

Nagy Márton:

Szükség van még az MNB kamatcsere-eszközére?

A Magyar Nemzeti Bank 2014 tavaszán elindított Önfinszírozási programja elérte a meghirdetésekor kitűzött célokat. Az utóbbi két évben a magyar gazdaság külső sérülékenysége jelentősen mérséklődött, miközben a jegybanki eszköztár átalakítása a hosszú állampapír-hozamok csökkenését is elősegítette. Bár a meglévő monetáris politikai eszközök feltételeiben még lehetnek változások, de a kéthetes betét 2016. április kivezetésével a jegybanki eszköztár átalakításának érdemi része lezárul, amivel a szükséges banki alkalmazkodás is csökken. Ezen felül az elkövetkező években mérséklődnek az állami devizajáratok, vagyis szűkülnek a külföldi devizaadósság forintból való megújításának lehetőségei is. Mindez fontos mérföldkő lehet a program hatékonyságát illetően, ami indokoltá teszi a program stratégiai áttekintését, jövőbeli szerepének vizsgálatát, különös tekintettel a jegybanki kamatcsere eszköz további szükségességére.

BEVEZETÉS

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2014 tavaszán azzal a céllal hirdette meg az Önfinszírozási programot, hogy támogassa a válság után a magyar gazdaság egyik legjelentősebb problémájának tekintett külső sérülékenység csökkentését. A program arra épül, hogy jegybanki eszközökkel elősegíthető a banki források fedezeti értékpapírok, azaz a magyar értékpapír-piac sajátosságai miatt elsősorban a magyar állampapírok felé terelése, ami lehetővé teszi a lejáró külföldi devizaadósság forintból történő refinanszírozását, és ezzel a magyar állam és a nemzetgazdaság külső kitettségének mérséklését.

1. AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI KONCEPCIÓ ÉS A JEGYBANKI ESZKÖZTÁR ÁTALAKÍTÁSA

Az önfinszírozási program a bruttó külső adósság csökkentésén, illetve az adósság szerkezet egészségesebbé tételén keresztül segíti elő a külső sérülékenység mérséklését. A válság előtt elsősorban a folyó fizetési mérleg egyenlege, illetve a működő tőke beáramlás nagysága által determinált nettó külső adósság volt a külső sérülékenység fokmérője. A 2008-ban kirobbant és a közgazdasági gondolkodást jelentősen megújító válság egyik érdemi és előremutató tapasztalata ugyanakkor az volt, hogy a nettó állomány „bruttó szárainak” alakulása és dinamikája is kiemelkedően fontos sérülékenységi tényezők. Mivel a nettó adósság alapvetően a belföldi szektorok megtakarítási folyamatainak függvénye és csökkentése csak magas reálgazdasági ár mellett lehetséges, így az MNB tudatosan fókuszált programjával a bruttó külső adósság reálgazdasági folyamatokból adódónál nagyobb mértékű csökkentésére. Erre az is lehetőséget adott, hogy az elmúlt időszakban a devizatartalékok is olyan szintet értek el, ami lehetővé tette a külső adósság-építés folyamatának támogatását. Az Önfinszírozási program keretében az MNB eszközeinek átalakításával a jellemzően külföldi kézben levő állami devizaadósság forintból történő visszafizetését segíti elő, ami együtt jár a bruttó külső adósság mérséklődésével, a devizaadósság arányá-

nak csökkenésével és a belföldi gazdasági szereplők finanszírozásban betöltött szerepének erősödésével.

Az utóbbi két évben az Önfinszírozási program a jegybank monetáris politikai eszköztárának egészét érintette. Az MNB 2014 tavasza és 2016 áprilisa között teljes monetáris politikai eszköztárát átalakította annak érdekében, hogy a bankok lehetőleg ne jegybanki instrumentumokban, hanem fedezeti értékpapírokban, azaz kiemelten állampapírban tartsák feles likviditásukat. Ennek keretében lett két lépésben a kéthetes kötvény helyett a három hónapos betét az MNB irányadó eszköze, változtak meg a kamatfolyosó paraméterei, módosult a kötelező tartalékrendszer és a fedezett hiteleszközök kondíciói, illetve a program részeként vezette be az MNB a feltételes kamatcsere-eszközét (IRS) is (1. táblázat).

1. táblázat: Az MNB eszköztárának változása

JEGYBANKI ESZKÖZ	ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAM ELŐTT	2016 ÁPRILISÁBAN
Irányadó eszköz	kéthetes kötvény	három hónapos betét
Kamatfolyosó	szimmetrikus: alapkamat±100 bázispont	aszimmetrikus: O/N betét: alapkamat-125 bázispont, O/N hitel: alapkamat+25 bázispont
Kötelező tartalék	választható ráták: 2-5%	egységes tartalékráta: 2%
Fedezett hitel	kéthetes és hat hónapos futamidő	egyhetes és három hónapos futamidő
Kamatkockázat-kezelő eszköz	-	3, 5 és 10 éves IRS
Kiegészítő forintlikviditás-kezelést támogató eszköz	-	kivezetésre kerül a kéthetes betét

2. AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAM EREDMÉNYEI

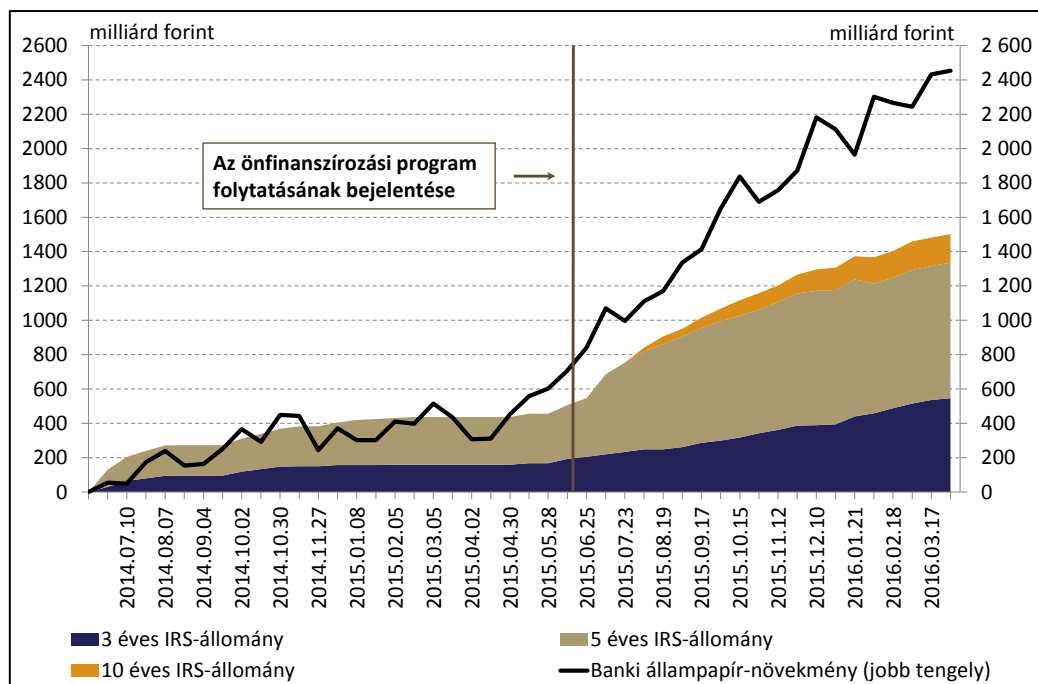
Az Önfinszírozási program elérte célját, a magyar gazdaság külső sérülékenysége jelentősen csökkent. A program bevezetése óta eltelt közel két évben a külső sérülékenységet meghatározó fontos mutatók érdemi javulást mutattak.

1. Az államadósság devizaaránya 2016 márciusának végére a korábbi 50 százalékos körüli maximumról 30 százalékos közelébe csökkent, 2016 végére pedig megközelítheti a historikus minimumszintjét.
2. Míg az Önfinszírozási program kezdetekor a forint állampapírokat legnagyobb arányban a külföldi befektetők tartották, azóta a magyar bankrendszer a forint állampapírok piacán a legnagyobb szereplővé vált. A magyar bankok aránya meghaladja a 35 százalékot, érdemben túlszárnyalva a külföldi befektetők immár 25 százalék alatti részesedését.
3. A hosszú lejáratú állampapírok hozama gyakorlatilag elérte a lengyel hozamok szintjét, miközben a lengyel hitelminősítés két hitelminősítőnél is két fokozattal a magyar felett

helyezkedik el. Mivel a külső sérülékenység csökkentése mellett a programnak monetáris politikai céljai is voltak, a hosszú hozamokra vonatkozó lazítás is sikeres volt. Ez különösen az előbb említett tulajdonosi átrendeződés fényében tekinthető kiemelkedő eredménynek.

A jegybanki IRS-ek iránti banki kereslet összességében intenzív volt az utóbbi két évben, az állomány 2016 áprilisára meghaladta az 1500 milliárd forintot. Az önfinanszírozási program hatékonyságát egyszerre biztosította a jegybanki sterilizációs eszközök átalakítása, amely „ki-lökte” a banki likviditást a jegybanki betétekből, valamint a jegybanki kamatcsere-ügyletek, amelyek a fedezeti értékpapírok, illetve kiemelten az államkötvények felé „terelték” a banki forrásokat. A 2014 júniusa óta kéthetente megtartott IRS tendereken kötött ügyletek állománya 2016. április közepén 1514 milliárd forintot tett ki. Az ügyletek megkötésével a hitelintézetek értékpapír-állományuk több mint 1500 milliárd forintnyi növelése mellett áttételesen azt is vállalták, hogy a már a bázis időszakban a tulajdonukban lévő 1800 milliárd forintnyi értékpapír-állományukat (nagyreszt hosszú lejáratú forint állampapírt) sem építik le a futamidő végéig. Ez azt jelenti, hogy immár több mint 3300 milliárd forintnyi fedezeti állomány mögött vannak jegybanki IRS-ek, ami egyértelműen stabilizáló erőt jelent a magyar államkötvénypiacon.

1. ábra: A jegybank IRS-ek és a banki állampapír-állomány alakulása

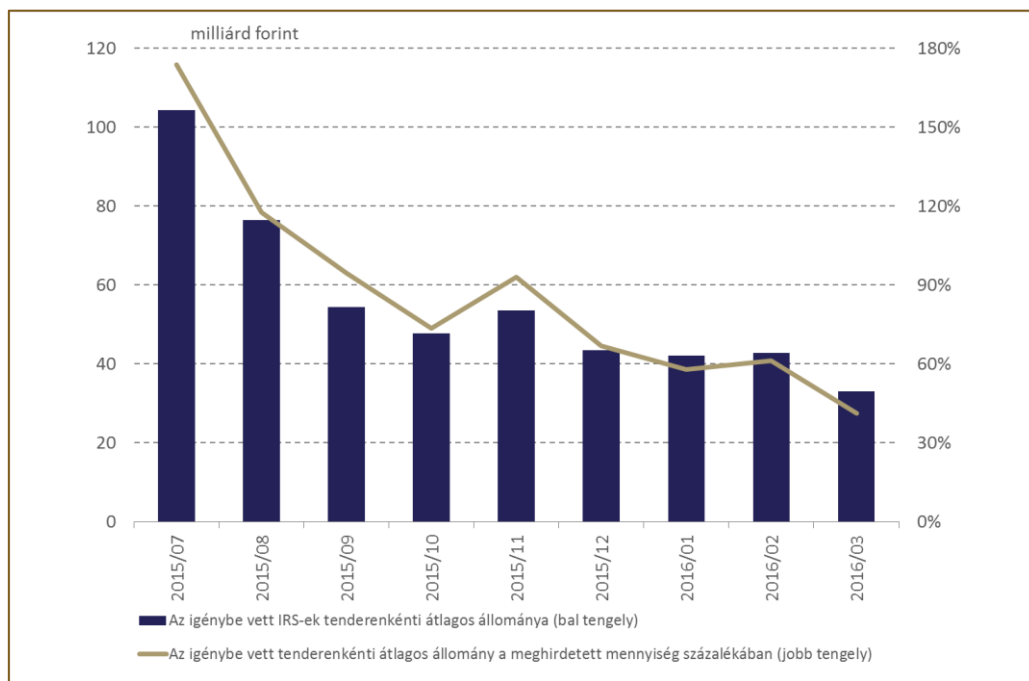


3. KITEKINTÉS

Bár a meglévő monetáris politikai eszközök feltételeiben még lehetnek változások, de a monetáris politikai eszköztár átalakításának érdemi része 2016. áprilisban lezárul, így a banki alkalmazkodás intenzitása is csökkenhet. A monetáris politikai eszköztár a kéthetes betét 2016. áprilisi kivezetésével eléri a jelenlegi jegybankmérleg szempontjából optimálisnak tekinthető szerke-

zetet, hasonló mértékű alkalmazkodást kiváltó átalakítások nem várhatóak. A likviditási szabályok szigorításához való alkalmazkodás (aminek egyik lehetséges formája a likvid értékpapírok vásárlása) ugyancsak a végéhez közeledik: 2016 áprilisában az LCR mutató minimálisan megkövetelt értéke 100 százalékra emelkedett, azaz a bankoknak legkésőbb április végéig alkalmazkodni kell a szigorú szabályozáshoz. A banki alkalmazkodási kényszer mérséklődését mutatja az is, hogy 2016 tavaszán érzékelhetően csökkent a bankok kereslete a jegybanki IRS tendereken mind nominális értékben, mind pedig az MNB által meghirdetett mennyiség arányában.

2. ábra: A jegybanki IRS iránti átlagos banki kereslet alakulása*

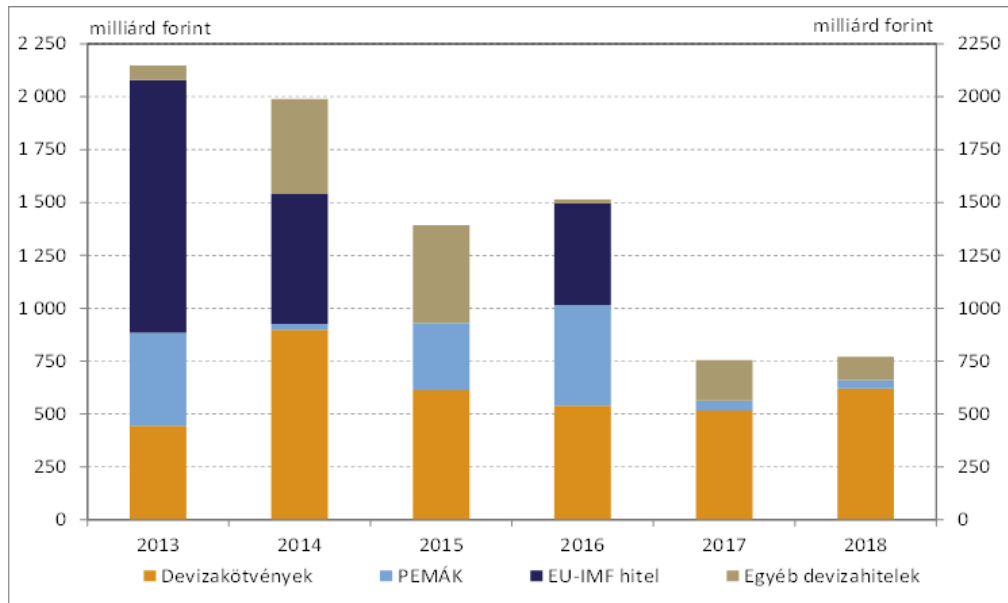


*: az Önfelfinanszírozási program II. szakaszának bejelentését követően

Az Önfelfinanszírozási programnak is köszönhetően az ÁKK adósságszerkezete egészségesebbé vált, a következő években a 2014-2016 közötti időszaknál jóval kisebbek lesznek a devizalejáratok, így a forint állampapír-piacra nehezedő nyomás enyhülése várható. Az elmúlt években az erőteljes banki kereslet, illetve a lakossági állampapírok értékesítésének felfutása nagymértékben hozzájárult ahhoz, hogy az adósságkezelő lejáró devizaadósságát forintból volt képes megújítani. Sőt, 2015 őszén a bőségesen rendelkezésre álló forintlikviditás következtében még későbbi időszakban lejáró devizaadósság visszafizetésének előrehozására is lehetőség nyílt. Előretekintve ugyanakkor a forint állampapír piacra való ráutaltság enyhülhet, amiben több tényező is szerepet játszik.

- Az ÁKK jelentős 2016-os devizalejáratait követően mérséklődik a lejáró devizaadósság nagyságrendje: míg 2016-ban 4,8, addig 2017 és 2018-ban mindössze 2,5 milliárd euro a lejáró devizaadósság mértéke. Ebből fakadóan a refinanszírozást biztosító forint állampapír-piacra nem nehezedik akkora nyomás.

3. ábra: Az ÁKK deviza lejáratainak alakulása (előtörlesztésekkel együtt)



- A finanszírozási folyamatokat segíti az alacsony és a kormányzati tervek szerint egyre csökkenő költségvetési hiány is, ami ugyancsak csökkenti az állampapír-kínálatot, így támogatja a lejáró adósság refinanszírozását.
- Amennyiben 2016-ban a magyar szuverén adósság befektetői kategóriába kerül, jelentősen nőhet a magyar állampapírok iránti stabil befektetői kereslet.

A csökkenő banki alkalmazkodási kényszer és az egészségesebbé vált adósságszerkezet a jegybanki kamatcsere-eszköz tekintetében is új helyzetet teremt. A jegybanki IRS-ek bevezetése nem öncélú volt, hanem dedikáltan az eszköztár érdemi átalakítását támogatta, mégpedig a jegybank mérlegének szűkülése következtében többletkockázatot és többletköltség nélkül. A jegybanki IRS-t mint terelő eszközt az hívta életre, hogy az MNB irányadó eszközeinek mind jellege (kötvényből betét), mind pedig lejáratára megváltozott (kéthetesből három hónapos). Bár kisebb módosítások még lehetnek a meglévő eszközökben, de a fő átalakítások lezajlottak. Ebből adódóan indokolt megvizsgálni a jegybanki kamatcsere-eszköz hozzáadott értékének várható alakulását, használatának jövőbeli szükségességét, indokoltságát.

4. ÖSSZEGZÉS

A Magyar Nemzeti Bank működését a jegybanktörvény határozza meg, amely előírja, hogy a jegybank elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, illetve hogy amennyiben az elsődleges célt nem veszélyezteti, úgy az MNB támogatja a kormányzati gazdaságpolitikát. Ebbe a keretrendszerbe illeszkedik a 2014-ben meghirdetett Önfinanszírozási program, amely mind a két fenti célnak meg tudott felelni, hiszen úgy csökkentette a külső sérülékenységet, hogy közben lazította a monetáris kondíciókat az inflációs cél elérése érdekében. A fentieket alátámasztja, hogy az Önfinanszírozási program sikereit mind a hazai, mind a nemzetközi elemzői közösség és közgazdász társadalom többsége elismeri.

Az Önfelfinanszírozási program azonban 2016-ban fordulóponthoz érkezik, hiszen a kitűzött célok elérését követően a program, illetve kiemelten a jegybanki kamatcsere-eszköz hatékonysága csökken. A külső adósság jelentősen apadt, a devizaadósság az utóbbi évek mérséklődését követően historikus minimumszintjéhez közelít, miközben az utóbbi évek forintfinanszírozása miatt előretekintve csökkennek a kiváltható devizalejáratok. Mindez indokolttá teszi a program stratégiai áttekintését, jövőbeli szerepének vizsgálatát, különös tekintettel a jegybanki kamatcsere eszköz további szükségességére.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2016. április 15-én.”