

zamtrend visszaálltáig – veszteséget könyvelnének el. Ekkor a repók indíttatása kifejezetten értékpapír kölcsönadásán alapult – és nem pénz kölcsönvétele, vagy kölcsönadása által motivált módon történt.)

jellemző futamidő

Futamidő tekintetében a közelmúltig legjellemzőbb az 1 hónapos lejárat volt, ami annak a következménye, hogy a bankok az MNB 1 hónapos betétjét közvetítették tovább brókercégek, befektetési alapok, vállalatok és külföldi partnereik felé különböző felárral. Jellemző volt még az O/N és 1 hónap közötti lejárat, a hónapon túli ügyletek viszont nagyon ritkák voltak. Sok esetben volt megfigyelhető hosszabbítás a futamidő lejártakor. Az egyhónapos irányadó jegybanki instrumentum futamidejének márciusban történt kéthetesre csökkentése várhatóan a repók átlagos futamidejének rövidülését is maga után fogja vonni.

4.2.3 Fedezetértékelés

kezdetleges hazai fedezetértékelés

A magyarországi repópiac tökéletlenségét fokozza az ügyleteknél használt fedezetértékelés kezdetlegessége. A fedezeteket csak az ügylet elején értékelik a szereplők annak függvényében, ki a partnerük és milyen futamidejű ügyletet kötnek. A sokszor vitákba torkolló megegyezési folyamat többnyire rászorultsági alapon dől el, vagyis általában az a fél enged, amelyiknek nagyobb szüksége van az ügylet létrejöttére. A futamidő alatti folyamatos fedezetértékelés egyáltalán nem jellemző, s ez növeli a repók kockázatát. A KELER jelenlegi elszámolási rendszere nem is teszi lehetővé pótlólagos margin bekérését, ezért még ha történné is napi fedezetértékelés, az alul-, illetve túlfedezettséget csak az ügyletek lejártával lehetne korrigálni. A napi fedezetértékelés hiánya, valamint a fedezetként használt (illikvid) hitelkonszolidációs állampapírok miatt az ügyletek jellemzően túlfedezettség mellett jönnek létre.

5. A repó szerepe jegybanki szempontból

A repóval kapcsolatban a jegybanknak kettős szerepe van. Mind a két szerep a transzmissziós mechanizmus egy-egy szakaszában jellemző. Egyrészt a transzmisszió kezdetekor a saját eszközei között szerepeltetheti. Ebben az esetben a repó a jegybank céljainak elérésében eszköz, amelyen keresztül indukálja a reálgazdasági változás(oka)t a transzmissziós mechanizmus segítségével. Másrészt a transzmisszió későbbi szakaszában a piaci repó visszacsatolást jelent a monetáris politika vitele számára, egyben a kamatpolitika, illetve a banki likviditáskezelés hatékonyabb érvényesülésének is az eszköze.

a repóval kapcsolatban a jegybanknak kettős szerepe van

A következő pontban áttekintés olvasható arról, hogy a repó jegybanki eszköztárban miben különbözik illetve mennyivel előnyösebb egyéb – hasonló célokra használható – eszközöknél továbbá, hogy a jegybank eszköztárába a repóknak mely fajtái illenek bele.

Az ezt követő pont rövid áttekintést tartalmaz a magyarországi jegybanki repó történetéről. A harmadik pont is a repó jegybanki eszköztáron belüli funkcióival foglalkozik úgy, hogy az egyes funkciók bemutatása mellett leírja az ehhez kapcsolódó magyarországi gyakorlatot is. Végül a fejezet utolsó részében olvasható rövid áttekintés arról, hogy miért fontos a jegybank számára a piaci repó elterjedése.

5.1 Repó a jegybanki eszköztárban

A repót az amerikai központi bank vezette be először, és csak évekkel ezután következett az európai jegybankok repózásának gyakorlata. Napjainkban számos központi bank tartja elsődleges eszközének a repót, illetve a piacokon is a rendkívül erős innovációnak köszönhetően gomba módra szaporodnak a repó-, valamint a társinstrumentumok.

A repókonstrukciónak nem csak rengeteg formája alakult ki, de a repón keresztüli finanszírozás és az állampapír-forgalom volumene is ugrásszerűen emelkedett.

5.1.1. A repó előnye a végleges állampapírügyletekkel szemben

megőrizte az előnyöket, amelyek az állampapír azonnali eladása, illetve vétele esetén fennálltak

a repó állandó rövid futamidőn képes hatékonyan befolyásolni a jegybank operatív kamatszint- vagy pénzmennyiségi célját

A repó jegybanki eszköztárba épülésével megőrizte azokat az előnyöket, amelyek a klasszikus állampapír azonnali eladása, illetve vétele esetén fennálltak, és ezen felül újabb előnyök is keletkeztek. Az állampapír-visszavásárlási megállapodás során a prompt eladáshoz hasonlóan lehet élni a folyamatos vagy az aukciós értékesítési formával, lehet a piacon beavatkozni, illetve passzív módon meghirdetni az értékesítést (vagy vásárlást). Fennáll mind a két beavatkozásnál a pénzmennyiség változtatásának a lehetősége, és mind a két eszközzel előidézhető kamatszintre gyakorolt hatás.

A repó elsődleges előnye az, hogy egyenletes, állandó rövid futamidőn képes hatékonyan befolyásolni a jegybank operatív kamatszint- vagy pénzmennyiségi célját. A korábban elsődleges eszköznek tartott állampapír azonnali vásárlás-eladása során a jegybank kénytelen volt alkalmazkodni ahhoz, hogy milyen kibocsátási (lejárat) szerkezetben álltak rendelkezésre állampapírok, és ezeknek mekkora a likviditása. Amennyiben nem állt rendelkezésre megfelelő mennyiségű, illetve megfelelően rövid hátralévő futamidejű állampapír, a jegybanknak választania kellett, hogy beavatkozzon-e – esetleg kevésbé hatékonyan – a hosszabb futamidőn vagy más eszközökkel próbáljon meg operálni. Az állampapír-eladások, illetve vásárlások gyakran nem elég nyilvános módon zajlottak, így nem élvezték a jegybanki transzparencia és a megfelelő publicitás előnyeit. Mivel a beavatkozás csak a piac egy szűk szegmense számára tudatosult, nem mindig sikerült megfelelő signalling hatást elérni.

A repóügyletek – függetlenül az állampapírpiac szélességétől és a fedezetként szolgáló értékpapírok futamidejétől – mindig azonos futamidőn képesek reagálni. Az azonos futamidőből adódóan a

4. táblázat

Az aktív repó és hasonló hatású jegybanki eszközök összevetése

Aktív művelet	Repó	Outright vétel	Lombard hitel
Aukcionálhatóság	+	+	+
Folyamatos rendelkezésre állás	+	+	+
Napi fedezetértékelés	+	-	+
Értékpapír-helyettesíthetőség	(lehetőséges)	-	(lehetőséges)
Rugalmasan alakítható futamidők	+	-	+
Közvetett átruházhatóság	+	-	+

5. táblázat

A passzív repó és hasonló hatású jegybanki eszközök összevetése

Passzív művelet	Passzív repó	Outright eladás	Betét
Aukcionálhatóság	+	+	+
Folyamatos rendelkezésre állás	Az állampapír-állomány erejéig	Az állampapír-állomány erejéig	+
Napi fedezet-figyelés	(közvetve)	+	(közvetve)
Értékpapír-helyettesíthetőség	+	-	-
Rugalmasan alakítható futamidők	+	-	+

repóügyletek esetében transzparenssebben – könnyebben összehasonlíthatóan – jelennek meg az egyes beavatkozások kamatai, illetve kamatváltozásai. A repóval lehet direkt módon meghirdetett kamatszinten rendelkezésre állni vagy kamattendert kiírni (állampapír azonnali eladása/vétele esetén ezt nem lehet könnyen megvalósítani az eltérő lejáratok miatt).

A repó során a központi bank által viselt árfolyamváltozási kockázata csökken, mivel a visszavásárlási kamatlábban előre történik megállapodás, míg a prompt beavatkozás következtében nincs a jegybank biztosítva az ellentétes irányú akció bekövetkeztéig fennálló árfolyamváltozással szemben.

Az aktív ügyletek során a repó általánosan elterjedt a jegybanki eszköztárban. Az azonnali értékpapír-vásárláson kívül a lombard hitelezéssel (amely számos szempontból egy kategóriába tartozik a repóval) szemben is van előnye. Míg a lombard hitelek esetében nem jellemző – bár elképzelhető – a napi szintű fedezetértékelés és emiatt lényegesen alacsonyabb beszámítási értéken kerül a fedezet elfogadásra, a repó esetében ez egyre elterjedtebb. A repó esetében kiforrott gyakorlata van a zárt értékpapírok helyettesítési lehetőségének, ami azért fontos, mert a jegybank számára mindenképpen biztosított lesz a fedezet, de a bank az üzleti tevékenysége során nem kell, hogy korlátozva érezze magát abban, hogy a rendelkezésre álló portfóliójának mely részét kívánja fedezetként lekötöni.¹

A fenti előnyök persze csak akkor jelentkeznek, ha hosszabb futamidejű repókonstrukcióról beszélünk, mivel egynapos (vagy néhány napos) lejárat esetén sem mód, sem közgazdasági racionalitása nincs a napi szintű fedezetértékelésnek, illetve a papírok helyettesíthetőségének. (Esetleg egy nagyon likvid piacon az RTGS használata mellett akár a napon belüli értékpapírcsere vagy többszöri átértékelés is fontossá válhat.)

¹ Jegybanki gyakorlatban megfigyelhető az egymáshoz közeli konstrukciók együttes használata is. A Bundesbank korábban például egyidőben alkalmazta egynapos lejáraton a lombard hitelezést, kététes futamidőn pedig az aktív repót.

6. táblázat
Az óvadéki, a szállítási repó és a betét összehasonlítása

	Óvadéki passzív repó	Szállítási passzív repó	Betét
Átruházhatóság	–	A fedezet a futamidő alatt átruházható	–
Rendelkezésre állás	A jegybank portfóliója erejéig	A jegybank portfóliója erejéig	Korlátlan
Bankok egységes kezelése	Adott	Nehezen megoldható	Adott
Sterilizációs eszköznek alkalmas	A jegybank portfóliója erejéig	A jegybank portfóliója erejéig	+
Finomhangolásra alkalmas	+	+	+
Elősegíti a pénzügyi fejlődését	+	+	+
Elősegíti az állam-papírpia fejlődését	–	+	–

A passzív jegybanki műveletek között a repót leginkább a betéti konstrukció helyettesíti, ugyanis monetáris hatását tekintve a két azonos tartalommal bír. Eltérést csak a piaci szerepet illetően tapasztalhatunk akkor, ha a szállítási repót az óvadékival vagy a betéttel hasonlítjuk össze.

Óvadéki típusú passzív repó és a betét között a piac szempontjából gyakorlatilag semmi különbség nincs. A formai különbség az, hogy a repó esetében a jegybank ügyfele részére olyan állampapírokat helyez el fedezetként, amelyeket az a futamidő teljes hossza alatt nem használhat. Birtokába csak akkor kerülhetne, ha a jegybank nem lenne képes a határidős fizetési kötelezettségének eleget tenni. Ez pedig gyakorlatilag nem fordulhat elő.

Tulajdonságait tekintve az óvadéki típusú jegybanki passzív repó a betétől igen kis mértékben különbözik. A sterilizációs célokra vonatkozóan, illetve a folyamatos rendelkezésre állás esetében az a különbség, hogy a repót csak a jegybank állampapír-állományának keretén belül lehet alkalmazni, míg a betétállomány korlátok nélkül emelkedhet.

5.1.2 Szállítási, illetve óvadéki repó a jegybanki eszköztárban

Aktív oldalon a szállítási típusú, illetve az óvadéki típusú repó között sincs érdemi különbség, mivel a jegybank a fedezetként szolgáló értékpapírt a futamidő alatt nem használja – így nincs jelentősége annak, hogy a futamidő során birtokába kerül-e a papírnak, avagy nem. Az egyszerűbb megoldás az óvadéki típusú letétbe helyezés.

Mint azt már említettük, passzív oldalon a jegybank iránti bizalom meglete esetén nincs jelentősége annak, hogy óvadéki típusú passzív repó vagy betéti formában hajt végre a jegybank – egyéb tekintetben azonos kondíciójú – ügyleteket. A szállítási típusú passzív repó viszont minőségileg lényegesen különbözik a betéti, illetve az óvadéki repóügyletektől. A szállítási passzív ügylet esetében a pénzügyi szereplők a repó futamideje alatt a fedezetként szolgáló papír birtokába kerülnek; azt eladhatják, tovább repóztathatják, kölcsönözhetik, illetve fedezetbe adhatják. Ennek révén bizonyos mértékű likviditási prémiummal kellene a szállítási repónak rendelkeznie a betéttel szemben, ami azt indukálná, hogy a jegybank akár alacsonyabb kamatokkal is elérhetné ugyanazt a bankrendszeri likviditási célt. Ennek persze előfeltétele lenne egy gördülékenyen működő, likvid üzleti repópiac.

A szállítási típusú jegybanki passzív repó megvalósulása csak korlátozottan jöhet számításba, mert a jegybank mérlegében a repófedezetként felhasználható értékpapír-állomány véges (ezt oldhatja fel a jegybanki papír kibocsátása és kirepóztatása, ami később van részletezve). Mindezek mellett a rendelkezésre állás gyakorlatilag lehetetlen, hiszen abban az esetben, ha azt szeretné a jegybank elérni, hogy a repó a szállítási jellege miatt legyen a bankok körében népszerűbb (és alacsonyabb kamatú) a betétnél, akkor egy bizonyos – a piacon keresett – papírból nagy mennyiséggel kell rendelkeznie. Amennyiben – az MNB korábbi, óvadéki típusú passzív ügyleteihez hasonlóan – nem venné figyelembe a jegybank azt, hogy az ügyfelek esetleg különböző állampapírokhoz jutnak a szállítási konstrukción belül, az számos problémát vetne fel. Először is hogyan kerülne eldöntésre az, hogy melyik pénzügyi intézmény melyik papírt kapja – ha az egyik egy kurrensebb papírhoz, míg a másik egy kevésbé kelendőhöz jutna ugyanazon az „áron”, az nem biztosítaná a jegybank semlegességét és a bankok egyenlő kezelését.

Az eljárás közelítene a szerencsejátékhoz, ugyanis az ajánlatok benyújtásakor még senki sem tudná azt, milyen fedezetet fog birtokolni.

Mindazonáltal a szállítási típusú passzív repónak van létjogosultsága a jegybankok finomhangolási célú eszközei között. Ennek leghatékonyabban megvalósítható formája a tenderen történő értékesítés valamilyen mennyiségi korláttal. Ebben az esetben ugyanis a jegybank – miután felméri a portfóliójában lévő állampapír-állományt – meghirdetheti, hogy melyik papírra kíván tendert kiírni. A tenderen felajánlott mennyiség nyilván nem haladhatja meg az adott értékpapírból rendelkezésre álló állományt. Finomhangolásra pedig azért használható kizárólagosan, mert egyfajta papírból nem áll rendelkezésre annyi, amennyivel a durva szabályozásban (sterilizáció, strukturális likviditáshiány létrehozása) eredményes lehet egy jegybank.

a szállítási típusú passzív repó minőségileg lényegesen különbözik a betéti, illetve az óvadéki repóügyletektől

a szállítási típusú jegybanki passzív repó csak korlátozottan jöhet számításba

finomhangolási cél

az óvadéki passzív repó és a betét között a jegybanki eszköztárban csak formai különbségek vannak

aktív oldalon a szállítási, illetve az óvadéki típusú repó között sincs érdemi különbség

7. táblázat

A repó alaptípusainak lehetséges eszköztári szerepe

	Aktív repó	Passzív repó
Óvadéki repó	Jelenleg is így folyik az MNB repókereskedése.	Nincs értelme a bevezetésének, mivel a betét minden pozitív tulajdonságát megtartotta. (1997. októberig alkalmazta az MNB)
Szállításos repó	A bevezetésének csak akkor lenne értelme, ha a jegybank a futamidő ideje alatt fel tudná (és akarná) használni a fedezetként kapott értékpapírokat.	A pénzpiac fejlesztése érdekében fontos szerepe lehet. Az MNB állampapír-portfólió mérete miatt csak finomhangolás céljára alkalmazható, illetve saját papír fedezetbe adásával.

szállítási passzív repó MNB-kötvényfedezettel

Az MNB-kötvény kibocsátásának kezdetekor volt olyan elképzelés, amely szerint az MNB-kötvényeket egy évnél hosszabb időre bocsátaná ki a jegybank, és miután saját számlán elhelyezte, egyéves futamidőjű szállítási típusú passzív repó formájában (gyakorlatilag fedezetként) juttatta volna a pénzpiacra. Ennek a módszernek az előnye többek között az lett volna, hogy a jegybank folyamatosan egyéves időtávon lett volna képes beavatkozni, nem pedig tíz és tizenkét hónap között. A fenti elv természetesen megvalósítható rövidebb futamidőkkel is, tehát például egy hat hónapos MNB-papírt lehet kétéves repók mögé fedezetként szállítani.

A szállítási repó fenti elvek szerinti kibocsátása esetén meg lehet szüntetni az állampapír-portfólió korlátossága miatt keletkező szűk keresztmetszetet, és felhasználhatóvá válna az MNB-kötvény fedezettel rendelkező jegybanki szállítási típusú passzív repó a finanszírozáson túlmutató jegybanki feladatokra is.

5.1.3 Fedezetértékelés a jegybanki repóknál

Az MNB-ben egészen 1998 végéig az üzleti repókhoz hasonlóan nagyon kezdetleges fedezetértékelési eljárás volt használatos. Az aktív repók fedezeteként elfogadott állampapírokat a „piaci” árfolyam és egy megfelelőnek vélt diszkont összegeként számított befogadási áron számította be az MNB, s az ügylet futamideje alatt nem történtett korrekció a fedezet értékében. Szerencsére erre nem is volt szükség, köszönhetően az általában igen alacsony aktív repó-állománynak, a rövid futamidőknek (ami alacsonyabb árfolyam-

kockázatot hordoz magában), valamint a megfelelően megállapított diszkontoknak.

Az 1998 végén megszületett eszköztári változtatások előterbe helyezték az aktív oldali jegybanki műveleteket, ezáltal szükség volt egy megbízható és átlátható fedezetértékelési rendszer kiépítésére. 1998 decemberében a jegybank Monetáris Bizottsága elfogadta, hogy 1999 februárjától életbe lépjen egy ún. normatív fedezetértékelési rendszer, amelynek keretében az MNB aktív oldali hitelügyleteinél a fedezetként elfogadott értékpapírokat egységes módszer alapján értékeli. A fedezetek értékelésénél alkalmazott diszkontot az ügylet futamidejétől függően két részre bontva – O/N, illetve annál hosszabb lejáratok – állapította meg.

Középtávon a napi fedezetértékelésre történő áttérést tűzte ki céljául a jegybank, ennek azonban infrastrukturális korlátai vannak mind az MNB, mind pedig az elszámolásokat bonyolító Keler Rt. részéről. A napi fedezetértékelési rendszer a leghatékonyabb és legkorszerűbb rendszerek közé tartozik, amely biztosítja a fedezetek értékének napi automatikus felülvizsgálatát, túl, illetve alulfedezettség esetén a fedezetek korrigálását, az értékpapír-helyettesítést, valamint az ügyfélszinten történő összevont fedezetértékelés megvalósítását. Ez utóbbi azt jelenti, hogy az egyes ügyfeleknek nem kell minden egyes jegybanki hitelük után külön mozgatni a fedezeteiket túl-, illetve alulfedezettség esetén, hanem csak az összevont hitelegyenlegre kell mindenkor fedezettséget biztosítaniuk.

A napi fedezetértékeléshez szükséges infrastrukturális fejlesztéseket az MNB 1998 végén kezdeményezte a Keler Rt.-nél. A fejlesztések nemcsak a jegybanki fedezetértékelés tekintetében jelenthetnek előrelépést, hanem lehetőséget biztosítanak az üzleti repók esetén alkalmazott korszerűbb fedezetértékelésre is, s emellett biztosítani fogják a repóügyleteknél külföldön igen elterjedt értékpapír-helyettesítés lehetőségét is. Remélhetőleg az MNB fedezetértékelési rendszere példaértékű lesz a piaci szereplők egymás között köttetett repóügyleteinél is, hiszen a fedezetek napi újraértékelése lehetővé teszi egészen alacsony kezdeti diszkontok alkalmazását (vagyis ugyanahhoz az ügylethez kevesebb állampapír-fedezet felhasználását), emellett ez hordozza a legalacsonyabb kockázatot a fedezetértékelési rendszerek közül.

5.2 A jegybanki repó története Magyarországon

Hazánkban először 1993-ban került alkalmazásra repó elnevezéssel instrumentum. Ennek előfeltétele volt egy viszonylag fejlett állampapírpiac létrejötte. A dinamikusan fejlődő állampapírpiac alapján a jegybank a rövid futamidőjű direkt (bankközi hitelnyújtás segítsé-

1999 februárjától normatív fedezetértékelési rendszer

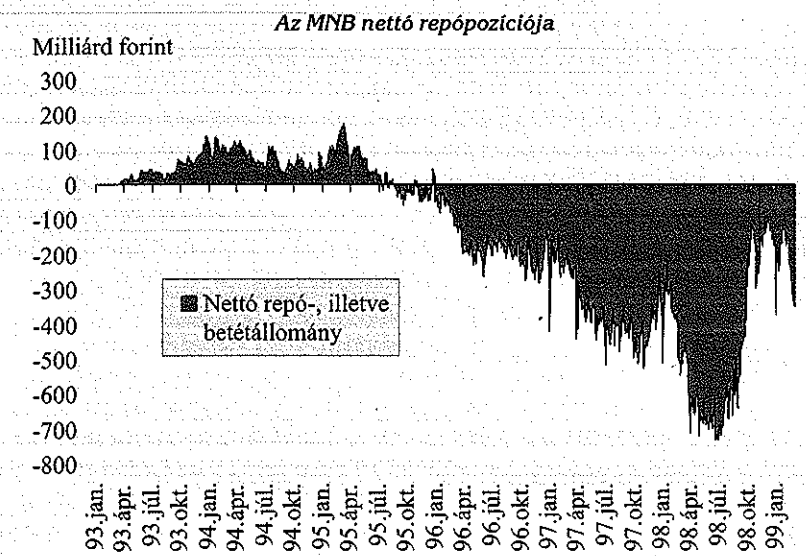
napi fedezetértékelésre történő áttérést tűzte ki céljául a jegybank

a repó bevezetésére 1993-ban került sor

gével történő) refinanszírozásról áttért a határidős állampapír-visszavásárlási ügyletek végzésére.

Míg passzív repók esetében a jegybank korlátlan rendelkezésre állást biztosított partnerei számára, aktív repókra bankszinten lebontott limitrendszert vezetett be. Az egyes bankok által igénybe vehető aktív repókereteket a mérlegfőösszegek alapján állapította meg az MNB. Eleinte az aktív repóállomány volt a meghatározó, amit egyrészt a bankkonszolidáció előtt, illetve alatt gyengélkedő bankok megnövekedett forrásigénye magyarázott, másrészt az a tény, hogy az MNB ebben az időszakban tovább folytatta a fokozatos áttérést a költségvetés jegybanki finanszírozásáról a piaci finanszírozásra, és ebben közvetve – alkalmanként tiszta arbitrázslehetőséget teremtve a kereskedelmi bankoknak – a repóüzletág is szerepet játszott.

4. ábra



A kezdeti időszakban a repópiac kialakulásának gátját képezte, hogy a kereskedelmi bankoknak likviditási tartalékot kellett fenntartaniuk, amelynek leginkább állampapírban volt célszerű megfelelni; ezeket a papírokat viszont semmilyen módon nem lehetett terhelni, így repózni sem lehetett velük. Talán ez is lehetett az egyik oka annak, hogy az aktív repó kondícióihoz igazított swap-műveletek egyre népszerűbbekké váltak.

A jegybank 1994 februárjában megszüntette a kéthetes, a 6 és a 12 hónapos aktív repót, valamint a 6 és a 12 hónapos passzív repót, és egyben bevezette az egyhetes passzív oldali kamattjegy-zést. Májusban újfajta értékesítési technika került bevezetésre: a kéthetes futamidejű passzív repó aukciók útján került értékesítésre. Az értékesítési módszer csupán június közepéig volt sikeres, amikor is

14 milliárd forintnyi volt a maximális állomány, ekkortól azonban erősen szűkült a bankrendszer likviditása, és a kamatvárások is jelentősen megemelkedtek.

1994. szeptember 5-től az MNB megszüntette a 3 hónapos aktív és passzív repó lehetőséget, majd decembertől az egyhónapos repó útján történő finanszírozás sem állt a pénzintézetek rendelkezésére. Így a relatív hosszú futamidejű aktív instrumentumok egyre inkább kifutottak; helyüket pedig csak részben töltötték be a rövid aktív nyiltpiaci műveletek. Mindemellett teljes mértékben elkülönült egymástól a jegybank monetáris instrumentumainak a futamideje, illetve az államadósság finanszírozására szolgáló eszközök futamideje.

1995 harmadik negyedétől a passzív repóállomány kezdett el masszívan növekedni, és a bankrendszer jegybankkal szembeni pozíciója átfordult a jegybanki műveletek szempontjából a passzív oldalra. 1995. szeptember 5-től passzív oldalon is kialakításra került az egynapos repóinstrumentum, és ezzel valóban létrejött a szabályozásban később fontos szerepet betölteni kívánó jegybanki rövid kamatfolyosó. Októbertől a kéthetes passzív repó tendereztetése helyett folyamatos rendelkezésre állás formájában került a konstrukció értékesítésre.

1996-ban a passzív repó kéthetes futamidejű változatának májusi megszüntetése szűkítette a bankok MNB-s elhelyezési lehetőségeit. Az év folyamán szétnyílt a „repóolló”, a passzív egynapos kamatok 4,5 százalékpontos csökkentése mellett az aktív egynapos repó kamatát ugyanis csak 2,75 százalékponttal csökkentette a jegybank. A repó kitűnő eszköznél bizonyult arra, hogy a jegybank sterilizálja a gazdaságban a devizakonverzió következtében fennálló nagymértékű likviditástöbbletet.

1997 folyamán a tetemes mértékű tőkebeáramlás következtében a jegybank azzal a problémával szembesült, hogy a passzív repón keresztüli sterilizációs igény megközelítette az MNB portfóliójában lévő állampapír-állományt. A probléma kiküszöbölése végett október 6-tól a jegybanki eszköztárban az egyhetes, illetve egyhónapos passzív repókat felváltotta a jegybanki betéti konstrukció, amely mindössze annyiban különbözött a passzív repótól, hogy az MNB nem biztosított állampapír-fedezetet a nála elhelyezett pénzüsszegeért cserébe.

1998-ban a repó, illetve a betéti üzletágban számos, az eszköztár komplett revíziója folytán átalakuló keretfeltétel változott meg. Az MNB megszüntette az egyhetes lejáratú aktív repókonstrukciót, majd a negyedik negyedévben megtörtént az 1995 óta változatlan aktív repókeretek rendszerének átalakítása, rugalmasabbá tétele.

Az év első felében a rövid betét- (korábbi passzív repó-) állomány rendkívül erős mértékben növekedett, az oroszországi válság

létrejött a jegybanki rövid kamatfolyosó

szétnyílt a „repóolló”

a passzív repókat felváltotta a jegybanki betéti konstrukció

csökkent a futamideje a repóval történő rendelkezésre állásnak

következtében azonban a külföldiek szeptembertől jelentős erőforrásokat vontak ki a magyar pénzügyi befektetéseikből. Az orosz válság, a banki likviditáskezelés hiányosságai, valamint a felfokozott kamatcsökkentési várakozások következtében szeptemberben, illetve novemberben a pénzpiacon kialakuló alacsony likviditás miatt a hitelintézetek részéről ismételt igény jelentkezett a jegybanki aktív repók iránt.

1999-től lehetővé vált az aktív és passzív oldalon is repótenderek és repógyorstenderek kiírása

1999 során a monetáris politikai eszköztár rugalmasabbá tételével a jegybanki repókat is érintő változások léptek életbe. Január 5-től mind aktív, mind passzív oldalon az üzleti feltételek módosításával lehetővé vált az MNB számára repótenderek és repógyorstenderek kiírása. A passzív oldali repók lehetőségének megteremtése a közeljövőt tekintve inkább csak elvi síkon játszik szerepet, esetleg hosszabb távon lehet számítani gyakorlati megvalósításra. Aktív oldali gyors-tenderre azonban már két ízben is sor került január hó folyamán, amikor – a bankok rossz likviditáskezelésének köszönhetően – több hitelintézet beleütközött az aktív repólimit által szabott korlátba. A januári gyors-tenderek mennyiségi limittel korlátozott kamattenderek voltak, de az üzleti feltételek a tendereztetés minden formáját (kamattender, mennyiségi tender, szabad tender stb.) megengedik a jegybank számára, s futamidő tekintetében is teljesen rugalmas az új szabályzat.

5.3 A repó jegybanki funkciói

5.3.1 A repó pénzmennyiség-szabályozó szerepe

A repó segítségével a jegybank többféle módon, más-más „technikával” is befolyásolhatja a forgalomban lévő pénz mennyiségét. Amikor a pénzpiacon alacsony a likviditás, esetleg rendszer szintű likviditáshiány lép fel, aktív repó segítségével – fedezet mellett – jegybankpénzt juttathat a rendszerbe, illetve túl magas (főlös) likviditás esetén passzív repót alkalmazhat a jegybank a pénzmennyiség szűkítése céljából.

A pénzmennyiség repóval történő változtatásának több technika létezik; a legelterjedtebbek a tendereken keresztül, illetve a folyamatos rendelkezésre állással működnek. A mennyiséghez kötött repó aukciók keretében eleve meghatározott a pénzmennyiség változtatás maximuma. A folyamatos rendelkezésre állásnál viszont a mennyiség kontrollálását csak valamilyen limit beiktatásával lehet elérni.

Magyarországon 1993-ban a jegybank kezdetleges szinten bevezette a „nyíltpiaci műveleteket”. A repó bevezetésének időszakát követően egészen 1995-ig erősen igénybe vett aktív repó viszont ef-

fektív mennyiségi limittel (aktív repólimit) volt behatárolva (az aktív repókeret változásai az 1. sz. mellékletben találhatók). A jegybank repóműveleteit igen erősen a refinanszírozási keretek alapjaira építette, így számos lejáraton állt az ügyfelek rendelkezésére fix kamaton, de maximált tranzakciós, majd állományi limittel.

A limit feladata ekkor kettős volt. Egyrészt az „utolsó mentsvárként” a jegybankhoz forduló bankokat kiszűrte, és kiemelte a repóügyletkörből (lásd a következő pontban), másrészt pedig monetáris szempontból gátat szabott a pénzkiáramlásnak.

A limit effektivitása 1999-ben a likviditásszabályozási szerep fontosságának előtérbe kerülésével ismételtelen megnőtt, ugyanakkor létjogosultsága megkérdőjelezhető. A gyors- és a normál aktív repótender esetében jelenleg már nem kerül az aktív repókeret alkalmazásra. Effektivitása csupán az egynapos repó és swap rendelkezésre állását érinti.

5.3.2 Utolsó mentsvár funkció

A jegybank utolsó mentsvár funkciója alatt azt értjük, hogy valamely bank vagy szakosított hitelintézet olyan egyedi és átmeneti likviditási problémával néz szembe, amelyet a bankrendszeren belül képtelen kezelni, továbbá a jegybanki segítség és elmaradása következtében nagy valószínűséggel kialakuló likviditási gondjaival veszélyezteti a bankrendszer épségét, illetve a fizetési rendszer működését.

egyedi és átmeneti likviditási probléma, amelyet képtelen kezelni és veszélyeztet a bankrendszer épségét, illetve a fizetési rendszer működését

Az utolsó mentsvár funkcióra az MNB-ben több eszköz áll rendelkezésre. Ilyen lehet a likviditási hitel nyújtása, a kötelező tartalék-követelmény teljesítésétől való részleges vagy teljes eltekintés (avagy a nemteljesítés esetére a szankció elmaradásában történő megállapodás), illetve a – legenyhébb eszközként – az aktív repó igénybevétele.

aktív repó igénybevétele

Aktív repó igénybevétele azonban csak állampapír-fedezet mellett lehetséges. Így korábban egy kevésbé likvid piacon hátrányos lett volna (nagy veszteséggel járt volna) a nagy mennyiségű állampapír-portfólió értékesítése, illetve egyes piacon nem forgó papírok esetében gyakorlatilag lehetetlen, és egyszerűbb volt a jegybanki finanszírozáshoz folyamodni. A jegybank viszont igyekezett elkerülni azt, hogy kisebb – átmeneti – likviditáshiányon túlmutató esetekben a piaci kamatokhoz közeli kamaton jusson a bank többletfinanszírozáshoz. Ennek érdekében lett bevezetve a keretkiegészítő aktív repó, amely felső korlátja gyakorlatilag csak a bank állampapír-állománya, de kamata lényegesen magasabb a kereten belül igénybe vehető repóénál.

nyíltpiaci műveletek és repólimit felállítása

5.3.3 A repó kamatpolitikai instrumentum funkciója

A jegybank a repó alkalmazásával diktált kamatokon is üzletelhet. Ez gyakran a pénzpiac számára az irányadó kamatot jelenti, mivel a központi bank partnerkörébe tartozó bankok ilyen forrásköltségen juthatnak biztos rövid lejáratú finanszírozáshoz. A bankok számára igen fontos jelzés, amikor a központi bank megváltoztatja a repókamatoikat, mivel ez az – effektív üzletkötések esetén – kihat az egész pénzpiacra. A jegybanki repó egyik fő funkciója, hogy általa a jegybank – a ténylegesen kifejtett üzleti hatásán túlmutatóan (signalling) – prezentálni képes a pénzpiaci hozamok ideálisnak tartott, elvárt szintjét a piaci szereplők számára, és ezért a repókamat kismértékű változtatásával is lényeges folyamatokat képes megindítani a pénzpiacon.

a repó lehet az irányadó kamat eszköze

A jegybanki irányadó kamatinstrumentum Magyarországon három éven keresztül az egyhónapos passzív eszköz volt. Az MNB ezen keresztül volt képes hatékonyan befolyásolni a hitelpiacon kulcsfontosságú háromhónapos üzleti kamatoikat. A jegybanknak egyrészt érdemben és meghatározóan kell befolyásolnia a piaci hitelarázásnál alapegységként kezelt futamidőt, ami Magyarországon három hónap (a változó kamatozású hitelek újraárazásának ciklusa is leginkább három hónap). Másrészt viszont olyan futamidőn kell beavatkozni, amelyen a jegybank mindig meghatározó tud lenni diktált kamataival.

Minél nagyobb, nyitottabb és likvidebb pénzpiaccal rendelkezik egy ország, annál inkább csak rövidebb futamidőn képes a jegybank a hozamgörbe befolyásolására direkt kamatmeghatározással. Ugyanis hosszabb futamidőn egy jól működő piac jegybankkal elmentéses várakozásai esetén – a központi bank eszközeinek vonzó (vagy vonzónak tűnő) feltételei mellett – a piaci szereplők képesek akkora erőforrás-allokációra, amely a jegybank részéről már nehezen vagy túl költségesen ellensúlyozható (pl. MNB-kötvény 1998. február–márciusban), illetve – kedvezőtlen feltételek esetén – a jegybanki kamatmeghatározás hatékonytalanná válhat.

A likviditás kezelésben betöltött kiemelkedő szerepe mellett a hazai pénzpiac mennyiségi és minőségi fejlődésének is köszönhető, hogy az MNB március 1-jétől – direkt kamatmeghatározással, azaz irányadó kamattal – a kéthetes futamidejű eszközzel próbál leginkább hatni a három hónapos hitel árazására (igaz ez a passzív oldali működés keretében nem repót, hanem betétet jelent, de aktív oldalra történő áttérés esetén az aktív repó szerepe várhatóan ezen a téren is előtérbe kerül).

A repókamatoik mindig fontos iránymutatást jelentettek a piac számára. Igaz, a repó bevezetésének kezdeti időszakában – különö-

sen 1994-ben – az aktív oldali repókeretek kihasználásával a bankközi kamatszint magasabbra emelkedett a jegybankinál.

Az egynapos kamatok kamatfolyosót képeznek a rövid pénzpiaci kamatok mozgásának limitek között tartására. Ezen belül az aktív oldalon az elméleti maximumot a mindenkor keretkiegészítő repókamat jelenti. Gyakorlatilag azonban, amikor a pénzpiacon nincs rendkívüli állapot, a limitet a – kereten belüli – aktív repókamat jelenti.

a repó szerepe a kamatfolyosóban

Az irányadó instrumentum 1995 nyarától az egyhetes, 1996-tól pedig az egyhónapos passzív kamattal volt. A hitelintézetek a bankközi kamatoikat a jegybanki passzív repóról betétre történő áttérést követően is az MNB egyhónapos eszközéhez árazták.

5.3.4 A repó, mint a sterilizáció eszköze

A jegybanki passzív repó használható arra, hogy a pénzpiacon lévő fölösleges likviditást semlegesítse, sterilizálja. Ez a repó esetében közgazdaságilag azt jelenti, hogy a hitelintézetek a jegybanknál helyezik el a fölösleges likviditásukat, ami helyébe a jegybank valamilyen fedezetet biztosít. A passzív repó a bankrendszer számára csak akkor jelent előnyt a betételhelyezéssel szemben, ha a futamidő alatt a fedetzként kapott papírokat használhatja. Az óvadéki típusú passzív repó (amit az MNB is használt 1997-ig) gyakorlatilag nem jelent semmilyen előnyt a partnerbankoknak a betéttel szemben.

Az MNB 1995 júliusától fokozatosan egyre nagyobb összeget sterilizált. A sterilizáció kezdeti időszakában a passzív repóinstrumentum mellett csupán némi végeges állampapír-eladás történt. A jegybanki repó (majd később az ezzel szinonim betét) tökéletesen alkalmas volt a bankrendszer fölösleges likviditásának lecsapolására.

sterilizáció passzív repóval

A repó mellett később megjelent a 6 és a 12 hónapos betét, majd az MNB-kötvény, amely a sterilizált mennyiség átlagos hátralévő futamidejét hivatott növelni.

5.3.5 Likviditásszabályozás repóval

A jegybank a repóeszközt mind a két irányban (hitel- és betétoldali eszközként is) képes használni, tehát szükség esetén a bankrendszeri pénzhíányt, illetve -többletet is lehetséges vele kiegyenlíteni. Ahhoz, hogy a jegybank képes legyen aktívan beavatkozni a pénzpiac erős egyensúlytalanságai esetén, a precíz likviditáselőrejelzés mellett fontos az is, hogy olyan eszközökkel rendelkezzen, amelyek igen rövid idő alatt alkalmazhatók. Az elég rugalmas repóinstrumentumot tendereken, gyors tendereken alkalmazva a jegybank képes elérni a megfelelő likviditásmenedzsmenthez szükséges hatást.

1998-ban a monetáris folyamatok és a sterilizált mennyiség szeptemberi gyors csökkenése megeremtették az alapját a bankrendszer likviditásának eddigieknél hatékonyabb figyelemmel kísérésének, illetve szükség esetén a jegybanki lépések megtételének. A bankközi pénzpiaci kamatok volatilitásának csökkentése, illetve a jelentős pénzkiáramlással együttjáró sokkok hatásának csökkentése érdekében az MNB az eszköztárába számos, a likviditásszabályozás szempontjából fontos instrumentumot épített be.

1999-től az MNB új üzleti feltételei lehetővé teszik a korábbiaknál aktívabb likviditásmenedzselést. Ez is hozzásegíti a jegybankot egy olyan monetáris politikai keret-feltételrendszer megteremtéséhez, amely az eddigi követő jelleg helyett – akár egy megváltozott árfolyamrendszer esetén is – aktívan képes előmozdítani az infláció leszorítását.

A tendereken értékesítésre felkínált repó- (illetve betéti) konstrukció kialakítása megtörtént (részletesen lásd a 2. sz. mellékletben), alkalmazásukra azonban még nem került sor. A szintén új gyorstender viszont 1999 első hónapjában már kétszer is alkalmazásra került.

1999-től lehetséges a korábbiaknál aktívabb likviditásmenedzselés

5.4 A piaci repó elterjedésének fontossága a jegybank számára

A jegybank a monetáris transzmisszió hatékonyabb érvényesülése, illetve a piaci tendenciákról szerzett információk vonatkozásában céljának tekinti a pénzpiac effektívebb működésének elősegítését. Ez a cél természetesen a jegybanki preferenciarendszerben a monetáris politika direkt céljai mögött helyezkedik el, azokat mintegy kiegészíti.

A likvidebb, mélyebb pénzpiac kialakulását elősegítheti a repópiac fejlődése. A bankok egymással szemben felállított hitelezési limitei likvid állampapírokkal fedezett kölcsönügyletek esetében jelentőségüket veszítik. A szállítási repó elterjedésével a repó néhány hetes, esetleg egy-két hónapos futamideje alatt is elképzelhető a fedezetül szolgáló értékpapír forgatása. Ehhez szükséges a repópiachoz eleve nélkülözhetetlen likvid állampapírpiac, a biztonságos jogi környezet és a megfelelő közvetítői, valamint elszámolóházi infrastruktúra.

A repók széles körű elterjedése azért is előnyös, mivel elősegíti a biztonságos és rövid futamidejű hitelezést. A repópiac nélkül a rövid hitelek mögött vagy nincs fedezet, és ilyenkor a kockázati felár miatt magasabbak a kamatok, vagy magas járulékos költségen biztosított a fedezet, ami szintén a magasabb költségekben jelentkezik a forrásfelvevő számára. A repópiacok megteremtése, illetve felfutá-

a szállítási repó elterjedésével a repó néhány hetes, esetleg egy-két hónapos futamideje alatt is elképzelhető a fedezetül szolgáló értékpapír forgatása

a repók elterjedése elősegíti a biztonságos és rövid futamidejű hitelezést

sa által alacsonyabbá válhatnak a finanszírozás költségei, ami esetleg a rövid kamatokban is tükröződhet.

Az MNB a fejlett repópiac magyarországi kialakulásának elősegítése érdekében több intézkedés kezdeményezésére, illetve megtételére képes.

az MNB lehetőségei a piaci repó fejlesztésében

Egyrészt megvizsgálhatja azt, hogy a hazai szabályozási, jogi környezet mennyiben alkalmas a repó elterjedéséhez optimális környezetet nyújtani, és amennyiben ebben piacot gátló tényezőket fedez fel, javasolhatja azok módosítását.

Másrészt saját eszköztárában megvizsgálhatja az alkalmazott eszközök üzleti repópiacot segítő módosításának lehetőségét, figyelemmel arra, hogy az ne járjon a monetáris politika egyéb céljainak kevésbé hatékony érvényesülésével.

Harmadszor az állampapír-kereskedők, illetve a likviditásmenedzserek körében még inkább tudatosíthatja a repószerződések előnyeit, sajátosságait.

Továbbá szükség esetén közreműködhet egy általános repópiaci keretegyezmény megszületéséhez, amely kellő biztonságot és szabályozottságot jelent a repóügyletek kötéséhez, és megkönnyíti annak adminisztrációját is. Végül pedig kezdeményezheti a repóelszámolás technikájának egyszerűsítését, a fedezetértékelési rendszer és a fedezetként szolgáló értékpapír helyettesíthetőségének megteremtését.