

Balogh Csaba: Az MNB-kötvény szerepe a hazai pénzügyi piacokon. Mi az összefüggés a magas kötvényállomány, a banki hitelezés és az állampapír-piaci kereslet között?*

Az MNB kéthetes kötvénye a hazai monetáris politika eszköztárának központi eleme, a jegybank irányadó eszköze, kamata meg egyezik a jegybanki alapkamattal. Az MNB-kötvény állománya 2009 közepére elérte a 3000 milliárd forintot, amely azon túl, hogy a jegybank forrásainak harmadát jelenti, a hazai bankrendszer likvid eszközeinek is meghatározó részét teszi ki. A jegybank a kéthetes kötvény segítségével köti le a bankrendszer fölösleges likviditását, így biztosítja, hogy alternatívaként irányítsa a banki kamatok alakulását. Ez a fokozatosan felépülő likvideszköz-állomány független a bankok hitelezési hajlandóságától. Sőt az MNB-kötvény-állomány növekedése segítette azt, hogy a hitelintézetek likviditási feszültsége oldódjon, és a hitelezési aktivitás mérséklésében ez a tényező 2009-ben már egyre kevésbé játsszon szerepet. Azonban a bőséges likviditás ellenére, elsősorban a bankok csökkenő kockázatvállalási hajlandósága miatt, továbbra is visszafogott a hitelezés. A jegybankmérleg egyik legfontosabb összefüggése, hogy bár a hitelintézetek egyedi szinten önállóan dönthetnek a kéthetes kötvény igénybevételenek nagyságáról, annak teljes bankrendszerrel lévő állományát nem tudják befolyásolni. A kéthetes kötvényállomány elmúlt egyévi gyors növekedését az államháztartás devizahittel történő finanszírozása eredményezte, tehát a magas kéthetes kötvényállomány nem oka, hanem következménye az alacsony állampapír-piaci keresletnek. A régiós összehasonlításban relatív magas jegybanki alapkamat viszont nincs hatással az irányadó eszköz nagyságára, mivel a jegybanki kamat mértéke nem hat közvetlenül a bankrendszer likviditására.

BEVEZETÉS

A Magyar Nemzeti Bank irányadó kamata (a jegybanki alapkamat) a hitelintézetek jegybanktól vásárolt kéthetes kötvényre fizetett kamat. A kéthetes kötvény tehát központi eszköze a magyar monetáris politikának. A kéthetes kötvény segítségével a hitelintézetek likviditást (még hozzá jegybanki számlán lévő pénzt, azaz jegybankpénzt) helyeznek el az MNB-nél. Az irányadó eszköz tehát a jegybank tartozása a hitelintézetek felé, ami azt jelenti, hogy a bankrendszer likviditástöbblettel rendelkezik. A likviditástöbblet hazánkra 1995 óta tartósan jellemző, ám nem magyarspecifikus jelenség. A közép-európai gazdaságokban az átmenetet követően általánosan megfigyelhető, de más feltörekvő országokban is gyakori. Kialakulását jellemzően a külföldi tőkebeáramlás különböző formái okozták, de az árfolyamrendszer megváltoztatása is alapvetően befolyásolta.

2007 eleji bevezetése óta a kéthetes kötvény állománya több mint háromszorosára emelkedett, és 2009 augusztusára meghaladta a 3000 milliárd forintot. Ez a jegybank összes forrásának több mint harmadát teszi ki, és számottevő nagyságrendet, mintegy egytizedet jelent a bankrendszer eszközei között is. Az állománynövekedést az utóbbi egy évben alapvetően az állami hiány devizafinanszírozása, illetve az így keletkezett

devizaforrások MNB-nél történő forintra váltása okozta. A gyors változás kapcsán reflektorfénybe kerültek azok a kérdések, hogy milyen következménye van ennek a folyamatnak. Így többek között gyakran jelentek meg elemzések arról, hogy az MNB-kötvény esetleg kiszorítja az állampapírokat a piacról, illetve kedvező kamatozása miatt a magas kötvényállomány a bankok hitelezési aktivitását is csökkentheti.

Másrészt számos külföldi jegybank által megkezdett mennyiségi lazítás szintén azok mérlegének felduzzadásához vezetett. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy az MNB-kötvény-állomány elmúlt időszakbeli növekedését nem a klasszikus mennyiségi lazítás, azaz a jegybank aktív piaci beavatkozás okozta, hanem elsősorban olyan tényezők, amelyekre az MNB-nek nem volt hatása.

A cikkben először bemutatjuk, hogy milyen szerepet tölt be az MNB-kötvény a jegybank monetáris politikájában, majd a kötvényállomány alakulásának meghatározó tényezőit tekintjük át. Ezt követően a kötvényállománnyal kapcsolatban három kérdést elemzünk részletesen. Egyrészt, hogy a jegybanki kamatszint hatással van-e az állományra, másrészt a jelentős mennyiségű kötvény befolyásolja-e az állampapírok iránti keresletet. Végül a banki hitelezésre gyakorolt hatását mutatjuk be.

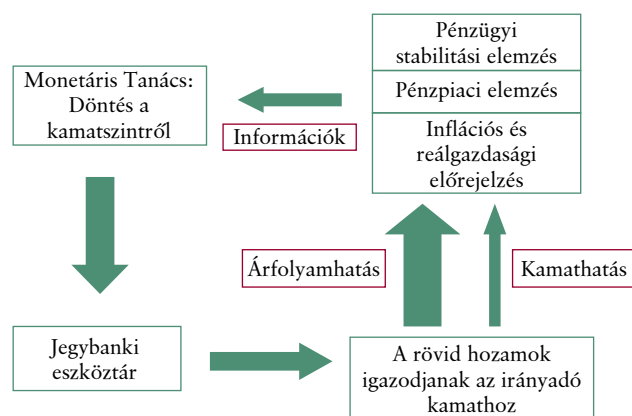
* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

AZ MNB-KÖTVÉNY SZEREPE A MONETÁRIS POLITIKÁBAN

Az MNB 2001-ben az árfolyam-célkitűzés (csúszó leértékeléses árfolyamrendszer) feladása és az inflációs célkövetéses monetáris rendszer bevezetése mellett döntött. Kis nyitott gazdaságban ennek lényege, hogy a monetáris politikai döntéshozók (esetünkben a Monetáris Tanács) az inflációs és reálgazdasági előrejelzésre, valamint a pénzügyi és pénzügyi stabilitási elemzésre támaszkodva döntenek a jegybanki irányadó kamatról. Következő lépésben a jegybanki eszköztár biztosítja, hogy a pénzügyi piaci hozamok és az azokra vonatkozó várakozások igazodjanak az irányadó kamathoz. A piaci hozamok elmozdulásának hatására egyrészt a forintárfolyam, másrészt a hazai kamatszint változásán keresztül módosul a piaci szereplők viselkedése, és változnak a gazdasági kilátások, így a jegybanki elrőjelezések és elemzések frissítésén keresztül a Monetáris Tanács a következő ülésén már más információkra alapozva fog dönteni.

1. ábra

Az MNB monetáris politikai döntési mechanizmusa



A jegybank monetáris politikai eszköztára az MNB forintban végzett pénz- és tőkepiaci műveleteinek összességét jelenti. A forintpiaci eszköztár kiemelt eleme az irányadó eszköz, a kéthetes MNB-kötvény, ennek kamatszintje ad irányt a forint pénzügyi piaci hozamoknak.¹ Az MNB hitelintézeti partnerei (a továbbiakban egyszerűsítve: bankok) maguk dönthetnek arról, hogy a hetente tartott aukción mennyit vásárolnak, azaz a jegybanknál lévő eszközeik közül mennyit tartanak kéthetes kötvényben. Az MNB korlátlanul elfogadja a banki ajánlatokat. A jegybank emellett még hagyományosan két eszköz, a havi át-

lagolású tartalékkötelezettség és a kamatfolyosó segítségével támogatja a bankok likviditáskezelését azért, hogy fizetési kötelezettségeik teljesítéséhez elég jegybankpénzzel rendelkezzenek.² Egyedi banki szinten a jelentősebb bankközi és ügyféltranzakciók következtében jelentősen változhat az egyes napok fizetési kötelezettségeinek teljesítéséhez szükséges jegybankpénz-igény. Likviditási szükségleteiket a bankok alapvetően a bankközi piacon tudják megszerezni, de annak érdekében, hogy az egyes bankoknál jelentkező ideiglenes likviditásszűke vagy éppen likviditáshiány ne okozzon jelentős kilengéseket a bankközi hozamokban, az MNB – az általános jegybanki gyakorlathoz hasonlóan – e fenti két eszközt üzemelteti.

A tartalékkötelezettség előírása biztosítja, hogy a bankok mindenképpen tartsanak egy minimális számlaegyenleget az MNB-nél. A bankok ugyanis jegybanki „folyószámlájukon” (elszámolási betétszámla) teljesíthetik a tartalékkötelezettségüket, méghozzá havi átlagban. Ez lehetővé teszi, hogy egy hónapon belül az egyes napok között rugalmasan alakíthassák a számlaegyenlegüket, ami tompítja a likviditási sokkok hatását. A tartalékkötelezettségük mértékéig ráadásul a jegybank alapkamatot fizet a bankoknak, tehát azon nem szenvednek el kamatvesztéseket.³ A kötelezettség feletti számlaegyenleg viszont nem kamatozik, ezért a bankok havi átlagban gyakorlatilag mindig az éppen szükséges egyenleget tartják az MNB-számlájukon.

A másik eszköz a kamatfolyosó, amely az irányadó kamat körüli kamattal megállapított egynapos jegybanki hitel- és betéti instrumentumokat jelenti. Az MNB jelenleg az irányadó kamat körül $\pm 0,5$ százalékpontos szélességű kamatfolyosót tart fenn. Azaz a bankok 8 százalékos alapkamat esetén 8,5 százalékos kamaton kaphatnak hitelt, és 7,5 százalékos kamatot kaphatnak betétjükért egynapos lejáratra. A kamatfolyosó azáltal csillapítja a bankközi kamatok volatilitását, hogy alsó és felső korlátot jelöl ki, mivel a bankok csak a kamatfolyosón belüli kamatok esetén fognak egymással ügyletet kötni. Ennél rosszabb feltételek esetén érdemesebb a jegybanki betétet vagy hitelt igénybe venni. Normál piaci környezetben az egynapos eszközöket csak minimális mértékben veszik igénybe a bankok, és jellemzően a bankközi piacon kötött ügyleteikkel kezelik likviditásukat.⁴

A jegybanki eszköztár összességében tehát úgy szolgálja a monetáris politikát, hogy normális piaci környezetben a kéthetes kötvény kamata körül alakulnak a bankközi kamatok, amelyek

¹ Az MNB 1995 óta használ betétjellegű irányadó eszközt. Ez eleinte passzív repo volt, 1997-től 1 hónapos, majd 1999-től kéthetes betét. A kéthetes betétet váltotta föl 2007-ben az ugyancsak kéthetes MNB-kötvény. Részletesen lásd Balogh–Varga (2006) és MNB (2002, 2006).

² 2008 őszétől kezdve emellett az MNB több új eszközt is bevezetett a banki likviditáskezelés támogatására, így például az egynapos FX-swap rendelkezésre állást.

³ A 2004-es EU-csatlakozást megelőzően az MNB még piaci hozamoknál alacsonyabb kamatot fizetett, így akkor még volt burkolt adóterhe a tartalékolásnak.

⁴ Ebben a tekintetben az elmúlt egy év kivételes időszakot jelent, mivel a bankok az általános piaci bizalmatlanság miatt sokkal kevésbé támaszkodtak a bankközi piacra. Óvatosságból az 50 bázispontos kamatvesztés ellenére a korábbi időszakokra jellemző mértéknél sokkal intenzívebben vették igénybe az MNB egynapos betétjét.

ingadozását a tartalékkötelezettség és a kamatfolyosó csillapítja. A bankközi kamatok aztán a bankok alternatív forrásköltéségét határozzák meg, amely alapján a bankok árazzák a betéti és hiteltermékeiket. Így végeredményben az irányadó kamat és az arra vonatkozó várakozások határozzák meg a gazdasági szereplők számára releváns betéti és hitelkamatokat.

AZ MNB-KÖTVÉNY ÁLLOMÁNYÁNAK NÖVEKEDÉSÉT AZ UTÓBBI EGY ÉVBEN ELSŐSORBAN A DEVIZATARTALÉK ÁLLOMÁNYÁNAK NÖVEKEDÉSE OKOZTA

Bár a fentiek alapján az MNB a kéthetes kötvény kamatát alapvető fontosságúnak tartja, a kötvényállomány nagyságának nincs kitüntetett szerepe a monetáris politikában. Az állomány nagyságának ugyanis egyrészt nincs közvetlen hatása a gazdasági folyamatokra, másrészt azt leginkább olyan tényezők befolyásolják, amelyekre az MNB-nek nincs ráhatása. A kötvényállományt befolyásoló tényezők szerepét legkönnyebben az MNB egyszerűsített mérlegén keresztül szemléltethetjük.

Az MNB-kötvény a jegybank egyik legjelentősebb forrásoldali tétele. Ezenkívül a forgalomban lévő készpénz (ez az egyedüli kamatmentes forrása a jegybanknak), és a kormányzati betét (amely alapkamaton kamatozik) jelentenek hasonló nagyságrendű tételt. Ezzel szemben az eszközoldal domináns tétele a devizatartalék, a jegybank csak kivételes esetben vásárol forintértékpapírokat, és nyújt forinthitelt. Azaz leegyszerűsítve az MNB a készpénzből, a banki és kormányzati betétekből származó forrásait tartja devizatartalékban.

Az eszközoldalon szereplő devizatartalékra az MNB-nek csak kivételes esetekben van hatása. Alapvetően a kormányzat de-

vizabevételei növelik (pl. EU-támogatások vagy devizahitel-felvételek), és devizakiadásai csökkentik ezt a tételt. Kivételt két eset képez. Egyrészt amikor a jegybank a devizapiacra interveniál, azaz devizát ad el vagy vásárol annak érdekében, hogy a forint piaci árfolyamát befolyásolja. A jegybank ezt az eszközt csak rendkívüli helyzetben használja (ilyen volt például a 2003 eleji forinterősődéssel járó spekulációs nyomás). A másik, szintén nagyon ritka eset pedig, amikor a jegybank adósodik el devizában (pl. jegybanki hitelfelvétel nemzetközi szervezettől).

A forrásoldalon az MNB-nek a készpénzállomány változására gyakorlatilag nincs hatása, a gazdasági szereplők maguk döntenek arról, hogy mennyi készpénzt tartanak. Ugyancsak nincs közvetlen befolyása a kormányzati betétek nagyságára, és arra sem, hogy ezeket a betéteket a kormányzat miből – forint- vagy devizaforrásokból – finanszírozza-e.

Az MNB-mérleg utolsó nagyobb tételét a bankokkal szembeni kötelezettségek jelentik, amelyen belül a bankok által tartott kéthetes kötvényállomány maradékelven határozódik meg. Ugyanis bármelyik másik mérlegtétel változik, amennyiben az érinti a bankok jegybanki számláit, akkor a jegybank aktív beavatkozása nélkül ők a kéthetes kötvény állományának változtatásán keresztül fognak alkalmazkodni. Ezenkívül még a számlaegyenlegük révén vagy a kamatfolyosót képező egynapos eszközökkel tudnának alkalmazkodni a bankok, de azok kedvezőtlenebb feltételeket jelentenek (a túltartalékolásra nem fizet kamatot az MNB, míg az egynapos betétre 0,5% ponttal alacsonyabb kamatot kapnak a bankok a kéthetes kötvény kamatánál).⁵ Így az MNB-kötvény esetében a jegybank nem klasszikus értékpapír-kibocsátó abban az értelemben, hogy számára nem értelmezhető a refinanszírozási kockázat.

1. táblázat

MNB havi átlagos statisztikai mérlege, 2008. július–2009. július

(milliárd forint)

Eszközök				Források			
	2008. július	2009. július	Változás		2008. július	2009. július	Változás
Külföldi követelések (devizatartalék)	4142	7859	3717	Forgalomban lévő készpénz	2150	2210	59
Hitelintézeteknek nyújtott hitelek	–	222	222	MNB-kötvény-állomány	962	2907	1945
Magyar állampapír	147	360	213	Hitelintézetek bankszámlabetétei	734	341	–393
Egyéb eszközök	96	456	359	Hitelintézetek egynapos betéte	57	414	357
				Swapok hitelintézetekkel	–	253	253
				Kormányzati betétek	430	1233	803
				Egyéb források és saját tőke	51	1538	1488
Eszközök összesen	4385	8897	4512	Források összesen	4385	8897	4512

⁵ Ha viszont az MNB például korlátozná a kéthetes kötvény mennyiségét, minden más tényező változatlansága mellett ekkor a bankrendszernek más eszközben kellene lekötnie a növekvő likviditást, így nem az irányadó eszköz kamata határozná meg a piaci hozamokat. Ebben az esetben az egynapos betét alternatíva lenne a bankoknak, így valójában annak a kamata lesz az irányadó kamat. A kéthetes kötvény korlátozása tehát megfelelné egy azonnali kamatcsökkentésnek.

A bankrendszer likviditásának növekedése növeli a kéthetes állományt, a likviditás csökkenése pedig csökkenti. Bár az egyedi bankok likviditáskezelői dönthetnek úgy, hogy bankközi ügyletben kötik le a likviditásukat, a partnerbanknál ugyanúgy megjelenik a többletlikviditás, és a bankrendszer szintjén végeredményben mindenképpen kéthetes kötvényben fog kicsapódni. A bankok tehát egyedi szinten tudják módosítani a kéthetes kötvényállományukat, de egymással kötött tranzakcióikkal nem tudják változtatni az összes mennyiséget, csak újrasztyják a bankrendszer egészének likviditását. Így élesen elválnak az egyedi szintű bankmérlegekre és a jegybankmérlegre érvényes összefüggések.

Konkrét példákkal szemléltetve a jegybankmérleg szerkezetének változásán keresztül az alábbi tényezők miatt emelkedhet az MNB-kötvény állománya:

- a jegybanki mérleg *eszköz oldalán* valamelyik tétel nő:
 - a devizatartalék emelkedik, mert a jegybank devizát vásárol a piacon,
 - a bankoknak nyújtott jegybanki hitelek állománya nő,
 - a jegybanki állampapír-állomány emelkedik (a jegybank állampapírt vásárol a piacon);
- vagy ha a jegybanki mérleg *forrás oldalán* valamelyik tétel csökken:
 - a kormányzati számla egyenlege csökken, amelynek hatására a bankrendszer számlaegyenlege nő, ami kéthetes kötvényben csapódik ki;⁶
 - a bankok számlaállománya lecsökken. Például a kötelező tartalékráta-csökkentés hatására a bankoknak csak kisebb egyenleget kell a jegybanki számlájukon tartaniuk. Az így felszabaduló pénzt a bankrendszer szintjén csak kéthetes kötvénybe helyezhetik, mert minden más megoldás jelentős kamatvesztést jelentene számukra;
 - a forgalomban lévő készpénz állománya csökken. A készpénz alapvetően a lakossági szokásoknak megfelelően szezonálisan ingadozik. Karácsonyt megelőzően például a gazdasági szereplők készpénzigénye jelentősen megszokott ugrani, majd az ünnep után visszaáramlik a kész-

pénz a bankokhoz. A bankok első lépésben a jegybanki számlájukról tudnak készpénzt vásárolni, majd az MNB itt írja jóvá a visszaszállított készpénz ellenértékét. Mivel a bankok számlaegyenlegét a tartalékkötelezettség határozza meg, így a változó készpénzállomány végeredményben a kéthetes kötvény állományában csapódik ki. Így tehát a tartósan csökkenő készpénzkereslet az MNB-kötvény állományának növekedését okozza.

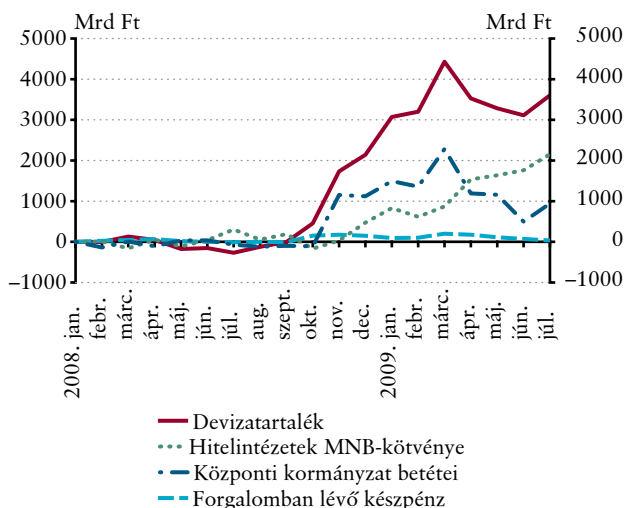
Összességében tehát, ha a jegybank passzívan viselkedik (mind a devizapiacra, mind a forintpiacra), akkor a jegybankmérleg zárt egységet alkot, azaz egy forrás- vagy eszközoldali tétel változása végső soron a kéthetes kötvény állományának változásában csapódik le.⁷

2008 őszéig a jegybank passzív magatartást folytatott, így gyakorlatilag nem került sor sem jegybanki állampapír-vásárlásra, sem számottevő, bankoknak történő hitelnyújtásra. Abban az időszakban gyakorlatilag kizárólag a kormányzati számla egyenlegének mozgása tükröződött a kéthetes kötvény állományváltozásában.

2008 őszétől a bankok feszült likviditási helyzetének enyhítése érdekében az MNB aktívan beavatkozott így az eszközoldalon új tételek jelentek meg (állampapír-vásárlás, banki hitelnyújtás), és sor került a tartalékráta csökkentésére is.

2. ábra

A főbb MNB-mérlegtételek kumulált változása 2008. január 1-jétől



⁶ Ilyen a legtöbb állami kifizetés. Például az állami bérek (vagy nyugdíjak) kifizetésekor a kormányzat jellemzően a kereskedelmi bankoknál vezetett lakossági számlákra utal. Ez a fizetési rendszerben úgy történik meg, hogy a kincstári számláról átutalás történik a bankok jegybanknál vezetett számlájára, és a bankok ezzel párhuzamosan jóváírják az ügyfelek számláin a beérkező összeget.

⁷ Az állam és az MNB közötti tranzakciók kivételt jelenthetnek. Egy állami devizahitel-felvétel esetén úgy nő a devizatartalék, hogy közben az állam jegybanknál vezetett devizabetéte nő. Azonban az állam finanszírozására az a jellemző, hogy csak a kiadásaihoz szükséges mértékben von be forrást, azaz a jegybanknál elhelyezett betétei csak ideiglenesen emelkednek meg. Ahogy ezeket fokozatosan elkölti – a már bemutatott módon –, a kormányzati számla egyenlegének csökkenésével párhuzamosan nő a kéthetes kötvény állománya.

E tranzakciók hatása azonban nagyságrendben továbbra is eltorpult a kormányzati tranzakciók hatásaitól, így a kéthetes kötvény állományának változását ebben a periódusban is ez utóbbi tételek mozgatták. A devizatartalék növekedését első lépésben a kormányzati betétek növekedése (IMF-, EU-hitel felvételének folyósítása) okozta, végül az állami kiadások következtében a bankok számlaegyenlege növekedett, ami a kötvényállomány rekordmagasságba emelkedését okozta. A folyamatot jól mutatja, hogy 2008 elejéhez képest a devizatartalék emelkedését fokozatosan közelíti meg a kéthetes kötvény állományának emelkedése.

NINCS KÖZVETLEN KAPCSOLAT AZ ALAPKAMAT NAGYSÁGA ÉS A KÉTHETES MNB-KÖTVÉNY ÁLLOMÁNYA KÖZÖTT

A bankok a kéthetes kötvény kamatán helyezik el a náluk kiscsapódott és a kötelezőtartalék-előírás teljesítéséhez felesleges likviditást. Így a hasonló lejáratú tranzakcióikhoz az alapkamat lesz az irányadó kamat, ezért a belföldi gazdasági szereplők (háztartások, vállalkozások) és a forint pénzügyi piacokon jelen lévő külföldi befektetők az alapkamat közelében tudnak betétet elhelyezni vagy hitelt felvenni a hazai bankoktól. A hosszabb lejáratú hozamokat viszont – a jegybanki alapkamat jövőbeli pályájára vonatkozó várakozások mellett – alapvetően befolyásolja a piaci szereplők kockázatvállalási hajlandósága és inflációs várakozása.

A jegybank kamatváltoztatásának hatására önmagában a jelenlegi monetáris politikai rendszerben nem változik a jegybankmérleg egyik tétele sem, ezért az MNB-kötvény állománya sem. Ez azonban nem mindig volt így. A 2001-ben megszüntetett szűk sávós, csúszóleértékeléses árfolyamrendszerben a kamatemelés hatására növekedhetett az irányadó eszköz állománya. A magasabb kamatszint ugyanis egyéb tényezők (pl. országhozzájárulás) változatlansága mellett ösztönzi a külföldiek forintbefektetéseit, amely erősíti a forint többi devizával szembeni árfolyamát. A szűk sávós árfolyamrendszerben az árfolyam hamar beleütközött az erős sávszélbe (gyakorlatilag folyamatosan a sáv erős szélén tartózkodott), ahol az MNB jegybanki intervencióval (devizavásárlással) volt kénytelen beavatkozni, hogy megakadályozza az árfolyam további erősödését. Ez növelte a devizatartalékot, és többlet-forintlikviditást teremtett, ami aztán kicsapódott az irányadó eszköz állományának (abban az időszakban az egy hónapos majd kéthetes betét) növekedésében.

A 2001 és 2008 közötti szélesebb ($\pm 15\%$ -os) árfolyamrendszer is rögzített árfolyamrendszer volt, így az MNB-nek elméletileg szintén volt intervenciós kötelezettsége a sávszéleken. 2003 elején a befektetők kockázati étvágáéhoz képest kedvező kamatszint hatására a forint számottevően erősödött, és az erős sávszélen sor is került jegybanki intervencióra (forintel-

adásra és devizavásárlásra). Ez szintén egyszerre növelte a bankrendszer likviditástöbbletét és a devizatartalékot. Ezt az egy esetet leszámítva azonban 2001 után nem került sor sávszéli intervencióra, így ez többet nem befolyásolta a bankrendszer likviditástöbbletét.

Az alapkamat nagysága és a kéthetes MNB-kötvény állománya között jelenleg viszont már nincs közvetlen kapcsolat. A 2008 elején bevezetett szabadon lebegő árfolyamrendszerben nincs intervenciós kötelezettsége az MNB-nek, így a külföldi tőkebeáramlás vagy éppen kiáramlás hatására nem változik a devizatartalék, és így a többlet-forintlikviditás és az MNB-kötvény állománya sem. Tehát egy változatlan kockázati megítélés esetén végrehajtott jegybanki kamatemelés forintárfolyamot erősítő hatása szabadon érvényesülhet, és nem hat a jegybank mérlegtételeire, nem növeli a kéthetes kötvény állományát.

A MAGAS MNB-KÖTVÉNY-ÁLLOMÁNY NEM CSÖKKENTI AZ ÁLLAMPAPÍROK IRÁNTI KERESLETET

A korábban bemutatottak alapján az állam jegybanknál vezetett számlái kitüntetett figyelmet érdemelnek a bankrendszer likviditása szempontjából. A Magyar Államkincstár a Kincstári Egységes Számláról (KESZ) teljesíti az állami szervek főbb forintkiadásait, és ide folynak be a bevételeik. A számla likviditáskezeléséért, azaz a kifizetésekhez szükséges szintű egyenleg biztosításáért az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK Zrt.) a felelős. Az ÁKK az állami kiadások finanszírozását forint- vagy devizaforrásból teremti elő, ezért a KESZ mellett a devizatranzakciók lebonyolítására a jegybank devizában is vezet számlát az államnak, és a két számla között átváltási lehetőséget biztosít.

A KESZ egyenlegének változása számottevően befolyásolja a bankok likviditási helyzetét. Amennyiben a KESZ szintje az állami kiadások teljesítése miatt csökken, akkor a bankrendszer likviditása nő, ami a kéthetes kötvény állományát növeli. Az adóbefizetés viszont növeli a KESZ egyenlegét, azaz a bankok likviditása (kéthetes kötvényállománya) csökken, a KESZ szintje pedig emelkedik.

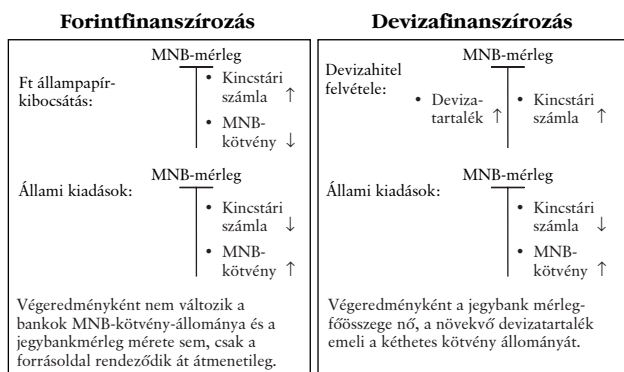
Ha éven belül a költségvetés folyamatosan egyensúlyban lenne, tehát a bevételek mindig megegyeznének a kiadásokkal, akkor a KESZ szintje nem változna, és a kincstári tranzakcióknak nem lenne hatása a bankrendszer egészének likviditására. Azonban az állami kiadások és bevételek egyensúlya egyrészt az éven és hónapokon belüli eltérő lefutás miatt sem teljesül, másrészt az év egészére a hiány a jellemző. Az ÁKK-nak tehát finanszíroznia kell az ideiglenes, illetve tartós hiányt, amelynek a bankrendszer likviditására gyakorolt hatása a finanszírozás módjától függ.

Ha az ÁKK forintállampapír kibocsátásából fedezi a hiányt (azaz a lejáró állampapírok mennyiségét meghaladja az új kibocsátás), akkor a bankrendszer likviditása nem változik. Bár az állampapír-kibocsátás csökkentené a bankrendszer likviditását, ezt a költségvetés kiadása ellensúlyozza. Természetesen az éven belüli lefutástól függően ingadozhat a bankrendszer likviditása, de éves átlagban nem változna.

Ha viszont az állam devizakötvény kibocsátásából, devizahitel felvételéből vagy más devizaforrásból (pl. EU-s támogatásból) finanszírozza a költségvetési hiányt, akkor nő a bankrendszer likviditása. Ennek érdekében ugyanis, hogy csak egy állami szereplő, méghozzá a jegybank, hajtson végre nagy volumenű devizatranszakciókat, az állam a devizabevételeit az MNB-nél váltja át forintra (tehát nem a bankközi devizapiacra). Mivel ekkor az MNB aktív szereplőjévé válik a tranzakciónak, változik a jegybanki mérleg struktúrája is. Első lépésben az MNB devizatartaléka nő, és a KESZ szintje emelkedik, végeredményben az állami kiadások hatására a bankrendszer likviditása bővül. Összességében tehát, amennyiben az állam a hiányt deviza-forrásbevonással finanszírozza, akkor az növeli a bankok kéthetes kötvényállományát.

3. ábra

Az állami kiadások finanszírozásának hatása a kéthetes kötvény állományára



Az elmúlt közel egy évben pontosan ez a folyamat zajlott le. A befektetők állampapír-piaci kereslete visszaesett, mivel kockázatviselő hajlandóságuk csökkent, kedvezőtlenebbé vált a magyar államadósság pálya, és romlott a hazai másodlagos állampapírpiac likviditása is. Az alacsony állampapír-kereslet hatására az ÁKK csökkentette forintkibocsátásait, és helyette nagyobb mértékben támaszkodott nemzetközi hitelfelvételre. A devizahitelek forintra történő átváltása az MNB-nél megnövelte a devizatartalékokat, ugyanakkor a Kincstár forintkifizetési (klasszikus kiadások, lejáró és visszavásárolt forint-

állampapírok kifizetése) megnövelik a forintlikviditást, ami végül magasabb MNB-kötvény-állományban csapódik ki.

Nem a magas kéthetes kötvényállomány okozta tehát a forintállampapírok iránti csökkenő keresletet, hanem az egyéb tényezők hatására csökkenő állampapír-piaci kereslet következtében megemelkedett devizafinanszírozás vezetett történetesen az MNB-kötvény-állomány megnövekedéséhez.

AZ MNB-KÖTVÉNY MAGAS ÁLLOMÁNYA NEM AKADÁLYOZZA, HANEM TÁMOGATJA, BÁR ÖNMAGÁBAN NEM GARANTÁLJA A BANKI HITELEZÉS FELFUTÁSÁT

Ha a hitelezés gyorsul, a bankok mérlege emelkedik, a hitelként folyósított pénz ugyanis betétként visszacsatornázódik a bankrendszerbe, így finanszírozza is azt⁸. Viszont egyedi banki szinten lehet likviditási igénye a növekvő hitelezésnek, mivel a hitelfelvevő vállalat vagy lakosság más bank számlájára is teljesíthet kifizetést (például beruházást hajt végre, illetve lakást vagy fogyasztási cikket vásárol, amely átutalással jár). Ehhez a fizetéshez a számlavezető banknak a jegybanki számláin fedezetet kell biztosítania, azaz ennyivel több likviditási igénye lesz. Normál piaci viszonyok között a bankközi piacon jó eséllyel megszerezheti ezt a likviditást, vagy közvetlenül attól a banktól, amelynél a kifizetésből származó extra likviditás megjelenik, vagy közvetlenül valamelyik másik bankon keresztül.

Ezenkívül a hitelező bank egyéb forrásbevonással is (pl. betétbévonás) is megszerezheti a szükséges likviditást valamelyik másik banktól. Mivel a hitelezés e tranzakciók során egyáltalán nem érinti az MNB-t, így a jegybankmérleget, a többletlikviditást és az MNB-kötvény állományát sem változtatja. Egyedül piaci zavarok esetén kaphat szerepet az MNB. Ilyen esetben az a bank, amelynek likviditási igénye van, többféleképpen is megszerezheti a számára szükséges jegybankpénzt. Egyrészt a lejáró MNB-kötvényeinél kevesebbet jegyez, így csökken az MNB-kötvény-állománya. Viszont az a bank, akihez az átutalás érkezik, több likviditással fog rendelkezni, ezért ugyanennyivel növelni fogja a kéthetes kötvény állományát, tehát a bankrendszer egészének a kötvényállománya nem csökken. Másrészt végső soron a jegybanktól is felvehet hitelt az adott bank (megfelelő értékpapír-fedezet, például állampapír, MNB-kötvény stb. ellenében), bár a piacinál jellemzően kedvezőtlenebb feltételek mellett. Ebben az esetben – a hitelezés hatására – szintén nem csökken, sőt emelkedik a kéthetes kötvényállomány a

⁸ A hitelezésből származó betétnövekedésnek csak töredéke, a kötelezőtartalék-rátának megfelelő része, jelenleg mindössze 2%-a csapódik ki végül az MNB-nél, és az sem MNB-kötvényben, hanem a bankok MNB-nél vezetett számláján. A bankrendszer részéről tehát mindössze ennyi jegybankpénzigénye van a hitelezésnek.

bankrendszerben. A hitelező bank ugyanis nem csökkenti a kötvényállományát, de a bankrendszer valamely másik bankjánál mindenképpen kicsapódik az ügyfél átutalása következtében keletkezett többletlikviditás, és ez utóbbi bank kéthetes kötvényben fogja tartani.

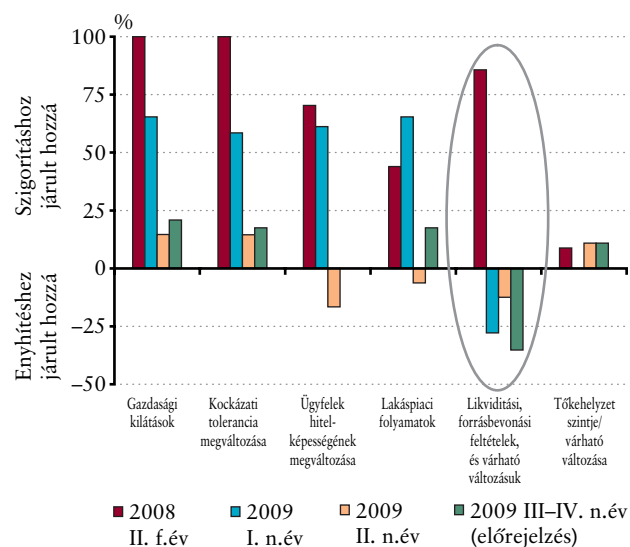
Egy adott bank magas MNB-kötvény-állománya tehát likviditási tartalékot jelent, hiszen egyrészt rövid (kéthetes) lejáratú, likvid eszköz, másrészt ennek fedezete mellett a jegybank bármikor hitelt nyújt (egynapos, fedezett hitel). Tehát a magas kötvényállomány csökkenti a hitelezésből származó likviditási kockázatot.

Bár a hitelezés lassulásához 2008 második félévében még jelentős mértékben hozzájárult a bankok korlátozott likviditása, 2009 első negyedévében a likviditási tényezők javulása önmagában már növelte volna a bankok hitelezési aktivitását. A bankok növekvő kéthetes kötvényállománya erőteljesen támogatta a likviditási szituáció erősödését. Azonban a bankok kockázatvállalási hajlandóságának visszaesése (azaz, hogy nem akarnak növekvő hitelkockázatot vállalni), illetve a gazdasági kilátások romlása tartósan csökkentette a hitelezést. Ezt fokozták a vállalati hitelezés esetében iparág-specifikus problémák is, míg a háztartások hitelezésénél a lakáspiaci kilátások kedvezőtlené válása járult hozzá tartósabban a bankok visszafogott hitelezéséhez.

Össességében tehát az MNB-kötvény növekvő állománya fokozatosan erősítette a bankok likviditási helyzetét, és támogat-

4. ábra

A hitelképességi standardok és a hitelezési feltételek változásához hozzájáruló tényezők a lakossági lakáscélú hitelek esetében



Forrás: MNB hitelezési felmérés, 2009. augusztus.

ta hitelezési aktivitásukat, viszont más tényezők ennél nagyobb mértékben készítették őket a hitelkínálat visszafogására.

KÖVETKEZTETÉSEK

A jegybank mérlegtételeinek összefüggései alapján bemutatuk, hogy az MNB-kötvény állományának az elmúlt egy év alatti megháromszorozódását elsősorban az állam devizafinanszírozása magyarázta. Az irányadó eszköz magas szintje tehát nem oka, hanem következménye a visszafogott állampapír-piaci keresletnek, és az emiatt szükségessé vált állami devizahitel-felvételnek.

A jelentős állomány és a relatíve magas alapkamat között nincs közvetlen kapcsolat, mivel az MNB-kötvény-állomány változásához valamely más jegybanki mérlegtételnek is változnia kell. A kamatváltoztatás azonban a jelenlegi árfolyamrendszerben nem vált ki jegybanki devizapiaci intervenciót, míg más, közvetlen kapcsolat nincs az alapkamat és a bankrendszer likviditása között. A hitelintézetek számára viszont a felduzzadt kéthetes kötvényállomány likviditási tartalékot jelent, emiatt támogatja a hitelezés újbóli erősödését. A hitelezési aktivitás élénküléséhez azonban a bankok kockázatvállalási hajlandóságának növekedése is szükséges.

FELHASZNÁLT IRODALOM

ANTAL J.–BARABÁS GY.–CZETI T.–MAJOR K. (2001): Likviditásszabályozás az MNB cél- és eszközrendszerében. *MNB Műhelytanulmányok* 22.

BALOGH CSABA–VARGA LÓRÁNT (2006): A jegybanki kéthetes betét értékpapírrá alakítása. *Vitaanyag az MNB Pénzpiaci Konzultatív Fórumára*.

BINDSEIL, U. (2004): Monetary policy implementation: theory, past, present. *Oxford University Press*.

BORIO, C. E. (1997): The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries. A Survey, *BIS Economic Papers* No. 47.

ERHART SZILÁRD (2004): Az egynapos bankközi kamatszint alakulását meghatározó tényezők. *MNB Műhelytanulmányok* 34.

MNB (2006): Monetáris politika Magyarországon.

MNB (2002): Monetáris politika Magyarországon.

KOMÁROMI ANDRÁS (2008): A monetáris aggregátumok szerepe a monetáris politikában. *MNB-tanulmányok* 71.