

A jegybanki kéthetes betét értékpapírrá alakítása

Vitaanyag az MNB Pénzpiaci Konzultatív Fórumára

Készítette: Balogh Csaba és Varga Lóránt

2006. június

Összefoglaló

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) eszköztárában a kéthetes betét kettős funkciót tölt be: ez a jegybank irányadó eszköze, amelynek segítségével a monetáris politika befolyásolja a piaci hozamokat, másrészt ez a jegybank sterilizációs eszköze is, amellyel a bankrendszer leköti a fölös likviditását. Az MNB 2006 őszétől a kéthetes betét helyett kéthetes futamidejű értékpapír kibocsátásával tervezi elérni ezt a két célt, minden egyéb feltétel változatlansága mellett. Az új jegybanki értékpapír bevezetése előtt a jegybank lehetővé kívánja tenni a jegybanki partnerek és az ÁKK számára, hogy a tervezett változással kapcsolatban észrevételeket tegyenek. Erre egy Pénzpiaci Konzultatív Fórum keretében nyújt lehetőséget az MNB (az ezen a fórumon javasolt témákat, vitaindító kérdéseket lásd az összefoglaló végén). Az MNB és a piac közötti hatékony kommunikáció elősegítése érdekében az MNB az alábbi anyagban foglalja össze álláspontját az értékpapír alapú sterilizáció előnyeivel és hátrányaival kapcsolatban.

A kéthetes betét értékpapírrá alakításának aktualitását részben az adja, hogy a piac által várt eurozóna-csatlakozás időpontjának eltolódása és a sterilizációs állomány várható tartósan magas állománya miatt érdemes megfontolni, alkalmazható-e a kéthetes betéttől eltérő konstrukció úgy, hogy a monetáris politikai célok ne sérüljenek, de más területeken előnyökkel járjon. Múltbeli tapasztalatok alapján arra lehet következtetni, hogy néhány hitelintézetnél elégtelennek bizonyulhat az *elfogadható fedezetek állománya* a fizetési forgalom biztonságos lebonyolításához. Ezt a veszélyt csökkenti a kéthetes értékpapír bevezetése. Másrészt az is időszzerűvé teszi a kérdést, hogy az elmúlt fél évben – részben a kincstári számlák megnövekedett volatilitása miatt – a jegybanki partnerek gyakori, nagy volumenű jegybanki rendelkezésre-állás igénybevétele volt tapasztalható, ami a *bankközi likviditáskezelés nehézségeire* hívta fel a figyelmet. A következőkben bemutatottak szerint ezeket a területeket szorosan érinti a jegybanki eszköz formája.

A kéthetes betét értékpapírrá alakításának egyik előnye, hogy a kis tartalékkötelezettségű, pénzpiacon aktív bankok számára megkönnyítené a fizetési forgalmuk lebonyolítását, mivel *kibővülne a jegybank által elfogadható fedezeteik köre*. Az összes hitelintézet számára kedvező hatás lehet a fizetési rendszer stabilitásának erősödése, továbbá az is, hogy az eddig a jegybanknál zárolt fedezeteiket részben más célra is fel tudják használni. Emellett a változtatás a *kötelező tartalékráta esetleges jövőbeli csökkentését is jelentősen segítheti*. Zökkenőmentes fizetési forgalmuk fenntartásához a hitelintézeteknek a jegybanki napközbeni hitel növekvő igénybevételével kellene helyettesíteniük a tartalékráta csökkentés miatt kieső számlaállományukat. Az ehhez szükséges pótlólagos elfogadható fedezetet viszont az értékpapírosított sterilizációs állomány növekedése biztosítaná.

A kéthetes értékpapír megjelenése elméletileg *növelheti a bankközi likviditáskezelés hatékonyságát*, mivel a kéthetes sterilizációs eszköz a bankközi piacon forgatható lenne. A bankközi piac ugyan már jelenleg is relatíve hatékonyan működik, de az alacsonyabb

mérlegfőösszegű hitelintézetek nehezebben tudják likviditásukat menedzselni ezen a piacon, mint a nagyobb bankok. Az új jegybanki értékpapír ezen kívül csökkentheti a hitelintézetek túlzottan óvatos sterilizációs eszköz igénybevételét is. Az értékpapírosított sterilizációs eszköz igénybevételének technikai követelményei (KELER értékpapírszámla szükségessége) miatt feltételezhetően néhány kis hitelintézet kimaradásával szűkülne a jegybanki partnerkör, ami viszont összességében nem érintené hátrányosan a bankrendszer szintű likviditáskezelést.

Az újonnan megjelenő értékpapír a repózható értékpapírok állományát is bővítené, a kéthetes betét értékpapírrá alakítása tehát közvetett módon *a hazai repópiac aktivitását is növelheti*. A kéthetes értékpapír repózásának kamatpozíció felvételére történő alkalmazását az értékpapír rövid futamideje ugyan erősen korlátozhatja, a likviditáskezelési célú repóforgalmat azonban jelentősen élénkítheti az új jegybanki értékpapír.

Az új állampapír várhatóan *nem csökkenti az ÁKK által kibocsátott állampapírok iránti keresletet*, mivel nem valószínű, hogy a jegybanki partnerek többsége csak a jegybanki fedezet biztosítása miatt tart állampapírt. Az *ÁKK kincstári számla simítási repó-műveleteit viszont egyértelműen megkönnyíti* a jegybanki értékpapír bevezetése, elsősorban az aktív partnerkör kibővítésén keresztül.

A *nemzetközi példák* megerősítik, hogy az EU likviditási többlettel rendelkező bankrendszeriben működő jegybankok többsége olyan sterilizációs eszközt alkalmaz, amely fedezetként felhasználható a jegybankkal kötött hiteloldali műveletek során (a nemzetközi összehasonlítást lásd a Függelék első részében).

A jegybanki értékpapír kibocsátása technikailag könnyen kivitelezhető, az új rendszer bevezetése és működtetése azonban *költségekkel* jár. A jegybanki partnereknél az eddigi betételhelyezéshez képest az értékpapír-tartásnak a tranzakciós költségei fognak új elemként megjelenni.

Összességében az értékpapír formában alkalmazott kéthetes jegybanki eszköz kedvező hatásai nagy valószínűséggel meghaladják a hátrányait. (1. táblázat)

A piaci hatások pontosítása érdekében azonban fontosnak tartjuk a *piaci szereplőkkel történő konzultációt*. A konzultáció lényeges információkkal szolgálhat a kérdésben, ugyanis a kéthetes betét értékpapírrá alakításával az MNB csak a hatékonyabb bankközi piac lehetőségét teremti meg, annak megvalósulása azonban már teljes mértékben a hitelintézeteken múlik.

1. táblázat: Összefoglaló a kéthetes betét értékpapírrá alakításának lényegesebb várható előnyeiről és hátrányairól

Az értékpapírrá alakítás várható előnyös hatásai:

Fedezetellátottság támogatása

Bankközi likviditáskezelés könnyítése (jegybanki papír másodpiaca és a repópiac támogatása)

A tartalékráta-csökkentés kivitelezésének könnyítése

KESZ simítás könnyítése

Az értékpapírrá alakítás várható hátrányos hatásai:

A sterilizációs állomány tartása a jegybanki partnereknek költséggel jár

Az ÁKK állampapír-kibocsátását kedvezőtlenül érinthetné, ha jelentős a csak MNB fedezet céljára tartott állampapír-állomány

A Pénzpiaci Konzultatív Fórum tervezett témái, vitaindító kérdései

1. Fizetési forgalom lebonyolítása:
 - A kéthetes értékpapír segíti-e a napon belüli likviditáskezelést és a sokkok kezelését?
 - Valóban okoz-e gondot a fedezet elégtelensége?
 - Napon belül?
 - Napon túl?

2. Bankok közötti likviditás újraelosztása
 - Milyen esélye van a likviditáskezelők közötti másodpiaci kereskedésnek?
 - A repó-piaci problémákat mennyiben oldja meg?
 - Okoz-e gondot a fedezetlen ügyleteknél a limitek kimerülése, vagy más korlátozó tényező?
 - Az ÁKK KESZ-simításában aktívabban fognak tudni részt venni a hitelintézetek?

3. Csupán az új fedezet megjelenése befolyásolhatja-e piaci szereplők állampapír-piaci keresletét?

4. A várható előnyökhöz képest hogyan értékelik a várhatóan felmerülő költségek?

5. Technikai megvalósítás kérdései?

TARTALOMJEGYZÉK

TARTALOMJEGYZÉK	3
BEVEZETŐ	4
I. AZ ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS ELŐNYEI A BETÉT ESZKÖZZEL SZEMBEN	5
I. 1 A napközbeni fizetési forgalmat megkönnyíti a fedezetellátottság növelése	5
I. 2 Könnyebb alkalmazkodás a kötelező tartalékráta esetleges csökkentéséhez	8
I. 3 A bankközi likviditáskezelés megkönnyítése a tartalék-teljesítési perióduson belül	9
<i>A hitelintézetek közötti likviditás újraelosztásának új piaci szegmense jöhet létre</i>	9
<i>A bankok repópiaci aktivitásának növekedését támogathatja</i>	11
<i>A bankközi piac likviditáskezelésének „súrlódásai”</i>	13
<i>A kéthetes jegybanki értékpapír elsődleges és másodlagos piaca</i>	16
I. 4 Az Államadósság Kezelő Központ likviditáskezelésének megkönnyítése	17
II. AZ ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS HÁTRÁNYAI	19
II. 1 Az értékpapír alapú sterilizációs állomány tartása költséggel jár a partnerek számára	19
II. 2 Az új állampapír megjelenése csak kis valószínűséggel hathat az államadósság finanszírozására	19
III. FÜGGELÉKEK	21
III. 1 Az EU országok többletlikviditás lekötésének gyakorlata	21
III. 2 A jegybanki műveletekhez kapcsolódó likviditási fogalmak összefoglalása	23

BEVEZETŐ

Az MNB eszköztárában a kéthetes betét kettős funkciót tölt be: ez a jegybank irányadó eszköze és a sterilizációs eszköz is egyben. Az MNB 2006 végétől a kéthetes betét helyett kéthetes futamidejű értékpapír kibocsátásával tervezi elérni ezt a két célt. A kéthetes futamidejű, dematerializált, zéró-kupon MNB-kötvény kibocsátására várhatóan a tőkepiaci törvény által szabályozott nyilvános forgalomba hozatal feltételei szerint fog sor kerülni, vagyis a kéthetes MNB-kötvény a másodpiacon szabadon, bárkire átruházható lesz. Az MNB-kötvény forgalomba hozatala a kéthetes-betét elhelyezéshez teljesen hasonló feltételekkel történik.¹ Az egyetlen különbséget az jelenti, hogy az értékpapír forgalomba hozatala során az értékpapírosított eszköz partnerkörébe csak KELEER értékpapírszámlával rendelkező hitelintézetek tartozhatnak.

Az új jegybanki értékpapír bevezetése előtt az MNB lehetővé kívánja tenni a jegybanki partnerek és az ÁKK számára, hogy a tervezett változással kapcsolatban észrevételeket tegyenek. A hatékony kommunikáció elősegítése érdekében az MNB ebben az anyagban foglalja össze az értékpapír alapú sterilizáció előnyeivel és hátrányaival kapcsolatos megítélését. (Az egyszerűség kedvéért a kéthetes betét értékpapírrá alakítására a továbbiakban „értékpapírosításként” hivatkozunk az anyagban, ennek tartalma azonban természetesen eltér az értékpapírosítás pénzügyi piacokon elterjedt eredeti, a követelések értékpapírosítására vonatkozó jelentésétől.)

Az anyag szerkezete a következő. Az első fejezet az értékpapír alapú eszköz használatának előnyeit vizsgálja meg, melynek során a két legrészletesebben bemutatott szempont a fizetési forgalom és a likviditáskezelés. Ezek mellett bemutatjuk a változtatás hatását az esetleges kötelező-tartalékráta csökkentés következményeire és az ÁKK számlasimítási tevékenységére.

A második rész az értékpapír alapú jegybanki eszköz nehézségeit mutatja be, a piaci szereplők többletköltségei és az állampapír kibocsátás felől. Az utolsó fejezetben pedig a megvalósítással kapcsolatos tényezőket, a kibocsátás lebonyolítását és költségeit tekintjük át.

¹ A kéthetes betéthez hasonlóan a hitelintézeti partnerek kezdeményezik az üzletkötést, amire előre meghatározott napokon (jelenleg minden héten kedden) 10.00 és 12.00 óra között nyílna lehetőségük, ajánlataik benyújtásával. Az ajánlatnak tartalmaznia kell, hogy az előre meghirdetett hozam mellett (ami megegyezik a mindenkori jegybanki alapkamattal) mekkora mennyiségű kötvényt kívánnak jegyezni a partnerek. A beadható legkisebb ajánlat (névértéken) 100 millió forint, felső határ nem kerülne meghatározásra. A pénzügyi elszámolás és teljesítés napja T+1 lenne, hogy a kialakult piaci szokványnak megfelelően szerdai napon legyenek az elszámolások és a lejáratok is

I. AZ ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS ELŐNYEI A BETÉT ESZKÖZZEL SZEMBEN

I. 1 A napközbeni fizetési forgalmat megkönnyíti a fedezetellátottság növelése

Aggregált szinten az MNB partnerei jelenleg is elegendő elfogadható fedezettel rendelkeznek. Egyedi hitelintézeti szinten viszont néhány pénzpiacon aktív, a jegybanknál alacsony elszámolási számlaállományt tartó bank fizetési forgalmának lebonyolítását jelentősen megkönnyítené a kéthetes betét értékpapírosítása, mivel megnövelné az elfogadható fedezetük állományát. Az összes hitelintézet számára előny lehet a fizetési rendszer stabilitásának erősödése, illetve az, hogy az eddig jegybanki fedezetként zárolt piacképes állampapírjaikat más célra is felhasználhatják.

Az MNB jelenleg forintban denominált és bizonyos feltételeknek megfelelő hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat (állampapírok, egyéb kötvények) és jelzálog-leveleket fogad el jegybanki hitelnyújtás fedezeteként. A strukturális likviditás-többlet miatt az MNB jelenleg csak egynapos és napon belüli hiteleket nyújt partnereinek.²

Az MNB által fedezetként elfogadott értékpapírok teljes kibocsátott állománya névértéken közel 10 000 milliárd forint, amelynek mintegy 15 százaléka van az MNB partnereinek tulajdonában. Ez utóbbi mennyiségnek körülbelül az egynegyede képezi az MNB javára zárolt állomány részét (tehát 400 milliárd forint névértékű, az összes elfogadható értékpapír-állomány körülbelül 4%-a), amelynek szintén mintegy egynegyedét használják ki a partnerek hitelműveleteik során.³ Az eurozónában mind a zárolt fedezetek összes potenciális fedezethez viszonyított aránya, mind a felhasználás kétszerese a hazainak, tehát az ottani partnerek intenzívebben használják ki a fedezeteiket (2. táblázat). Ezt csak részben magyarázza az, hogy az eurozónában az irányadó eszköz is hiteloldali. *Elmondható tehát, hogy aggregált szinten a hazai partnerek bőségesen el vannak látva fedezetekkel.*

² A kéthetes betétben lekötött strukturális likviditási többlet magas szintjéhez a közelmúltban jelentős mértékben hozzájárult az államadósság devizában történő finanszírozása. Azzal, hogy az ÁKK a forint papírokkal szemben megnövelte a külföldi kibocsátások arányát egyben csökkentette a jegybank által elfogadott papírok állományát is. A kéthetes betét értékpapírrá alakítása az elfogadható fedezetek mennyisége szempontjából ellensúlyozná a devizafinanszírozás hatását.

³ Az adatok 2005 I. félévének végére vonatkoznak.

2. táblázat: A jegybanki elfogadható fedezetek kihasználtsága Magyarországon és az eurozónában⁴

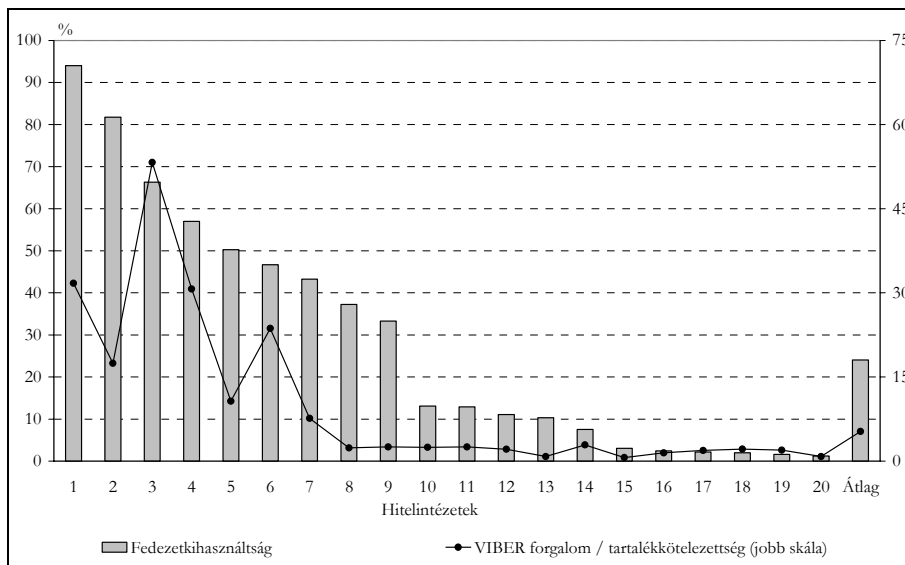
	Eurozóna		Magyarország*	
	fedeztként zároltatott/összes	fedeztként felhasznált / zároltatott	fedeztként zároltatott/összes	fedeztként felhasznált / zároltatott
2002	10%	46%	3,9%	26%
2003	10%	51%		
2004	10%	56%	4,4%	38%
2005. I-III- név.			3,75%	24%

*A 2002-es és 2004-es adat áprilisra vonatkozik

Az egyedi partnerek szintjén megvizsgálva a fedezet-ellátottságot a hitelintézetek tulajdonában álló és zárolt fedezetek mennyisége már nem nevezhető ilyen egyértelműen jelentősnek. A jegybanki hitelek, főként a napközbeni hitel igénybevételének gyakoriságát és mértékét illetően jelentős különbségek fedezhetők fel az egyes bankok között. Többségük viszonylag ritkán folyamodik a napközbeni hitellehetőséghez, és átlagosan a *limit* (a zárolt értékpapír-portfóliójának megfelelő jegybanki hitelkeret) viszonylag kis százalékát használja ki.

Ezzel szemben van egy jól körülhatárolható aktív csoport, amelyik nagyon gyakran veszi igénybe a napközbeni hitellehetőséget (és az egynapos jegybanki rendelkezésre állást is, lásd az I.3-as részt), és magasabb százalékát használja ki a limitjének. E csoport többségét a kisebb mérleg-főösszegű (így kis tartalékkötelezettségű és kevés fedezettel rendelkező), de a forint-deviza piac forgalmából, valamint az ezen a piacon aktív külföldi bankok számára nyújtott levelezőbanki szolgáltatások piacából nagy részesedéssel rendelkező hitelintézetek teszik ki. E bankoknak még nagy mértékű napon belüli hitel-igénybevétel mellett is problémát jelenhet a tranzakcióik valós idejű teljesítése. Ez a partnerenkénti átlagos fedezetkihasználtságot vizsgálva is látszik, hiszen ezen bankok esetében e mutató értéke az átlagosnál jelentősen magasabb (1. ábra). Ez arra utalhat, hogy esetükben a jegybank javára zárolt, illetve a rendelkezésükre álló fedezetek mennyisége szűk keresztmetszetet jelenhet a napon belüli fizetési forgalmuk lebonyolításában.

1. ábra: Az MNB javára zároltatott értékpapír-portfóliók átlagos kihasználtsága és a tartalékkötelezettséghez viszonyított napi fizetési forgalom, partnerenként, 2005 első 3 negyedévében



⁴ A fedezetkihasználtságot a hitel-igénybevétel (a jegybanki hitelek és a partnerenkénti legnagyobb napon belüli hitelfelvétel összegének napi átlaga) és az átlagosan zárolt fedezetek értékének arányával mértük.

E bankok magas fedezetigényét mutatja az is, hogy jellemzően magas fizetési forgalmat bonyolítanak a tartalékkötelezettségükhöz képest (ez akár a kötelezettségük 50-szeresét is elérheti, lásd 1. ábra). Mivel a tartalékkötelezettségen felüli számlaállományukra az MNB nem fizet kamatot, ezért havi átlagban jellemzően a kötelezettségüknek megfelelő számlaállományt tartanak a bankok. Ezért az alacsonyabb tartalék-kötelezettség – amely a betétgyűjtésben tanúsított kevésbé aktív magatartásuk következménye – egyben azt is jelenti, hogy az elszámolási betétszámlájukat rugalmasan használva kevésbé tudják kielégíteni a fizetésekhez szükséges volatilis likviditási igényüket.

A jegybanki sterilizációs állomány értékpapírosítása megkönnyíteti ezekben a partnereknek a fizetési forgalom lebonyolítását. A sterilizációs állomány értékpapírosításával automatikusan emelkedne az MNB-partnerek számára rendelkezésre álló fedezetek mennyisége.⁵ A kéthetes betét állománya a legfrissebb prognózis szerint rövid távon el fogja érni a partnerek tulajdonában álló jelenleg elfogadott fedezetek mennyiségét. Tehát aggregált szinten a jegybank partnereinek tulajdonában lévő fedezetként elfogadható értékpapírok mennyisége gyakorlatilag megduplázódna.⁶ A jegybanki partnerek ugyan dönthetnek úgy, hogy a jelenleg is meglévő fedezetüket (állampapírokat) értékesítik, ezzel nem változna a helyzetük a jelenlegi fedezetellátottsághoz képest. Azonban az általuk tartott értékpapírokat nem csak az MNB-nél igénybe vehető hitelek miatt tartják. Ezért feltételezhető, hogy nem fogják egyenes arányosan csökkenteni az állampapír-portfóliójuk nagyságát, azaz összességében emelkedni fog az elfogadható fedezetük nagysága.

A fedezetbővülés potenciális hatását vizsgálva, megállapítható, hogy a fent említett, nagy napon belüli hiteligénnyel és viszonylag szűkös fedezetellátottsággal rendelkező partnerek helyzetét a kéthetes betét fedezetként való elfogadása vélhetően jelentősen könnyítené (2. ábra.). Ezek azok a bankok, amelyek jellemzően a legnagyobb mértékben zárolták a tulajdonukban lévő elfogadható fedezeteket, így az új fedezeti kör birtoklása megkönnyítené fizetési forgalmuk lebonyolítását. A jelenleg is elegendő fedezettel rendelkező, relatíve kisebb fizetési forgalmat lebonyolító bankok számára, nem okozna látványos változást az értékpapírosítás.

Az viszont mindkét csoport számára könnyebbséget jelentene, hogy a piacképes állampapír-portfóliójuk nagyobb részét használhatnák fel piaci ügyleteikhez. Ráadásul a kéthetes betét jelenleg nem forgalomképes, így a jelenlegi helyzethez viszonyítva jelentős tranzakciós, valamint alternatíva-költségek nélkül használható fedezetekkel bővülne a partnerek portfóliója. Végül az is kedvező mindkét csoportnak, hogy a több fedezettel nagyobb eséllyel tudnak valós időben megvalósulni a tranzakciók, ami erősítheti a fizetési rendszer stabilitását.

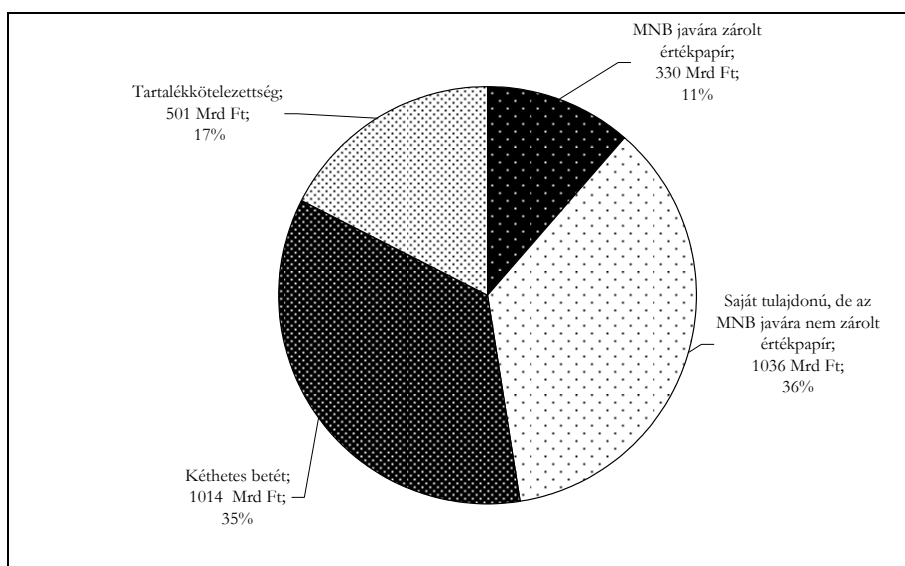
Az értékpapírosítással természetesen kialakulhat ezen instrumentumnak is a másodpiaca (akár az azonnali, vagy a repópiacot érve ezalatt), így a jegybank javára történő zárolás alternatív-költsége emelkedhet, de ebben az esetben a hatékonyabb másodpiac miatt

⁵ Legutóbb 2003 őszén bővítette ki az MNB a jegybanki műveleinél elfogadott fedezetek körét: az állampapírok mellett ekkor kerültek be ebbe a körbe a meghatározott feltételeknek eleget tevő jelzáloglevelek és egyéb kötvények. Ezek közül állományban a jelzáloglevelek növelték meg jelentősen a potenciális fedezeti kört. A jelzáloglevelek elfogadhatóságát a gyakorlatban jelentősen csökkenteti a fedezetet felajánló és a jelzáloglevelet kibocsátó intézmény közötti kapcsolt vállalkozási viszony, ami kizárja az elfogadásukat. Az MNB kötvény esetében ez a probléma nem merülhet fel, tehát ténylegesen növeli az elfogadható fedezetek mennyiségét.

⁶ A gyakorlatban ezt jelenleg korlátozza az, hogy a KELER üzleti feltételei alapján az értékpapírokat a lejárati előtti három üzleti napban nem lehet fedezetként felhasználni. Ezt az idővesztéséget azonban lehetséges, hogy az elszámolóházzal folytatandó egyeztetések során mérsékelni lehet.

javulna a jegybanki partnerek helyzete a likviditás-kezelés szempontjából. (Részletesebben lásd az I.3. részben!)

2. ábra: A kéthetes betét értékpapírosításának potenciális hatása az MNB partnerei fizetési forgalmának fedezetére (2005 végi banki adatok, csak az elfogadható értékpapírokat figyelembe véve)



I. 2 Könnyebb alkalmazkodás a kötelező tartalékráta esetleges csökkentéséhez

A kötelező tartalékráta esetleges jövőbeli csökkentése szempontjából nagyobb rugalmasságot biztosít a kéthetes értékpapír bevezetése.

A kötelező tartalékráta jelenlegi 5%-os szintjéről az MNB-nek legkésőbb az eurozónához való csatlakozáskor át kell térnie az EKB által alkalmazott 2%-os szintre. Ha a ráta csökkentésére a csatlakozással egy időben fog sor kerülni, akkor az már nem fog megjelenni az MNB sterilizációs állományában (hiszen az megszűnik a csatlakozással), hanem az eurorendszer egészének likviditás-szűkét fogja mérsékelni. Ekkor tehát nincs jelentősége a sterilizációs állomány formájának.

Abban az esetben viszont, ha az MNB a tartalékráta csökkentését már az eurozóna-csatlakozást megelőzően végrehatja, akkor lényeges szerepe lehet a kéthetes jegybanki értékpapírnak.⁷ A fizetési forgalmuk zökkenőmentes lebonyolítása érdekében a jegybanki partnerek a kieső számlaállományukat a jegybanki napközbeni hitel igénybevételel tudják helyettesíteni. Az ehhez szükséges elfogadható fedezetet az értékpapírosított sterilizációs állomány automatikusan biztosítani tudja.

⁷ Ez a lépés azért lehet előnyös, mert így a bankrendszernek volna felkészülési ideje arra, hogy egy alacsonyabb elszámolási-számla állománnyal oldja meg a fizetési forgalmának lebonyolítását. A rátacsökkentés indokoltságát nagymértékben támogathatja, ha a Kincstári Egységes Számlának a volatilitását sikerül tovább mérsékelni a jövőben.

I. 3 A bankközi likviditáskezelés megkönnyítése a tartalék-teljesítési perióduson belül

A hitelintézetek közötti likviditás újraelosztásának új piaci szegmense jöhet létre

A kéthetes betét értékpapírosítása elméletileg növelheti a rendelkezésre álló likviditás bankközi újraelosztásának hatékonyságát, és így elősegítheti az egynapos bankközi hozam volatilitásának csökkenését, illetve a kamattranzmisszió hatékonyságának növekedését. Az új jegybanki értékpapír másodpiaca ugyanis olyan szegmensen bővítené a bankközi pénzpiacot, ahol nem érvényesülnének a fedezetlen pénzpiac alacsony ügyféllimitjeiből fakadó esetleges hatékonysági korlátok.

A kéthetes betét értékpapírosításának egyik következménye az új jegybanki értékpapír másodpiacának kialakulása lehet. Ez az új pénzpiaci szegmens javíthatná a bankrendszer szintjén rendelkezésre álló likviditás hitelintézetek közötti újraelosztását, és ezen keresztül kedvező hatást gyakorolhatna a kamattranzmisszió hatékonyságára.⁸

A kéthetes betét egyaránt szerepet játszik a hitelintézetek tartalék-teljesítési perióduson belüli és a tartalék-teljesítési periódusok közötti likviditáskezelésében. A jelenlegi hazai tartalékszabályozás értelmében egy-egy tartalék-teljesítési perióduson (naptári hónapon) belül a hitelintézetek MNB-nél vezetett pénzforgalmi számla-állománya szabadon ingadozhat, csak a hónap átlagában kell teljesíteniük a tartalékkötelezettségüket. Mivel a túltartalékolásra az MNB nem fizet kamatot, a hitelintézetek arra törekednek, hogy a periódus végi átlagos számlaállományuk minél pontosabban megegyezzen kötelezettségükkel. A maradék jegybankpénzbeli likviditásukat jelenleg a jegybanki kéthetes betétben helyezhetik el.

A hitelintézeteknek a nehezen előre jelezhető likviditási tényezők (az ügyfelek fizetési forgalma, vagy az államháztartási számlák) alakulásában bekövetkező váratlan sokkok esetén minden héten lehetőségük van bizonyos korrekcióra az újonnan induló kéthetes betételhelyezésük meghatározásával. Ez a kiigazítás nem, vagy csak részben jelent megoldást akkor, ha a lejáró állomány sem elegendő a pótlólagos likviditási igény fedezésére, vagy amennyiben a betételhelyezések közötti egyhetes perióduson belül kell korrigálni egy hitelintézet likviditási helyzetét. Ez utóbbi esetekben alapvetően kétféle megoldást választhat egy hitelintézet: vagy megfelelő betéti illetve hitelügyleteket köt a bankközi piacon, vagy igénybe veszi a jegybanki rendelkezésre állás eszközeit a kamatfolyosó szélén (egynapos fedezett hitelt vagy betétet). *Azonban ha a hitelintézetek rendszerszinten is rosszul határozták meg az elhelyezett kéthetes betét összegét, akkor mindenképpen igénybe kell venniük az egynapos jegybanki eszközöket*, a likviditási feszültségeket ugyanis nem oldhatják meg teljesen a likviditás egymás közötti újraelosztásával. Az egynapos bankközi hozam ekkor a kamatfolyosó megfelelő széléhez tapad. *Az egynapos jegybanki eszközök*

⁸ A kéthetes jegybanki értékpapír bemutatott felhasználási lehetőségei bizonyos esetekben kölcsönösen kizárhatják egymást. Amennyiben egy hitelintézet fedezetként zároltatja kéthetes értékpapír portfóliójának egy részét, és annak terhére overnight hitelt vesz fel a jegybanktól, akkor ezeket az értékpapírokat nem tudja értékesíteni a másodpiacon a hitel (egynapos) futamideje alatt. Ez azonban nem jelent valós korlátot, hiszen a hitelintézetek szabadon eldönthetik, hogy egy adott szituációban a kéthetes jegybanki értékpapír melyik felhasználása segíti jobban a likviditáskezelésüket. A jelentős sterilizációs állomány ráadásul arra is lehetőséget biztosít, hogy a hitelintézetek megosszák a kéthetes értékpapír portfóliójukat, így annak egy részét fedezetként tudják zároltatni, másik részével pedig részt vehetnek a másodpiaci likviditás-újraelosztásban.

gyakori, nagy összegű igénybevétele jelentős ingadozásokat vibet az egynapos bankközi hozamba, ami torzíthatja a kamattranzmisszió mechanizmusát, hiszen eltérítheti a rövid pénzpiaci hozamokat a jegybank irányadó kamatától.

Ha viszont rendszerszinten nincs likviditási probléma, akkor egy hatékony bankközi piac, a jegybanki alapkamathoz közeli hozamszint mellett, a likviditás hitelintézetek közötti újraelosztásával meg tudja oldani a problémát, így a kamattranzmisszió torzulása sem következhet be. Kevésbé hatékony bankközi piac esetén ugyanakkor ebben az esetben is sor kerül a jegybanki eszközök igénybevételére, és az egynapos bankközi hozam a szükségesnél volatilisabb lesz, így nőhet a kamattranzmisszió torzulásának valószínűsége. A jegybank szempontjából tehát lényeges, hogy az egyes hitelintézetek szintjén jelentkező likviditási problémákat milyen hatékonysággal képes kezelni a bankközi pénzpiac.

A kéthetes betét értékpapírosítása és az új jegybanki értékpapír másodpiacának kialakulása egy új piaci szegmenst nyithatna a bankközi piacon. A hitelintézetek ugyanis két hétre lekötött likviditásukért cserébe szuverén értékpapírt kapnának, amit viszont szabadon eladhatnak (pótlólagos likviditáshoz juthatnak), vagy amelyből más hitelintézettől további állományt vehetnek (leköthetik felesleges likviditásukat). A jelenlegi három bankközi pénzpiac (a fedezetlen pénzpiac, az FX-swap piac és a repópiac) struktúrája és működési logikája alapján elméletileg nem zárható ki, hogy ezeken a piacokon a bankközi likviditás újraelosztásának hatékonyságát olyan tényezők csökkentik, amelyek a kéthetes betét értékpapírosításával megjelenő új piaci szegmens esetében nem jelentkeznenek. Ebben az esetben az irányadó eszköz értékpapírosítása növelné a likviditás bankközi újraelosztásának hatékonyságát.

A hazai fedezetlen bankközi pénzpiac a likviditás újraelosztásának első számú piaca,⁹ azonban könnyen előfordulhat, hogy egy likviditáshiányos hitelintézet nem tud fedezetlen hitelhez jutni. A fedezetlen hitelezésnél ugyanis az egyik legfontosabb kockázatkezelési eszköz az ügyféllimit alkalmazása. Ennek következtében könnyen előfordulhat, hogy a potenciális likviditáskihelyező hitelintézetek az ügyféllimit elégtelensége miatt nem hajlandóak hitelezni a likviditáshiányos bankot. Ebben az esetben a bankközi piac tehát akkor sem tudja biztosítani minden hitelintézet likviditási igényének kielégítését, ha rendszerszinten megfelelő mennyiségű likviditás áll rendelkezésre, vagyis az egynapos jegybanki eszközök igénybevétele elkerülhetlenné válik.¹⁰

A repópiac és a likviditáskezelési célú, rövid futamidejű FX-swapok piaca ezzel szemben fedezett pénzpiac (értékpapír, illetve deviza a fedezet), ezért ezeken a piacokon a hitelintézetek egymással szembeni limitjei magasabbak lehetnek a fedezetlen piacénál. *Elméletileg tehát a fedezett piacokon hatékonyabban valósulhatna meg a rendszerszinten elegendő likviditás újraelosztása. Magyarországon azonban a likviditáskezeléshez köthető bankközi pénzpiaci ügyletek több mint kétharmada a fedezetlen piacon születik, és önmagában sem a repópiac, sem a rövid futamidejű FX-swapok piacának forgalma nem elegendő a likviditás hatékony újraelosztásának biztosításához.*

⁹ A napi bruttó átlagforgalom 110 milliárd forint körül ingadozik, a bankok és a szakosított hitelintézetek többsége rendszeresen köt ügyleteket, és a piac nem koncentrált. A forgalom 90 százaléka az egynapos futamidőn zajlik.

¹⁰ Az alacsony ügyféllimitet megkerülő, háromszereplős bankközi ügyletek elméletileg ugyan megoldást jelenthetnének ebben a helyzetben, de az ezekhez kapcsolódó költségek (elsősorban a tranzakciós költségek és kisebb mértékben a kamatfelárak) magasabbak lehetnek. Másrészt nem minden piaci szereplő hajlandó részt venni az ilyen ügyletekben. Ezért ez az ügylettípus sem tudja teljes mértékben megoldani a limitkihasználtság problémáját.

A likviditás újraelosztásában a rövid futamidejű FX-swapok piaca játssza a második legfontosabb szerepet, a hazai hitelintézetek a likviditáskezelés szempontjából kulcsfontosságú egynapos futamidőn mintegy 40 milliárd forintos napi átlagforgalmat bonyolítanak egymással ezen a piacon, ami a fedezetlen bankközi pénzpiac forgalmának csupán bő harmadát teszi ki. Az FX-swap ügyleteket a hazai intézmények elsősorban nem a forint likviditási pozíciójuk alakítására használják, hanem az ügyfelek likviditási igényeinek kielégítésére, vagy a saját deviza-likviditási pozíciójuk beállítására. Ezt az a tény is alátámasztja, hogy az FX-swap piac legnagyobb forgalmat bonyolító szereplői a fedezetlen bankközi piacon is aktívan kereskednek. Másrészt a hitelintézetek rendelkezésre álló deviza (elsősorban dollár) állománya is korlátot szabhat a forint likviditás ezen a piacon történő hatékony menedzselésének.

A repópiac előnyei ellenére a hazai hitelintézetek egymással kötött repó-forgalma alig éri el a fedezetlen piac forgalmának tizedét, a piaci szereplők száma jóval alacsonyabb, a piac koncentrációja pedig nagyon magas. A repópiac elégtelen likviditásának több oka is van. A repó ügyleteket háttérműveleteinek (rendszerkiépítés, ügyletek rögzítése) költsége meghaladja a fedezetlen hitelezését. A hazai számviteli szabályozás szintén hátráltatja a repópiac fejlődését. A rendszeresen likviditáshiánnyal küzdő piaci szereplők pedig kevés elfogadható fedezettel rendelkeznek. A kéthetes értékpapír bevezetése viszont hozzájárulhat a repópiaci aktivitás erősödéséhez. Ez utóbbi kérdést a következő alfejezetben vizsgáljuk meg részletesebben.

A kéthetes betét értékpapírosítása esetén az értékpapírok adásvételekor a partnerkockázat mértéke elenyésző volna a fedezetlen hitelezéshez viszonyítva, ezért a jegybanki kéthetes értékpapír megfelelően kialakított, jól működő másodpiacának likviditáskezelési forgalma elméletileg sikerrel egészíthetné ki a két fedezett pénzpiacot. A jelenlegi állapot szerint csaknem 1500 milliárd forintot tenne ki a kéthetes jegybanki értékpapír forgalomban lévő állománya, és az államháztartási hiány devizaforrásból történő finanszírozása miatt ez várhatóan még tovább növekedne. Ez az állomány potenciálisan a repó- és FX-swap piacnál is nagyobb bruttó napi átlagforgalmat tenne lehetővé, vagyis alkalmas lenne a jelenleg első számú likviditáskezelésre használt bankközi piac, a fedezetlen pénzpiac ügyféllimitékből adódó esetleges hatékonytalanságának ellensúlyozására.

A bankok repópiaci aktivitásának növekedését támogathatja

Az újonnan megjelenő nagy értékpapír-állomány egyben a repózható értékpapírok körének bővülését is jelenti, a sterilizációs eszköz értékpapírosítása tehát közvetett módon a hazai repópiac aktivitását is növelheti. A kéthetes értékpapír repózásának kamatpozíció felvételére történő alkalmazását az értékpapír rövid futamideje ugyan erősen korlátozhatja, a likviditáskezelési célú repó-forgalmat azonban jelentősen élénkítheti az új jegybanki értékpapír.

A hazai repópiac a fejlettebb pénzügyi piacokhoz képest a fedezetlen és a FX-swap piacnál lényegesen kevésbé járul hozzá a banki likviditáskezeléshez. Ennek több oka van.

A repóügyletek közül a fejlett pénzpiacokon elterjedt szállítós repó ügyletekre (amelyek esetében az értékpapír tulajdonjogát is átadják egymásnak a felek) a hazai számviteli szabályozás speciális eljárást ír elő, amely miatt a hazai piacon ez a repótípus kevésbé kedvelt. A szállítós repóügyletek esetében ugyanis Magyarországon – a nemzetközi gyakorlattal ellentétben – az elrepózott értékpapírokat az aktív félnek ki kell vezetnie a könyveiből, és azok majd a repóügylet lezárásakor (a hitel visszafizetésekor) kerülnek vissza oda. A repóügylet keretében meghatározott ki- és visszavezetési árfolyam különbsége ugyan jól mutatja a felvett fedezett hitel költségét, ez a költség azonban nem a

kamatkiadások között (ahogyan közgazdaságilag indokolt lenne), hanem az értékpapírok árfolyamvesztése között kerül kimutatásra a hitelintézet eredményében. Ez a strukturális probléma közgazdaságilag téves információkat közvetíthet a hitelintézetek gazdálkodásáról, amihez – a repó időpontjától és futamidejétől függően – a költség keletkezésének időbeli torzítása is társulhat.

A visszavezetésnél ráadásul a korábban veszteséges (de átértékelésre még nem került) értékpapír-pozíciók újraértékelésre kerülnek, ami csökkenti a kereskedők motivációit. Ez akkor jelenthet problémát, ha a banki könyvben tartják nyilván a repózandó értékpapírt, mivel itt nem kerülnek naponta átértékelésre a pozíciók. (A hazai hitelintézetek az állampapír-állományuk mintegy felét tartják forgatási célú soron a mérlegükben.¹¹) Ekkor ugyanis csak a repóügylet miatt kell átértékelnie a banknak az értékpapírt, ráadásul a repóügyletben szereplő, a piactól jellemzően eltérő áron.¹²

A repópiac alacsony forgalmához az is hozzájárulhat, hogy a hitelintézetek pusztán likviditáskezelési célból nem szívesen tartanak az eszközeik között nagy állampapír-portfóliót (például a hitelek rovására).¹³

A kéthetes betét értékpapírosítása – a bankközi piacra gyakorolt közvetlen hatás kiegészítéseként – két szempontból támogathatná a repópiac fejlődését. Egyrészt a jegybanki értékpapírt a bankok feltételezhetően a kereskedési könyvükben tartanák, így a szállítós repók esetében nem jelentene torzítást a könyveikből való kivezetés miatti átértékelés. Másrészt a hitelintézetek jelenlegi helyzetéhez képest költségmentesen jutnának nagy állampapír portfólióhoz: a kéthetes betét értékpapírosításával egyszerre mintegy 1500 milliárd forinttal megnőne a bankrendszer repózható állampapír-állománya.¹⁴ *A sterilizációs eszköz értékpapírosítása a fenti előnyök miatt már a likviditáskezelőknek is erős motivációt fog jelenteni a repópiacra való megjelenésre.*

A hazai piacon a likviditáskezelési célnál jelenleg elterjedtebb a repó-ügyletek kamatpozíció felvételére történő alkalmazása. Egy repó-ügylet során kölcsönvett állampapír rövidre való eladásával például a papír átlagidejének (duration) megfelelő kamatok emelkedésére lehet spekulálni.¹⁵ Ebben az esetben a nagyobb potenciális

¹¹ A kereskedési könyvben tartott állampapírok állományáról közvetlenül nem rendelkezünk adatokkal, ezért közelítettük a felügyeleti mérlegben található forgatási célú állománnyal. A hitelintézetenkénti eloszlással kapcsolatban annyit érdemes kiemelni, hogy a forgatási célú értékpapírok harmada a bankközi piacon kevésbé aktív szövetkezeti hitelintézeteknél van. Másrészt a bankok esetében is meglehetősen szélsőséges a megoszlás, néhány nagyobb szereplő inkább forgatású célúként, míg mások befektetett eszközként tartják a portfóliójuk nagyobb részét. Mind a két tényező csökkenti a repópiaci felhasználhatóság valószínűségét.

¹² A repózás során két azonos hitel-besorolású fél esetén a hitel nyújtó fél a kockázatának csökkentése érdekében jellemzően a piaci árnál alacsonyabb áron számítja be az értékpapírt. Ezt a repó lejáratkor csak a repó kamatával növelik, azaz az értékpapírt visszakapó fél könyvében a valós árnál alacsonyabban kerül rögzítésre az értékpapír. Amennyiben kereskedési könyvben tartják az értékpapírt, az azért jelent kisebb torzítást, mert a napi újraértékelési kötelezettség biztosítja, hogy már a következő nap a valós áron kerüljön átértékelésre a visszakerült értékpapír.

¹³ A repóügyletkehez kapcsolódó értékpapír-transzfer után a KELER által felszámolt díj a megbízás technikai paramétereitől függően 1100-2000 forint között változhat elszámolási jegyenként. Ez az összeg önmagában nem jelenti a repópiac fejlődésének valós akadályát.

¹⁴ 2006. január végén a hitelintézetek összesen 1860 milliárd forintos állampapír-állománnyal rendelkeztek, így az 1500 milliárd forintos sterilizációs állomány értékpapírosítása csaknem megduplázná a hitelintézetek repózható állampapír portfólióját.

¹⁵ A repó lejáratkor a hozamemelkedés bekövetkezte esetén az átlagidő arányában alacsonyabb árfolyamon lehet vissza vásárolni az adott értékpapírt.

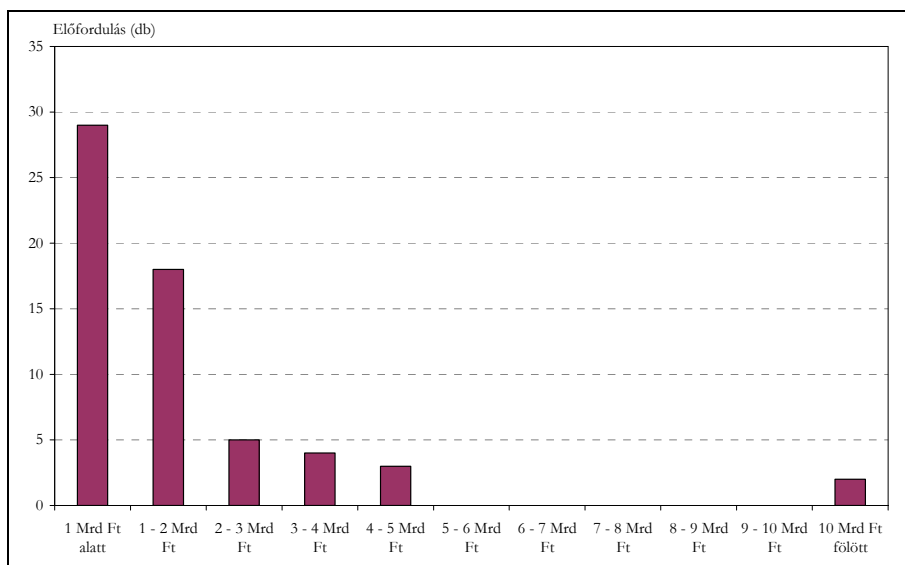
kamatnyereség eléréséhez a hosszabb lejáratú állampapír felhasználását preferálják a piaci szereplők. *Ezért a jegybanki kéthetes értékpapírt kamatpozíció-felvétel céljából valószínűleg nem fogják repó ügyletekben használni, ezen a területen tehát – a likviditáskezelési célú műveletekkel szemben – mérsékeltebb lenne a repópiac fejlődésére gyakorolt hatás.* A kamatpozíció felvételre történő alkalmazás jelenlegi dominanciáját erősítik meg azok a piaci szereplőktől származó információink is, miszerint a repó-ügyleteket sok treasuryben az állampapír-kereskedők, és nem a likviditás-menedzserek kötik, mind a többi bankkal, mind az ÁKK-val szemben.

A bankközi piac likviditáskezelésének „súrlódásai”

A kéthetes betét értékpapírosítása elsősorban akkor növelheti sikeresen a likviditás bankközi újraelosztásának hatékonyságát, ha a fedezetlen bankközi pénzpiacon valóban érvényesülnek az alacsony ügyféllimitekből adódó korlátok, illetve ha a repópiac és a rövid futamidejű FX-swapok piacának együttes forgalma valóban nem elegendő e korlátok kiküszöbölésére. A jegybanki eszközök igénybevételét megvizsgálva azt tapasztaltuk, hogy a jelenlegi bankközi piac relatíve hatékonyan működik, de az alacsonyabb mérlegfőösszegű hitelintézetek kevésbé hatékonyan tudják likviditásukat menedzselni ezen a piacon, mint a nagyobb mérlegfőösszegű bankok. Az új jegybanki értékpapír ezen kívül csökkentheti a hitelintézetek túlzottan óvatos sterilizációs eszköz igénybevételét is.

A rendelkezésre álló likviditás nem hatékony bankközi újraelosztása leginkább akkor szembeűnő, amikor egyszerre történik egynapos jegybanki betételhelyezés és hitelfelvétel. A jelenlegi kamatfolyosó esetében az MNB által kapott és fizetett kamatok között 200 bázispont a különbség. Ez a költség elkerülhető lenne a bankrendszer számára, ha a hitelintézetek ilyenkor nem a jegybanki eszközöket vennék igénybe, hanem egymással kötnének üzletet: a likviditásfelesleggel rendelkező hitelintézet magasabb hozam mellett helyezhetne ki, a likviditáshiányos pedig olcsóbban jutna forráshoz. 2005-ben 61 esetben, azaz a munkanapok csaknem egynegyedében fordult elő a jegybanki egynapos betét és hitel együttes igénybevétele. Ez magas arány, de a szóban forgó összegek nem jelentősek: ezeken a napokon átlagosan kicsit több mint 2 milliárd forintnyi likviditást nem tudott megfelelően közvetíteni a bankközi piac a hitelintézetek között, ami a hitelintézeti szektor közel 500 milliárd forintos 2005-ös átlagos tartalékkötelezettségéhez viszonyítva jelentéktelen összeg. 3 milliárd forint feletti együttes elhelyezésre kilencszer, 10 milliárd forint felettire pedig mindössze kétszer került sor (3. ábra).

3. ábra: A bankközi piacon egymásra nem talált összegek nagyságának eloszlása 2005-ben



Az együttes jegybanki igénybevételek azonban csak alsó becslését adják a piac nem hatékony működésének. *Szintén hatékonytalan a piac, ha ugyan csak az egyik oldalon történik egynapos jegybanki igénybevétel, de a bankközi piacon lenne olyan szereplő, aki ugyanolyan ügyletet a kamatfolyosó adott szélénél kedvezőbb kondíciókkal is hajlandó lenne kötni.* A következő vizsgálat szempontjából akkor tekintjük „indokolatlannak” valamelyik egynapos jegybanki eszköz igénybevételét, ha az igénybevétel napján a fedezetlen bankközi egynapos hozam-jegyzések záró értékei legalább 20 bázisponttal kedvezőbbek voltak az igénybe vett jegybanki eszköz kondíciójánál (egynapos jegybanki betételhelyezésnél a záró bankközi bid jegyzések legalább 20 bázisponttal magasabbak voltak a kamatfolyosó aljánál, egynapos jegybanki hitelfelvételnél pedig a záró bankközi ask jegyzések legalább 20 bázisponttal alacsonyabbak voltak a kamatfolyosó tetejénél).¹⁶ Indokolt igénybevételnek az ezen kívüli összes jegybanki rendelkezésre állás igénybevételét tekintettük.

3. táblázat: Az egynapos jegybanki eszközök „indokolatlan” igénybevétele (a bankrendszer szintjén aggregált napi adatok, 2005. február – 2006. február)

	Overnight jegybanki betét	Overnight jegybanki hitel
Indokolatlan igénybevétel / Teljes igénybevétel	53%	56%
Átlagos indokolatlan igénybevétel (Mrd Ft)	11,3	7,2
Átlagos indokolt igénybevétel (Mrd Ft)	74,7	34,9

A jegybanki egynapos eszközök így definiált indokolatlan igénybevétele a bankrendszer szintjén az összes igénybevételi nap több mint felén jelentkezett az elmúlt egy évben, mind a betét, mind a hitel eszköz esetében (3. táblázat). Ez magas arány, vagyis az indokolatlan igénybevétel gyakori, ami a likviditás bankközi újraelosztásának nem megfelelő hatékonyságára utalhat. Az indokolatlan igénybevételek átlagos nagysága

¹⁶ Azért a záró jegyzések értékeit vesszük alapul, mert a jegybanki egynapos eszközök igénybevételének többségére is a nap végén szokott sor kerülni. A fedezetlen bankközi egynapos hozam-jegyzések a Reuters-ről származnak. Ezeknek a jegyzéseknek ugyan csak információs szerepük van, tehát nem lehívhatóak (nem jelentenek közvetlen hitelnújtási vagy hitelfelvételi kötelezettséget a jegyző számára a jegyzett hozamszinten), de a tapasztalatok alapján pontosan követik a valós üzletkötésekben érvényesített hozamokat. A 20 bázispontos „indokol” igénybevételi sáv a 200 bázispont széles kamatfolyosó 10 százalékát teszi ki, így valószínűleg nem becsüli alul az indokolatlan igénybevételek arányát, de egyben elég széles ahhoz, hogy az egyszerűsítő feltételeink (100 százalékos napvégi igénybevétel, a valós és a Reuters-en publikált hozamok egyezősége) miatt felül se becsülje azt.

azonban mindkét eszköz esetében jelentősen elmarad az indokolt igénybevételek átlagos nagyságától.

2005. február és 2006. február között 22 hitelintézet összesen 124 esetben helyezett el indokolatlanul egynapos jegybanki betétet. Az indokolatlan igénybevevők jellemzően alacsony mérlegfőösszegű bankok. A vizsgált időszakban 11 hitelintézet összesen 52 esetben vett fel indokolatlanul egynapos jegybanki hitelt. Az indokolatlan hiteloldali igénybevételben szintén az alacsony mérlegfőösszegű bankok jártak az élen, és átfedések találhatók a két eszközt indokolatlanul használó hitelintézetek között. A banki szintű adatok is megerősítik ugyanakkor, hogy az indokolatlan igénybevételek bankonkénti átlagos nagysága sem a betét- (6 milliárd forint), sem a hiteloldalon (5 milliárd forint) nem nevezhető jelentősnek.

Az adatokból az látszik tehát, hogy az alacsonyabb mérlegfőösszegű, átmeneti likviditástöbblettel vagy -hiánnyal küzdő hitelintézetek kevésbé hatékonyan tudják a likviditási helyzetüket menedzselni a bankközi piacon, mint a nagyobb mérlegfőösszegű bankok. E hitelintézetek köre jelentős átfedést mutat az elfogadható fedezetekkel szűkösen ellátott hitelintézetekkel. *Nem zárhatjuk ki tehát, hogy ebben az esetben a kisebb hitelintézetekre vonatkozó túl alacsony fedezetlen bankközi ügyféllimitek okozzák a piac hatékonytalan működését. Ha ez igaz, akkor a kéthetes betét értékpapírosítása javíthatja a piac likviditási-újraelosztó teljesítményét, hiszen az átmeneti likviditási problémával küzdő kisebb hitelintézetek – a jegybanki alapkamat és a kamatfolyosó megfelelő széle közötti hozamon – a kéthetes értékpapírra vonatkozó megfelelő adásvételi ügyletek keretében menedzselhetnék likviditásukat a nagyobb mérlegfőösszegű hitelintézetekkel szemben, akiket az adásvételnél már nem kötnének a fedezetlen piac alacsony ügyféllimitjei.*

A likviditáskezelés bankrendszer szintű hatékonyságát jelzi, ha a hitelintézetek aggregált szinten tendenciaszerűen rosszul határozzák meg a sterilizációs eszközben lekötött jegybankpénz mennyiségét. Magyarországon az elmúlt időszakban többször előfordult, hogy a hitelintézetek a tartalékkötelezettségük teljesítéséhez szükségesnél nagyobb számlaállományt tartottak a jegybanknál vezetett pénzforgalmi számlájukon, vagyis a kettőnél kevesebb jegybankpénzt kötöttek le a sterilizációs eszközben. Ennek következtében a tartalékteljesítési periódusok utolsó napjaiban a hitelintézetek gyakran jelentős összegben vették igénybe a jegybank overnight betéti rendelkezésre állását, a kamatfolyosó széléhez térítve az egynapos bankközi hozamot. Ezt a tendenciát tükrözi, hogy az overnight betételhelyezések volumene 2004 elejétől kezdve folyamatosan emelkedik, miközben az overnight hitelfelvételek mértéke csökken (4. táblázat).

4. táblázat: A jegybanki rendelkezésre állás igénybevételének féléves átlagai az igénybevételi napokon (bankrendszer szintű aggregált adatok)

	2004 I.	2004 II.	2005 I.	2005 II.	2006 I.*
Overnight betételhelyezések átlaga (mrd Ft)	8	6	19	24	52
Overnight hitelfelvételek átlaga (mrd Ft)	38	48	29	10	10

* 2006.05.11-ig

A hitelintézetek túlzottan óvatos kéthetes betételhelyezése arra vezethető vissza, hogy az elmúlt időszakban jelentősen növekedett az autonóm likviditási tényezők (elsősorban a kincstári számlák állományának) volatilitása, a kéthetes betét pedig jelentősebb likviditási sokkok esetében sem mondható fel a futamideje alatt. A szabad tartalékok növekedését ösztönzi ráadásul az is, hogy a piaci kamatozású kéthetes sterilizációs állomány dinamikus növekedése mellett még a piactól elmaradó kamatozású szabad tartalékok kismértékű növelése esetében is emelkedik a hitelintézetek teljes jegybankpénzbeli likviditására vetített átlagos kamat mértéke. Amennyiben a sterilizációs eszköz nem felbonthatatlan

betét, hanem továbbforgatható értékpapír lenne, akkor elképzelhető, hogy csökkenne a hitelintézetek túlzottan óvatos elhelyezési magatartása, és mérséklődnének a bankközi hozamok alakulása szempontjából kedvezőtlen, rendszeres hó végi nagy összegű overnight betételhelyezések.

A kéthetes jegybanki értékpapír elsődleges és másodlagos piaca

A kéthetes betét értékpapírosítása akár harmadával is csökkentheti az irányadó eszköz potenciális partnereinek számát, mert az értékpapírosított eszközt csak KELER értékpapírszámlával rendelkező hitelintézetek tudnák igénybe venni. Ez nem érintené hátrányosan a bankrendszer egészének likviditáskezelését. Önmagában az értékpapír nagyon rövid futamideje nem jelentheti akadályát egy likvid másodpiac kialakulásának.

Az irányadó eszköz partnerköre (*elsődleges piac*) elméletileg nem változna az értékpapírosítás miatt: a jelenlegi versenysemleges szabályozáshoz hasonlóan minden hazai hitelintézet vásárolhatna az új kéthetes jegybanki értékpapírból, aki teljesíti az ehhez szükséges technikai feltételeket. A gyakorlatban azonban az értékpapír kibocsátásán való részvételhez a hitelintézeteknek KELER értékpapírszámlával kell rendelkezniük. A kéthetes betét elhelyezéséhez erre nem volt szükségük, vagyis a jegybanknak a mostani gyakorlathoz képest az irányadó eszköz partnerkörébe történő bekerülésnek ezt a pótlólagos technikai feltételét is elő kellene írnia. Az irányadó eszköz jelenlegi 54 partneréből emiatt kimaradó 18 hitelintézet közel fele aktív kéthetes betételhelyező volt 2005-ben, mindössze 5 olyan volt, amelyik egyáltalán nem vette igénybe az irányadó sterilizációs eszközt. A kieső hitelintézetek által elhelyezett kéthetes betétek együttes összege azonban nagyon alacsony volt, 2005-ben nem érte el a teljes kéthetes betételhelyezések 3 százalékát.

A kimaradó hitelintézetek ráadásul két egyszerű módon is biztosítani tudnák, hogy a sterilizációs eszközhöz továbbra is hozzáférjenek. Egyrészt nekik is módjukban áll KELER értékpapírszámlát nyitni. A partnerkörből kieső hitelintézetek azonban közvetett módon is hozzájuthatnak a sterilizációs eszközhöz annak kibocsátásakor, úgy, hogy egy értékpapírszámlával rendelkező bankon keresztül nyújtanak be ajánlatot a kibocsátásra, és ez a bank letétkezelőként tartja számukra a jegybanki értékpapírt. Mindemellert azt is érdemes figyelembe venni, hogy az irányadó eszköz partnerkörére vonatkozó technikai feltételek bővülése része az EKB eszköztárhoz történő harmonizációnak, hiszen az EKB irányadó eszközként egyhetes fedezett hitelt nyújt partnereinek, aminek igénybevételéhez azoknak értékpapírszámlával kell rendelkezniük. Legkésőbb az euro magyarországi bevezetésekor (vagy amennyiben ezt időben megelőzi, akkor az aktív oldali szabályozásra történő átálláskor) tehát úgymint kikerülnének az irányadó eszköz partnerköréből azok a hitelintézetek, akik nem rendelkeznek értékpapírszámlával.

A rendelkezésre álló likviditás bankközi újraelosztásának hatékonyságát elsősorban az növelheti, ha az új kéthetes jegybanki értékpapírnak likvid, alacsony koncentrációjú *másodpiaca* alakul ki. A kéthetes betétek 97 százalékát azok a hitelintézetek helyezték el 2005-ben, akik az értékpapírosított irányadó eszköz partnerkörének is tagjai lennének, ezért a likviditás újraelosztásának szempontjából már az is megfelelő megoldást jelentene, ha a másodpiacon kizárólag e hitelintézetek vehetnének részt a jegybanki értékpapír adásvételében. A másodpiaci forgalmat azonban potenciálisan tovább növelheti, ha az új

jegybanki értékpapírt a korábbi MNB kötvényekhez hasonlóan bárki megvásárolhatja a másodpiacon.¹⁷

Az új jegybanki értékpapír másodpiacon a nagy forgalom és alacsony koncentráció kialakulását az támogatná leginkább, ha a fedezetlen bankközi piachoz hasonlóan alkalmas lenne a rendelkezésre álló likviditás azonnali újraelosztására. Az értékpapírok adásvételénél sokszor T+2 napos teljesítést alkalmaznak a piaci szereplők, bár technikai akadály sem a hitelintézetek, sem a KELER részéről nem merül fel az aznapi teljesítéssel kapcsolatban. Az új jegybanki értékpapír aktív adásvételének kialakulása szempontjából kedvezőtlen továbbá, hogy ezen a piacon a fedezetlen hitelezéssel szemben pótlólagos költséget jelent a likviditáskezelés számára az értékpapírok adásvételekor a KELER által felszámolt transzfer díj.¹⁸

A jegybanki értékpapír rövid futamideje viszont önmagában valószínűleg nem akadályozza a likvid másodpiac kialakulását¹⁹. Igaz ugyan, hogy az ÁKK által kibocsátott hathetes diszkont kincstárjegyek (ami jelenleg a legrövidebb hátralévő futamidővel kibocsátott állampapír) gyakorlatilag nincs másodpiaca, ez az eszköz azonban nem hasonlítható össze egy kéthetes jegybanki értékpapírral. Ez utóbbi ugyanis kifejezetten tartalékperióduson belüli likviditáskezelési célokra használható értékpapír lenne, mivel futamideje egy hónapnál rövidebb, így potenciális másodpiaci kereslete csak attól függ, hogy mennyire alkalmas a rendelkezésre álló likviditás újraelosztására. A hathetes diszkont kincstárjeggyel teljesen más a helyzet, hiszen a hitelintézetek nem használják tartalékperióduson belüli likviditáskezelésre, ahhoz viszont túl rövid a futamideje, hogy kamatspekulációs motivációkból aktív másodpiaca alakuljon ki, így a befektetők jellemzően már az aukción is azzal a céllal vásárolják, hogy lejáratig tartsák. A hathetes diszkont kincstárjegy alacsony másodpiaci forgalmát tehát nem tekinthetjük irányadónak az új kéthetes jegybanki értékpapír másodpiacának várható likviditása szempontjából.

I. 4 Az Államadósság Kezelő Központ likviditáskezelésének megkönnyítése

Az új jegybanki értékpapír hozzájárulhatna az ÁKK számlasimítási repóműveleteiben az aktív partnerek számának növekedéséhez: egyrészt az alacsony repózható értékpapír-állománnyal rendelkező, de a pénzpiacon aktív bankok jelenhetnének meg; másrészt az eddig passzív hitelintézetek. Ugyanakkor az ÁKK-nak ahhoz, hogy elfogadhassa a jegybanki értékpapírt a repó ügyletekben, módosítania kell az üzleti feltételeit.

Az államháztartási intézmények, a jegybank, és a pénzpiaci szereplők egyaránt érdekeltek abban, hogy a jegybanknál vezetett államháztartási számlák lehetőség szerint minimális ingadozást mutassanak. A pénzpiaci szereplők a likviditás-ingadozás miatt magasabb fokú bizonytalansággal szembesülnek, ami megnehezíti likviditáskezelésüket, és költségesebbé

¹⁷ Rövid futamideje miatt az új jegybanki értékpapír iránt elsősorban a pénzpiaci alapok támaszthatnak keresletet a tartalékköteles hitelintézeteken kívül.

¹⁸ A díj mértéke a megbízás technikai paramétereitől függően 1100-2000 forint között változhat elszámolási jegyenként. Ez az összeg önmagában várhatóan nem jelentene valós akadályt a másodpiac megfelelő likviditásának kialakulása szempontjából, hiszen 500 millió forintos ügyletméret mellett egy hetes futamidőn mintegy 1 bázispontot, egymilliárd forintos ügyletméret mellett 0,5 bázispontot tesz ki ez a költség évesített hozamban számolva.

¹⁹ A kéthetes futamidőt két nappal rövidíti az is, hogy a papírok forgathatósága következtében a lejárat előtt szükség van a végső tulajdonosok azonosítására, a teljesítés nekik történik. Az állampapírokkal emiatt jelenleg az utolsó két napon nem lehet kereskedni.

teszi pénzpiaci tranzakcióikat. A jegybank a pénzpiaci bizonytalanságon túlmenően a probléma rendszerszintű költségeivel és kockázataival is szembesül. Az államháztartási intézmények pénzáramlásaiból fakadó likviditásingadozás ugyanis kedvezőtlen esetben a hozamgörbe rövid végét eltérítheti a jegybank által kívánatosnak tartott szinttől. Az államháztartási számlák ingadozásának mérséklése érdekében az Államadósság-kezelő Központ (ÁKK) 2004. elején kezdte meg ún. számlasimítási tevékenységét. Ennek keretében arra törekszik, hogy a kincstári számlák egyenlege egy előre meghatározott 100 milliárd forintos sávban tartózkodjon. Az ÁKK simítási eszköztárának legfontosabb elemét a repóügyletek jelentik²⁰. Amennyiben a prognosztizált egyenleg kívül esik a megcélzott sávon, az ÁKK megfelelő repó ügyleteket köt, azaz a felesleges vagy szükséges forrásokat határozott időre állampapír ellenében kihelyezi, illetve felveszi a bankközi piacon.

Az ÁKK számlasimítási tevékenységének hatékonyságát egyelőre több tényező is nehezíti. E tényezők közül az egyik az ÁKK simítási partnerkörébe tartozó hitelintézetek repózható értékpapírjainak esetleges hiánya (vagy annak a banki könyvekben való koncentrációja). Ebből a szempontból a pénzpiacon gyakran nagyon aktív bankok aukciós részvételét emelhetné, ha a kéthetes betét értékpapírosítása megnövelné a repózható értékpapírjaik állományát.

Mivel a hazai számviteli szabályozás sajátossága (lásd I.3. rész) nem jelent problémát a jegybanki papírok repózásánál, az eddig ugyancsak passzív néhány nagyobb bankkal is bővíthet az ÁKK repó-partnerköre. Ezek egy része eddig gyakorlatilag nem üzletelt az ÁKK-val és ennek egyik oka az lehet, hogy kevés a kereskedési könyvben tartott rendelkezésre álló állampapírjuk. A jegybanki értékpapír bevezetése növelné ezt a portfóliót, így nagyobb eséllyel jelenhetnének meg az ÁKK aukcióin.

Technikai akadályt jelent azonban, hogy jelenleg az ÁKK csak államkötvényekkel és diszkont kincstárjegyekkel végez repó műveleteket, vagyis a jegybanki értékpapír elfogadásához az ÁKK-nak módosítania kellene a vonatkozó üzleti feltételeit.

²⁰ A simítás egyéb eszközei például a kötvény-visszavásárlások, a likviditási kincstárjegyek, stb., de ezek az eszközök csak a számlaegyenleg „durvább” simítására alkalmasak.

II. AZ ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS HÁTRÁNYAI

Az értékpapírosítás a fentiekben kifejtett előnyök mellett – az értékpapír tartása miatt – költséget okoz a hitelintézetek számára, és pótlólagos költséget jelentene a jegybanknak is. Másrészt az újabb állampapír megjelenése elméletileg kedvezőtlen lehet az ÁKK számára, az alacsony futamidő és az eltérő – befektetési helyett likviditáskezelési – funkció miatt azonban ennek valószínűsége alacsony.

II. 1 Az értékpapír alapú sterilizációs állomány tartása költséggel jár a partnerek számára

A jegybanki kéthetes betét tartásának nincsenek költségei a hitelintézetek számára. Az új kéthetes jegybanki értékpapírt a KELER-nél vezetett értékpapírszámlájukon tartanak a hitelintézetek, amiért a KELER díjat számol fel. A díj éves mértéke a számlán tartott havi átlagos értékpapír állomány nagyságától függően 0,073 és 0,105 ezrelék között változhat, ami éves hozamként számszerűsítve mintegy 1 bázispontos költséget tesz ki. Ennek megfelelően, 1500 milliárd forintos átlagos sterilizációs állományt feltételezve, a bankrendszer számára nagyjából évi 130 millió forintos (havi 11 millió forintos) költséget jelentene az új jegybanki értékpapír tartása.

II. 2 Az új állampapír megjelenése csak kis valószínűséggel hathat az államadósság finanszírozására

A kéthetes betéttel szemben az MNB-kötvény állampapír, tehát elméletileg versenytársat teremthet az ÁKK által kibocsátott papíroknak. A lényegesen rövidebb futamidő és az eltérő funkció miatt azonban ennek kicsi az esélye. Az sem valószínű, hogy a jegybanki partnerek többsége csak a jegybanki fedezet biztosítása miatt tart állampapírt, ezért az új fedezet megjelenése várhatóan nem érinti számottevően az ÁKK kibocsátásait.

A jelenlegi fel nem bontható kéthetes betét elhelyezési lehetőség lényegében nem érinti az államadósság finanszírozását. Az új kéthetes értékpapírt azonban elméletileg olyan befektetők is tarthatják, amelyek ennek hiányában állampapírba fektetnek. Ennek a kizorítási hatásnak az érvényesülését kis valószínűségűnek tartjuk. Egyrészt a kibocsátáskor közvetlenül csak az MNB partnerei juthatnak hozzá a papírhoz. Másrészt a kéthetes futamidő meglehetősen rövid ahhoz, hogy befektetési céllal vásárolja valaki; nagyobb valószínűsége van, hogy a likviditáskezelési funkció fog dominálni.

Ugyanakkor az elképzelhető, hogy a jelenlegi jegybanki partnerek kevesebb ÁKK által kibocsátott állampapírt fognak vásárolni. Számukra ugyanis a jegybank hiteloldali eszközeinek igénybevételehez is szükségük volt állampapírra. Ezt a szerepet a kéthetes jegybanki papír is be tudja majd tölteni. Ugyanakkor kicsi a valószínűsége, hogy emiatt a változás miatt ezek a szereplők megválnának állampapírjaiktól, hiszen azok nagyobb részét jelenleg is más célra tartják (az I.1. részben bemutatottak alapján a rendelkezésükre álló fedezeteknek csak egynegyedét zároltatják az MNB-nél, és annak is csak a negyedét használják fel ténylegesen).

Emellett az új jegybanki értékpapír segítheti az ÁKK számlasimítási tevékenységét, mivel a kincstári partnerek repó tevékenységhez rendelkezésre álló fedezetét növeli lényegesen

(lásd részletesen az I.4. részt). Tehát összességében nem gondoljuk, hogy az ÁKK számára kedvezőtlen következménye volna a kéthetes jegybanki kötvény bevezetésének.

III. FÜGGELÉKEK

III. 1 Az EU országok többletlikviditás lekötésének gyakorlata

Azok az EU-s országok, amelyek bankrendszere hasonló nagyságrendű likviditási többlettel rendelkezik, vagy értékpapír alapú irányadó eszközt használnak, vagy repót. Elméletileg mind a kettő megteremti annak a lehetőségét, hogy a jegybanki partnerek felhasználhassák a jegybanktól kapott eszközöket a likviditás újraelosztásában, illetve a jegybanki hitellehetőségek kihasználásában. Jelenleg a dán jegybank használ az MNB által is bevezethetőhöz teljesen hasonló kétételes betéti jegyet a likviditásfelesleg kezelésére.

Az EU-hoz 2004 májusában csatlakozott kelet-közép-európai államok jegybankjai egyaránt likviditás elvonására szolgáló jegybanki műveleteket hajtanak végre, amit a pozitív nettó likviditási pozíció mutat (5. táblázat). A 2004. év végi adatok alapján a bankrendszer nettó likviditási pozíciója Magyarországon alacsony volt regionális összehasonlításban mind abszolút értékben, mind a GDP-arányos mutató alapján. (A különböző likviditási pozíciók pontos definíciójáról részletesen lásd a Függelék II. részét.)

5. táblázat: Jegybanki likviditási pozíció Magyarországon (tény és prognózis) és a vizsgált EU tagországokban (2004. vége)

	A EU-hoz 2004-ben csatlakozott közép-kelet európai országok						A EU-hoz korábban csatlakozott országok			
	Cseh-ország	Lengyel-ország	Szlovákia	Magyarország 2004	Magyarország 2005. dec. (tény)	Magyarország 2006. dec. (prognózis)	Szlovénia	Görögország	Portugália	Dánia
Mrd euró										
Strukturális likviditási pozíció	14	6,6	7,7	4,6	6,1	9,0	4,1	1,4	1,8	12,7
Bankok elszámolási betétszámlái	0,8	3,2	0,3	2,3	1,9	2,4	0,4	2,9	3,4	0,9
Nettó likviditási pozíció	13,2	3,4	7,4	2,3	4,2	6,6	3,7	-1,5	-1,6	11,8
GDP-arányosan										
Strukturális likviditási pozíció	16,8%	3,5%	24,8%	5,7%	6,9%	9,8%	16,2%	0,9%	1,4%	6,6%
Bankok elszámolási betétszámlái	1,0%	1,7%	1,0%	2,8%	2,2%	2,6%	1,6%	1,8%	2,6%	0,5%
Nettó likviditási pozíció	15,9%	1,8%	23,8%	2,8%	4,7%	7,2%	14,7%	-0,9%	-1,2%	6,2%

Csehországban, illetve Szlovákiában, a privatizációs bevételek jegybanknál történő konverziója, illetve a jegybanki intervenció következtében a GDP-arányos nettó likviditási pozíció 2004 végén elérte a GDP 16, illetve 24 százalékát, ami jelentősen meghaladja a magyarországi 3 százalékos GDP arányos nettó likviditási többletet. A hazai szintnél egyedül Lengyelországban volt alacsonyabb a GDP-arányos likviditástöbblet, ami Lengyelország méretével és alacsonyabb fokú gazdasági nyitottságával állhat összefüggésben, illetve azzal a ténnyel, hogy a lengyel jegybank az utóbbi években nem alkalmazta a devizapiaci intervenció eszközét.

Magyarországon azonban 2005-ben a likviditási többlet emelkedett, és a nettó likviditási pozíció 2005. végére elérte a GDP 4 százalékát. Prognózisunk szerint a likviditástöbblet és a jegybanki sterilizációs igény 2006 végéig tovább emelkedhet.

Az EU régi tagállamai közül jelenleg három kis ország (Görögország, Portugália, és Dánia) rendelkezik strukturális likviditási többlettel. Ezek közül az országok közül

azonban kizárólag az euro-zónán kívüli Dánia hajt végre a likviditás elvonására szolgáló jegybanki műveleteket, ugyanis a nettó likviditási pozíció egyedül itt pozitív.²¹

A pozitív nettó likviditási pozíció lekötésére használt eszközök terén az Unió jegybankok heterogénnek tekinthetők. Bizonyos országokban (Csehország, Dánia, Magyarország) az irányadó eszköz jelenti az egyetlen instrumentumot, míg más országokban egyéb, általában hosszabb futamidejű eszközt is alkalmaznak. Csehország, Szlovákia kéthetes repót használ irányadó eszközként, Lengyelország, Szlovénia és Dánia viszont értékpapírt bocsát ki.

6. táblázat: A likviditástöbblet megoszlása a különböző sterilizációs instrumentumok között néhány EU-s országban (2005. augusztus)

	Cseh-ország	Lengyel-ország	Szlovákia	Magyar-ország	Magyarország 2000. márc - 2002. júl. (átlag)	Szlovénia*	Dánia
Irányadó eszköz							
Típus	repó	kötvény	repó	betét	betét	kötvény	betéti okirat (cd)
Futamidő (nap)	14	7	14	14	14	60	14
Volumen (euro)	16,80	4,50	8,11	5,04	1,67	0,89	13,60
Súly (%)	100%	69%	75%	97%	53%	50%	100%
Egyéb sterilizációs eszköz							
Típus	-	kötvény	kötvény	kötvény	kötvény	kötvény/betét	-
Futamidő (eredeti, év)	-	10	0,25	6	0,25	0,75 / 3	-
Volumen (Mrd euro)	-	2,0	2,7	0,1	1,5	0,22 / 0,65	-
Súly (%)	0%	31%	25%	3%	47%	50%	0%

*2004. december 31-én.

Az alternatív eszközök a likviditásnak maximum felét kötik le ezekben az országokban és jellemzően kötvényeket használnak, egyedül Szlovénia alkalmaz hosszú lejáratú betétet. Az alternatív eszközök futamideje pár hónaptól 10 évig terjed. Míg a rövidebb futamidejű instrumentumokat a kibocsátó jegybankok célja a megújítási gyakoriság csökkentése, illetve az irányadó eszköz sterilizációs szerepének csökkentése, addig a hosszabb instrumentumokat a likviditástöbblet euro-zóna csatlakozásig történő lekötése a cél. *Lengyelországban* a központi bank a tartalékráta csökkentése miatt felszabaduló likviditás megkötésére alkalmazott hosszú (10 éves) jegybanki kötvényeket. Az eredetileg kibocsátásra került nem piacképes inflációhoz indexált kötvényeket a bankok számára kötelező volt lejegyezni. Ezeket a kötvényeket azonban 2002-ben a lengyel jegybank piacképes fix kamatozású értékpapírokra cserélte. A *szlovák* 3 hónapos jegybanki papírt pedig a hosszabb távú sterilizálás céljával bocsátja ki a jegybank, célként kitűzve, hogy az összes sterilizációs állomány negyede legyen ebben az instrumentumban lekötve. A lengyel és a szlovák jegybank által használt kötvények lehetőséget adnak arra, hogy a partnerek fedezetként fel tudják használni őket a jegybanki műveletekhez.

A *cseh és szlovák* jegybank által irányadó instrumentumként használt likviditás elvonó repóműveletek biztosítják, hogy a jegybankok partnerei fel tudják használni a likviditás-

²¹ Habár a másik két ország a nettó likviditási pozíció korábban pozitív volt, az euro bevezetése óta nem végeztek (az EKB egységes eszköztára miatt nem is végezhettek) likviditás elvonására szolgáló jegybanki műveletet (egynapos betételfogadást kivéve), ezért nettó likviditási többletük az euro-zóna egészének likviditási deficitjét csökkentő tényező volt. A görög jegybank az euro bevezetése előtt kéthetes betétet alkalmazott irányadó eszközként, illetve hosszú lejáratú betétekkel kötötte le a kötelező tartalék csökkentéséből adódó likviditástöbbletet. A portugál jegybank a csatlakozás előtt hosszú lejáratú kötvényeket bocsátott ki, hogy aktív oldali irányadó eszközt alkalmazhasson.

kezelésük során a repó-ügylet keretében kapott értékpapírjaikat (3 hónapos jegybanki papírokat ad a repó keretében a jegybank).

A *szlovén* jegybank valamivel gyorsabb euro-zóna csatlakozásra készülve 3 éves futamidejű betéti instrumentumot alkalmaz. A szlovén eszköztár sajátossága, hogy a bankok jegybanki devizakötvényt is vásárolnak. A jegybanki hiteloldali műveletekhez pedig felhasználhatják ezt a kötvényt, az irányadó eszközként kibocsátott kötvényt és a hosszú lejáratú jegybanki kötvényüket, illetve betétjüket is.

A *dán jegybank* is speciális eszköztárral rendelkezik, a standard eszközei közé a kéthetes értékpapír (CD) eladása, a kéthetes fedezett hitel, illetve a bankok pénzforgalmi számlája tartozik. Sem kamatfolyosót nem alkalmaz, sem szigorú értelemben vett tartalékkötelezettséget (csak maximálva van bankonként a kamatozó jegybanki számlán tartható összeg). Likviditási sokkok esetén lehetősége van a CD visszavásárlására is, és természetesen a gyakori devizapiaci intervencióval is hat a bankok pozíciójára.

A CD, amely T napi elszámolással kibocsátott diszkont értékpapír, csak a pénzforgalom lebonyolításához használt napon belüli hitelhez vehető igénybe fedezetként. Ennek az oka egyrészt az, hogy a hitel- és betétoldali eszköz lejáratát megegyezik, másrészt pedig a dán jegybank nem alkalmaz egynapos hitelt. A CD másodpiaca viszonylag fejletlen, töredékét teszi ki a fedezetlen bankközi piaci forgalomnak (2002-ben alig 3%-át). Ehhez részben hozzájárulhat, hogy a partnerek csak egymás között kereskedhetnek vele, az ügyfeleknek tehát nem értékesíthetik tovább. Az alacsony forgalom másrészt annak is a következménye lehet, hogy a dán jegybank rendszeresen (havonta 2-3 alkalommal) tart CD-visszavásárlásokat a likviditási sokkok csillapítása érdekében. Az ügyletekben természetesen csak azok a partnerek tudnak részt venni, amelyek maguknál tartják a jegybanki papírt, ami mérsékelheti a másodpiaci aktivitást.

III. 2 A jegybanki műveletekhez kapcsolódó likviditási fogalmak összefoglalása

A jegybanki műveletek iránya (likviditásnyújtás vagy -elvonás) legtöbbször adottság a jegybank számára, és a jegybank bankrendszerrel szembeni *strukturális likviditási pozíciójával* függ össze. A strukturális likviditási pozíciót ugyanis a jegybank mérlegében szereplő olyan tételek (úgynevezett *autonóm tényezők*) befolyásolják elsősorban, amelyeket a központi bank nem tud közvetlenül befolyásolni.

7. táblázat: Egyszerűsített jegybankmérleg struktúrája

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

Az 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 befolyásol²².

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

A strukturális likviditási pozícióból a bankok 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:²³

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

Amennyiben ez a pozíció pozitív, akkor a jegybank irányadó eszköze betét oldali, azaz likviditást von el a bankrendszerből. Magyarországon 1995 közepe óta folyamatosan pozitív volt a jegybank operacionális likviditási pozíciója.

²² Természetesen a devizatartalék szintjét a jegybank képes befolyásolni, azonban a devizatartalék mindenkor alakulása – sávszéli intervenció esetén – nem áll a jegybank teljes kontrollja alatt. Emiatt a külfölddel szembeni nettó követeléseket rendszerint az autonóm tételek között szerepeltetik.

²³ 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).