

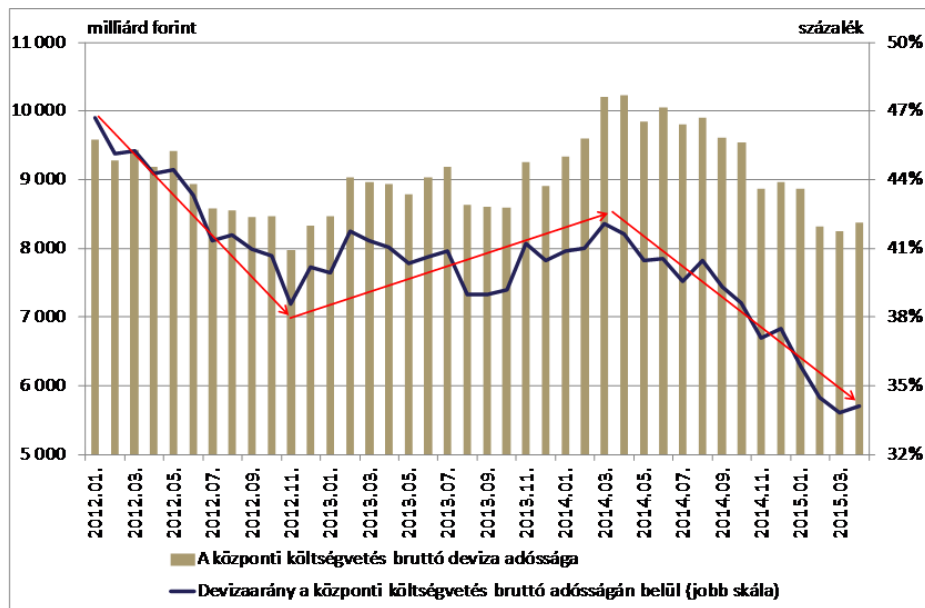
## **Nagy Márton – Palotai Dániel:**

### **Az MNB eszközeinek megújításával tovább csökkenti az ország sérülékenységét**

*A Magyar Nemzeti Bank (MNB) az államadósság hazai forintforrásokból történő refinanszírozásának erősítése érdekében megújította jegybanki eszköztárát. Ennek központi elemeként 2015. szeptember végétől a három hónapos jegybanki betét lesz az MNB irányadó eszköze, a kéthetes betét pedig mennyiségi korlátozás mellett, aukciós technikával kerül meghirdetésre. A kéthetes betét állománya lépcsőzetesen csökken majd, és 2015. év végén éri el a mennyiségi korlátként meghatározott, 1000 milliárd forintos szintet. Az eszköztár átalakítása azáltal segíti elő az önfinanszírozási célt, hogy az állampapírok likviditási szempontból előnyösebb besorolás alá esnek, mint az új, három hónapos jegybanki betét, így a bankok a szabályozói elvárásoknak való kötelező megfelelés miatt abban lesznek érdekeltek, hogy a jegybank helyett egyre nagyobb mértékben az államháztartást finanszírozzák. A növekvő állampapír-vásárlással járó alkalmazkodás miatt a reálgazdaság hitelezése nem sérül.*

A Magyar Nemzeti Bank elsődleges feladatának, az árstabilitás elérésének és fenntartásának teljesítése mellett kiemelt célként kezeli az ország külső sérülékenységének csökkentését és az államadósság szerkezetének egészségesebbé tételét. Mindennek eszköze volt a 2014-ben meghirdetett önfinanszírozási koncepció és program, melynek keretében az MNB, az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) és a bankok kooperációjával lehetővé vált a lejáró devizaadósság forintból történő megújítása és a fenti célok elérése. A jegybank ezt a folyamatot tavaly tavasztól azzal támogatta, hogy a monetáris politikai eszköztár átalakításával (betétesítés) és kibővítésével (kamatcsere-tenderek bevezetése) lehetővé tette, hogy a bankok forrásaik egy részét jegybanki betétek helyett állampapírban, kiemelten hosszú lejáratú állampapírban tartsák. A program révén 2014-ben és 2015 első negyedében a bankok forint-állampapírállománya több mint 900 milliárd forinttal nőtt, a magyar állam pedig összesen 3,5 milliárd euro értékű külső devizaadósságot fizetett vissza forintból, miközben a fokozott banki kereslet az állampapír-piaci hozamokat, főként a hozamgörbe hosszabb végén csökkentette, így egyszerre mérsékelte az államadósság finanszírozásának költségeit és annak devizaarányát is.

### A központi költségvetés adósságának devizaaránya (2012-2015. április)



A 2014-es önfinanszírozási koncepció céljai tehát teljesültek, a program ugyanakkor jelen formájában egyben elérte a határait is, mivel az eszköztár átalakításához kapcsolódó banki alkalmazkodás lezárult. Az önfinanszírozási program folytatása és erősítése továbbra is kívánatos, illetve a monetáris politikai eszköztár további megújításával el is érhető. Az önfinanszírozási program következő, második fázisában a jegybanki lépések újabb banki alkalmazkodást váltanak majd ki.

A kapcsolódó új jegybanki intézkedéscsomag az alábbi elemekből áll:

1. 2015. szeptember végétől az irányadó eszköz a jelenlegi kéthetes betét helyett a fix kamatozású, három hónapos jegybanki betét lesz, amely mennyiségi korlátozás nélkül áll a bankok rendelkezésére;
2. Az elsődlegesen likviditáskezelési céllal megmaradó kéthetes jegybanki betét igénybevételét korlátozza az MNB, 2015 végétől legfeljebb 1000 milliárd forintot tarthatnak a bankok ebben az eszközben;
3. az MNB folytatja a jegybanki kamatcsere-tendereket, amely támogatja a bankokat kamatkockázatuk kezelésében, a rövid helyett a hosszabb futamidejű állampapírok irányába terelve a banki keresletet.

Az intézkedéscsomag hatásmechanizmusa tekintetében kiemelt fontosságú változást jelent, hogy az MNB Pénzügyi Stabilitási Tanácsa az elkövetkező időszakban döntést hoz arról, hogy a nemzetközi szabályozás adta keretet kihasználva 2016-ban 100 százalékra emeli a bankok likviditásfedezeti előírását (LCR). A likviditásfedezeti szabályozás célja annak biztosítása, hogy rövid távon (30 nap) megfelelő mennyiségű és minőségű likvid eszköz álljon a bankok rendelkezésére egy esetleges likviditási sokk esetén. A nemzetközi előírás szerint az ezt számszerűsítő LCR rátának 2018-tól kell 100 százalékra emelkednie, az MNB ugyanakkor a nemzeti hatáskörrel élve ezt két évvel megelőzve tenné kötelezővé.

A fenti tényezők együttesen azt eredményezik, hogy a bankok állampapírra cserélik jegybanki betéteik egy részét. Mivel az új irányadó eszköz lejáratára hosszabb, mint az LCR mutató által figye-

lembe vett 30 nap, így az irányadó eszköz futamidő hosszabbítása kedvezőtlen a bankok LCR-megfelelése szempontjából. Az LCR-előírásnak ugyanakkor kötelező megfelelni, így a bankoknak alkalmazkodnia kell, ami állampapír-vásárlásban csapódhat le. A LCR szabályozás szigorítása a likviditási célok mellett azzal a hatással jár, hogy az alkalmazkodás intenzívebb és erőteljesebb lesz, a kamatkockázatok kezelésére alkalmas kamatcsere eszköz (IRS) pedig azt segíti elő, hogy a bankok a stabilitási szempontból előnyösebb, hosszabb lejáratú állampapírokat vegyék, ne pedig a rövideket.

#### *A három hónapos betét lesz az MNB irányadó eszköze*

Az MNB Monetáris Tanácsa által meghatározott alapkamat a 2015. szeptember végi kamatmeghatározó ülést követően a három hónapos eszköz után fizetett kamatot fogja jelenteni. Az eszköz mennyiségi korlátozás nélkül áll majd a bankok rendelkezésére, ami lehetővé teszi, hogy ez az instrumentum töltsse be az irányadó eszköz szerepét.

Az irányadó eszköz futamidejének hosszabbításával érdemben befolyásolható a sterilizációs eszköztár szabályozói szempontból releváns likviditási profilja, és ezáltal kiváltható a kívánt banki alkalmazkodás. A sterilizációs eszköz lejáratának hosszabbítása ezen felül több, nemzetgazdasági szempontból előnyös hozadékkal járhat:

- Az irányadó jegybanki eszköz lejáratának hosszabbítása kisebb jegybanki és konszolidált államháztartási kamatkockázatot jelent.
- Hosszabb lejáratú sterilizációs eszköz esetén kisebb a valutaválság kialakulásának kockázata, hiszen a bankrendszer kevésbé lehet képes, illetve hajlandó közvetíteni a spekulációt. Ez abból adódik, hogy a spekulációban való részvételhez a hazai bankok O/N hitel felvételére kényszerülnének, ami többletköltséget jelent, miközben a spekulációt a bankok elfogadható fedezeteinek állománya is korlátozza.
- A bankok lejárat-összhangra irányuló törekvése miatt hosszabbodhat a bankrendszer forrásainak futamideje, ami pénzügyi stabilitási szempontból előnyös.

#### *A kéthetes betét lesz az MNB likviditáskezelést segítő eszköze*

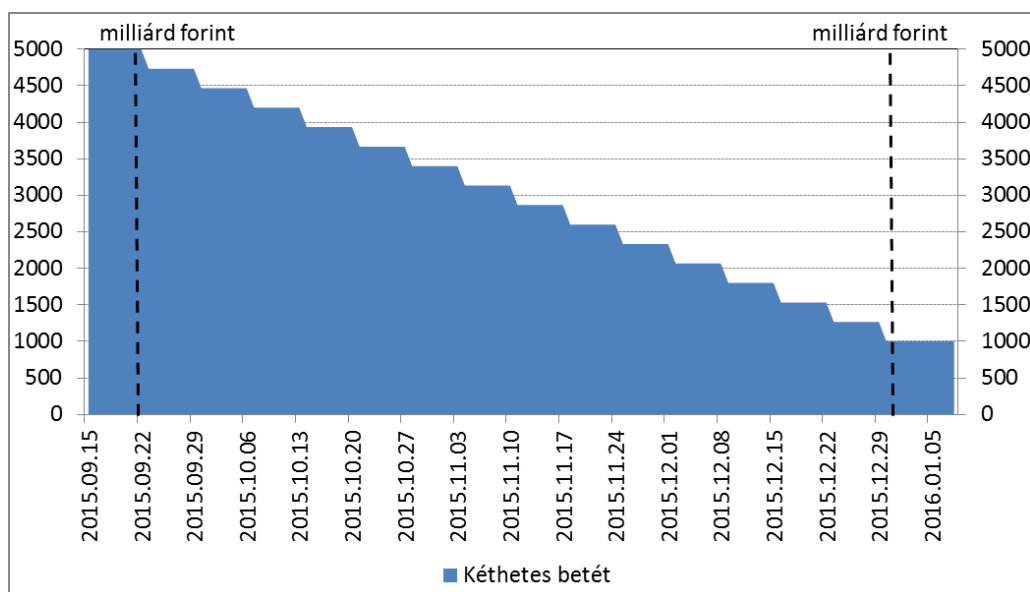
A három hónapos irányadó eszköz bevezetése mellett az MNB eszköztárának része marad a kéthetes betét, de a jelenlegi helyzethez képest több érdemi módosításra is sor kerül:

- az eszköz igénybevételének összmenyiségét korlátozza az MNB (állományi korlát),
- aukciós versenyben dől el, hogy melyik bank milyen mértékben részesül az összmenyiségből,
- az eszköz kamata nem rögzített, az alapkamat csak a kamatmaximumot jelöli ki, a ténylegesen fizetett kamat az aukción, a banki kereslet függvényében, a piaci folyamatokhoz igazodva alakul ki.

A jegybanki intézkedéscsomag stratégiai paramétere a kéthetes MNB-betét állományi korlátja. Ezt a célértéket az államháztartás finanszírozási terve és devizaszerkezete, az állampapírkereslet szektorális alakulása, illetve a banki likviditáskezelés sajátosságai alapján határozta meg az MNB. Olyan kéthetes állományi célértéket jelöltünk ki, amely a szabályozói likviditás előírásaival együtt a szükséges mértékben támogatja a banki állampapír-keresletet, valamint biztosítja az alapokat a banki likviditáskezelés problémamentes ellátásához.

A vizsgált finanszírozási forgatókönyvek és a bankszektoron kívüli állampapír-vásárlás mértéke alapján a bankoknak 2015-2016-ban 1000-1500 milliárd forint értékben szükséges állampapírt venniük ahhoz, hogy mind idén, mind jövőre lehetővé váljon a lejáró devizaadósság nagy részének forintforrásokból való megújítása. Nagyságrendileg 1000 milliárd forintos kéthetes betéti állomány mellett jelentkezhet ekkora banki alkalmazkodási igény, ami azzal is összhangban van, hogy az utóbbi évek tapasztalatai alapján bankrendszeri szinten a kéthetes betét 1000 milliárd forint feletti állománya nem volt aktív része a banki likviditáskezelésnek. Az MNB ezeket figyelembe véve döntött úgy, hogy a kéthetes eszköz állománya 2015 végére 1000 milliárd forintra csökken, a fennmaradó banki likviditás pedig más jegybanki eszközökben – kiemelten a három hónapos betétben – kerülhet lekötésre. A kéthetes állomány három hónap alatt, 2015 december végére lépcsőzetesen éri el az 1000 milliárd forintos célértéket.

A kéthetes sterilizációs eszköz állományának csökkenése (illusztráció)

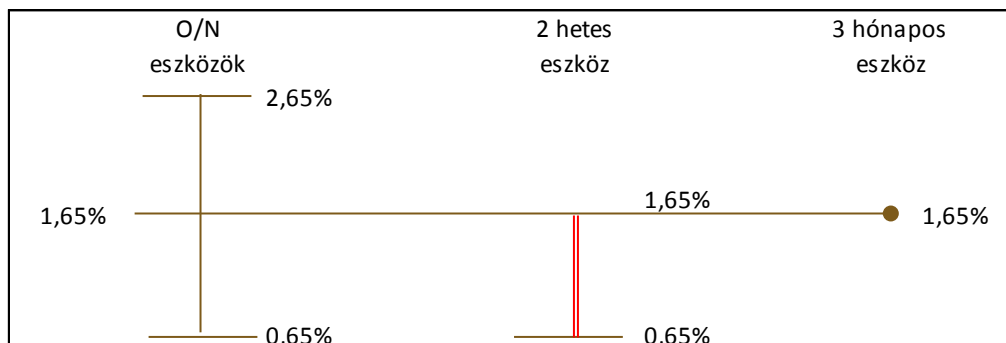


A kéthetes betét esetében az MNB aukciós technikát alkalmaz a jövőben, ami biztosítja, hogy a likviditási szempontból nagyobb volatilitásnak kitett bankok juthassanak nagyobb állományhoz a likviditásért folyó versenyben. Az egyes bankok olyan kamatot kapnak majd kéthetes betételhelyezésük után, amilyen kamatszint a beadott és elfogadott ajánlatukban szerepel, azaz az eszköz kamata nem lesz fix: a kéthetes kamat esetében az alapkamat jelenti a felső korlátot, az ettől 100 bázisponttal elmaradó egynapos (O/N) betéti kamat pedig az alsó korlátot.

A kéthetes betét hozama tehát lefelé eltérhet az irányadó rátától, de az új irányadó eszköznek, a három hónapos betétnek a kamata az alapkamattal fog megegyezni. Emellett a változatlanul ren-

delkezésre álló egynapos jegybanki kamatfolyosóval együtt a jegybank a monetáris politikai szempontnak megfelelően, továbbra is hatékony módon tudja befolyásolni a piaci hozamokat.

Az MNB monetáris politikai eszközei kamatozásának sematikus ábrája (a jelenlegi, 1,65 százalékos alapkamat mellett)



*Továbbra is a kamatcsere-ügylet tölti be a banki forrásokat terelő jegybanki eszköz szerepét*

Az önfinanszírozási program részeként az MNB 2014 júniusától vezette be a forint kamatcsere eszközt (IRS), amely a banki kamatkockázatok könnyebb kezelését teszi lehetővé, azaz a bankokat abban támogatja, hogy a rövidebb lejáratú jegybanki betéteket hosszabb (3-5 éves) állampapírokra cseréeljék, miközben a kamatkockázatuk emelkedése mérsékelt maradhat. Az MNB 2014 júniusa és 2015 májusa között összesen 456 milliárd forintnyi IRS-ügyletet kötött a bankokkal, ezzel biztosítva, hogy a hitelintézetek legalább ekkora mértékben tartósan megemeljék állampapír-állományukat.

A sterilizációs eszköztár megújítása az önfinanszírozási program első szakaszához hasonlóan az állampapírok vásárlására ösztönzi a bankokat, azaz az MNB IRS eszköze továbbra is be tudja tölteni „terelő szerepét” a banki források átcsoportosítása tekintetében.

## Összegzés

Az MNB intézkedéscsomagja révén előálló operatív keretrendszer újszerű, de elemei nem példa nélküliek a jegybankok világában. A jelenlegi magyar kéthetes irányadó kamatnál hosszabb kamatot céloz például a Svájci Nemzeti Bank, illetve a kínai jegybank, és korábban maga az MNB is több alkalommal használt 3-12 hónapos eszközöket a banki likviditás lekötésére. Több sterilizációs eszköz egyidejű alkalmazására számos nemzetközi példát találhatunk: elsősorban a Magyarországhoz hasonlóan jelenleg vagy korábban magas külföldi tőkebeáramlással jellemezhető feltörekvő országok körében terjedt el a bankrendszeri likviditás több futamidőn való jegybanki lekötése. Ugyancsak nem kivételes a jegybanki eszközök igénybevételének mennyiségi korlátozása: többek között a dán, illetve a svájci jegybank is mennyiségi korlátot szab a banki likviditást lekötő eszközei közül a kedvezőbb feltételű eszközök esetében.

A jegybanki eszköztár megújítása és az önfinanszírozás ebből adódó folytatása miatt a konszolidált állammal szembeni banki követelések nagysága nem változik, csupán a banki források egy

része ezentúl nem a jegybankot, hanem az államháztartást finanszírozza. Mindebből adódóan a program a bankok hitelezési aktivitása szempontjából semlegesnek tekinthető.

Összességében az MNB sterilizációs eszköztárának átalakítása negatív reálgazdasági hatások nélkül teszi lehetővé az önfinanszírozási program folytatását, a jegybankmérleg szűkítését és a külső sérülékenység mérséklését. Az önfinanszírozási program folytatásának sikere esetén érdemben tovább csökkenhet a bruttó külső adósság, mérséklődhet a devizaadósság, illetve a külföldi befektetők aránya az államadósság finanszírozásában. A hazai forrásokra támaszkodó finanszírozás térnyerését, az ezt elősegítő önfinanszírozási program második szakaszának elindítását és megvalósítását támogatja az MNB devizatartalék-megfelelésének kedvező szintje is, aminek révén nem csak kívánatos, hanem lehetséges is a nemzetgazdasági szinten is költséget jelentő többlet-devizatartalékok leépítése.

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. június 3-án.”*