

Az MNB monetáris politika eszköztára

A jegybanki eszköztár kialakításának alapelvei.....	1
Az eszköztár funkciói a monetáris politikai célok megvalósításában.....	2
Az irányadó eszköz.....	2
A likviditásmenedzsment segítése a rövid kamatok volatilitásának mérséklése érdekében....	4
A jegybanki sterilizációs eszközök	7
Az árfolyam direkt befolyásolását szolgáló eszközök.....	10
Eszköztár-fejlesztés az inflációs célkövetés rendszerében.....	11
Fedezetkezelés rendszerének reformja	12
Partnerkör egységesítése	12
Az eszköztár összehasonlítása az EKB eszköztárával.....	13
Az irányadó instrumentum	13
Fedezetkezelés.....	14
Hivatkozások.....	16

A jegybank azért végzi a pénzpiaci műveleteit, hogy a jegybanki kamatlépések hatékony transzmisszióját megvalósítsa, segítse a hitelintézetek likviditásmenedzselését és hozzájáruljon a bankrendszer stabilitásához. A pénzügyi közvetítés hatékonyságára, a pénzpiaci verseny előmozdítására való törekvés hozzájárul a jegybanki célok teljesüléséhez – az árstabilitás eléréséhez és fenntartásához.

A jegybanki eszköztár kialakításának alapelvei

A monetáris politikai célok eléréséhez a jegybank számára az eszközök széles választéka áll rendelkezésre. Az eszköztár kialakítását ezért segíti bizonyos általános alapelvek meghatározása, amelyek a választási szempontokat adják.

Az eszközrendszert szokás direkt és indirekt eszközökre is bontani, aszerint, hogy mennyire építenek a **piackonform működésre**. A direkt eszközök között szerepel a hitelintézetek közvetlen szabályozása az alkalmazható legmagasabb hitelkamat vagy legalacsonyabb/legmagasabb betéti kamatokon keresztül, valamint a hitel- és betéti keretek alkalmazása. Az indirekt eszközök a pénzügyi piacok hatékony működését igényli, ilyenek a nyíltpiaci műveletek (pl. a végleges értékpapír-értékesítés/vásárlás vagy repo), a betéti tenderek és a kötvényszerződés, továbbá a kötelező tartalékráta szabályozása is. Egy adott jegybanki cél a monetáris eszköztár több elemével is elérhető, de az MNB legfontosabb szempontja, hogy az adott operatív monetáris cél eléréséhez az arra leginkább hatni képes piackonform eszközt alkalmazza.

A jegybank az „egy operatív cél – egy eszköz” elvén túl törekszik az egyszerű, **áttekinthető eszközfelépítésre**, a **költséghatékonyságra**.

Az eszköztár kialakításánál, illetve fejlesztésénél a jegybank törekszik arra, hogy hozzájáruljon a **piacépítéshez** a pénzügyi közvetítőrendszerben. Ösztönzi a bankközi piac működését, és igyekszik elérni, hogy olyan esetekben, amikor a bankközi piacon is lehetőség van a likviditás újraelosztására, akkor a hitelintézetek egymáshoz forduljanak a jegybanki hitel vagy betét igénybevétele helyett. További cél, hogy a zökkenőmentes eurobevezetés érdekében az eszköztár lehetőség szerint alkalmazkodjon az eurozónában alkalmazott eszközökhöz.

Szintén alapvető fontosságú a jegybank számára, hogy **egyenlő bánásmódban** részesítse a piac szereplőit. Ezt a partnerköre kialakításánál figyelembe veszi, arra törekedve, hogy minden minimális technikai feltételnek eleget tevő hitelintézetnek lehetősége legyen igénybe venni a jegybanki eszközöket.

Az eszköztár funkciói a monetáris politikai célok megvalósításában

Az MNB által alkalmazott eszköztáron belül funkciójuk szerint megkülönböztetjük:

- az irányadó instrumentumként szolgáló eszközt (a kéthetes MNB-kötvény), amely a transzmissziós mechanizmusban tölt be lényeges szerepet;
- a bankközi kamatok volatilitását csökkentő eszközöket, amelyek a hitelintézetek likviditáskezelést támogatják;
- sterilizációs eszközöket, amelyek a bankrendszer likviditástöbbletének lekötését szolgálják;
- és az árfolyam direkt befolyásolását szolgáló eszközöket.

Az irányadó eszköz

Az irányadó instrumentum arra szolgál, hogy a jegybank közvetítse az általa optimálisnak ítélt kamatszintet a piac számára. Az irányadó jegybanki kamat változtatása a pénzüpi kamatokon keresztül más, banki és tőkepiaci kamatokra, hozamokra is hat. A legtöbb változó kamatozású vállalati hitel kamata a pénzüpi kamatokhoz van kötve, így ezek befolyásolásán keresztül a jegybank közvetlenül képes módosítani a vállalatok forrásköltségét és így a beruházási javak iránti keresletet. Emellett a lakossági betétek kamatai is követik a rövid lejáratú kamatok változásait. Így a központi bank a lakosság, illetve a vállalatok számára releváns kamatok befolyásolásával hathat a gazdaságban a beruházási és fogyasztási javak iránti aggregált keresletre, a lakosság megtakarítási és fogyasztási döntéseire. Az irányadó kamat változtatása másrészt a devizaárfolyam elmozdulásán keresztül hat az aggregált keresletre.

Magyarországon az irányadó eszköz a jegybank hitelintézeti partnerei által igénybe vehető kéthetes futamidejű MNB-kötvény, amelynek kamata a jegybanki alapkamat.¹ Az irányadó kamat mértékéről a Monetáris Tanács dönt, amely döntéssel egyben a kéthetes kötvény kamatához kötött többi kamatláb (például a kamatfolyosó két szélét alkotó egynapos eszközök kamatlába) is változik.² Bár a gazdasági folyamatok befolyásolása szempontjából a hosszabb lejáratú kamatok alakulásának van jelentősége³, általános gyakorlat, hogy a jegybank csak a hozamgörbe egészen rövid végén avatkozik be irányadó kamata segítségével. Így egyrészt megnehezíti a partnerek spekulációs tevékenységét, másrészt hatékonyabban segíti a hitelintézetek likviditáskezelését. Ezen kívül így biztosítható, hogy a hosszabb lejáratú hozamok már tükrözzék a piac szereplők inflációs várakozásait. (Az irányadó eszköz lejáratáról részletesebben lásd az 1. keretes írást).

Ugyanakkor a jegybank a rövid lejáratú instrumentum ellenére a határidős kamatparitás felhasználásával képes közvetetten a hosszabb hozamokra is hatást kifejteni, azaz a hosszabb hozamokat az irányadó kamat jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások mozgatják. Ennek

¹ 2001-et megelőzően az alapkamathoz effektív jegybanki üzletkötés nem kapcsolódott, jogszabályok hivatkozási alapjául szolgált, valamint a korábbi refinanszírozási hitelkonstrukciók egyes elemeit árazták hozzá.

² 2004 közepétől kezdődően a jegybanki alapkamatláb megváltoztatásáról a Monetáris Tanács a mindenkor havi második ülésén hoz döntést (ún. kamatmeghatározó ülések). Ez egyrészt megfelel a nemzetközi gyakorlatnak, másrészt a döntések megalapozásához szükséges információk döntő többsége csak havonta jelenik meg. Természetesen, ha a körülmények szükségessé teszik, a tanács bármikor dönthet az alapkamatláb megváltoztatásáról.

³ A magyar esetben a 3 hónapos futamidejű pénzüpi hozamoknak kitüntetett szerepe van, számos banki hiteltermék árazása kapcsolódik közvetlenül a 3 hónapos benchmark, illetve Bubor-kamatok alakulásához.

értelmében pl. a 3 hónapos hozam olyan szintre áll be, hogy a 3 hónapos befektetés hozama megegyezzen a kéthetes befektetés 3 hónapon keresztül történő görgetésének várható hozamával. Amennyiben például stabil kéthetes jegybanki kamatok vár a piac, a 3 hónapos névleges hozamnak kissé meg kell haladnia a kétheteset, mivel a görgetett befektetés kamatos kamat elérését jelenti. Ha általános kamatcsökkenési trendet vár a piac, akkor a hozamgörbe inverz alakú, mivel a kéthetes befektetés görgetése során egyre alacsonyabb kamatok mellett lehetséges csak az újrabefektetés.

Az irányadó instrumentum *kamatának változtatása jelzést* ad a piac számára a kamatok jövőbeli alakulásáról (signalling hatás). Amennyiben a jegybanki lépés azonos a piac várakozásaival, az szintén jelzés értékű, és azt mutatja, hogy a piac és a jegybank megítélése a pénzügyi, gazdasági folyamatokról hasonló. Ha a jegybank a piac várakozásaitól eltérő kamatlépést hoz (avagy nem hozza meg a piac által várt döntést), akkor a piaci szereplők azon felül, hogy várakozásaikhoz képest eltérő kondíciókkal jutnak a jegybanki instrumentumokhoz, azt is tapasztalják, hogy a jegybank eltérően értékeli a makrogazdasági folyamatokat, és ez ösztönzi őket a saját kamatvárakozásaik átértékelésére. Így a központi bank a kamatváltoztatás közvetlen piaci hatásán jelentősen túlmutató változást képes generálni a pénz- és tőkepiacon.

Az MNB kéthetes lejáratú kötvényét az MNB partnerkörének, azaz a meghatározott technikai feltételeknek eleget tevő hitelintézeteknek van lehetősége jegyezni fix kamatú aukció keretében.⁴ Ez azt jelenti, hogy előre meghatározott nap(ok)on nyújthatják be az MNB-nek a kötvényszerzési ajánlataikat, amelyeket a jegybank – szokásos piaci környezet esetén – mérlegelés nélkül elfogad.⁵ A fennmaradó négy munkanapon – rendkívüli eseteket kivéve – a hitelintézeteknek a jegybank csak az egynapos lejáratú eszközeivel ad segítséget a likviditási pozíciójuk egyensúlyozásához. A heti fix kamatú aukció előnye a napi rendelkezésre álláshoz képest az, hogy a kamatok direkt meghatározása mérsékeltebbé válik a ritkább üzletkötési lehetőség miatt, így nagyobb tere van a piaci mechanizmusok érvényesülésének. Ezenkívül a hitelintézeteket aktívabb likviditáskezelésre, vagyis likviditási helyzetük előzetes felmérésére, a várakozásaik pontos kialakítására ösztönzi, ami a transzmissziós mechanizmus hatékonyságát javítja.

Bár az MNB a kéthetes kötvény kamatát kulcsfontosságúnak tekinti, a kötvényállomány nagyságának nincs kitüntetett szerepe a monetáris politikában.⁶ Ennek elsősorban az az oka, hogy a kötvényállomány nagyságának nincs általánosan kimutatható hatása a gazdasági folyamatokra. Másrészt mivel a kéthetes kötvény az irányadó instrumentum szerepe mellett egyben a strukturális likviditásfelesleg lekötésének eszköze is, ezért a kötvényállomány volumenét leginkább olyan külső tényezők befolyásolják, amelyekre az MNB-nek csak korlátozott befolyása van (lásd a sterilizációról szóló alfejezetet).

1. keretes írás: Az irányadó eszköz lejárata

Az irányadó instrumentum futamidejének meghatározásánál alapvető jelentősége van a transzmissziós mechanizmus szempontjából fontos futamidőnek. Az irányadó kamatszint változása a lakossági és vállalati kamatokon keresztül a beruházási és fogyasztási keresletre hat. A

⁴ Lásd a partnerkör egységesítéséről szóló rész 2. táblázatát!

⁵ Jelenleg a partnerek heti egy alkalommal (jellemzően kedden) 10-12 óra között nyújthatják be az MNB-nek az ajánlataikat. A teljesítés a következő munkanapon történik, ekkor kerül a partnerek jegybanknál vezetett pénzforgalmi számlájáról az MNB javára elkönyvelésre a kötvény ellenértéke.

⁶ Azonban az irányadó eszköz túlzottan alacsony állománya az igénybevevők magas koncentráltasága miatt okozhat nehézséget, a nagyon magas állomány pedig – ha van árfolyamsáv, akkor annak gyenge szélén – a jegybanki kamatemelés hatását korlátozhatja, és erőteljesebb devizapiaci intervenciót követelhet meg. Árfolyamsáv hiányában, azaz lebegő árfolyamrendszer esetén utóbbi nem jelent korlátot a jegybank számára.

reálgazdaságra tehát azzal a jegybanki futamidővel lehet a legdirektebben hatni, amely legközelebb van a transzmisszióban irányadó futamidőhöz.

A transzmisszió szempontja mellett azonban azt is figyelembe kell venni, hogy ha viszonylag hosszú futamidőt választ a jegybank irányadónak, akkor az megkönnyíti a partnerek *spekulációs tevékenységét*. (A hosszabb futamidő nagyobb potenciális nyereséget jelenthet a piaci szereplők várakozásának megfelelő jegybanki kamatdöntés esetén). Másrészt az irányadó instrumentum futamidejének megfelelő mértékben kell segítenie a hitelintézetek likviditáskezelését is. Végül megfelelően rövid futamidőt választva elérhető, hogy a hozamgörbe 1 évnél hosszabb része már tisztán a piac szereplőinek inflációs várakozásait tükrözze (a gazdaságpolitika hitelessége mellett), ami rendkívül fontos információs forrás a központi bank számára.

E kritériumoknak megfelelően általános gyakorlat napjaink központi bankjai esetében, hogy normál piaci körülmények között a jegybank csak a hozamgörbe egészen rövid végén, maximálisan egy hónapos lejáratú eszközzel avatkozik be saját irányadó kamata révén.

Az MNB az elmúlt évek során részben a fenti megfontolásokból csökkentette irányadó instrumentumának futamidejét, amely 1999 márciusától kéthetes lett. Ez akkor megegyezett az EKB által alkalmazott irányadó kamat futamidejével (2004 márciusától az EKB áttért az egyhetes futamidőre). Ezen a futamidőn jegyzett kamatával a jegybank kiegyensúlyozott piaci körülmények között hatékonyan képes befolyásolni a 3 hónapos bankközi és másodlagos állampapír-piaci hozamokat. Az MNB ugyanakkor azért is választotta a kéthetes instrumentumot, mivel az 1 hónapos tartalékolási periódus mellett ez megfelelő a likviditás biztonságos lekötéséhez, és a hitelintézeteknek lehetőségük van a kéthetes kötvény-elhelyezéssel a tartalékolási pozíciójukat módosítani hónapon belül.⁷ Végül a két hét kellően rövid lejárat ahhoz, hogy ne ösztönözze a piaci szereplőket a jegybanki kamatlépésre vonatkozó túlzott mértékű spekulációra.

A likviditásmenedzsment segítése a rövid kamatok volatilitásának mérséklése érdekében

A pénzpiac legrövidebb futamidejű és éppen ezért legérzékenyebb kamata az egynapos (overnight, O/N) bankközi piacon kialakuló hozam. Azok a jegybankok, amelyek irányadó kamata egynapos futamidejű (pl. USA, Japán), értelemszerűen a lehető legkisebb volatilitást kívánják csak tolerálni az egynapos bankközi piacon. Az olyan központi bankok számára – mint amilyen az MNB is –, amelynek irányadó eszköze ennél hosszabb futamidejű, az egynapos bankközi hozam a transzmissziós mechanizmus szempontjából csak annyiban fontos, amennyiben képes eltéríteni valamilyen irányba a piaci hozamokat.

Az egynapos kamatokra jelentős hatást gyakorol a bankrendszer likviditási helyzete, azaz, hogy aggregált szinten a hitelintézetek megfelelő szintű jegybankpénzzel (jegybanknál vezetett elszámolási számlán lévő követeléssel) rendelkeznek-e. A jegybanki likviditás-szabályozás folyamata során a jegybank meghatározza a kereslet-kínálat viszonyait a jegybankpénz piacon.⁸ A jegybankpénz piaca sajátos: a kínálati oldalon a központi bank monopolhelyzetben van. Az ezzel szemben álló hitelintézeti jegybankpénz-keresletnek több forrása van: jegybanki számlapénzre egyrészt az ügyfelek készpénzigényének kielégítéséhez (a számlapénz készpénzre váltható), másrészt a napi tranzakcióik lebonyolításához (működési tartalék), végül a jegybanki tartalék-előírásoknak (kötelező tartalék) való megfeleléshez van szükségük.

⁷ 1998 őszéig elvált egymástól az irányadó instrumentum és a tartalékperióduson belüli likviditáskezelésre használt eszköz. Addig a hitelintézetek tartalékolási periódusa kéthetes volt (pontosabban havonta két periódus volt), ezeken belül pedig az egyhetes betét (illetve aktív repoval) is át lehetett hidalni a likviditási problémákat. Az irányadó instrumentum pedig a 28 napos betét volt.

⁸ Az MNB likviditásszabályozásáról részletesebben ír Antal és szerzőtársai (2001).

A jegybankok általában kétféle módon avatkozhatnak be a bankközi likviditásmenedzsmentbe. Egyes bankok diszkrecionálisan szabályozzák a likviditást, azaz eldöntik, hogy mekkora mennyiségben fogadnak el a bankrendszerből, illetve nyújtanak neki likviditást. Más jegybankok közvetlenül és nem a mennyiségeken keresztül befolyásolják a kamatokat. Ilyenkor a jegybank a hitelintézetek „rendelkezésére áll” a műveleteivel, tehát előre meghatározott kamaton kínál forrásokat, illetve fogad el eszközöket, és ezeket a hitelintézetek saját belátásuk szerinti volumenben veszik igénybe. Az MNB inkább a második kategóriába tartozik, alkalmazkodó jellegű, a partnereknek korlátlanul van lehetőségük igénybe venni a jegybanki eszközöket. Az MNB-nek ugyanakkor megvan a lehetősége diszkrecionális elemek használatára is (pl. állampapír-vásárlás, tender, gyorstender).

Az MNB két eszközt használ folyamatosan a likviditási sokkok tompítására és így a rövid kamatok volatilitásának mérséklésére: a kamatfolyosót és a kötelező tartalékrendszert.

Kamatfolyosó

A jegybank a kéthetes irányadó kamatra szimmetrikus kamatfolyosót tart fenn egynapos lejáraton, ami azt hivatott biztosítani, hogy az egynapos bankközi kamatok az irányadó kamat körül meghatározott, relatíve szűk sávon belül maradjanak.

A kamatfolyosó teteje az a hitelkamat, amelyen egynapos futamidővel – értékpapír-fedezet mellett – hitelt nyújt a jegybank. Amennyiben a hitelintézeteknek rendkívüli szükségük van rövid likviditásra, de valamilyen ok miatt nincs lehetőségük azt a bankrendszeren belül – a bankközi pénzpiacon – megszerezni, a kamatok akkor sem emelkedhetnek szélsőségesen magasra, mivel a jegybank egy viszonylag magas szinten minden igényt kielégít. A bankközi egynapos kamatszint tehát tartósan nem lehet magasabb a kamatplafonnál.

Ehhez hasonló módon a kamatfolyosó aljának (kamatpadló) nevezzük azt a jegybank által megjelölt kamatot, amelyen az ügyfélkör jogosult arra, hogy egynapos betétet helyezzen el a központi banknál. Az egynapos bankközi piacon a kamatszint esetenként lecsökken, amikor likviditásbőség van a piacon. A kamatpadló arra szolgál, hogy a kamatszint csökkenését egy viszonylag alacsony ponton megállítsa. Ezen a kamaton a hitelintézetek korlátozás nélkül elhelyezhetik a jegybanknál a fölös pénzeszközöket egynapos lejáratra, így a kamatfolyosó aljánál kisebb kamaton a hitelintézeteknek nem áll érdekében egynapos bankközi ügyletet kötni.

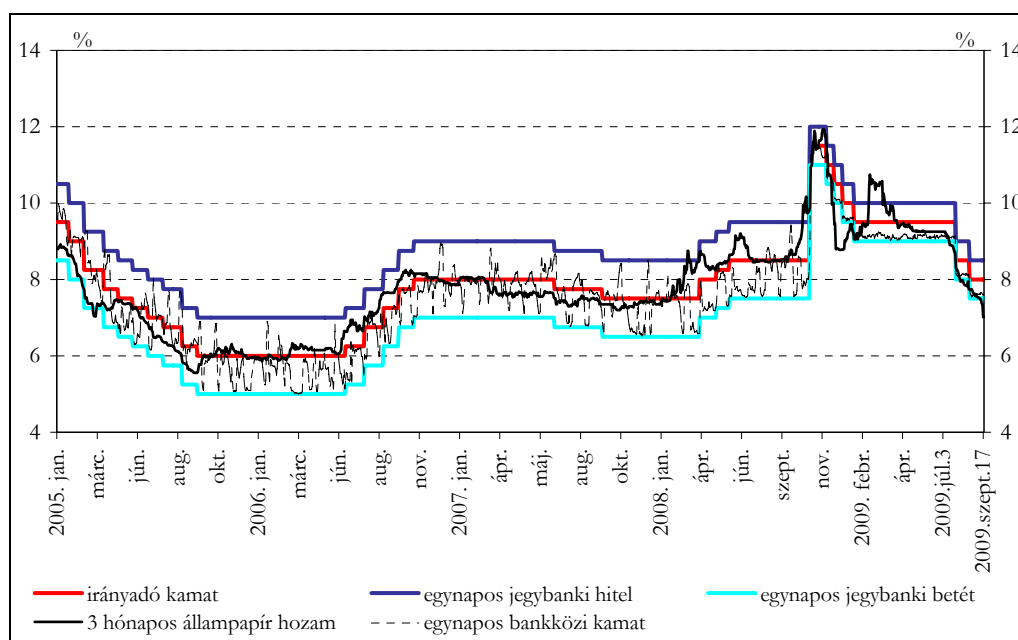
A kamatfolyosó határai tehát folyamatosan biztosítottak. Az MNB által nyújtott hitel oldali rendelkezésre állás igénybevételének egyetlen „természetes” korlátja a hitelintézetek portfóliójában lévő értékpapír-állomány, amely a hitel biztosítékaul felajánlott fedezetek mennyiségét korlátozhatja (korlátlan rendelkezésre állás).⁹

A bankközi kamatok stabilizálását, simítását szolgálja, ha a kamatfolyosó tetején és alján elhelyezkedő instrumentum kamatszintje közel van egymáshoz. Emiatt az MNB 1998 második felétől fokozatosan csökkentette a kamatfolyosó szélességét. A folyosó 1999-2001 között az irányadó kamat körül $\pm 2\%$, ezt követően $\pm 1,5\%$ volt, 2002. szeptember 1-jétől pedig az EKB akkori gyakorlatához hasonlóan ± 1 százalékpont szélességű lett¹⁰. A 2008. őszi pénzügyi turbulencia idején az MNB tovább szűkítette a kamatfolyosót $\pm 0,5\%$ -ra. (A kamatfolyosó alakulásáról lásd az 1. ábrát!)

⁹ A jegybanki partnerek jelenleg minden üzleti napon 8.30-17.30 között vehetik igénybe a kamatfolyosót képező eszközöket.

¹⁰ Az EKB 2008 őszén $\pm 0,5\%$ -ra csökkentette a kamatfolyosója szélességét, majd 2009 elején újra $\pm 1\%$ -ra szélesítette, azt követően pedig 2009 májusától $\pm 0,75\%$ -ra szűkítette azt.

1. ábra: A jegybank irányadó kamata, a 3 hónapos benchmark-hozam és az egynapos bankközi kamat a jegybanki kamatfolyosón belül



Tartalékkötelezettség

A tartalékkötelezettség eredeti funkciója prudenciális tényezőkre vezethető vissza: a tartalék biztosítékul szolgált a betétvisszahívásokkal, a forrásállomány csökkenésével szemben. Ennek a funkciónak ma már lényegesen kisebb a jelentősége. A kötelező tartalék szabályozásának jelenleg az MNB eszköztárában betöltött legfontosabb funkciója, hogy segít az egynapos kamatok simításában.¹¹ A kötelező tartalék előírásnak ugyanis csak egy hónap átlagában kell megfelelniük a hitelintézeteknek, ami lehetőséget ad számukra a likvid eszközök hónapon belüli átcsoportosítására.

A kötelező tartalék előírás lényege, hogy annak alanyainak a forrásaik meghatározott hányadát kötelezően a jegybanknál vezetett számlán kell tartaniuk. Az MNB elnökének a kötelező jegybanki tartalék kiszámításáról, illetve képzésének és elhelyezésének módjáról szóló rendelete (10/2005. (VI.11.)) a hitelintézetekre terjed ki – ideértve a külföldi székhellyel rendelkező hitelintézetek magyarországi fióktelepeit is.

A kötelező tartalék alapja általában az idegen források (pl. betétek) összege, vagy annak egy meghatározott része. A tartalékráta és a tartalékalap szorzata határozza meg az adott intézmény által elhelyezendő tartalék összegét. A tartalék számításának alapjául leggyakrabban egy adott időszak (számítási periódus) tartalékköteles forrásállományának napi átlaga szolgál. Az így kiszámított tartalékot pedig egy adott időszakra kell a jegybanknál elhelyezni (elhelyezési periódus).

A tartalék alapja Magyarországon már kizárólag a forrás típusától és futamidejétől függ (korábban például a forrás denominációjának is volt szerepe). Magyarországon a számítási periódus egy naptári hónap (ez megfelel az adó- és járulékfizetések rendszerességének) és az elhelyezési

¹¹ A tartalékkötelezettség további funkciókat is betölthet. Így a tartalékráta aktív változtatásával elméletileg stabil jegybankpénz iránti kereslet teremthető, amely ugyancsak segíthet a jegybanki likviditásszabályozásban. A kötelező tartalék állománya közvetlenül csökkenti a bankrendszer likviditását, tehát hozzájárul a fölös likviditás lekötéséhez is. A tartalékelhelyezési kötelezettség, amennyiben likviditáshiányt hoz létre a bankrendszerben, növeli a jegybankpénz iránti keresletet – ezáltal a transzmissziós mechanizmus hatékonyságát segíti. Ezen kívül amennyiben a jegybank piacinál alacsonyabb kamatot fizet a tartalékállományra, a kötelező tartalék indirekt adó szerepét is betöltheti.

periódus (szintén egy hónap) a számítási periódust követi. A tartalék számításának alapja a hó végi forrásállomány. A tartalék teljesítése a jegybanknál vezetett elszámolási számlán történik. A hitelintézetek a tartalékkövetelménynek a periódus átlagában felelnek meg, de az elszámolási számlájuk egyenlege soha sem lehet negatív.¹² Ez az átlagolási mechanizmus biztosítja a rugalmas likviditásmenedzselési lehetőséget a hitelintézetek számára.

Annak ellenére, hogy az MNB által 2008-ig alkalmazott kötelező tartalékráta (5 százalék), lényegesen meghaladta az eurozóna tartalékrátáját (2 százalék), a hazai hitelintézetek a kötelező tartalékrendszer szempontjából összességében már akkor is versenysemleges helyzetben voltak. A tartalékra fizetett kamat ugyanis 2004 májusától megegyezett a jegybanki irányadó kamattal, azaz megszűnt a pénzintézeteket a tartalékrendszeren keresztül terhelő jövedelemelvonás. 2008 októberétől az MNB 2 százalékra mérsékelte a kötelező tartalék szintjét, a hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása érdekében.

Egyéb likviditáskezelési eszközök (jegybanki finomhangolás eszközei)

A kamatfolyosó és a tartalékrendszer mellett is előfordulhat azonban, hogy hirtelen bekövetkező, jelentős mértékű likviditási sokkok tartósan eltéríthetnék az egynapos hozamokat a jegybank irányadó kamatától. Ezen kivételes helyzetek kezelésére az MNB rövid, de változtatható futamidejű ún. finomhangoló eszközzel (tender, gyorstender) rendelkezik, amely képes a hitelintézetek által várttól lényegesen eltérő likviditási helyzeteket kezelni a tartalékolási perióduson belül. A tenderek, gyorstenderek használatával egyrészt a váratlan nemzetközi események okozta jelentősebb pénzmozgások magyarországi hatásai csökkenthetők, másrészt esetlegesen segíthetik a likviditáskezelést, különösen a tartalékolási periódus előre nehezen tervezhető utolsó napjain. A bankrendszer átmeneti likviditászavara esetén az MNB megfontolhatja, hogy a bankközi kamatokat hagyja-e a kamatfolyosó határain belül jelentősen elmozdulni, vagy tenderrel, gyorstenderrel meggátolja a zavaró hatású (esetleg indokolatlan) kamatvolatilitást. A tenderek az MNB diszkrecionális eszközei, futamidejüket a jegybank tetszőlegesen meghatározhatja, és lehetnek aktív- vagy passzív oldaliak is. Alkalmazásukra normál piaci környezetben ritkán került sor, azonban a 2008. őszi válság hazai bankközi piacra gyakorolt kedvezőtlen hatásainak csillapítására az MNB – egyéb intézkedések mellett – FX-swap és hiteltendereket is bevezetett.

A jegybanki sterilizációs eszközök

A jegybanki műveletek iránya a jegybank bankrendszerrel szembeni strukturális likviditási pozíciójával függ össze. A strukturális likviditási pozíció a jegybank hitelintézetekkel szembeni kötelezettségeinek és követeléseinek egyenlege, amelynek alakulását a jegybank mérlegében szereplő olyan tételek (úgynevezett autonóm tényezők) befolyásolják elsősorban, amelyeket a központi bank nem tud közvetlenül befolyásolni.

2. keretes írás: Jegybanki likviditási fogalmak

1. táblázat: Az egyszerűsített jegybankmérleg struktúrája

¹² Kanadában a tartalékráta mértéke nulla, de ennek a perióduson belül átlagban kell megfelelni, tehát a pénzintézetek jegybanknál lévő számlájának negatív egyenlege is lehet (*zero averaging*).

Eszközök	Források
E1. Követelés bankokkal szemben	F1. Kötelezettség a bankok felé F1.A. Irányadó eszköz F1.B. Egyéb kötelezettség a bankok felé
E2. Nettó követelés külfölddel szemben	F2. Elszámolási betétszámla
E3. Követelés kormányzattal szemben	F3. Forgalomban lévő készpénz
E4. Egyéb belföldi követelések	F4. Kormányzati betétek
	F5. Nettó egyéb tételek

A jegybank strukturális likviditási pozícióját meghatározó autonóm tényezők közül a legfontosabbak a forgalomban lévő készpénz állománya (F3.), a jegybanki mérlegben szereplő kormányzattal szembeni követelések (E3), illetve kötelezettségek (F4.), valamint a külfölddel szembeni nettó követelések (E2.), amit kis nyitott országokban leginkább a devizatartalék nagysága befolyásol¹³.

$$\text{Strukturális likviditási pozíció} = S_p = E2. + E3. + E4. - F3. - F4. - F5. (= F1. + F2. - E1.)$$

A strukturális likviditási pozícióból a hitelintézetek elszámolási-betétszámla állományának levonásával származtatható a jegybanki *nettó likviditási pozíció*, amely a jegybanki műveletek tényleges irányát és nagyságát mutatja.

$$\text{Nettó likviditási pozíció} = S_p - F2.$$

Ezen belül az irányadó eszköz irányát mutatja a jegybanki *operacionális likviditási pozíció*, amelyet a nettó pozícióból a nem irányadó eszközök mennyiségének levonásával kapunk meg:¹⁴

$$\text{Operacionális likviditási pozíció} = F1.A. = \text{Nettó likviditási pozíció} - F1.B + E1.$$

Amennyiben ez a pozíció pozitív, akkor a jegybank irányadó eszköze betét oldali, azaz likviditást von el a bankrendszerből.

A jegybanki műveletek iránya, illetve a bankrendszer strukturális likviditási pozíciójának alakulása legtöbbször adottság a jegybank számára, és az adott valutaövezet makrogazdasági jellemzőivel függ össze. Nagy, zárt gazdaságokban a gazdaság készpénzkereslete jellemzően olyan mértékű jegybanki refinanszírozási igényt támaszt, amely meghaladja az egyéb likviditást nyújtó tényezők hatását. Ezzel szemben felzárkózó, kis nyitott országokban, így Magyarországon is, a bankrendszer likviditási pozíciója a külföldi tőkebeáramlás és a jegybanki devizapiaci intervenció következtében legtöbbször pozitív, azaz a bankrendszerre strukturális likviditási többlet jellemző. Ennek következtében a jegybank ezekben az országokban sterilizálja a fölösleges likviditást, és betéti típusú instrumentumokat alkalmaz. Az elmúlt néhány évben a privatizációs devizabevételek mellett az államháztartási hiány részben devizaadóssággal történő finanszírozása is hozzájárult a bankrendszer likviditástöbbletének további emelkedéséhez. Mindezek következtében 1995 közepe óta folyamatosan pozitív volt a jegybank strukturális likviditási pozíciója. Emiatt az MNB folyamatosan, bár váltakozó eszközökkel, köti le a bankrendszer

¹³ Természetesen a devizatartalék szintjét a jegybank képes befolyásolni, azonban a devizatartalék mindenkori alakulása – állami devizabevételei és devizakiadási esetén – nem áll a jegybank teljes kontrollja alatt. Emiatt a külfölddel szembeni nettó követeléseket rendszerint az autonóm tételek között szerepeltetik.

¹⁴ Ez az összefüggés passzív oldali irányadó eszközzel rendelkező jegybank esetére érvényes. Amennyiben egy jegybanknak az irányadó eszköze aktív oldali (hitel-instrumentum), akkor annak a követelések között szereplő mennyiségével lesz egyenlő az operacionális likviditási hiány (negatív operacionális likviditási pozíció).

felesleges likviditását (a jegybank pénzpiaci eszközeiről lásd a 3. keretes írást). Erre a célra az MNB jelenleg szintén az irányadó kéthetes eszközt használja: a partnerei mennyiségi korlátozás nélkül vásárolhatnak kötvényt a jegybanktól.¹⁵ Ez biztosítja, hogy a bankrendszer szintjén felesleges likviditás az MNB-kötvényben csapódjon ki.

3. keretes írás: A jegybank pénzpiaci eszközeinek formái

Formai jellemzőik alapján a következő instrumentumokat különböztetjük meg az MNB eszköztárában belül: a jegybanki betétet, a fedezett hitelt, a végleges értékpapír- (*outright*) műveleteket, a repót, a kötelezettséget megtestesítő értékpapírok kibocsátását és az FX-swapot. A végleges értékpapír-műveletek, a repók és a swapok likviditást nyújtó és -kivonó eszközök is lehetnek, míg a többi kizárólag egyik oldali (aktív vagy passzív) művelet lehet, a bankrendszer nettó likviditási pozíciójának megfelelően. Ezen eszközök közül jelenleg rendszeresen, normál piaci körülmények között csak a kötvénykibocsátást, illetve a betét- és hitelműveleteket használja az MNB. Végleges értékpapír-műveleteket és FX-swap ügyleteket ritkán alkalmaz a jegybank, a repót pedig 2001-ben más eszközökkel váltotta fel.

Értékpapír-kibocsátás (MNB-kötvény)

Az MNB-kötvény a jegybank által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő, forintban denominált állampapír, amelyet a tulajdonos fedezeteként felhasználhat jegybanki hitelműveleteihez is. A kéthetes lejáratú MNB-kötvény 2007-től kezdve az MNB irányadó instrumentuma, másrészt a strukturális likviditásfelesleg lekötést is szolgálja. Korábban az MNB-kötvény 1997 és 2002 között kétféle futamidővel, és többféle értékesítési technikával is szerepelt a jegybank eszköztárában. Eleinte az irányadó kamat futamidejénél hosszabb lejáratokon biztosította a bankrendszer likviditásfeleslegének lekötését, a későbbi kibocsátás célja a forgatható pénzpiaci eszközök körének szélesítése volt.

A jegybanki betét

A jegybanki betét alatt azt értjük, hogy a központi bank valamely ügyfele – az értékesítés módjától függően – meghatározott, vagy tenderen kialakuló kondíciók (futamidő, kamat) mellett elhelyez bizonyos összeget a jegybanknál. A jegybanki betét futamideje alatt nem felmondható. Az egynapos lejáratú betét a kamatfolyosó alját képezi, ahol a jegybank folyamatosan rendelkezésre áll betételfogadással. A kéthetes lejáratú jegybanki betét pedig 2007-ig az MNB irányadó instrumentuma volt.

Fedezett hitel

A jegybanki hitelnújtás két leggyakoribb technikai formája: az aktív repó, illetve a fedezet mellett nyújtott hitel. Köztük a nemzeti bankok saját belátásuk szerint választhatnak, általában a múltbeli gyakorlat és jogi szempontok döntenek. A GMU sok országában a jegybankok mindkét eszközt alkalmazzák, az MNB azonban csak a fedezett hitelt. 2002-től a fedezett hitelnek kettős funkciója lett az MNB eszköztárában: az egynapos fedezett hitel a monetáris politika eszközévé vált, mint a kamatfolyosó felső széle, másrészt a napon belüli hitel a napközbeni pénzforgalmat segíti.

¹⁵ Korábban volt példa arra, hogy az irányadó eszköztől eltérő, jellemzően hosszabb lejáratú eszközt alkalmazott erre a célra a jegybank. Ezt a gyakorlatot néhány jegybank jelenleg is használja.

Végleges állampapír adásvétel

A klasszikus nyíltpiaci műveletnek számító *végleges állampapír adásvétel* (outright műveletek) keretében a központi bank értékpapírokkal, elsősorban állampapírokkal kereskedik a másodlagos piacon azzal a céllal, hogy a likviditás kínálatát szabályozza. Az outright műveleteket a jegybankok kezdeményezik (diszkrecionális eszköz), viszont nem jelent kényszert a piac számára, tehát a bankok saját elhatározásból, a piaci feltételek függvényében döntenek arról, hogy elfogadják-e a jegybank ajánlatát. Ennek az eszköznek azonban a feltétele, hogy megfelelő mennyiségű értékpapír-állomány legyen elérhető a piacon, vagyis fejlett, likvid elsődleges és másodlagos értékpapírpiacon létezzon az adott országban, másrészt passzív oldali szabályozás esetén a jegybanknak is jelentős mennyiségű értékpapírral kell rendelkeznie. A klasszikus outright műveletek viszonylag kevés helyen váltak az adott ország monetáris politikájának meghatározó eszközévé (USA, Nagy-Britannia), azonban a 2008-as válság során növekvő szerepük volt a bankrendszerek likviditásának növelésében. Az MNB ezt az eszközt jellemzően csak rendkívüli piaci és likviditási helyzetekben alkalmazza (a közelmúltban 2003-ban és 2008 őszén került erre sor).

Repóügylet

Az *értékpapír visszavásárlás* (vagyis *repóügylet*) két tranzakció eredője, az első egy adott értékpapír (legtöbbször állampapír) prompt eladása vagy vétele, majd ezt követően – egy előre meghatározott időpontban – a papír visszavétele vagy -adása. Az ügylet tartalmilag egy fedezet mellett nyújtott hitel, a két ár különbsége pedig a hitel kamata (repókamat). A repóügyletek monetáris politikai eszközként való felhasználásának előnye, hogy használatukat nem korlátozza a rendelkezésre álló állampapírok lejárata; egyenletes, állandó rövid futamidőn képesek hatékonyan befolyásolni a jegybank operatív kamatcélját. A jegybanki passzív repó hasonlít a jegybanki betételre, de passzív repó esetében a jegybank fedezetet nyújt az elhelyezett összeg biztosítékaul. A jegybanki betétel ezért egyszerűbb, mint a passzív repó: nincs szükség nagy, homogén értékpapír-állományra fedezetként. A jegybanknak (biztos fizető adósként) amúgy sem indokolt fedezetet nyújtania a nála elhelyezett összegekre. Az MNB eszköztárában 2001 decemberéig foglalt el központi helyet a repó: az egynapos aktív repó hiteloldali instrumentumként a kamatfolyosó tetejét jelentette. Azóta a fedezett hitel tölti be ezt a szerepet.

FX-swap ügyletek

Deviza-forint FX-swap ügyletnek nevezzük azt a tranzakciót, amely során az egymással üzletelő felek egyike "elcseréli" a másikkal a forintját a jelenben valamely másik devizára, majd egy jövőbeli időpontban visszacseréli. A jegybankkal szembeni ügyletben általában forint indíttatású műveletről van szó: leggyakrabban a forintot kölcsönvevő fél a devizát fedezetként használja és az így megtestesülő forint hitelre kamatot fizet. Az MNB 2001 áprilisáig működtette az egynapos swapeszközt az egynapos aktív repóval azonos kondíciók mellett, rendelkezésre állás formájában. Ezt követően legközelebb 2008 őszétől vezetett be FX-swap tendereket a devizalikviditási feszültségek csökkentése és a forinthozamok kilengéseinek korlátozása érdekében.

Az árfolyam direkt befolyásolását szolgáló eszközök

A devizapiaci műveletek az adott árfolyamrendszer fenntartását, illetve az árfolyam befolyásolását szolgálják: a jegybank, az árfolyam-felértékelődés elkerülésére, a devizapiacra devizát vásárolhat (interveniálhat), ezáltal megnövelheti a forgalomban lévő hazai deviza mennyiségét. Ezzel

ellentétben devizát adhat el, ha a devizapiacra leértékelődik a belföldi fizetőeszköz.¹⁶ Ezen túlmenően a devizapiaci műveletekkel lehetséges a pénzpiac likviditásának befolyásolása is, swap- vagy devizarepó-ügyletek keretében. Ez utóbbi tranzakciók azonban az árfolyam szintjét közvetlenül nem befolyásolják.

Az MNB a jegybanki kamatok közvetett hatása mellett devizapiaci műveleteket is alkalmazhat az árfolyam befolyásolására. Az MNB az inflációs célkövetés monetáris rendszer bevezetésével együtt 2001 közepén a korábbi szűk sávós árfolyamrendszert széles sávós árfolyamrendszerre változtatta (a forint euróval szembeni árfolyam-ingadozási sávja $\pm 15\%$ volt). A sávszéli devizapiaci intervenció ezen árfolyamrendszer fenntartását szolgálta: a jegybank az árfolyamsáv erős szélén automatikusan devizavételi ajánlattal élt, míg a gyenge szélén devizaeladásra tett felső mennyiségi limit nélküli ajánlatot. Így védte a belföldi fizetőeszköz árfolyamát a további fel, illetve leértékelődéstől.¹⁷ 2008 elejétől az MNB áttért a lebegő árfolyamrendszerre, vagyis megszüntette a korábbi árfolyam-ingadozási sávot. Így sávszéli intervenciót már nem alkalmaz a jegybank, ugyanakkor a forint árfolyamának befolyásolása vagy a volatilitásának mérséklése érdekében továbbra is lehetősége van devizapiaci intervencióra.

Az árfolyam befolyásolásának eszköze lehet még az ún. verbális intervenció, amikor az MNB a piacon kialakult árfolyamszintet, vagy várt árfolyampályát az inflációs cél szempontjából nemkívánatosnak, vagy hosszú távon fenntarthatatlannak ítéli. A verbális intervenció akkor lehet hiteles, ha kudarca esetén a jegybank egyéb eszközöket (kamatlépés, devizapiaci intervenció) is hajlandó bevetni céljai eléréséhez.

A 2001 előtti szűk sávós rendszerben gyakran előfordult, hogy a jegybank kereskedett (interveniált) a sávszéleken, jellemzően az erős sávszélén. A sávszélesítést követően azonban sávszéli intervencióra csak 2003 elején került sor. Ekkor az árfolyamsáv erős szélén kellett beavatkoznia az MNB-nek: a forint sávon kívülre való erősödésének megakadályozása érdekében eurót vásárolt.¹⁸

Szintén a devizapiaci műveletekhez tartozik a számos európai uniós országban alkalmazott eszköz, amely keretében a jegybank a *devizapiacra tereli* az állami devizabevételek jegybanknál való átváltásából származó devizaeszközöket. A kialakult gyakorlat szerint a magyar költségvetés devizabevételeit (EU-transzferek, privatizációs bevétel, devizakötvény-kibocsátásból származó bevétel) nem a piacon, hanem az MNB-nél váltja át forintra. A jegybank az átváltásból származó forintot a kincstári számlán írja jóvá a költségvetés számára, ahonnan a kincstári kifizetések következtében a többletlikviditás a bankrendszerhez kerül. Az MNB annak érdekében, hogy elkerülje a bankrendszer forintlikviditásának túlzott növekedését, 2004-től kezdve minden évben a devizapiacra tereli az állam MNB-vel szembeni nettó forintkonverziójának egy részét, míg a fennmaradó részt a devizatartalék növelésére fordítja. A jegybank a devizaeladással nem kívánja befolyásolni a forint árfolyamának alakulását, azt a bankközi devizapiacra, sok részletben, kis tételekben és árelfogadó módon végzi.

Eszköztár-fejlesztés az inflációs célkövetés rendszerében

Az MNB az inflációs célkövetés rendszer 2001 közepi bevezetése óta több változtatást hajtott végre a monetáris politikai eszköztárban. E változtatások egyrészt a nemzetközi gyakorlathoz és az EKB által alkalmazott eszköztárhoz való minél szorosabb harmonizáció céljával történtek, másrészt az eszköztár működtetése során felgyűlt tapasztalatokat figyelembe véve a hatékonyság növelését szolgálták.

¹⁶ A jegybanki intervenció hatékonyságáról részletesebben lásd Kiss M. (2005).

¹⁷ A hazai devizapiac további sajátosságairól részletesen lásd Csávás-Erhart (2005).

¹⁸ A 2003 eleji eseményekről részletesen lásd Barabás (2003) (szerk): A felértékelődési spekuláció kezelése.

Ilyen változtatás volt a korábbiakban már részletesen bemutatott kamatfolyosó fokozatos szűkítése, amelynek köszönhetően 2002 őszétől az egynapos hitel- és betétoldali rendelkezésre állás az irányadó kamat körül ± 1 százalékos széles, szimmetrikus folyosót alkotott, amely 2008 októberétől még tovább, $\pm 0,5$ százalékosra csökkent.

A kötelező tartalékrendszer fokozatos átalakítása során a tartalékrátát csökkentette a jegybank, a tartalékokra az EU-csatlakozás óta piaci kamatot fizet, és a tartalékköteles források körét is egyszerűsítette.

Két további olyan átalakításra került sor a jegybanki eszköztárban, amelyet a korábbiakban nem érintettünk részletesen: ezek a fedezetkezelési rendszert és a jegybanki partnerkört érintették.

Fedezetkezelés rendszerének reformja

Az eszköztárral kapcsolatos alapelv az, hogy a jegybank csak akkor nyújt partnereinek hitelt, ha azok megfelelő fedezettel rendelkeznek, és ezt az eurozónában is kötelezően előírják. Az MNB-nek ugyanakkor kockázata származhat abból, hogy a fedezett hitelügyletek esetében a fedezetként zárolt értékpapírok árfolyama a hitelek futamideje alatt változhat.

E kockázat pontosabb kezelésére az MNB 2003 közepén *napi fedezetértékelést* vezetett be.¹⁹ Ennek keretében naponta ellenőrzi, hogy a fedezet értéke elegendő biztosítékot nyújt-e abban az esetben, ha a hitelt nem törlesztenék. Abban az esetben, ha a fedezettség nem áll fenn, a hitel felvevője megnöveli a fedezetül szolgáló értékpapírok állományát vagy törleszti a hitel fedezetlenné vált részét.

A fedezet a hazai fizetési rendszerekben (Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer/ VIBER és Bankközi Klíring Rendszer/ BKR) napközbeni hitel, illetve monetáris politikai célú fedezett hitel felvételéhez használható fel. Ahhoz, hogy a fedezetértékelés beiktatása ne okozzon jelentősebb időbeni fennakadást a VIBER működésében, annak napon belül bármikor automatikusnak kell lennie (megfelelő fedezet hiányában ugyanis a VIBER nem teljesít átutalást). Az automatizmus biztosítása érdekében a fedezetértékelést az MNB-től előzetesen kapott adatok alapján a KELER végzi.

A fedezetek körét illetően az MNB-nek az EU-csatlakozást megelőzően fel kellett készülnie arra, hogy az eurozónában elfogadott fedezetekhez információt szolgáltatson abban az esetben, ha Magyarországon kibocsátott papírt szeretne elfogadtatni egy eurozónabeli partner valamelyik tagjegybankkal. Az euro bevezetését követően pedig a korábbi fedezetek körén kívül az MNB-nek be kell tudnia fogadni valamennyi KBER-ben (Központi Bankok Európai Rendszerében) elfogadott fedezetet is.

Partnerkör egységesítése

A jegybankok általában arra töreksenek, hogy elsősorban azon piaci szereplőkkel végezzék műveleteiket, amelyeken keresztül monetáris célkitűzéseiket a leghatékonyabban érvényesíteni tudják, vagyis akiken keresztül a transzmisszió a leggyorsabb. A nemzetközi gyakorlat alapján a partnerkör megválasztásában döntő szerepe van a pénzügyi hagyományoknak, a pénzügyi közvetítőrendszer, illetve a bankközi piac tulajdonságainak. Az EKB a Bundesbankhoz hasonlóan széles, míg a Bank of England meglehetősen szűk ügyfélkörrel áll kapcsolatban.²⁰

¹⁹ Korábban az MNB *normatív fedezetértékelést* alkalmazott, amely esetén a hitelügylet megkötésekor a fedezet befogadási értékét úgy határozta meg, hogy ezen érték alá a fedezet piaci értéke csak elfogadhatóan kis valószínűséggel csökkenjen.

²⁰ A monetáris politikai célú műveleteken túli jegybanki szolgáltatások (pl. a központi banki számlavezetés) ügyfélköre egyéb szempontok által is meghatározott.

A jegybankok kétféleképpen szabályozhatják, hogy az adott típusú műveletben mely ügyfelek vehetnek részt. Egyrészt meghatározhatják direkt módon korlátozóan vagy felsorolva (pl. hitelintézetek típusa szerint). Másrészt olyan technikai feltételek (pl. VIBER-tagság vagy KELER-nél vezetett értékpapírszámla), illetve egyéb feltételek (pl. minimális ajánlati összeg) megjelölésével élhetnek, amelyek egyes – az ügylet végzésére egyébként jogosult – intézmények számára nem teszik lehetővé, vagy nagyon megnehezítik a jegybankkal történő üzletkötést. Ezek a feltételek elsősorban a transzmisszió hatékonyságnövelését szolgálják.

Az MNB több lépésben 2004-re egységesítette az alkalmazott eszközeinek partnerkörét. A forintpiaci monetáris politikai eszközöket azok a tartalékköteles hitelintézetek vehetik igénybe, amelyek megfelelnek az ügyletek lebonyolításához szükséges technikai feltételeknek.²¹ A nagyon ritkán (csak szélsőséges piaci szituációkban) használt gyorstenderek esetében viszont, a rövid idő alatt történő lebonyolítás érdekében, a partnereknek csak egy szűkebb köre, a bankok adhatnak be ajánlatot (az egyéb hitelintézetek nem), amennyiben az egyéb technikai feltételeknek megfelelnek. A fentiek miatt a betétoldali műveletek partnerköre a legszélesebb, a fedezett hitelhez és értékpapírügyletekhez szükséges KELER értékpapír számla valamelyest szűkíti a tényleges partnerkör nagyságát.

2. táblázat: Az MNB forintpiaci monetáris politikai eszközeinek igénybevételére vonatkozó feltételek

	Potenciális partnerek	Technikai feltételek	
Egynapos betét, betéti tenderek	Tartalékképzésre köteles belföldi hitelintézet	Közvetlen VIBER*- vagy BKR-tagság**	
Egynapos fedezett hitel, hiteltenderek	Tartalékképzésre köteles belföldi hitelintézet	Közvetlen VIBER- vagy BKR-tagság	KELER-nél vezetett értékpapírszámla
MNB-kötvény, azonnali értékpapírügylet	Tartalékképzésre köteles belföldi hitelintézet	Közvetlen VIBER-tagság	KELER-nél vezetett értékpapírszámla
Betéti gyorstenderek	Tartalékképzésre köteles belföldi bank	Közvetlen VIBER- vagy BKR-tagság	
Fedezett hitel gyorstenderek	Tartalékképzésre köteles belföldi bank	Közvetlen VIBER- vagy BKR-tagság	KELER-nél vezetett értékpapírszámla

* Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer.

** Bankközi Klíring Rendszer.

Az eszköztár összehasonlítása az EKB eszköztárával

Az MNB eszköztárának két elemében találhatók olyan eltérések az EKB eszköztárához képest, amelyet lényeges megemlíteni. Az irányadó instrumentum lejárata, iránya és időzítése különbözik, illetve a fedezetkezelési rendszerben az euro bevezetéséig át kell venni az EKB által addig megvalósított fejlesztéseket.

Az irányadó instrumentum

Az MNB irányadó instrumentuma több szempontból is eltér az EKB által alkalmazottól, egyrészt az iránya (az EKB hiteloldali instrumentumot használ), másrészt a futamideje szerint. Az irányadó instrumentum indulásának időzítése, és a lebonyolítás technikai megvalósítása is eltér. A különbségeket és azok indokait tekintjük át a következőkben.

²¹ A belföldi hitelintézeti partnerek közé tartoznak a magyarországi székhelyű hitelintézetek, az Európai Gazdasági Térségben székhellyel és magyarországi fiókteleppel rendelkező külföldi hitelintézetek (ők a magyarországi fióktelepük útján érik el az MNB eszközeit), valamint az Európai Gazdasági Térségen kívüli székhellyel rendelkező külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei.

A strukturális likviditástöbbletről írottaknak megfelelően az eurozóna bankrendszere likviditáshiányos, ez az oka annak, hogy az EKB hiteloldali műveletet használ irányadó eszközként, míg az MNB a hazai bankrendszer strukturális likviditásbősége miatt betétoldalt. Az eurozónához történő csatlakozáskor ez a likviditástöbblet az eurorendszer nagyságrendekkel nagyobb likviditáshiányát fogja enyhíteni. Sem az MNB-nek, sem a hazai hitelintézeteknek nem kell speciális lépéseket tenni e folyamat során.

Az EKB 2004-től egy hétre rövidítette hiteloldali irányadó eszközének a lejáratát, míg az MNB nem változtatott kéthetes eszközének a lejáratán. Ezzel a változtatással egyidőben az EKB a tartalékperiódusok kezdetét (amelytől számítva a tartalékkötelezettségi előírásnak egy hónap átlagában kell megfelelniük a partnereknek, vagyis a hitelintézeteknek) összehangolta az irányadó kamatról való döntéssel. A két változtatás mögött az a szándék húzódott meg, hogy az EKB csökkenteni akarta a partnereinek az irányadó kamatra vonatkozó spekulációs lehetőségét. Ez a túlzott spekuláció ugyanis korábban problémákat okozott az irányadó eszköz működtetésében. Az új rendszerben egy tartalékperióduson belül az irányadó kamat nem változik, illetve az irányadó eszköz futamideje nem ível át tartalékperiódusokon, így spekulációra nincs lehetőség.

Az MNB ennél lényegesen egyszerűbb eszköztárat alkalmaz, amelyben a tartalékperiódus egybeesik a naptári hónapokkal és nem függ a kamatdöntés időpontjától. Másrészt az irányadó instrumentumának kéthetes futamidején sem változtatott. A rendszer egyszerűsége mellett az is a változtatás ellen szólt, hogy az MNB eddig nem tapasztalt túlzott mértékű spekulációt az irányadó kamat változtatására. Másrészt a hazai bankrendszert jelentős, az eurorendszerben szokásosnál nagyobb mértékű likviditási sokkok érik. Ezek különösen akkor okoznak gondot, ha a tartalékperiódusból már kevés van hátra, így a hitelintézeteknek nincs nagy mozgásterük az átlagolási mechanizmus kihasználásával enyhíteni a sokk hatását. Az EKB rendszerében viszont az utolsó irányadó eszköz igénybevétele messzebb van a tartalékperiódus végétől (mindig egy hétre), mint a hazai rendszerben. További érv a változtatás ellen, hogy mivel rövidülne az instrumentum lejárat, így gyengülne a hosszabb (néhány hónapos) pénzüpi hozamokkal való kapcsolat. Végül egyhetes instrumentum esetén, amely egyben sterilizációs eszközként is funkcionál, megnőne az egyszerre felszabaduló likviditás mennyisége. Ez segíthetné a hitelintézeteket egy esetleges forint elleni spekuláció esetén.

További eltérés a két irányadó eszköz működése között, hogy az eurozónában változó kamatú aukción vehetik igénybe a partnerek a jegybanki eszközt, az EKB csak a minimális ajánlati kamatlábat határozza meg.²² Ennek értelmében a partnerek ezen, vagy e fölötti kamatlábon adhatják be az ajánlataikat, és az EKB dönt arról, hogy mennyit fogad el belőle. Ezzel szemben az MNB hetente rendelkezésre állásként hirdeti meg a kéthetes kötvényszerű aukciót, azaz minden ajánlatot elfogad az előre rögzített kamatlábon. Ez utóbbi lényegesen egyszerűbb feladatot jelent a jegybank számára, nincs szükség a bankrendszer számára szükséges likviditás pontos előrejelzésére. Ilyen prognózis készítése a hazai környezetben, a lényegesen nagyobb likviditási sokkok miatt, mindenképpen nehézségekbe ütközne. Végül az aukción kialakuló kamat esetében nagyobb az esélye, hogy a kialakuló hozam eltér a jegybank által megjelölt irányadó kamattól.

Fedezetkezelés

Az elmúlt években végrehajtott változtatások biztosítják, hogy jelenleg az MNB fedezetkezelési rendszere összhangba került az eurozóna rendszerével. Az eurozónában azonban a fedezetkezelési rendszer időközben több változáson ment keresztül, melyek leglényegesebb eleme az egységes elfogadható fedezeti listájának („Single List”) 2007-es bevezetése. Ezzel együtt két fontos elemmel bővült a rendszer: a határon átnyúló fedezetfelajánlás lehetőségével és a bankhitelek fedezetként történő használatával. Ezen elemeket legkésőbb az eurozóna-

²² A 2008. őszi válságot követő periódus ez alól kivételt jelent, hiszen az EKB is rögzített kamat mellett, korlátlanul hajlandó hitelt nyújtani a partnereinek.

csatlakozáskor az MNB-nek is át kell vennie, aminek hatására a hazai partnerek által potenciálisan használható fedezetek piaci mennyisége megsokszorozódik.

A határon átnyúló fedezetelfogadás esetében a magyar jegybanknak nagy valószínűséggel inkább a belföldön kibocsátott fedezetekkel kapcsolatban más tagjegybankok számára nyújtandó letétkezelői szolgáltatásokra kell felkészülnie. Ugyanis a hazai intézmények kevés külföldi fedezettel rendelkeznek, a hazai leánybankok tulajdonosai viszont nagy valószínűséggel a központosított likviditáskezelésük során fel fogják használni a magyar leánybankjaiknál lévő elfogadható fedezeteket. Ehhez szükséges az, hogy az MNB közreműködésével a Magyarországon tartott fedezeteket zárolni lehessen az eurorendszer más jegybankjai javára.

A bankhitelek esetében az eurorendszer jelenlegi koncepciója szerint a hitelek elfogadásával kapcsolatos jogi eljárások és adatkezelés, illetve a karbantartás feladatai jelentenek majd kihívást az MNB számára.

Összeállította: Balogh Csaba (Magyar Nemzeti Bank, Pénzügyi elemzések)

A kézirat lezárásának időpontja: 2009. szeptember 21.

Hivatkozások

- Antal J.–Barabás Gy.–Czeti T.–Major K. (2001): Likviditásszabályozás az MNB cél- és eszközrendszerében. *MNB Műhelytanulmány*, 2001/22.
- Barabás Gy. (szerk.) (2003): A felértékelődési spekuláció kezelése. *MNB Háttér tanulmány*, 2003/3.
- Csávás Cs.–Erhart Sz. (2005): Likvidek-e a magyar pénzügyi piacok? - A deviza- és állampapír-piaci likviditás elméletben és gyakorlatban. *MNB-tanulmány*, 2005/44.
- Kiss M. Norbert (2005): A jegybanki devizapiaci intervenció hatékonysága. Nemzetközi tapasztalatok és elméleti megfontolások. *Közgazdasági Szemle*, LII. évf., 2005. november, 846-872. o.