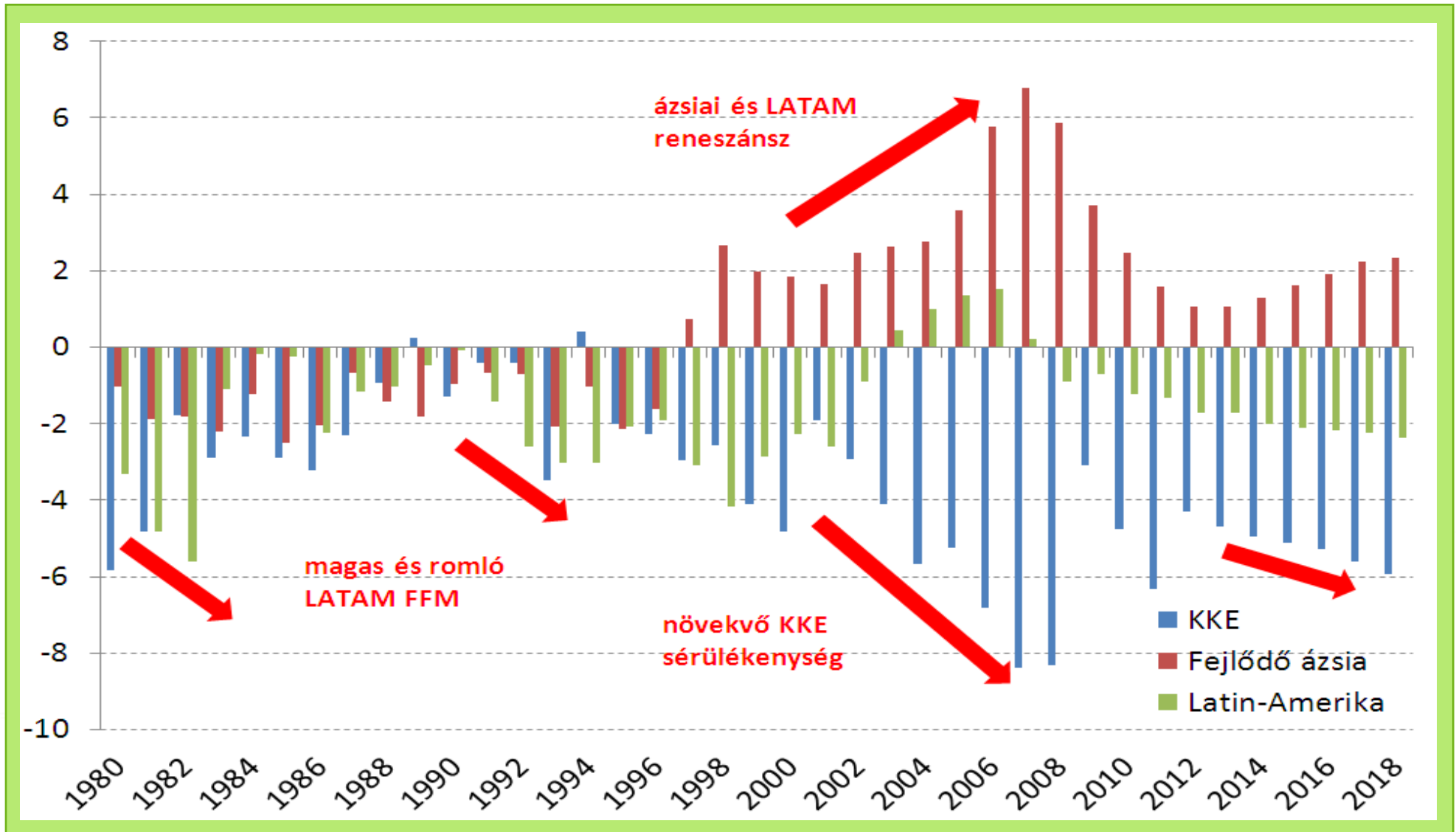
Mikor voltak a múltban kamatemelések? Mi történt akkor?



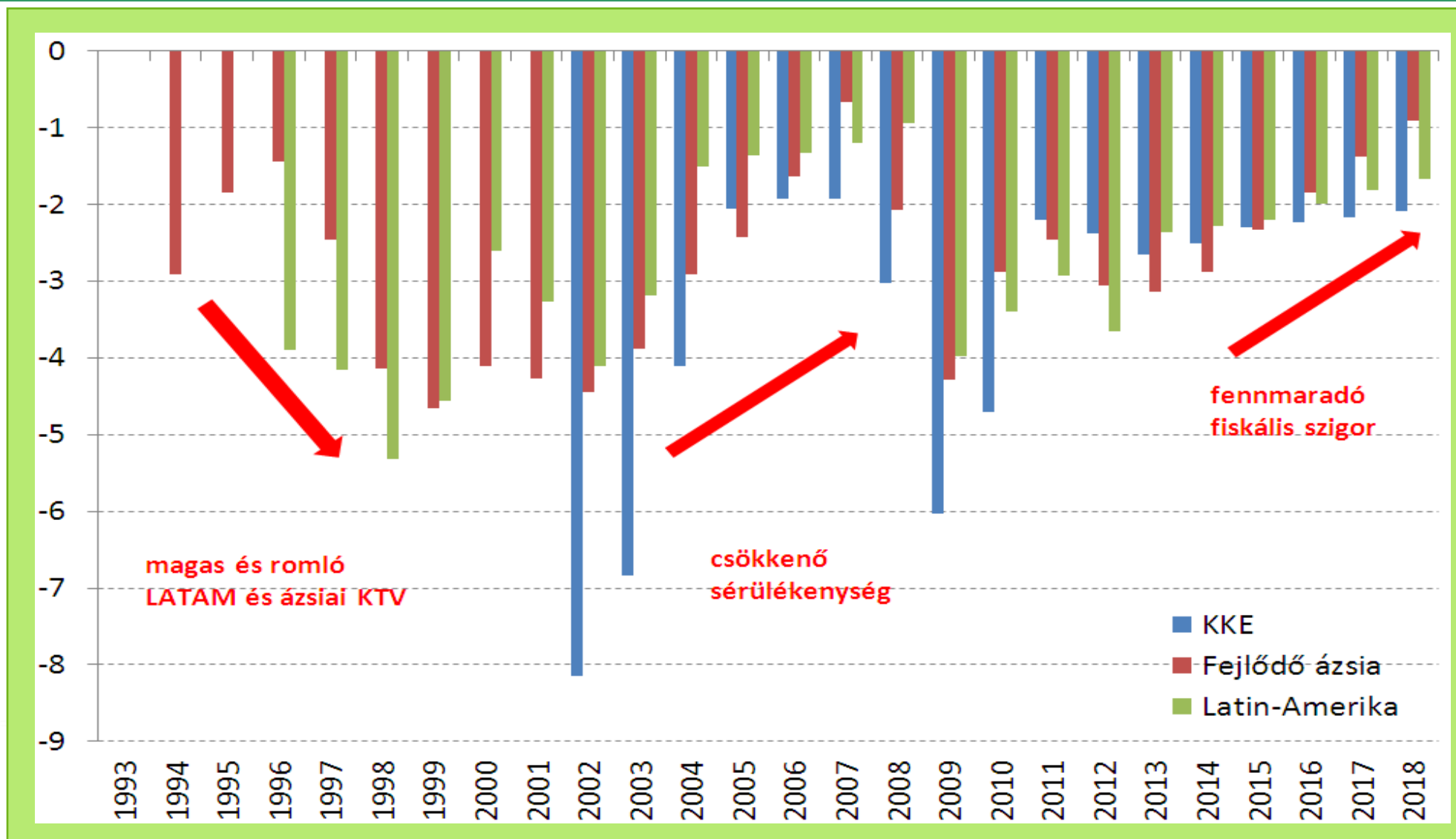
Országcsoportok a fejlődő piaci elemzésekhez*

Fejlődő Ázsia	Bangladesh	Indonesia	Mongolia	Sri Lanka	
	Bhutan	Kiribati	Myanmar	Thailand	
	Brunei Darussalam	Lao P.D.R.	Nepal	Timor-Leste	
	Cambodia	Malaysia	Papua New Guinea	Tonga	
	China	Maldives	Philippines	Tuvalu	
	Fiji	Marshall Islands	Samoa	Vanuatu	
	India	Micronesia	Solomon Islands	Vietnam	
KKE	Albania	Lithuania			
	Bosnia and Herzegovina	FYR Macedonia			
	Bulgaria	Montenegro			
	Croatia	Poland			
	Hungary	Romania			
	Kosovo	Serbia			
	Latvia	Turkey			
Dél-amerika	Antigua and Barbuda	Chile	Grenada	Nicaragua	Suriname
	Argentina	Colombia	Guatemala	Panama	Trinidad and Tobago
	The Bahamas	Costa Rica	Guyana	Paraguay	Uruguay
	Barbados	Dominica	Haiti	Peru	Venezuela
	Belize	Dominican Republic	Honduras	St. Kitts and Nevis	
	Bolivia	Ecuador	Jamaica	St. Lucia	
	Brazil	El Salvador	Mexico	St. Vincent and the Grenadines	

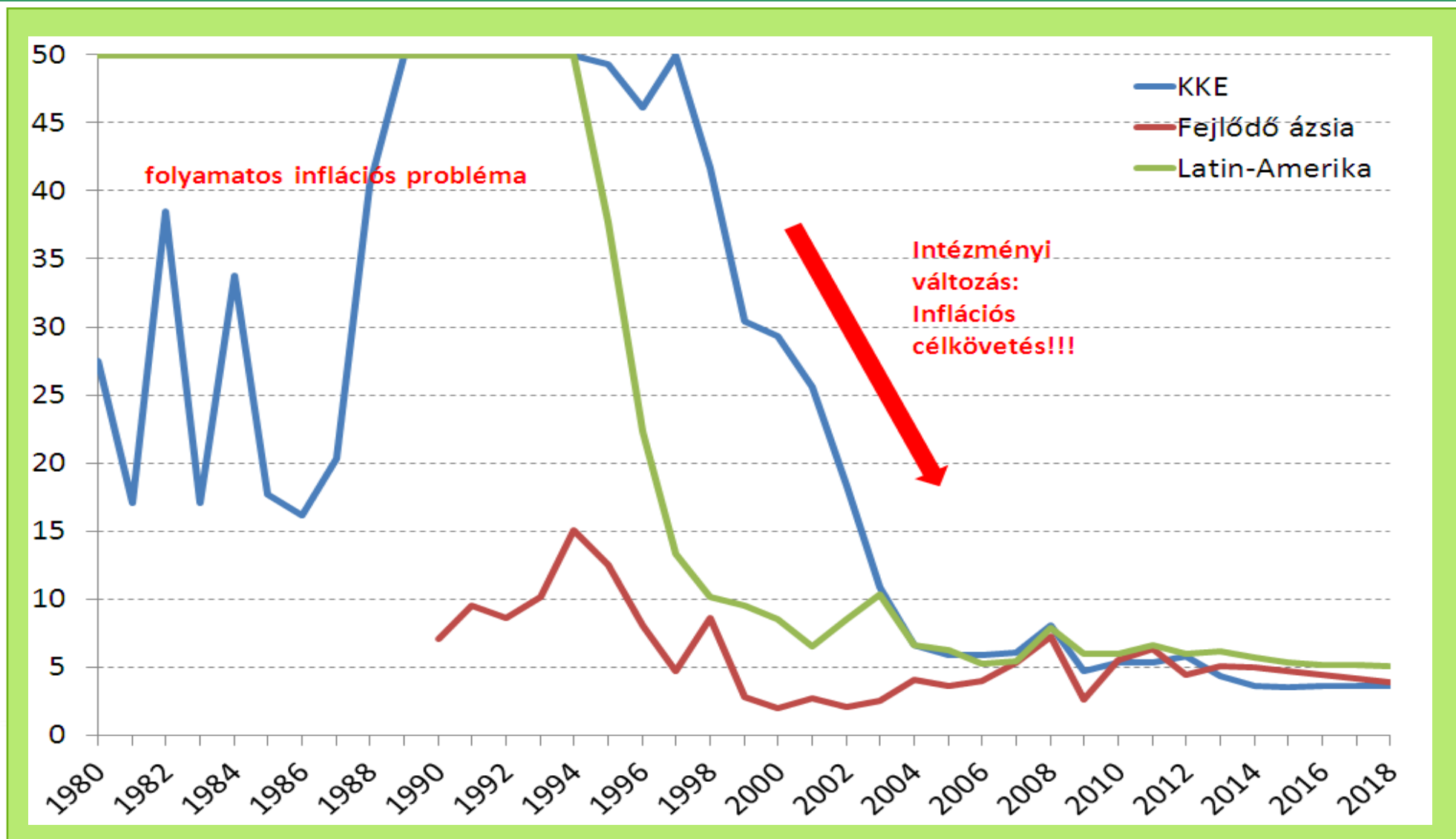
Feltörekvő piaci egyensúly, flow mutatók: FFM



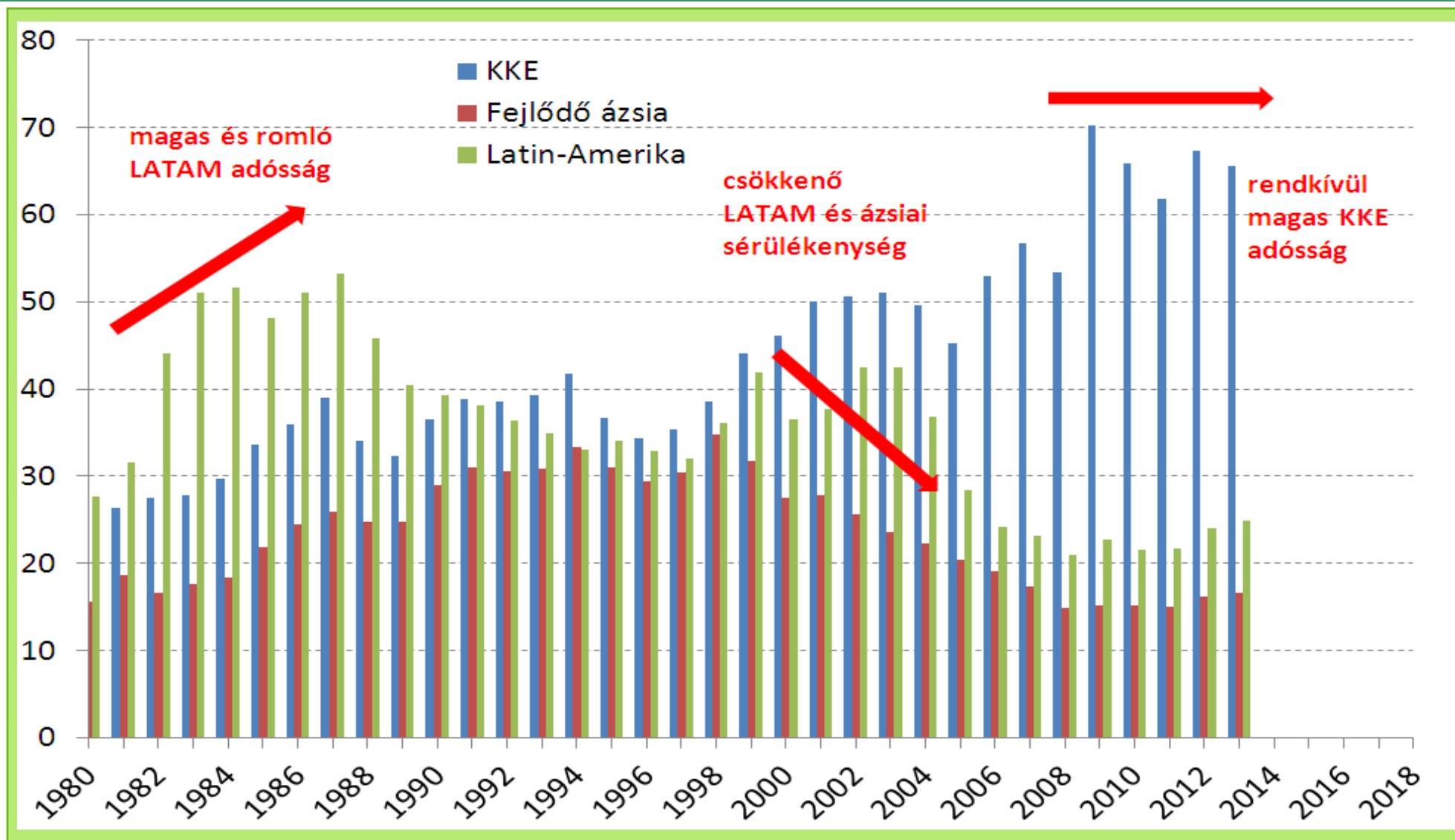
Feltörekvő piaci egyensúly, flow mutatók: költségvetési egyenleg



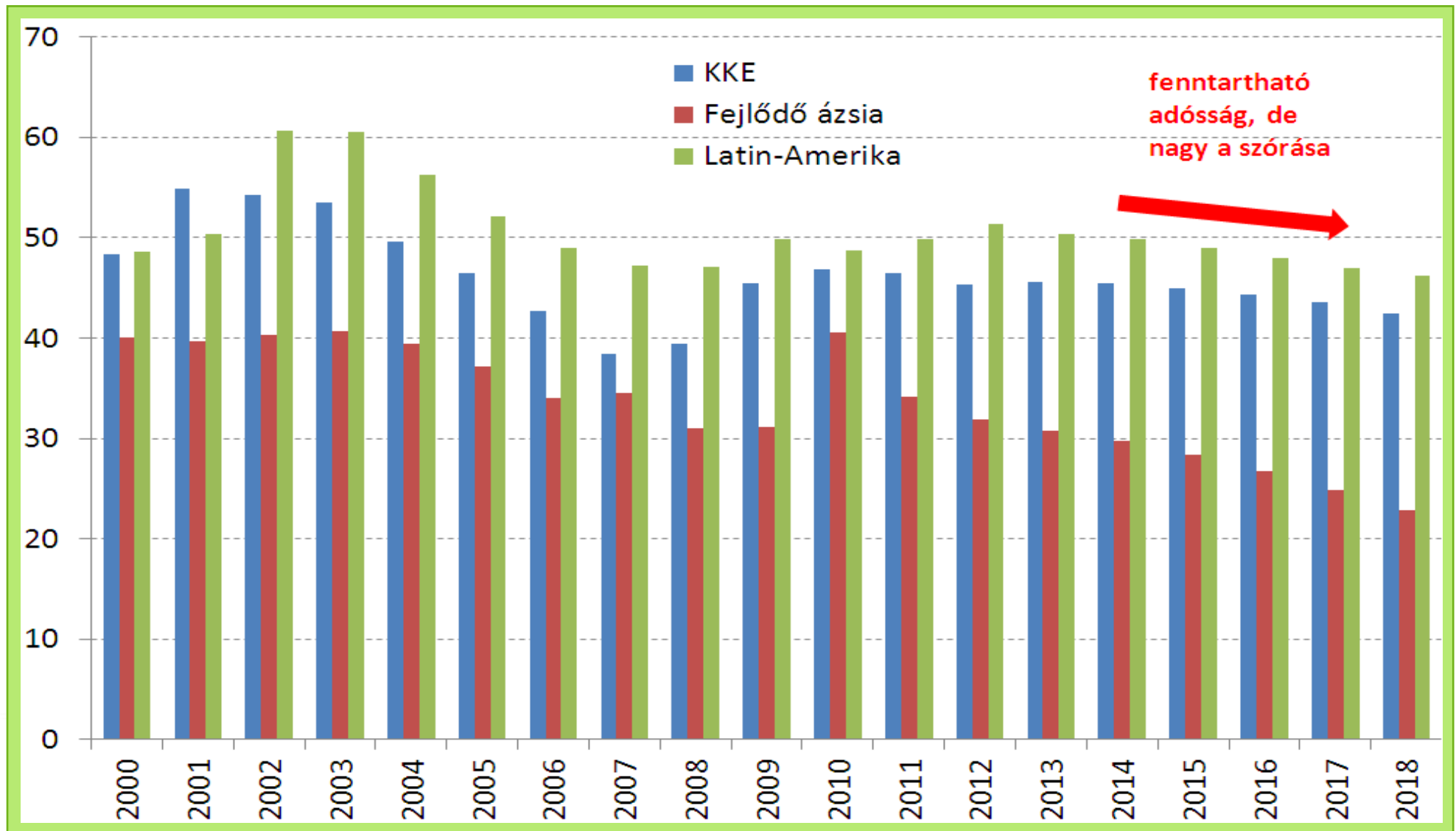
Feltörekvő piaci egyensúly, flow mutatók: infláció



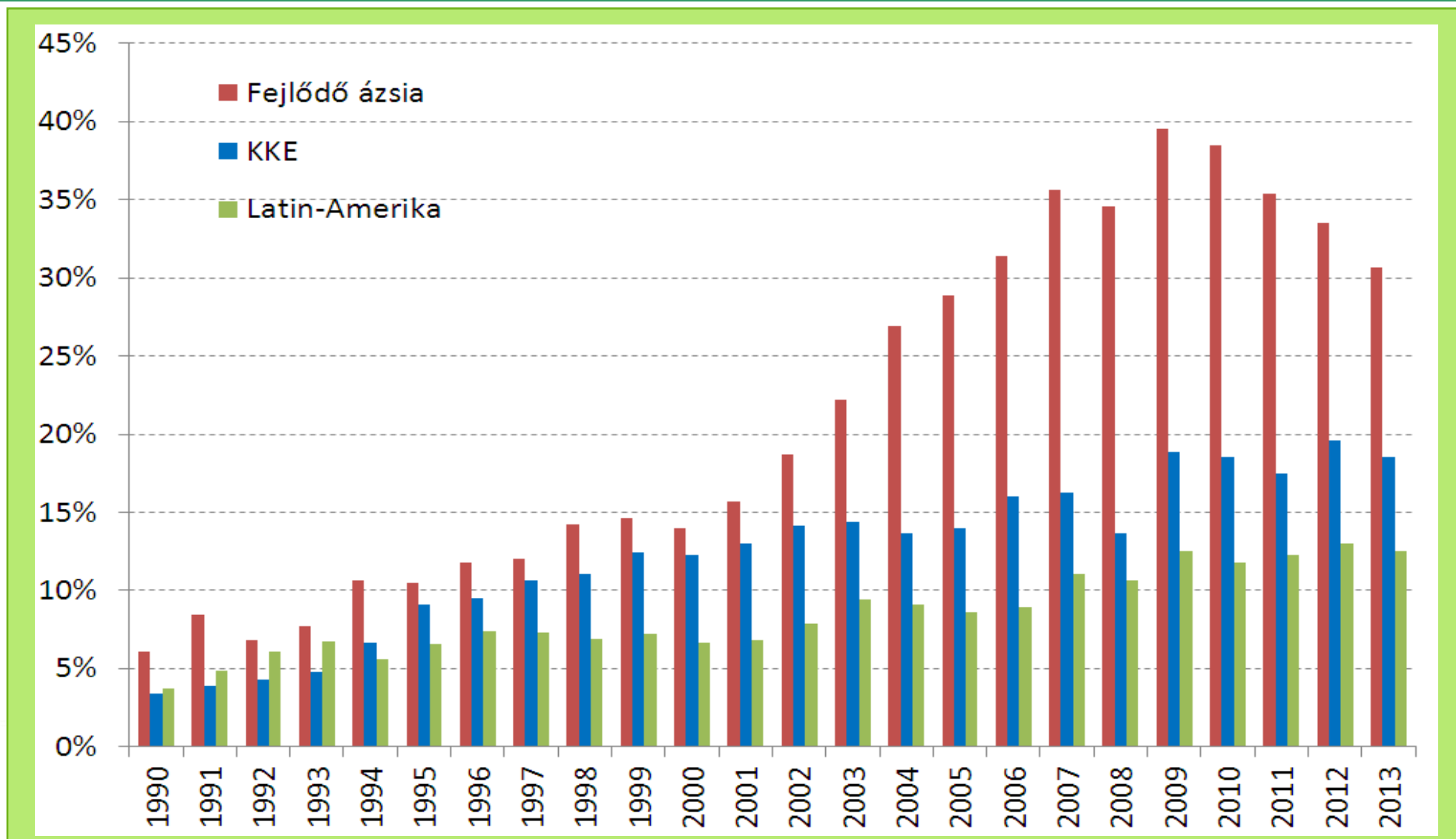
Feltörekvő piaci egyensúly, állományi mutatók: külső adósság/GDP



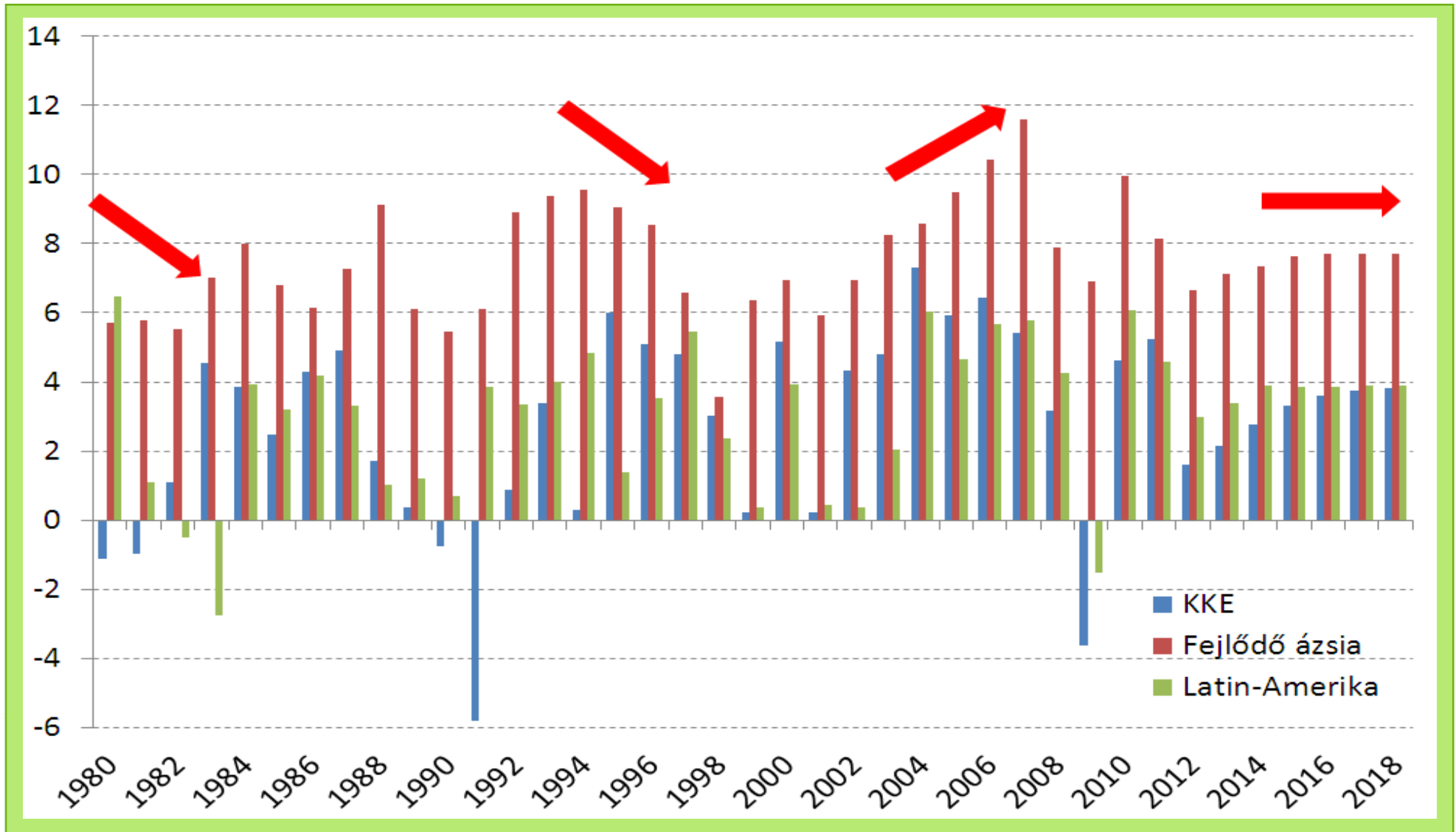
Feltörekvő piaci egyensúly, állományi mutatók: bruttó államadósság/GDP



Feltörekvő piaci egyensúly, állományi mutatók: jelentős jegybanki tartalék (GDP %-a)



Feltörekvő piaci növekedés: beindulás



Feltörekvő piacok összefoglalás

A korábbi (80-as évek és 1994-96) Fed szigorításokhoz képest sokkal jobb képet festenek úgy általában a feltörekvő piacok. Általában igaz, hogy a flow mutatók rendben vannak, az állományi változóknak lehetnek kockázatok.

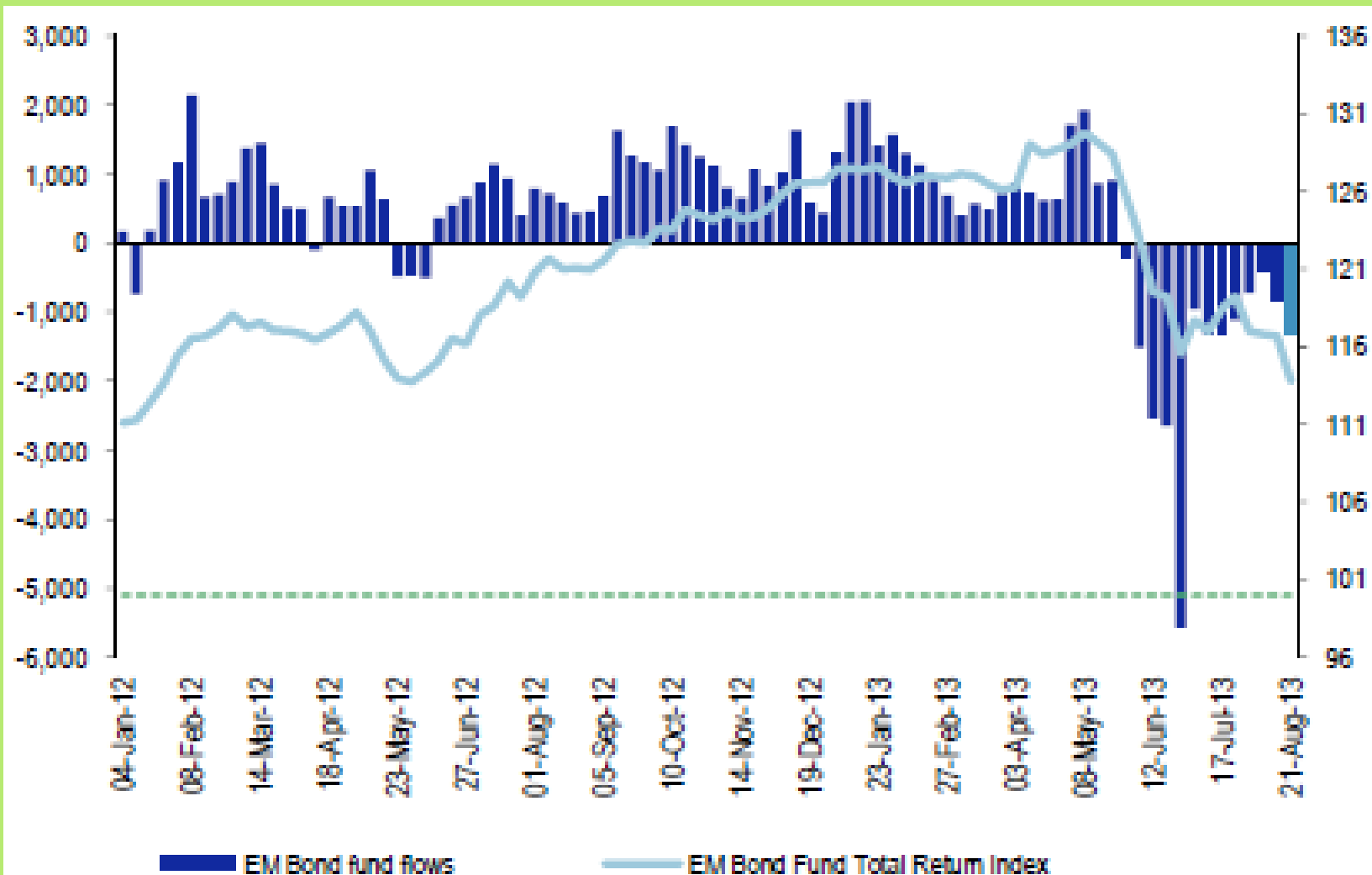
- **Külső egyensúly:** A folyó fizetési mérleg többletben van Ázsiában, LATAM országokban elfogadható, magas csak KKE régióban (de ha itt hozzávesszük a specialitásokat, mint az EU-s transferek, vagy a vállalatközi hitelek, akkor sokkal jobb a kép). Az állományi mutatók csökkentek Ázsiában, Dél-Amerikában, magas viszont a KKE régióban. Ez tűnik a legveszélyesebb kockázatnak, de a már említett specialitások itt is sokat árnyalnak a képen.
- **Infláció, monetáris politika:** Szinte mindenhol intézményi változás történt a monetáris és árfolyam-politikában (inflációs célkövetés és lebegő árfolyamrendszer)
- **Fiskális politika:** a hiány nagyjából mindenhol rendben van, vannak eladósodott országok, nagy a szórás
- **Növekedés:** kisebb boom, mint korábban, de azért historikusan magas növekedés
- **Tartalékok:** nagyon jelentős tartalék, főleg Ázsiában

Ennek köszönhetően 2004-2006-ban nem volt jelentős fejlődő piac krach, most még jobban néznek ki a makro egyensúlyi mutatók

Ezzel együtt három kockázat van:

- A korábbihoz képest is több tőke ment be a fejlődő országokba
- Vannak gyenge láncszemek (Ukrajna, Argentína, PIGS, India)
- Kína???? Ez átírhat mindent...

Globális tőkeozgás: megváltozott az irány, emelkedő hozamok



Köszönöm a figyelmüket!

Ez az elemzés is letölthető a

www.otpresearch.com

oldalról