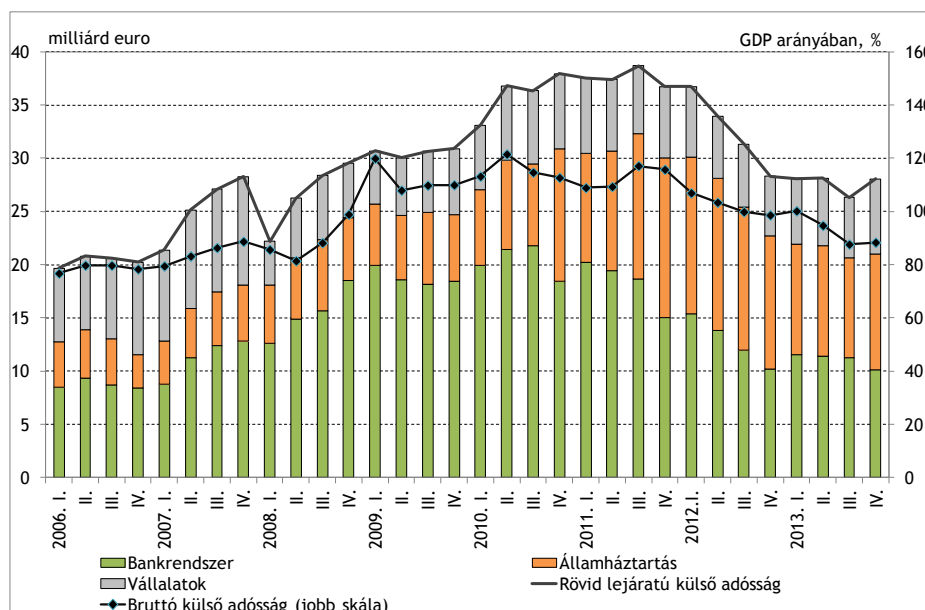


Kolozsi Pál Péter: Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei

Magyarország államháztartásának finanszírozása és pénzügyi rendszere stabilabb lehet, az ország külső sérülékenysége pedig csökkenhet az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának erősítésével. A belső finanszírozás felé való elmozdulás azt jelenti, hogy arányaiban a külföldi befektetők az eddiginél kisebb, a hazai szereplők, a lakosság és a bankok pedig az eddiginél nagyobb részt vállalnak az államháztartás finanszírozásából. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) eszköztárának megújítása a bankok aktivitásának növelését szolgálja: a kétételes kötvény betétesítése révén csökkennek a jegybankban lekötött banki források, a rendszeresen meghirdetett kamatcsere eszköz az alkalmazkodást támogatja, a potenciális eszköztár részévé váló fedezett hitel és értékpapírcsere instrumentumok pedig piaci turbulencia esetén nyújtanak segítséget a hitelintézeteknek.

A 2008-ban kirobbant gazdasági világválságot megelőzően és a krízis első éveiben a magyar gazdaság komoly adósságállományt halmozott fel, és a külső sérülékenység emelkedése következtében jelentősen megnőtt a jegybank tartalékállománya is. A válság fájdalmas alkalmazkodást igényelt az egész magyar társadalomtól és gazdaságtól, aminek ugyanakkor az is következménye volt, hogy először a folyó fizetési mérleg javulásán, majd a felhalmozódott adósság csökkentésén keresztül jelentősen javult az ország külső egyensúlyi helyzete.ⁱ Mára mind a teljes, mind a rövid lejáratú külső adósság érdemben csökkent a korábbi szintekhez képest, ami lehetővé teszi a tartalékok óvatos, fokozatos mérséklését.ⁱⁱ A tartalékok leépítésének egyik módja lehet, ha az állam a lejáró devizaadósságát nagyobb részben forintból újítja meg. Erre a lehetőségre épül a Magyar Nemzeti Bank önfinszírozási koncepciója.ⁱⁱⁱ Az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának erősítése, a külső forrásokra való ráutaltság csökkentése az MNB pénzügyi stabilitás fenntartására irányuló, törvényben rögzített célkitűzéséhez is illeszkedik.

A hátralévő futamidő szerint rövid lejáratú külső adósság, illetve a bruttó külső adósság alakulása



Az önfinanszírozás a forintfinanszírozás erősítését jelenti, és valóra válásához az állampapírpiacon kínálati és keresleti oldalának is alkalmazkodnia kell. A kínálati oldalon már megtörtént ez az alkalmazkodás, hiszen az MNB önfinanszírozási koncepciójának meghirdetése után, májusban kiadott új 2014-es finanszírozási terv szerint az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) az idén lejáró devizakötelezettségeket a megemelt forintkibocsátásból fizeti vissza.^{iv} Figyelembe véve az ideai devizakötvény és devizahitel lejáratokat, 2014-ben összességében 600 milliárd forintnyi külső-adósság-kiváltásra van mód. Ez azt jelenti, hogy ennyivel szűkülhet a jegybank mérlege, azaz ezzel az összeggel csökkenhet a devizatartalék és apadhat a jegybank kéthetes instrumentumában tartott banki források állománya.

Az önfinanszírozási koncepció sikerének kulcsa keresleti oldalon a hazai befektetők kezében van: csak akkor csökkenhet a külföldi kivettség, ha ők megveszik azokat az állampapírokat, amelyekkel a lejáró külföldi tartozásokat kifizeti a magyar állam. A belföldi szereplők közül az utóbbi években komoly vásárlóvá előlépő lakosság már eddig is részt vállalt ebben a folyamatban, a hazai bankok azonban egyelőre inkább csak a rövid futamidőkön aktívak, miközben a pénzügyi stabilitás épp azt kívánna meg, hogy a hosszabb lejáratokon is hangsúlyosan jelenjenek meg. A jegybanki eszköztár megújítása ezért mindenekelőtt azt célozza, hogy megkönnyítse a hazai bankok alkalmazkodását az ideai év ezermilliárd forint feletti nettó kötvénykibocsátást jelentő új finanszírozási környezetéhez.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa 2014. április 23-ai ülésén döntött eszköztárának megújításáról, ami egy négy pontból álló programot jelentett. Ennek elemei a következők:

1. A jegybank irányadó instrumentumának formája megváltozik, a jelenlegi kéthetes MNB-kötvény kéthetes lejáratú, lekötött betété alakul át.^v Az intézkedés 2014. augusztus 1-jétől hatályos.
2. Június 16-ától bevezetésre kerül egy forint kamatcsere eszköz, amelyben az MNB változó kamatot fizet fix kamat ellenében.
3. Június 16-ától a potenciális jegybanki eszköztár részévé válik egy 3 éves lejáratú fedezett forint hitel.
4. Június 16-ától a potenciális jegybanki eszköztár részévé válik egy eszközcsere ügylet is, melynek keretében a bankok hosszú lejáratú forint értékpapírokért cserébe deviza értékpapírokhoz juthatnak.

Az irányadó instrumentum betétesítése

A hazai bankok államadósság-finanszírozásában betöltött, potenciálisnál visszafogottabb szerepvállalása részben ahhoz köthető, hogy magas a jegybankkal szembeni kivettségük, jelentős mértékű kéthetes kötvényállományt tartanak az MNB-nél.^{vi} A kéthetes jegybanki kötvényállomány magas szintje külső adottságnak tekinthető a bankok számára, ugyanakkor annak egy részét – a forint/deviza finanszírozási szerkezet változása, azaz a lejáró deviza államkötvények forintban történő megújítása esetén – átcsoportosíthatják forint állampapírok irányába, így a konszolidált állammal szembeni kivettségük nem változik. A kéthetes MNB-betét a kéthetes kötvénynél kedvezőtlenebb likviditási tulajdonságokkal rendelkezik, illetve nem számít elfogadható jegybanki

fedezetnek, így az átalakítás maga is a likviditás egy részének az irányadó eszközből való kiáramlását eredményezi.

A betétesítés következménye, hogy a külföldi pénzintézetek nem vehetik majd igénybe az MNB irányadó instrumentumát, így a külföldi befektetők tekintetében mindenképp sor kerül alkalmazkodásra. A külföldiek által tartott MNB-kötvényállomány egy részét hazai bankok anyabankjai tartják, amelyek könnyen elhelyezhetik az átalakítással felszabaduló forintlikviditást a magyar leánybankjuknál, azaz végső soron ez a likviditás a magyar bankrendszerben maradhat. Mód van arra is, hogy az állomány egy részét a külföldiek egyéb hazai eszközökbe csoportosíthatják át, különös tekintettel a legkedvezőbb kockázati besorolású forint állampapírokra. Természetesen azt sem lehet kizárni, hogy a külföldi források egy része elhagyja az országot, de ennek is csak abban az esetben lenne közvetlen árfolyamhatása, ha spot devizapiacra történő átváltással menne végbe, a hazai bankokkal kötött fx-swap ügyletek lezárása esetén nem.

Az alkalmazkodási folyamat már elkezdődött, de még nem ért véget. Az MNB 2014. április 24-ei bejelentését követően azt tapasztaltuk, hogy a külföldiek MNB-kötvény állománya jelentősen csökkent. A felszabaduló forintlikviditás ugyanakkor nem jelent meg a spot devizapiacra, a folyamat nem járt az árfolyam gyengülésével. A külföldiek egy része vélhetően zárta fx-swap pozícióit, másik része pedig továbbra is magyar eszközökbe, kiemelten állampapírba fekteti pénzét: az MNB bejelentése óta a külföldiek állampapír-állománya 30 milliárd forinttal emelkedett.

A kamatcsere-eszköz

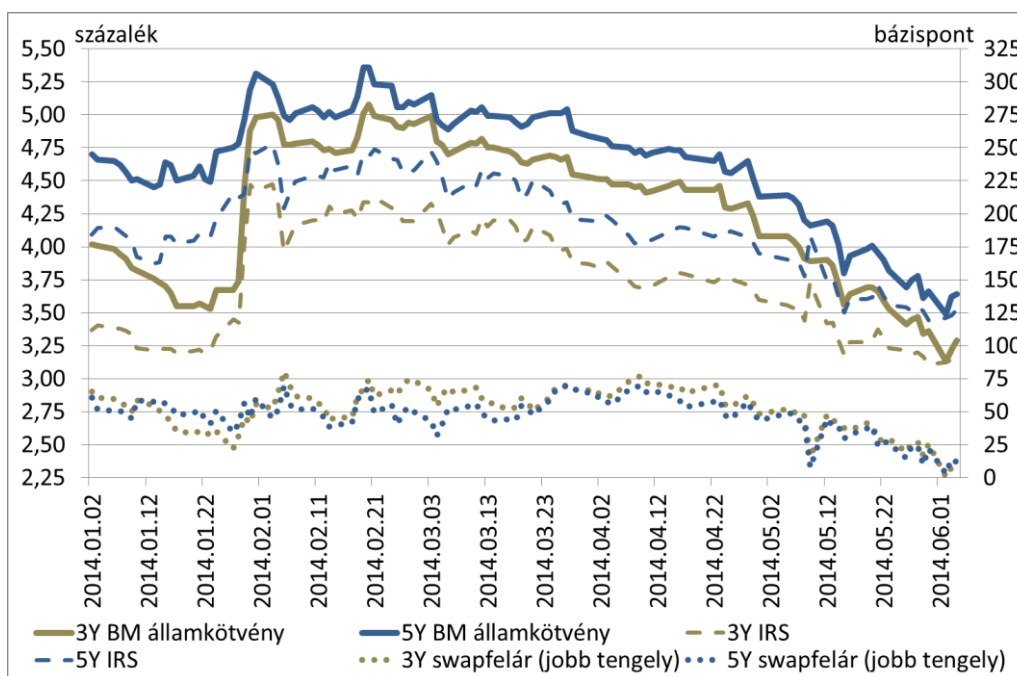
Az önfinanszírozás sikerének elengedhetetlen feltétele és a betétesítés következménye a kéthetes MNB-kötvényben levő hazai banki források egy részének állampapírba való átcsoportosítása. Egy ilyen átrendeződés esetén ugyanakkor a bankok kamatkockázata emelkedik, amit az MNB azzal segít kezelni, hogy változó kamatozásúvá konvertálja a bankok fix állampapírhozamait, csökkentve a duration kitettséget. Ezért különösen igaz, hogy a betétesítésre és a kamatcsere ügyletre érdemes egyazon csomag két elemeként tekinteni – hisz kiegészítik egymást, és a banki alkalmazkodás költségeinek szempontjából részben semlegesítik egymást. A kamatcsere eszköz jelentősége épp abból adódik, hogy az MNB ezzel az eszközzel „terelni” tudja a kéthetes instrumentumból felszabaduló likviditást, hogy az lehetőleg hosszú lejáratú értékpapírokban csapódjon ki.

Kamatcsere-ügyet kötésére a piacon is van lehetőség, de az MNB feltételekhez kötött eszköze az árazáson keresztül^{vii} biztosítja, hogy a bankok hosszabb távon legyenek érdekeltek az állampapírok tartásában, és ezzel is a hazai pénzügyi rendszer stabilitását segítsék elő. Ugyanezt szolgálja, hogy a kamatcsere ügyletet az első egy évben nem lehet lezárni, és ezt követően is csak – ha minimális mértékben is, de – a piacinál kedvezőtlenebb feltételek mellett. Az MNB feltétele szerint a bankoknak a 2014. január és március közötti átlagos, jegybanki műveletekhez fedezetként elfogadható értékpapír-állományukat kell legalább az igénybe vett kamatcsere-értékkel megemelnie, ami azt biztosítja, hogy az MNB kamatcsere-ügyleteit a jegybanki célokkal összhangban lehessen használni.

A kamatcsere ügyleteket kéthetente, tenderek keretében értékesíti a jegybank. Az aukciókon a bankok versengő ajánlatokat adhatnak be az MNB által a tenderfelhívásban rögzített minimális fix

kamatlábba vonatkozó feltétel betartása mellett, ami abba az irány hat, hogy az ügylet díja minél közelebb legyen a piaci árhoz. A bejelentés óta eltelt időszakban a hosszú lejáratú államkötvény-hozamok csaknem 100 bázispontos csökkenésének mértékét nem érte el az IRS kamatok mérséklődése. A 3 és 5 éves benchmark papírok futamidejével megegyező lejáratú IRS kamatok mindössze 50 bázisponttal csökkentek, így május végére nulla közeli szintre zárultak a kamatswap felárak. A kamatswap felárak beszűkülését az országkockázat csökkenésén túl okozhatta az államkötvény-piaci likviditás forgalomemelkedésben tetten érhető javulása, valamint a kamatswap piac likviditásának romlása is. A magyarországi IRS-piac forgalma májusban a korábbi átlagérték negyedére esett vissza, amit okozhat a piaci szereplők kivárása, azaz kötések elhalasztása az első jegybanki IRS-tenderekig. Az MNB kiemelt figyelemmel kíséri és irányadónak tekinti ezeket a piacokat a jegybanki IRS-eszköz árazásával kapcsolatban.

Az 5 és 10 éves benchmark államkötvény és IRS hozamok valamint a kamatswap-felárak alakulása^{viii}



Forrás: Reuters, MNB

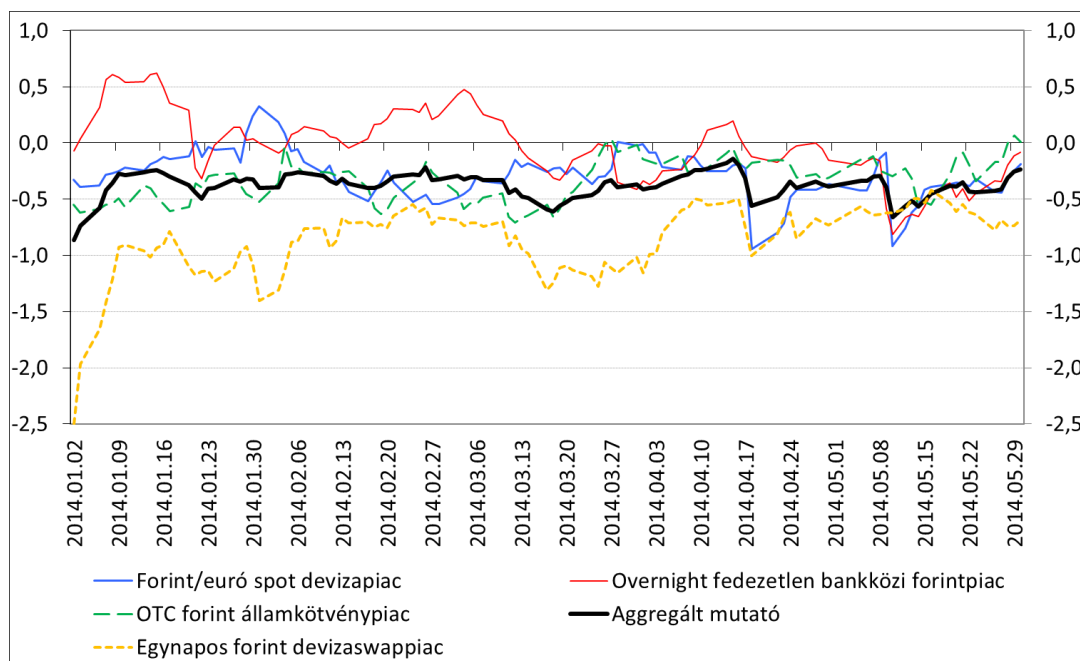
A fedezett hitel és az értékpapírcsere-eszköz

Az eszköztár megújítása során az MNB olyan eszközök potenciális bevezetéséről is döntött, amelyek piaci turbulencia esetén állhatnak a bankok rendelkezésére. A hosszú lejáratú fedezett forint hitel és az értékpapírcsere ügyletek azokat a helyzeteket hivatottak kezelni, amikor a piacon forint-, illetve deviza-likviditáshiány alakul ki. Ezekben az esetekben azért lehet indokolt a jegybank szerepvállalása és az eszközök aktiválása, mert a rendszerszintű likviditási zavarok az állampapírok eladására kényszeríthetik a bankokat, ami ellentétes lenne az önfinanszírozási koncepció céljaival.

A 3 éves lejáratú fedezett forint hitel meghirdetésével – illetve egyéb hasonló, már a jelenlegi monetáris politikai eszköztár részét képező eszközeivel - az MNB azt teszi lehetővé, hogy a bankoknak csak azért ne kelljen eladniuk az állampapírjaikat, hogy forintlikviditáshoz jussanak, hiszen

azt megszerezhetik az állampapírok fedezetére adott jegybanki hitel formájában is, lejáratí prémiumtól mentes finanszírozás keretében. Az értékpapírcsere hasonló célokat szolgál, csak a devizaliquiditás tekintetében: akkor lehet hasznos eszköz, ha a bankok már fx-swap segítségével sem jutnak devizaliquiditáshoz, de még rendelkeznek állampapírokkal. Az állampapírok fedezetére a bankok az Európai Központi Banknál euro-liquiditásra cserélhető értékpapírokat kapnak kölcsönügylet keretében az MNB-től. E két jegybanki eszköz potenciális eszköztárban való megjelenésével és azok banki likviditási tervekbe való beépülésével a bankok turbulens időkre való „felkészülési költségei” csökkenthetők le. A két „válságeszközzel” kapcsolatban az MNB folyamatosan monitorozza a releváns piacok rendszerszintű likviditási helyzetét. Miután a hazai hitelintézetek likviditáskezelése szempontjából a fedezetlen forint bankközi hitel-betét piac, a forint államkötvény piac, az azonnali (spot) devizapiac és az FX-swap piac a kulcsfontosságú, így a monitoring elsősorban ezen piacok vizsgálatát jelenti a gyakorlatban. Likviditási szempontból ezeken a piacokon jelenleg nem látható feszültség, így az aktiválás nem indokolt.

Egyes pénzügyi piacok likviditásának alakulása



Forrás: Reuters, MNB

Össességében a jegybanki eszköztár átalakítása az MNB egyfajta válaszának tekinthető az adósság csökkenésének további szükségességéből, illetve a devizatartalék mérséklésének lehetőségéből adódó új helyzetre. A kéthetes jegybanki instrumentum betétesítése segíti a bankok jegybankban lekötött forrásai egy részének felszabadulását, a kamatszere eszköz megkönnyíti a felszabadult források egyéb likvid eszközökbe, például állampapírokba áramlását, a hosszú fedezett hitel és az értékpapírcsere pedig piaci turbulencia esetén biztosítja, hogy a bankok értékpapír-állományuk leépítése nélkül tudjanak alkalmazkodni. Mindebből adódóan a Magyar Nemzeti Bank megújított eszköztára összhangban van a jegybanktörvényben lefektetett célokkal és végső soron a pénzügyi stabilitás erősítését szolgálja.

Felhasznált irodalom

Hoffmann Mihály–Kóczyán Balázs–Koroknai Péter (2013): A magyar gazdaság külső egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás. MNB-SZEMLE • különszám • 2013. október.

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_msz_20131030/hoffmann.pdf

Nagy Márton – Palotai Dániel (2014): A devizatartalék óvatosan csökkenthető.

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizatartalek_es_serulekenyseg/A_devizatartalek_ovatosan_csokkentheto_2014%2004%2022.pdf

Csávás Csaba – Koroknai Péter (2014): Visszanyerni az egyensúlyt: Hol tartunk most?

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizatartalek_es_serulekenyseg/Visszanyerni_az_egyensulyt_cikk_teljes_Csavas_Koroknai.pdf

Magyar Nemzeti Bank (2014): Az ország adósságszerkezete tovább javítható. A bankok az állampapírok vásárlásával segíthetik az ország önfinanszírozását (MNB Hátteranyag).

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Sajtoszoba/Sajtoszobakozlemenyek/MNB_Hat_teranyag_Az_orzag_adossagszerkezete_tovabb_javithato.pdf

ⁱ Részletesen lásd: Hoffmann Mihály–Kóczyán Balázs–Koroknai Péter (2013)

ⁱⁱ Részletesen lásd: Nagy Márton – Palotai Dániel (2014), illetve Csávás Csaba – Koroknai Péter (2014)

ⁱⁱⁱ Részletesen lásd: Magyar Nemzeti Bank (2014)

^{iv} Bár a forintban denominált kötvények egy részét szintén külföldi befektetők vásárolják meg, ugyanakkor ennek az aránya érdemben alacsonyabb, mint a devizakötvények esetében.

^v Az MNB számára nem ismeretlen a kéthetes betét eszköz, hiszen 2007-ig ez volt a magyar jegybank irányadó instrumentuma.

^{vi} A banki tulajdonban lévő kéthetes kötvények válság előtti 600-900 milliárd forint között ingadozó állománya 2009-től fokozatosan 3000-4000 milliárd forintig emelkedett. Ugyanakkor állampapírjaik állományát jóval kisebb mértékben növelték a bankok: 700-900 milliárdos növekedést tapasztalhatunk a válság előtti állapothoz képest.

^{vii} A tenderenként meghirdetett minimumárat a kamatswap-piac, illetve a fix és a változó kamatozású államkötvény-piac árának figyelembe vételével határozza meg az MNB.

^{viii} Megjegyzés: Az IRS hozamok esetében az MNB swappiaci hozamgörbéjének a benchmark államkötvényekkel megegyező futamidejű pontjai kerültek feltüntetésre.

Szerkesztett formában megjelent a Napi Gazdaság Online oldalán 2014. június 13-án.