



A mennyiségi korlátozás tapasztalatai és a 2017. II. negyedéves korlát meghatározásának szempontjai





A mennyiségi korlátozás tapasztalatai és a 2017. II. negyedéves korlát meghatározásának szempontjai



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

Tartalom

1. A korábbi mennyiségi korlátok meghatározásának keretei	7
1.1. A mennyiségi korlátozás hatásmechanizmusa	7
1.2. A mennyiségi korlát meghatározásának elméleti kerete	8
1.3. A korábbi mennyiségi korlátok meghatározásának szempontjai	9
2. A mennyiségi korlátozás eddigi eredményei	11
3. A 2017. II. negyedév végi korlát meghatározásának szempontjai	14

A mennyiségi korlátozás az elmúlt félévben elérte célját. A banki hozzáférés korlátozása következtében a három hónapos betéti állomány a 2016. szeptember végi 1700 milliárd forint feletti színtről 2017. március végére 750 milliárd forintra csökken, miközben a bankrendszer többlet likviditásának jelentős része O/N betétben jelent meg. A kiszorult likviditás hozamleszorító hatása minden releváns piacon érezhető volt: az eszköztár átalakításának 2016. júliusi bejelentéséhez képest 2017 márciusára a rövid lejáratú bankközi és állampapír-piaci hozamok csökkenése 70-80 bázispontot tett ki. A mennyiségi korlátozás rendszere – kiegészülve a likviditási pálya nem várt elmozdulásait korrigáló finomhangoló swapeszköz használatával – az alapkamat stabilitása mellett lazította a monetáris kondíciókat.

1. táblázat				
A pénzüpi hozamok változása a mennyiségi korlátozás bejelentéséhez képest				
		2016. július 11-én	2017. március 24-én	Változás július 11-hez képest
Alapkamat		0,90%	0,90%	0 bp
BUBOR	1 hónap	1,00%	0,14%	-86 bp
	3 hónap	1,02%	0,21%	-81 bp
	6 hónap	0,96%	0,30%	-66 bp
Állampapír-hozam	3 hónap	0,80%	0,07%	-73 bp
	12 hónap	0,98%	0,13%	-85 bp
	3 év	1,63%	1,44%	-19 bp

Forrás: ÁKK, MNB.

Az MNB a 2017. II. negyedéves mennyiségi korlátot 500 milliárd forintban határozta meg, ez az érték biztosítja a jelenlegi laza monetáris kondíciók fenntartását. A 750 milliárd forintról 500 milliárd forintra csökkenő mennyiségi korlát a három hónapos betéti eszközökből kiszorított likviditás szinten tartását jelenti, mivel a likviditásra ható autonóm folyamatok a bankrendszer rendelkezésére álló teljes likviditás csökkenését eredményezik a II. negyedévben. A teljes likviditás mérséklődésében elsősorban az ÁKK lejáratokat meghaladó forintkibocsátása, a készpénzállomány várható emelkedése, illetve a forintosítási devizaswapok lejáratái játszanak szerepet. Ezt figyelembe véve a jelenlegi laza monetáris kondíciók fenntartása a csökkenő likviditási pálya mellett a mennyiségi korlát nagyobb léptékű, 500 milliárd forintra történő csökkentése mellett érhető el.

1. A korábbi mennyiségi korlátok meghatározásának keretei

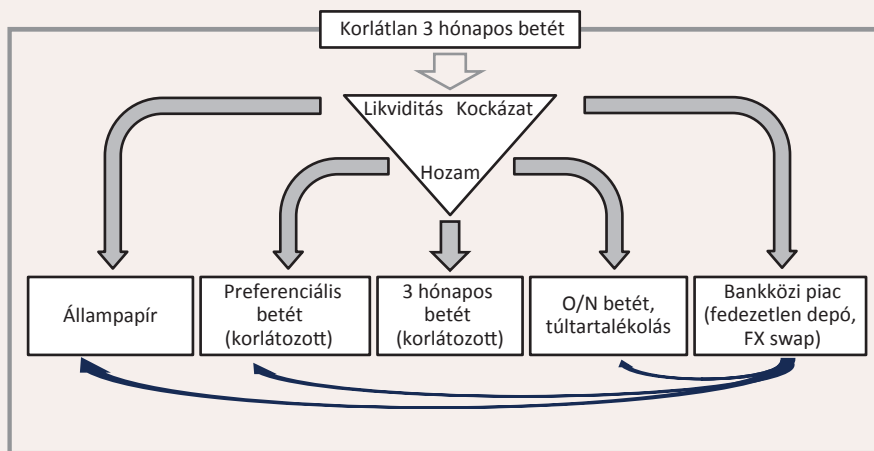
A jegybank 2016. júliusi döntése értelmében korlátozza a kereskedelmi bankok három hónapos betéti eszközhez való hozzáférését, amellyel a bankrendszer likviditási szerkezetének megváltoztatásán keresztül a monetáris kondíciók nemkonvencionális lazítását kívánja elérni. A hozzáférés korlátozását két fázisra lehet bontani: a korábban heti rendszerességgel értékesített eszközből 2016 augusztusától kezdve havi egy alkalommal tart tendereket az MNB (tenderritkítás), 2016 októberétől kezdve pedig a 3 hónapos betét mennyiségi korlát mellett érhető el a bankok számára (mennyiségi korlátozás). Az alábbiakban a korábbi és az aktuális (2017 II. negyedévre vonatkozó) mennyiségi korlátok meghatározásának legfontosabb szempontjait mutatjuk be.

1.1. A MENNYISÉGI KORLÁTOZÁS HATÁSMECHANIZMUSA

A mennyiségi korlátozás hatásmechanizmusának lényege egyrészt a három hónapos betéti eszközben lekötött likviditás fokozatos mérséklése, másrészt pedig a pénzpiacokon megjelenő többletlikviditás hozamleszorító hatása. A mennyiségi korlátozás célja a piaci hozamok változatlan alapkamat melletti célzott csökkentése. A mennyiségi korlátozás a felesleges likviditás szerkezetének megváltoztatását célozza, amely végső soron a három hónapos jegybanki betét állományának csökkenését, valamint a jegybanki egynapos betét (O/N betét) emelkedését eredményezi. A három hónapos betétből kiszoruló likviditást a bankok az alapkamaton kamatozó preferenciális betétben is elhelyezhetik, amely ugyancsak egy korlátozott sterilizációs eszköz (amelyet a bankok hitelezési vállalásuk függvényében vehetnek igénybe). Emellett az alapkamaton le nem kötött likviditás a bankközi- és állampapír-piacon is „keresheti a helyét”, ahol a többletlikviditás megjelenése a hozamok csökkenése irányába hat. Bankrendszer szinten a három hónapos betétből kiszorított likviditásnak – a preferenciális betét kihasználását, valamint a bankközi- és állampapír-piaci kihelyezést is figyelembe véve – végső soron a jegybank egynapos betéti eszközében kell kicsapódnia. Fontos hozzátenni, hogy a bankrendszer szinten emelkedő állampapír-kereslet magasabb nettó kibocsátással párosulva ceteris paribus likviditást von el a rendszerből, ebben az esetben a kiszorítási hatás nem érhető tetten rendszerszintű O/N betét elhelyezésben. Adott nettó kibocsátás mellett egyedi banki szinten emelkedő állampapír-kereslet ugyanakkor ceteris paribus nem érinti a rendszerszintű likviditást.

A hozamleszorító hatás a bankok hozam-kockázat-likviditás függvényében meghozott döntésein keresztül érvényesül. Az alapkamaton elhelyezhető likviditás mértéke a három hónapos betéthez való hozzáférés limitálásával korlátossá válik, hiszen a hitelezési vállalásokhoz kötött, limitált preferenciális betét mellett a három hónapos betét korlátlan rendelkezésre állása is megszűnik. A likviditás lekötésére a bankok rendelkezésére álló, viszonylag rövid futamidejű lekötési lehetőségek ugyanakkor alacsony piaci kockázatukkal összhangban viszonylag alacsony hozamot kínálnak. Az ezeken a piacokon megjelenő többlet likviditás pedig hozamleszorító hatással bír.

1. ábra
A 3 hónapos betéti eszköz korlátozásának stilizált hatásmechanizmusa



1.2. A MENNYISÉGI KORLÁT MEGHATÁROZÁSÁNAK ELMÉLETI KERETE

Az 3 hónapos betét mennyiségi korlátozásának koncepciója a bankrendszer likviditásának várható pályájára épül. A magyar bankrendszer likviditását alapvetően a költségvetési folyamatok, a készpénzállomány alakulása, valamint a jegybank likviditást befolyásoló lépései és likviditáskezelő eszközei határozzák meg. Más megközelítésben, a bankrendszer likviditása akkor változik, ha valamely más, jegybankmérlegben szereplő tétel megváltozik. A likviditást befolyásoló főbb tényezők az alábbiak:

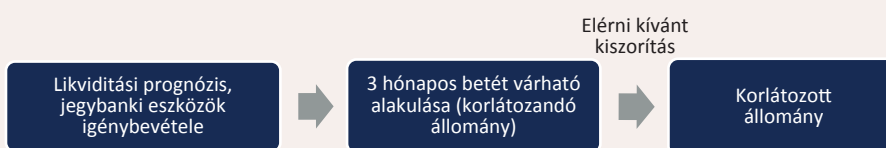
- A költségvetésbe történő befizetések (Kincstári Egységes Számla (KESZ) emelkedése) csökkentik, az állami kifizetések (KESZ csökkenése) pedig bővítik a bankrendszer likviditását. A költségvetés finanszírozási folyamatai ugyancsak hatnak a likvidításra: forint állampapírok kibocsátása (KESZ emelkedése) likviditást von el a bankrendszerből, a lejáratok (KESZ csökkenése) pedig bővítik a likviditást.
- A készpénzállomány emelkedése (csökkenése) csökkenti (növeli) a bankrendszer likviditását.
- Fentiek mellett, a jegybank likviditásbővítő intézkedései, illetve a likviditásnyújtó és –lekötő eszközeinek igénybevétele érdemben befolyásolják a forintlikviditás alakulását, erre aktuális példa a jegybank forintlikviditást nyújtó swap eszköze (lásd később), vagy a jegybank Növekedési Hitelprogramja (NHP), amely ugyancsak bővítette a bankrendszer likviditását.
- Fontos hangsúlyozni, hogy a költségvetési tételek igen nagy volatilitást visznek a likviditás hónapon belüli lefutásába: a hónap elején esedékes állami bérkifizetések, áfa-visszatérítések és szociális juttatások emelik a likviditás szintjét, a hónap második felében jellemző áfa- és egyéb adóbefizetések pedig szűkítik a bankrendszer likviditását.

2. ábra
A főbb jegybankmérleg-tételek

Sematikus jegybankmérleg	
Eszközök	Források
Devizatartalék	Készpénzállomány
	KESZ
	3 hónapos betét, preferenciális betét
NHP-állomány	Kötelező tartalék
Egyéb nettó követelés	O/N betét

A három hónapos betét állományának várt pályája és az elérni kívánt kizorítás együttesen kijelölik a mennyiségi korlátot. Az 3 hónapos betét várt pályája az a hipotetikus mennyiség, amit a bankok mennyiségi korlátozás nélkül elhelyeznének a három hónapos betétben, azaz amelynek egy részét a jegybank mennyiségi korlátozással „ki tud szorítani”. A gyakorlatban a kizorítás azt jelenti, hogy – amennyiben a likviditási prognózis realizálódik – bankrendszeri szinten a likviditás kizorított része O/N jegybanki betétben csapódik ki. A korlát meghatározásánál indokolt figyelembe venni az egynapos (O/N) jegybanki betéti eszközön kívüli instrumentumok kihasználtságát is. Magas preferenciális betét-használat mellett például a kizorítási hatás, azaz az egynapos betétbe áramló likviditás mértéke kisebb lehet.

3. ábra
A mennyiségi korlát meghatározásának folyamatábrája



1.3. A KORÁBBI MENNYISÉGI KORLÁTOK MEGHATÁROZÁSÁNAK SZEMPONTJAI

A Monetáris Tanács a 2016 végi mennyiségi korlátot 900 milliárd forintban határozta meg, amely mellett a három hónapos betétből legalább 200 milliárd forint likviditás szorulhat ki. Az első mennyiségi korlát parametrizálásakor, 2016 szeptemberében a bankrendszer sterilizációs eszközállománya – a 3 hónapos betét, preferenciális betét és az egynapos betétek állománya – meghaladta az 1700 milliárd forintot. A bankrendszer likviditására ható főbb tényezők várható alakulása alapján a sterilizációs eszközök állományának 200-300 milliárd forintos, azaz év végére 1400-1500 milliárd forintra történő csökkenése volt valószínűsíthető, a sterilizációs állomány havi átlagos értékét tekintve:

- a készpénzállomány várt emelkedése, valamint a forintosításhoz kapcsolódó devizaswapok lejáratát a bankrendszer likviditásának csökkenése irányába,
- míg a tovább emelkedő NHP-állomány kismértékben a likviditásbővülés irányába hatott;
- a költségvetési folyamatokat tekintve pedig összességében nem vártunk érdemi likviditási hatást (eltekintve az év végére átmenetileg jellemző jelentős likviditásbővítő hatásokról).

Figyelembe véve a preferenciális betét elhelyezések várható emelkedését, a legalább 200 milliárd forint kizorítási hatás eléréséhez 900 milliárd forintos év végi korlát kijelölése volt szükséges.

2017 I. negyedévét tekintve a monetáris kondíciók további, kismértékű lazításával összhangban, a mennyiségi korlát 750 milliárd forintra történő csökkentéséről született döntés. 2016 decemberében a bankrendszer sterilizációs állományának havi átlaga 1500 milliárd forint volt. A következő korlát meghatározásakor (2016 decemberében) ehhez a szinthez képest nagyjából stabil likviditási pálya volt valószínűsíthető:

- a készpénzállomány az év első hónapjaiban jellemzően nem emelkedik érdemben,
- a soron következő, forintosításhoz kapcsolódó swap lejárat csak március közepén csökkentette tartósan a bankrendszer likviditását,
- a KESZ-t illetően az év elejére likviditásszűkítő hatásokat (orrnehez forintkibocsátás), a negyedév második felétől pedig likviditásbővítő hatásokat (koncentrált állampapír lejáratok) érzékeltünk.

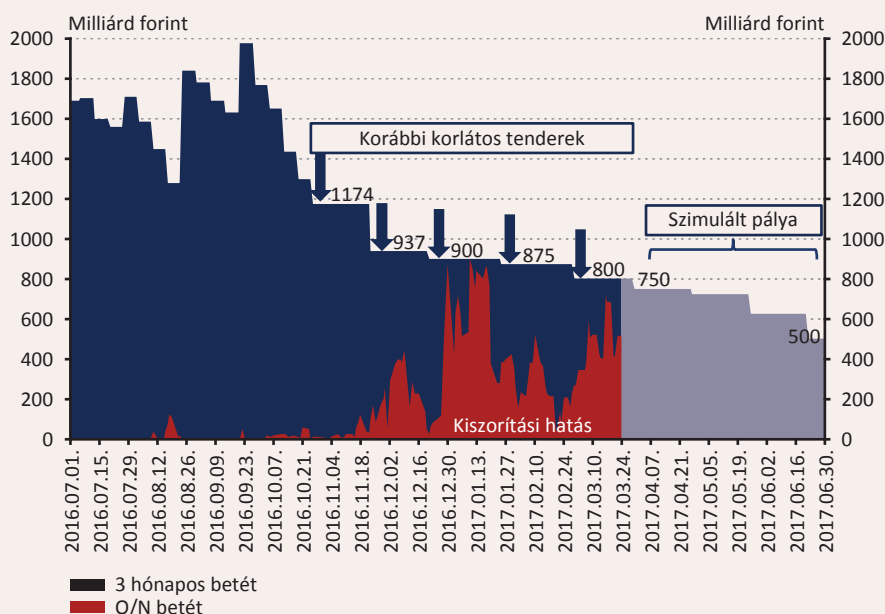
A monetáris kondíciók enyhe további lazításához a megelőző negyedévhez képest addicionális kizorítás elérésére volt szükség, a mennyiségi korlátozás hatásmechanizmusa alapján ugyanis így tudnak tovább mérséklődni a rövid hozamok. A 2016. IV. negyedévéhez hasonló várt likviditási szint mellett tehát tovább csökkenő korlát került meghatározásra.

2. A mennyiségi korlátozás eddigi eredményei

A három hónapos betét állománya 2016 végére fokozatosan 900 milliárd forintra, 2017 első negyedévének végére pedig 750 milliárd forintra csökkent. Az első korlátos tendert megelőző két hónapban a bankok igen magas kereslettel jelentek meg a – mennyiségében még nem korlátos – 3 hónapos betéti tendereken. A mennyiségi korlátozás 2016. októberi elindulását követően fokozatos mérséklődés következett be az állományban. Az MNB a 2016. október-november-decemberi tendereken 100-400-400 milliárd forint banki ajánlatot fogadott be, a 2017. január-februári tenderek elfogadott mennyiségei pedig 75-325 milliárd forintot tettek ki. A mennyiségek tenderenkénti elosztásának a három hónapos betéti állomány fokozatos csökkenése mellett az elérni kívánt kizorítási hatást egyaránt garantálni kellett, így a tenderen elfogadott mennyiséget az ismert három hónapos betéti lejáratok, valamint a várt likviditási pálya határozta meg.

Az 3 hónapos betét korlátozásának mennyiségi hatása 2016 novemberétől kezdett tükröződni a bankok O/N betét elhelyezéseiben. Októberben a bankok 3 hónapos betétbe be nem engedett likviditása elsősorban preferenciális betétben jelent meg. A bankok hitelezési vállalásaiból adódóan a preferenciális betét csak korlátozottan áll a bankok rendelkezésére, így a preferenciális betétben való elhelyezési lehetőségek november második felére telítődtek. Ezzel párhuzamosan november végétől kezdődően fokozatosan emelkedő, december első felében már 400 milliárd forint fölé emelkedő O/N betételhelyezésekre került sor, tükrözve a rendszerszintű szabad likviditás érdemi emelkedését (hó eleji bérkiáramlás és áfa-visszatérítés, decemberi tartalékráta-csökkentés). Így a jegybanki hitelek egynapos betétekkel korrigált értékében – ami jól megragadja a bankrendszer feleslegessé váló likviditásának alakulását – már az egynapos betétek kezdtek dominálni. Az O/N betét elhelyezések 2016 végén – 2017 elején átmenetileg 800-900 milliárd forintra emelkedtek, ami a költségvetési kifizetések év végén egyébként is jellemző, de 2016 végén erőteljesebben jelentkező szezonális hatást tükrözött. A hónapon belüli jelentős ingadozást kiszűrve, a havi átlagos O/N betét elhelyezés 2016 decemberére 200 milliárd forint

4. ábra
A 3 hónapos betét és az O/N betét elhelyezések alakulása



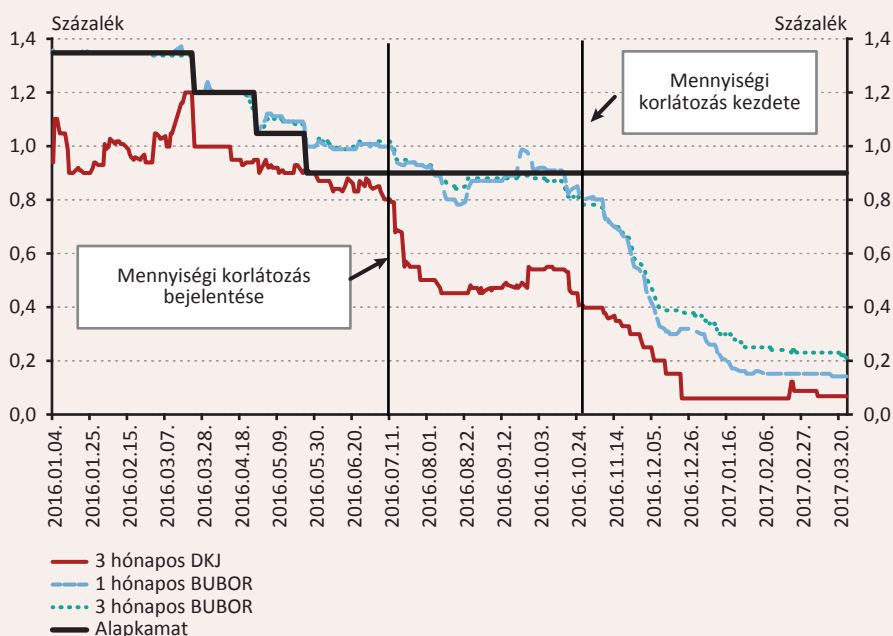
Forrás: MNB

főle emelkedett, a 2017. január-februári időszakban pedig ehhez képest addicionális kiszorításra került sor, amit az átlagosan 430 milliárd forintos O/N betét elhelyezés jelzett.

Az 3 hónapos betét átalakításának bejelentésétől kezdődően jelentős hozamcsökkenés ment végbe valamilyen releváns piacon. A banki hitelek árazása szempontjából kulcsfontosságú bankközi hozamok az alapkamat feletti szintekről az alapkamat alá csökkentek néhány hét alatt a három hónapos betét átalakításának júliusi bejelentését követően. A bankközi hozamok alakulásában ugyan szeptember végén átmenetileg visszapattantást tapasztaltunk, de ezt követően további érdemi csökkenés kezdődött: december második felében már 0,4 százalék alá mérséklődtek az 1 és 3 hónapos bankközi hozamok. 2017 elején folytatódott a hozamcsökkenés és összességében 70-80 bázispontos csökkenés következett be a mennyiségi korlátozást megelőző szintekhez képest. Az 1 hónapos BUBOR 0,14 százalékon, a 3 hónapos BUBOR pedig 0,2 százalék közelében stabilizálódott március végén. Hasonló tendencia volt megfigyelhető a rövid lejáratú állampapír-piaci hozamokban is: a három hónapos diszkontkincstárjegy hozamok a mennyiségi korlátozás bejelentését követően rövid időn belül 0,4 százalék közelébe csökkentek, majd október végétől további meredek csökkenés és 0,1 százalék alatti stabilizálódás következett be.

A hitelek és a pénzüpi termékek szempontjából is kiemelten fontos bankközi hozamok csökkenése már azelőtt elkezdődött, hogy a likviditás ténylegesen egynapos jegybanki betétbe áramlott volna, ami a piaci szereplők várakozásaival magyarázható. Az MNB az első korlátos tenderét október végén tartotta, érdemi O/N betét elhelyezésére azonban csak november végétől kezdődően került sor. Ezzel összhangban az egynapos bankközi hozamok is ekkortól kezdve csökkentek a kamatfolyosó aljának közelébe. A hosszabb, 1-3 hónapos hozamok viszont már hamarabb, 2016. október közepétől kezdve tartósan elszakadtak az alapkamattól. A gyorsabb reakciót magyarázhatja, hogy a piaci szereplők már korábban számítottak az egynapos betétállomány felépülésére, és az erre vonatkozó várakozások miatt a hozamcsökkenés hamarabb jelent meg az 1-3 hónapos hozamokban.

5. ábra
A rövid lejáratú pénzüpi hozamok alakulása



Forrás: ÁKK, MNB

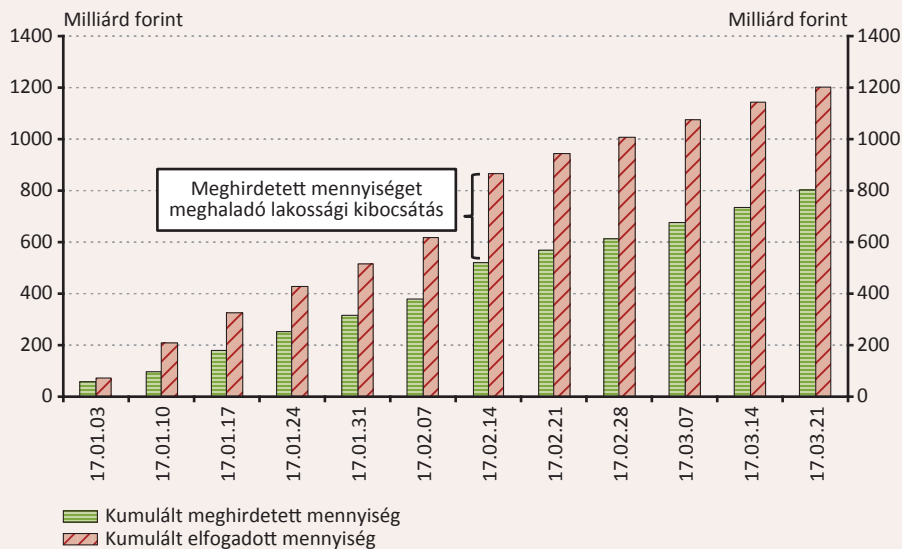
A likviditási pálya költségvetési folyamatokból adódó tartós és érdemi elmozdulása már a mennyiségi korlátozás bevezetésekor szükségessé tette a finomhangoló swapeszköz alkalmazását. 2016. szeptember végén, október elején a beérkező tényadatok arra utaltak, hogy a korábban vártnál alacsonyabb szinten van a bankrendszer év végéig kivetített likviditási pályája. Ez elsősorban az igen alacsony költségvetési hiánynak

volt a következménye. Ezért arra volt szükség, hogy a költségvetés likviditás-elvonó hatásának ellensúlyozására az MNB a korábban erre a célra bevezetett finomhangoló swapeszközével többlet likviditást juttasson a bankrendszerbe. Az MNB 2016 negyedik negyedévében összesen hat swap tendert tartott, amellyel sikerült elérni, hogy a likviditási pálya korábban nem várt és tartós elmozdulását a jegybank a kitűzött és elérni kívánt mennyiségi céljához igazítsa, azaz az év végi 900 milliárd forintos 3 hónapos betét állományt és a megfelelő mértékű kiszorítási hatást egyszerre teljesítse. A költségvetési folyamatok likviditásra gyakorolt hatásának bizonytalanságát jól tükrözték a 2016. IV. negyedéves események: már a negyedév első felében olyan mértékű elmozdulásra került sor a várt pályához képest, hogy az MNB már az első korlátos betéti tender előtt finomhangoló swaptendert tartott.

A jegybanki swap eszköz alkalmazására 2017-ben is szükség volt. 2017 első hónapjaiban az ÁKK által meghirdetett mennyiséget lényegesen meghaladó mértékű lakossági kibocsátások okoztak érdemi meglepetést az előzetes várakozásokhoz képest, amely a befolyó többletbevétel kincstári számlákat emelő hatása miatt ugyancsak lefelé, azaz az alacsonyabb szint felé mozdította a likviditási pályát. A jegybanki swap eszköz rendszeres használatát elsősorban a terveket tükröző meghirdetett mennyiségeknél nagyobb lakossági állampapír-kibocsátások magyarázták.

6. ábra

A lakossági féléves és kamatozó kincstárjegy aukciókon elfogadott mennyiségek 2017 elejétől kumulált alakulása



Forrás: ÁKK

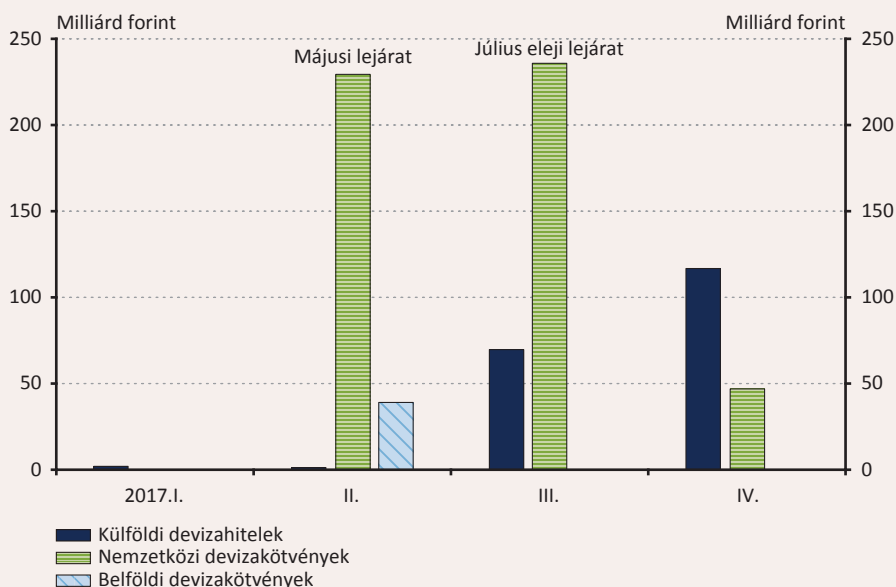
3. A 2017. II. negyedév végi korlát meghatározásának szempontjai

A likviditásra ható autonóm tényezők a bankrendszer likviditásának érdemi csökkenését vetítik előre 2017 II. negyedévében. Valamennyi fontosabb tényező a likviditási pálya csökkenése irányába mutat, az autonóm tényezők hatása az MNB prognózisának alappályája szerint több százmilliárd forint lehet. A bankrendszer likviditásának mérséklődésében az alábbi tényezők játszanak kiemelt szerepet:

- a készpénzállomány folytatódó emelkedése,
- az NHP-állomány kezdődő mérséklődése,
- a soron következő, forintosításhoz kapcsolódó júniusi swap lejárat,
- a költségvetési hiányt meghaladó nettó forintkötvény és lakossági állampapír kibocsátás.

A tervezett forint államkötvény kibocsátások a második negyedévben mintegy 260 milliárd forinttal meghaladják a törlesztéseket, ami jelentősen hozzájárul a bankközi likviditás szűkítéséhez. Ezt részben ellensúlyozza költségvetési oldalról, hogy a második negyedévben várhatóan emelkedik a pénzforgalmi hiány, de szintén a likviditás szűkítésének irányába hat, ha a lakossági állampapírok kibocsátása meghaladja a lejáratokat, ami az elmúlt években valamennyi negyedévre jellemző volt. A többlet forint kibocsátás célja a tervezett devizakibocsátásokat meghaladó devizalejáratok törlesztése, amelynek egy része épp a második negyedévben esedékes.¹

7. ábra
A központi költségvetés devizaadósságának lejárat szerkezete

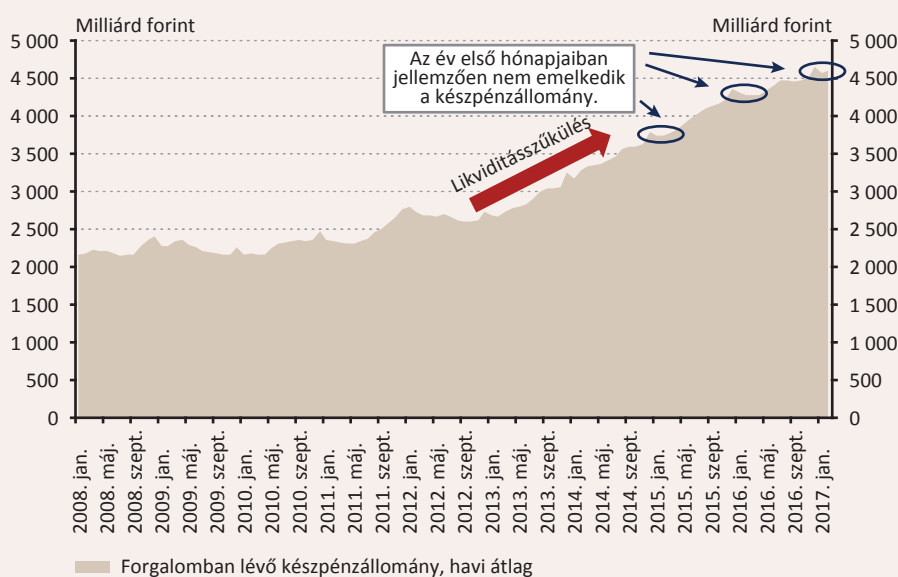


Forrás: ÁKK

¹ Forint piaci kibocsátási terv 2017.április-június: <http://akk.hu/uploads/mn0A557q.pdf>

A készpénzállomány emelkedése a korábbi évek tendenciájába illeszkedően az év hátralévő részében is folytatódhat. A készpénzállomány alakulása a múltban is tendenciózusan a likviditásszűkülés irányába hatott. A lakosság készpénz iránti igényét alapvetően meghatározza a gazdaság bővülése: a tranzakciók érdemi része a készpénzhelyettesítő eszközök mellett továbbra is készpénzben bonyolódik (emellett más tényezők is, mint például a készpénztartás alternatíva költsége, készpénzfelvétel díja is befolyásolják a készpénz iránti igényt). Az éven belül jellemző szezonálisnak megfelelően az idei év elején nagyjából stabil volt a készpénzállomány, ugyanakkor a II. negyedévtől, a korábbi mintázathoz hasonlóan újra folytatódhat az állomány emelkedése, összhangban a lakossági fogyasztás várható bővülésével, ezáltal szűkítve a bankrendszer likviditását.

8. ábra
A forgalomban lévő készpénzállomány alakulása

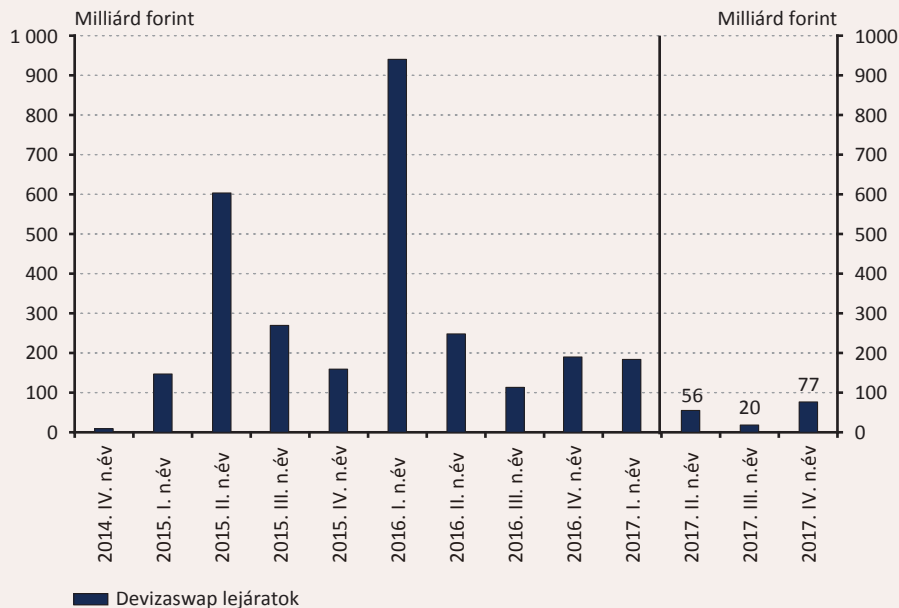


Forrás: MNB

A lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó devizaswap ügyletek nagy része már lejárt, az előttünk álló időszakban már csak kisebb swapejratok lesznek. A devizahitelek forintosításának lebonyolításához szükséges devizát az MNB bocsátotta a bankok rendelkezésére a devizatartalék terhére. A devizaügyletek nagy része előre meghatározott lejáratot bírt és a deviza csak a lejáratot követően került ténylegesen a banki szereplőkhöz. Lejáratkor a devizatartalék csökkenésével párhuzamosan a bankrendszer likviditása is csökken – devizacsere ügylet révén a bankok forintlikviditásuk terhére kapják az MNB-től a devizát. A lejáratok meghatározó része az elmúlt két évben okozott jelentős likviditásszűkülést, ugyanakkor az előttünk álló három negyedévben további, kisebb mértékű lejáratokra és ennek megfelelő mértékű likviditásszűkülésre kerül sor.²

² A forintosítás jegybankmérlegre gyakorolt hatásairól bővebben lásd: Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter – Nagy Márton: A forintosítás időben elnyújtva csökkenti a jegybank mérlegét és így a forintlikviditást (2014), <https://www.mnb.hu/letoltes/a-forintositas-idoben-elnyujtva-a-jegybank-merleget-es-igy-a-forintlikviditast.pdf>

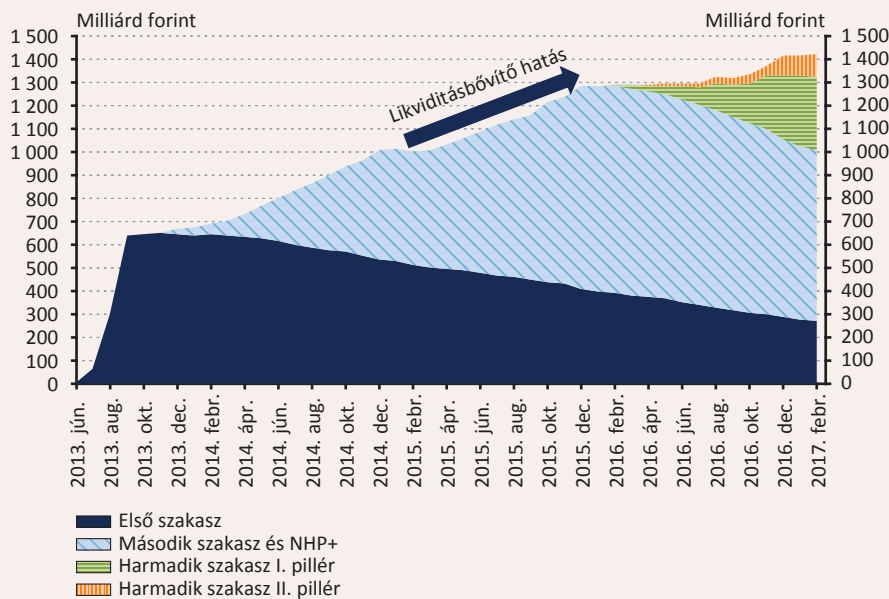
9. ábra
A forintosításhoz kapcsolódó devizaswap lejáratok



Forrás: MNB.

A következő hónapokban várhatóan elkezdődik az Növekedési Hitelprogramban felépült hitelállomány fokozatos mérséklődése, amely elnyújtottan szűkíti a bankrendszer likviditását. Az NHP három szakaszában 2016 végére 1400 milliárd forintnyi bankrendszernek nyújtott jegybanki követelésállomány épült fel. Miután új szerződéskötések megkötésére március végét követően már nincs lehetőség, a törlesztések hamarosan meg fogják haladni a további lehívásokat, így 2017. II. negyedévtől az állomány emelkedéséből származó korábbi likviditásbővülés várhatóan mérséklődésbe vált. A felépült állomány fokozatosan, a hosszabb lejáratokból adódóan 2026-ig elnyújtottan fut majd ki.

10. ábra
Az NHP fennálló állományának alakulása

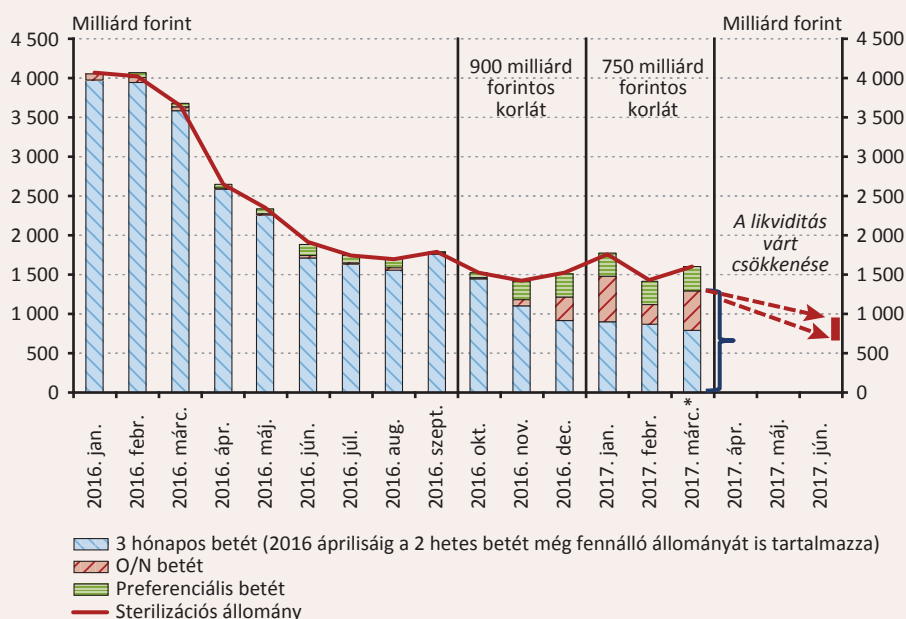


Megjegyzés: a harmadik szakasz devizapillérében nyújtott hitelek nem érintik a bankrendszer forintlikviditását, mivel az MNB az ennek keretében folyósított forinthiteleket egy CIRS-ügylet formájában euróra cseréli.

Forrás: MNB.

Az összességében csökkenő likviditási pálya mellett a bankok három hónapos betét iránti kereslete is jelentősen mérséklődhet. A fent jelzett likviditási hatások – a bankok preferenciális betét elhelyezési lehetőségeit is figyelembe véve – azt eredményezhetik, hogy a márciusi 1300 milliárd forint körüli havi átlagos szintről (ténybecslés) a II. negyedév végére akár érdemben 1000 milliárd forint alá is csökkenhet a bankok három hónapos betétben és O/N betétben együttesen elhelyezni kívánt likviditása. Mindez azt is jelenti, hogy a jelentős likviditásszűkülés önmagában is érdemben csökkentheti a bankok három hónapos betét iránti keresletét, illetve ebből adódóan a kiszorítható likviditás mértékét.

11. ábra
A sterilizációs állomány várható alakulása, havi átlagos értékek



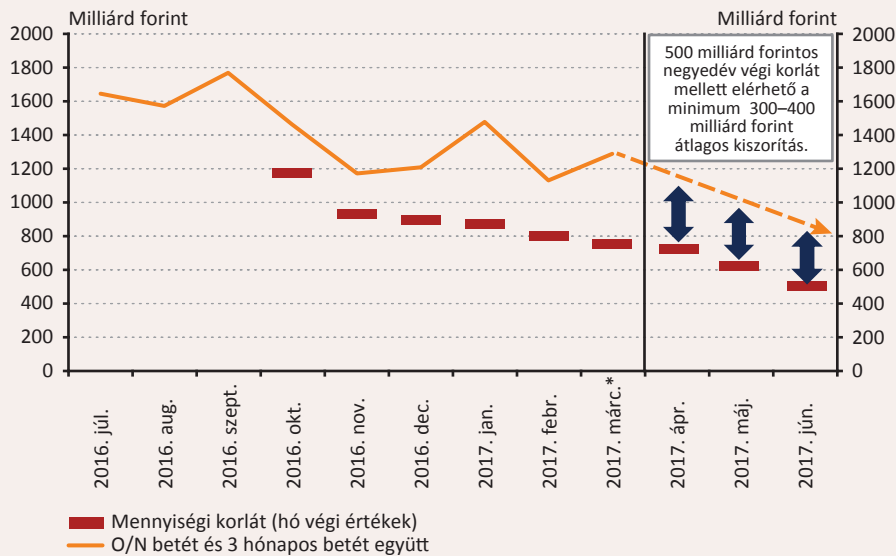
*Március egészére még nem álltak rendelkezésre tényadatok, ezért márciusra a ténybecslésünket használtuk.

A jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett az alapkamat aktuális szintjének és a jegybanki eszköztár átalakításával elért laza monetáris kondícióknak a tartós fenntartása összhangban van az inflációs cél középtávú elérésével. A jelenlegi, laza monetáris kondíciók fenntartása a mennyiségi korlátozás rendszerében a megelőző negyedévben jellemző kiszorítási hatás változatlan szinten tartását jelenti. A várható likviditási pálya mellett a mennyiségi korlát meghatározásának másik kitüntetett paramétere a monetáris politika irányultságával összhangban lévő, elérni kívánt kiszorítási hatás:

- a kiszorítási hatás csökkenése a monetáris kondíciók szigorításának;
- a kiszorítás mértékének fenntartása a jelenlegi, laza kondíciók fenntartásának;
- a kiszorítási hatás emelkedése pedig további monetáris lazításnak felelne meg.

A csökkenő likviditási pálya mellett az elérni kívánt kiszorítási hatás a mennyiségi korlát korábbiakhoz képest nagyobb léptékű, 500 milliárd forintra való csökkentésével érhető el, ami biztosítja a meglévő laza monetáris kondíciók fenntartását a II. negyedévben. A bankrendszer likviditásában várt jelentős csökkenés realizálódása esetén változatlan vagy csak a korábbi léptéknek megfelelő, 150 milliárd forintos mértékben csökkenő mennyiségi korlát mellett a kiszorítási hatás mérséklődne a negyedév második felében. Előretekintve tehát nem lenne biztosítva a jelenlegi laza monetáris kondíciók fenntartásával való összhang. A fenntartani kívánt minimum 300-400 milliárd forintos kiszorítási hatás a korlát nagyobb léptékű, 500 milliárd forintra történő csökkentésével érhető el a jelenlegi likviditási kivetítésből következő sterilizációs pálya mellett.

12. ábra
A várt likviditási pálya és II. negyedéves korlát alakulása, szimuláció



*Március egészére még nem álltak rendelkezésre tényadatok, ezért márciusra a ténybecslésünket használtuk.

A likviditási pályát övező kockázatok továbbra is elsősorban a költségvetési folyamatok és annak finanszírozása körül koncentrálnak, amelyre az MNB finomhangoló eszközeivel továbbra is kész reagálni. A korábbi tapasztalatokból kiindulva a forintkibocsátások alakulása – keresleti oldal függvényében – nem feltétlenül a finanszírozási terveknek megfelelően alakul. 2017 elején például a terven felüli lakossági kibocsátások okoztak meglepetést. A költségvetési hiány- és finanszírozási pályában az év hátralévő részében is bekövetkezhetnek olyan nem várt változások (például az állampapír-kereslet változása, a jelenleg várhatótól eltérő adóbevételek vagy kiadási folyamatok, vagy az ÁKK repoműveleteinek mértéke), amelyek a korábban várttól különböző likviditási pályát eredményezhetnek. Az MNB meglévő finomhangoló eszközei nem várt likviditásszűkülés vagy -bővülés esetén továbbra is alkalmasak a likviditási pálya simítására. Mivel a likviditás alakulásában előretekintve a tartós szűkülés kockázatai tekinthetők jelentősebbnek, így az MNB úgy döntött, hogy az eddig alkalmazott rövidebb futamidejű (1 hetes, 1 és 3 hónapos) swapeszközök mellett hosszabb lejáratú swapeszközökkel is bővíti az eszköztárát. A hosszabb – 6 és 12 hónapos – futamidejű forintlikviditást nyújtó swapeszközök a középtávon is alacsony szinten maradó likviditási pálya esetén, a monetáris politikai irányultság függvényében támogathatják a mennyiségi korlátozás hatékony működtetését.

**A MENNYISÉGI KORLÁTOZÁS TAPASZTALATAI ÉS A 2017. II. NEGYEDÉVES KORLÁT
MEGHATÁROZÁSÁNAK SZEMPONTJAI**

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

