

Fábián Gergely–Mátrai Róbert: A nemkonvencionális jegybanki eszközök magyarországi alkalmazása*

A pénzügyi válság rámutatott, hogy a likviditási helyzet romlása a magyar bankrendszer devizaforrásokra való ráutaltsága miatt a rendszerszinten bőséges forintlikviditás ellenére érdemben tudja akadályozni a hitelezést. A Magyar Nemzeti Bank számos nemkonvencionális eszközt vetett be a likviditási és pénzügyi feszültségek enyhítése, a bankrendszer forint- és devizalikviditásának biztosítása, valamint a kulcsfontosságú devizaswappiacon a pénzpiaci zavarok elhárítása érdekében. Ezen eszközöket a bankok hitelezési képességének romlása miatt 2012 elején tovább bővítette. A kialakuló eszközenszer csökkentheti a hitelnyújtást fékező likviditási korlátokat, és védőhálót biztosít az esetleges kedvezőtlen likviditási sokkokkal szemben.

BEVEZETÉS

A 2008 őszen eszkalálódott pénzügyi válság nagymértékű feszültségeket okozott a pénzpiacokon, és mély recesszióhoz vezetett a világgazdaságban. A pénzügyi rendszert és a reálgazdaságot érő sokkok negatív spiráljának megállítására a világ jegybankjai precedens nélküli – a békeidőbeli monetáris politikához képest nemkonvencionális – válaszokat adtak. A legerjedtebb eszközök a bankrendszer likviditásának fenntartásához és bővítéséhez voltak köthetők, emellett – elsősorban a fejlett országokban – a nullához közelítő rövid kamatok elérése után sor került közvetlen hitelpiaci beavatkozásokra (eszközvásárlások, közvetlen hitelnyújtás) és a hosszabb lejáratú kockázatmentes hozamok mérséklése érdekében nagymértékű állampapír-vásárlásokra.

A válságot megelőző években jelentősen eladósodó Magyarországot súlyosan érintette a válság átgyűrűződése. Felszínre kerültek a bankrendszer kockázatai, a bankmérlegek deviza-összetételében és lejárat szerkezetében meglévő eltérések. Bár rendszerszinten a forintforrások bőségesek és a bankrendszer likviditási sokktűrő képessége erős, egyedi banki szinten erős aszimmetria mutatkozik.

Emellett a fő problémát a mérlegen belüli nyitott devizapozíció fedezésében fontos szerepet játszó nagyfokú devizaswap-piaci kitettség jelenti. Árfolyamsokk esetén a

lejárási ügyletek megújítása során és a *margin call* (pótlólagos letéti követelmények) miatt fellépő pótlólagos forintlikviditási igény csökkenti a swappiaci pozícióval rendelkező hitelintézetek szabad forintlikviditását. A swappiac alkalmankénti zavarai rontják a transzmissziós mechanizmus hatékonyságát, és a bankrendszer stabilitását is veszélyeztethetik. Ezen kockázatok a szuverén adósságválság miatti turbulenciák és az eurozóna bankrendszerének mérlegalkalmazkodása miatti erőltetett külföldi forráskivonás esetén jelentősen eszkalálódhatnak.

Az alábbi cikkben a Magyar Nemzeti Bank által alkalmazott nemkonvencionális eszközöket és azok bevezetésének hátterét mutatjuk be, leíró jelleggel. Az MNB számos ilyen eszközt vetett be a válság során a bankrendszer forint- és devizalikviditásának biztosítására, valamint a kulcsfontosságú devizaswappiacon a zavarok elhárítására. A szuverén adósságválság eszkalálódása miatt növekvő kockázatok ellensúlyozására az MNB szélesítette a védőhálót 2012-ben a kétéves futamidejű fedezett hitel és további likviditásbővítő eszközök meghirdetésével. Az univerzális jelzáloglevél-kibocsátás és – jelzáloglevél-kibocsátási modellváltás esetén – az azt támogató jegybanki jelzáloglevél-vásárlási program további jelentős lökést adhat a likviditási tartalékok növelésében és a lejáratú összhang javításában. A kialakuló eszközenszer csökkentheti a hitelnyújtást fékező likviditási korlátokat, és védőhálót biztosít az esetleges kedvezőtlen likviditási sokkokkal szemben.

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

A NEMKONVENCIONÁLIS JEGYBANKI ESZKÖZÖK ALKALMAZHATÓSÁGA MAGYARORSZÁG ESETÉBEN KORLÁTOZOTT

A pénzügyi válság hatására az elmúlt években több, nagyrészt fejlettebb ország jegybankja vezetett be korábban nem alkalmazott eszközöket, vagy használta a korábban jellemzőtől lényegesen intenzívebben hagyományos eszköztárának egyes elemeit. Magyarországon elsősorban a bankrendszer likviditásának biztosítására, valamint kulcsfontosságú pénzpiacokon a zavarok elhárítására kerültek bevezetésre ún. *nemkonvencionális* eszközök. Ugyanakkor az arzenálból hiányoznak a fejlett országokban megfigyelhető olyan további eszközök, mint például a mennyiségi lazítás vagy közvetlen hitelpiaci beavatkozások (eszközvásárlások, közvetlen hitelnyújtás) használata.

Mindez nem magyar sajátosság: a feltörekvő országok esetén csak elvétve lehet ilyen jellegű eszközök használatát megtalálni (Ishi et al., 2009). Ennek az alapvető oka, hogy Magyarországon – a feltörekvő országok nagy részéhez hasonlóan – nincs közvetlen deflációs veszély, és nem releváns a nominális kamat alsó korlátja sem, azaz lenne tér hagyományos monetáris eszközök használatára is, de a monetáris kondíciók inflációs célt figyelmen kívül hagyó általános lazítása nem illeszthető bele az MNB célrendszerébe. Hazánkban ráadásul külön probléma a magánszektor jelentős devizaárfolyam-kitettsége, aminek következtében a forintnak a monetáris lazítással járó leértékelődése pénzügyi stabilitási kockázatokat jelent. Fontos hangsúlyozni, hogy ezen eszközök végső soron fiskális költségekkel járhatnak, és az ilyen kvázifiskális eszközök használata sokkal nagyobb kockázatot jelenthet Magyarország számára, mint egy fejlett ország számára hitelesebb jegybankkal. Végül, Magyarországon az értékpapírpiacon (vállalati, illetve banki kibocsátású értékpapírok) fejletlenek ahhoz, hogy hasonló beavatkozások sikeresek legyenek.

Összességében tehát a likviditásbővítő eszközökön kívüli mennyiségi lazítás vagy a közvetlen hitelpiaci beavatkozások számos veszélyt rejtenek főleg olyan felzárkózó, nyitott, ugyanakkor eladósodott országban, mint Magyarország, aminek következtében az ilyen eszközök alkalmazása eredeti céljával ellentétesen negatív piaci hatásokat is kiválthat (Krekó et al., 2012).

AZ MNB DEVIZASWAPESZKÖZEI TURBULENSEBB PÉNZPIACI KÖRNYEZETBEN IS HATÉKONYAN TÁMOGATJÁK A BANKRENDSZER STABILITÁSÁNAK MEGŐRZÉSÉT

A Lehman Brothers 2008. szeptember 15-i csődjét követően a magas külső államadósság, valamint az alacsony potenciális növekedés miatt különösen sérülékenynek tekintett Magyarországon először a pénzpiacokon jelentkeztek a kedvezőtlen piaci folyamatok. 2008 októberében a globális kockázatkerülési magatartás erősödésével, a hazai pénzpiacok likviditása jelentősen visszaesett, ami a külföldiek megugró eszközeladásaival párosult (MNB, 2009).

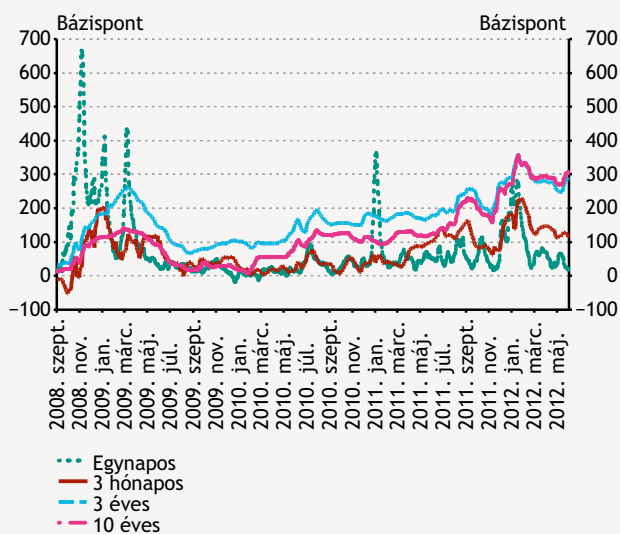
A 2004-től felfutó, nagyrészt forintforrásokból finanszírozott devizahitelezés miatt az elmúlt évtizedben jelentősen megnőtt a hazai hitelintézetek devizaswappiacra való ráutaltsága. 2008 őszétől a csökkenő külföldi forintkereslet – az ország kockázati megítélésének romlásával társulva – a forint leértékelődését és a devizaswap-piaci felárak megugrását eredményezte, amit a devizapiacok likviditásának romlása kísért. Ennek hatására a hazai bankok számára jelentősen megdrágult és nehezebbé vált a devizaforráshoz jutás, ami rontotta a transzmissziós mechanizmus hatékonyságát, és veszélyeztette a bankrendszer stabilitását is.

A devizaswappiacok feszültségeinek 2008. októberi jelentkezésekor az MNB először – a piacon közvetítőként megjelenve – egynapos kétoldali EUR/HUF devizaswapeszközt vezetett be, majd az Európai Központi Bankkal (EKB) kötött repomegállapodást követően egynapos devizalikviditást kínáló EUR/HUF rendelkezésre állást indított el. A két egynapos eszköz hozzájárult ahhoz, hogy a bankok folyamatosan finanszírozni tudják devizalikviditási igényüket a kialakult pénzügyi feszültségek közepette is, és az egynapos felárak fokozatosan visszatérjenek a válság előtt jellemző nulla körüli szintre.

2009-ben az MNB egynaposnál hosszabb futamidejű swapeszközöket vezetett be. Először februárban indított svájci frankot nyújtó egyhetes futamidejű CHF/EUR swapokat, majd márciusban 3 és 6 hónapos EUR/HUF swapeszközöket vezetett be. A 6 hónapos swaptendereken való részvétel külön feltételeivel az MNB a vállalati hitelezés visszaesését igyekezett megfékezni. Az MNB swapesz-

1. ábra
Euróval szembeni devizaswapok felárai

(exponenciális mozgó átlagok)



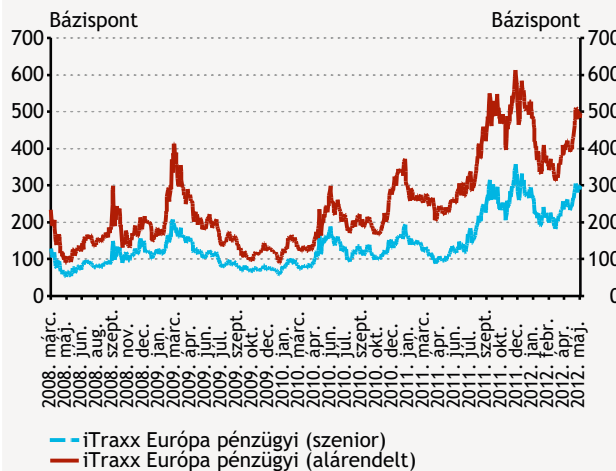
Forrás: Reuters, Bloomberg, MNB.

közei hatásosan mérsékeltek a devizaswap-piaci felárakat (Csávás-Szabó, 2010), azonban önmagukban a hitelezés visszaesését nem voltak képesek megállítani. Az éven túli swapok felárai azonban, bár szintén mérséklődtek 2009 márciusát követően, – rövid átmeneti időszakoktól eltekintve –, nem tértek vissza a válság előtti, nulla közeli szintjükre (1. ábra).

A válságból való kilábalás és a pénzpiacok megnyugvása csupán rövid, átmeneti időszaknak bizonyult, ugyanis 2010 második felében az európai szuverén válság kitörésével a válság a második szakaszába lépett, amely a korábbi precedens nélküli állami beavatkozások miatt hatalmasra duzzadt államadósságok fenntarthatóságával kapcsolatban alakult ki. A globális kockázatkerülési magatartás erősödésével a devizaswapfelárak 2010 közepétől ismét emelkedésnek indultak. A swapok felárainak emelkedése 2011 végén gyorsult fel, amikor megerősödtek az adósság fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak. Maximumukat 2012 januárjában, Magyarország leminősítését követően érték el. Ezt követően a felárakat nagyrészt a globális befektetői hangulat változása és az EU-IMF-tárgyalásokkal kapcsolatos hírek mozgatták. 2012. január végétől a felárak mérséklődni tudtak, azonban a hosszabb futamidőkön továbbra is meghaladják 2008–2009-es csúcukat.

2011 második felében a szuverén adósságválság, az európai bankok szuverén kitétsége és a fiskális konszolidáció miatt romló növekedési kilátások egymást súlyosbítva bizalmi vál-

2. ábra
Az európai banki 5 éves CDS-felárak



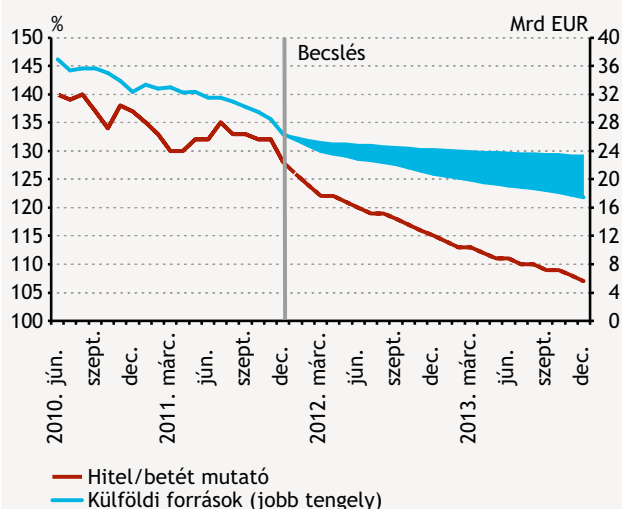
Forrás: Bloomberg.

sághoz vezettek. A tartós pénzpiaci feszültségeket az EKB rendkívüli intézkedései – köztük a 3 éves hiteltenderek – is átmenetileg tudták csak csillapítani. Az európai bankok tőkehelyzetének megítélése és forráshoz jutása jelentősen és tartósan megromlott, sőt az európai bankokat kockázatosabbnak tartják, mint a 2008-as válságban (2. ábra). Figyelembe véve az eurozóna bankrendszerének jelentős piaci forrásokra való ráutaltságát, a piaci úton történő tőkebevonás megnehezülését, valamint az állami tőkeinjekciók korlátozottságát, az anyabankok hitelezési képessége érdemben romlik, ezáltal mérlegalkalmazkodásra kényszerülhetnek.¹ A pénzügyi válság tehát a kockázatiprémiump-csatornán való fertőzés mellett már az anyabankokon keresztüli pénzügyi integráción keresztül is érdemben fertőzhet.

Az eurozóna bankrendszerének mérlegalkalmazkodása súlyos külső kockázatokat jelent Magyarország számára a külföldi forrásokra való számottevő ráutaltsága, a források rövid hátralévő futamideje, valamint a nagyfokú pénzügyi és kereskedelmi integráltsága miatt. Az eurozóna bankrendszerének mérlegalkalmazkodásában két negatív kockázati forgatókönyvet lehet megkülönböztetni: az első esetben az eurozónában ismételtelen fokozódó kockázatok miatt erőteljes hitelvisszafogásra kényszerülhetnek a nyugat-európai bankok, míg a másik esetben ezen bankok mérlegalkalmazkodása mérsékelt marad, de aszimmetrikusan megy végbe az alkalmazkodás, Magyarországot jobban sújtva. Az utóbbi kockázata a magyar bankrendszer elmúlt két évben tapasztalt gyenge jövedelmezősége miatt lehet jelentős, aminek következtében gyengülhet az ország regionális helyzete a külfölditőke-bevonásokért és -forrásokért folytatott versenyben.

¹ Az eurozóna mérlegalkalmazkodásáról bővebben: BIS (2011), BIS (2012), valamint IMF (2012).

3. ábra
A magyar bankrendszer hitel/betét mutatója és külföldi forrásai az alappálya mentén

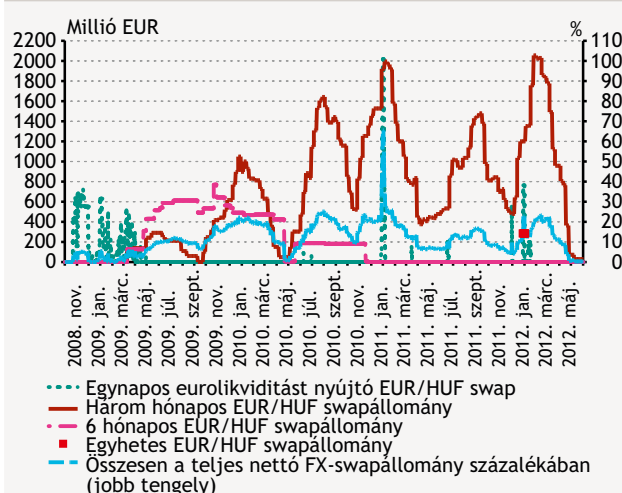


Megjegyzés: A sáv felső széle esetén csak a lejáró devizaeszközökkel és beáramló devizabetétekkel megegyező mértékben fizetik vissza a külföldi forrásokat (FX-swapállomány nem változik), míg az alsó széle esetén tartalmazza a lejáró forinthitelből felszabaduló vagy a beáramló forintbetétből megemelkedő forintlikviditásból való visszafizetést is (swapállomány emelkedik).
Forrás: MNB, 2012.

Ezen kockázatok alapvetően erőltetett forráskivonásban csapódhatnak le, illetve az anyabankok kisebb hajlandóságot mutathatnak tőkeemelésre, így összességében a leánybankok eszközoldalán kénytelenek alkalmazkodni. Magyarországon a válság óta lezajlott számottevő mérlegalkalmazkodás és külföldforrás-kiáramlás ellenére a külföldi forrásokra való ráutaltság továbbra is jelentős, miközben a külföldi forrásokon belül jelentős arányt képviselnek a rövid források, aminek következtében megújítási kockázatok jelentkezhetnek a bizalmi válság fokozódása esetén.

A fő kockázat, hogy a külföldforrás-kivonás növekvő swappiaci ráutaltság mellett folytatódik, ahogy az megfigyelhető volt az elmúlt időszakban. A swapállomány már alappályán, azaz a hitel- és betétállomány jelenlegi előrejelzése mellett is több mint 50 százalékkal nőhet, amennyiben a bankrendszer kénytelen lejáró devizaeszközök mellett forrinteszközökből is visszafizetni a külföldi forrásokat (3. ábra). Az eurozóna bankrendszerében említett kockázatok akár az alappályánál nagyobb külföldforrás-kiáramláshoz is vezethetnek, ami erőteljesebb hitelviszafogás mellett az előrejelzésnél nagyobb swappiaci ráutaltságot is eredményezhet. Mindez tartósan turbulens pénzügyi környezetben következhet be, ami miatt rendkívül fontos marad az MNB devizalikviditást biztosító védőhálója.

4. ábra
A jegybanki eurolikviditást nyújtó swapeszközök állománya



Forrás: MNB.

A swapeszközök közül jelenleg az egynapos rendelkezésre állást és a 3 hónapos swapot tartja fenn az MNB, így a 2011 végéhez hasonló piaci zavarok erősödése, a swappiaci likviditásának visszaesése esetén az MNB továbbra is képes biztosítani a hitelintézeteknek a szükséges devizalikviditást a bankrendszer stabilitásának megőrzése érdekében. Erre a közelmúltban szükség is volt, ugyanis 2011 végére az erősödő pénzügyi feszültségek közepette a jegybanki eszközökre való ráutaltság is jelentősen megnövekedett, így a jegybankkal szembeni swapállomány 2012 januárjában a teljes devizaswapállomány mintegy ötödét tette ki. Ezt követően

1. táblázat
Az MNB FX-swapeszközei

Eszköz megnevezése	Bevezetés dátuma	Utolsó meghirdetés dátuma
EUR/HUF kétoldali overnight FX-swap gyorstender	2008. 10. 13.	2009. 05. 15.
EUR/HUF overnight FX-swap rendelkezésre állás	2008. 10. 16.	Naponta meghirdetésre kerül
CHF/EUR egyhetes FX-swap tender	2009. 02. 02.	2010. 01. 25.
EUR/HUF hat hónapos FX-swap tender	2009. 03. 02.	2010. 06. 28.
EUR/HUF három hónapos FX-swap tender	2009. 03. 09.	Hetente meghirdetésre kerül
EUR/HUF egyhetes FX-swap tender	2011. 12. 27.	2011. 12. 27.

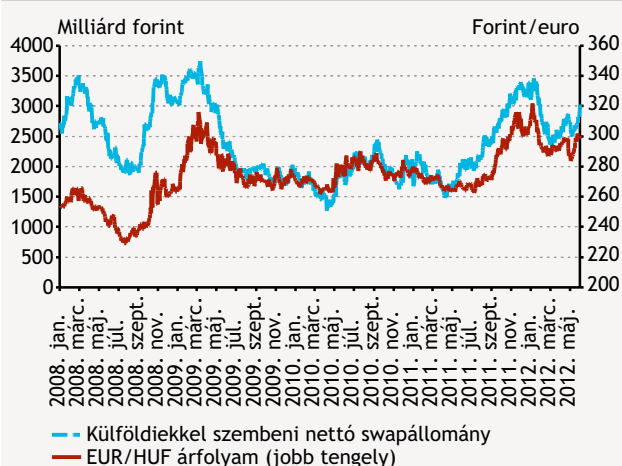
Forrás: MNB.

a javuló befektetői hangulat hatására 2012 februárjától a jegybanki swapállományok is fokozatosan leépültek (4. ábra). Az év végi pozíciózárásokhoz szükséges átmeneti devizalikviditás-szükséglet biztosítása érdekében egyszeri alkalommal, 2011. december 28-i értéknappal egyhetes futamidejű, év végén átnyúló EUR/HUF swapot hirdetett meg az MNB. A bankok az új eszközt 290 millió euro értékben vették igénybe, és a piaci jegyzések azt mutatták, hogy az év végén átnyúló swapeszköz hatékonyan támogatta a rövid futamidejű swapfelárak mérséklődését.

AZ MNB FORINTLIKVIDITÁST NÖVELŐ INTÉZKEDÉSEI A HITELEZÉSI KÉPESSÉG JAVÍTÁSÁVAL JÁRULNAK HOZZÁ A VÁLSÁG REÁLGAZDASÁGI HATÁSAINAK MÉRSÉKLÉSÉHEZ

A bankrendszer által a devizahitelezés felfutása miatt (volumenhatás) felépített devizaswapállományok tömege 2008-ra elérte azt a kritikus szintet, amikor már a swappiaci kondícióinak változása a hitelintézetek forintlikviditásközelítését is jelentősen befolyásolja. Az devizaswap-piaci ráutaltság erősödésének hatására, továbbá a forint gyengülése (árfolyamhatás),² és az annak következtében fellépő margin call hatás³ miatt 2008 őszén a bankrendszer forintban kifejezett külföldiekkel szembeni nettó swapállománya

5. ábra
A hazai bankrendszer külföldiekkel szembeni nettó swapállománya és a forint/euro árfolyam alakulása



Megjegyzés: A nettó swapállományok a hazai hitelintézetek induló lánbon történő devizafelvételeinek és -kihelyezéseinek a különbségét mutatják.

meredek emelkedésnek indult. A 2008. szeptember eleji 2000 milliárd forintos szintjéről október közepére 3000 milliárd forintra, majd november közepére 3500 milliárd forintra emelkedett (5. ábra).

Az emelkedő swapállomány következtében fellépő pótlólagos forintlikviditási igény csökkenti a swappiaci pozícióval rendelkező hitelintézetek szabad forintlikviditását. Ennek következtében turbulensebb időszakokban az egyes hitelintézetek likviditási pozíciója viszonylag rövid idő alatt jelentősen átrendeződhet, az MNB swapeszközeinek igénybevételével pedig a rendszerszintű forintlikviditás is csökkenhet.

Hatékonyan működő bankközi piacok esetében a likviditástöbblettel rendelkező hitelintézetek felől akadályok nélkül áramolhat a forint a likviditáshiánnyal szembesülő hitelintézetek felé. 2008 őszén azonban a kockázatkerülési magatartás erősödése – a globális folyamatokhoz igazodva – a bankközi forintpiacokon az egymással szembeni limitek beszűküléséhez, valamint a növekvő és bizonytalanabbá váló likviditási szükségletek miatt azonnali likviditási tartalékok felhalmozásához vezetett. A hazai hitelintézetek ennek következtében 2008 októberétől korlátozták bankközi piaci kihelyezéseiket, és megnövelték jegybanki egynapos betéteik állományát. Mindezen tényezők a bankközi forintpiacok likviditásának visszaeséséhez vezettek, ami gátolta a szabad forintlikviditás bankok közötti hatékony újraelosztását.

Bár rendszerszinten a forintforrások bőségesek, és a bankrendszer likviditási sokktűrő képessége erős, egyedi banki szinten erős aszimmetria mutatkozik: egyes bankok éppen hogy megfelelnek az idén bevezetett mérlegfedezeti mutatóval kapcsolatos szabályozásnak, amely legalább 10 százalékos likviditástöbbletet ír elő a mérlegfőösszeg arányában,⁴ míg van olyan bank, ahol a 20 százalékot is meghaladja (6. ábra). Ennek következtében nagyobb likviditási sokk esetén egyes hitelintézeteknél előfordulhat, hogy a hitelezés élénkítéséhez korlátozósá válik a felhasználható szabad forintlikviditás. A romló likviditási helyzet következtében csökkenő hitelezési képesség és a bankok növekvő kockázatkerülése miatt csökkenő hitelezési hajlandóság együtt a hitelkínálat visszafogását eredményezték, ami már a reálgazdaság növekedési kilátásait is rontotta.

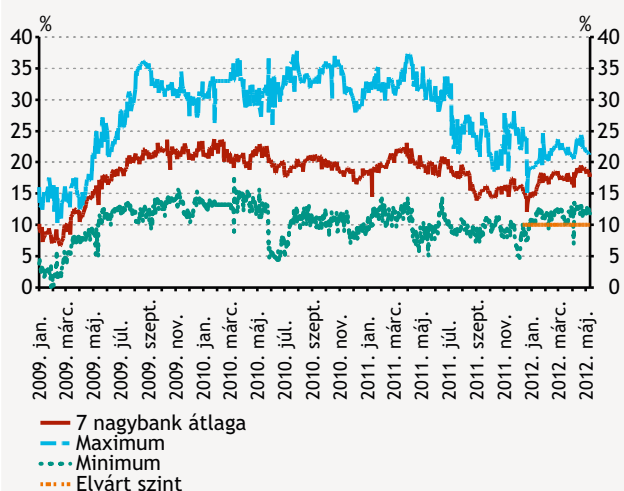
Az MNB válaszként a likviditástöbblet emelésével, illetve a hitelintézetek likviditási tartalékának növelésével támogatta a pénzügyi rendszer stabilitását és a bankok hitelezési

² A volumen- és árfolyamhatás mellett az eszköz-forrás oldal devizális összetételének változása is növelheti a swappiaci ráutaltságot (összetételhatás).

³ A forint gyengülése esetén jelentkező pótlólagos letéti követelményeket (margin call) a bankoknak jellemzően devizában kell teljesíteniük, így swappozícióján keresztül az árfolyam gyengülése automatikusan növeli a belföldi bankrendszer devizakeresletét. A fellépő devizakereslet többségében az FX-swappiacra terelődik, csökkentve a belföldi bankok forintlikviditását is.

⁴ A mérlegfedezeti mutató mellett bevezetésre került a betétfedezeti mutató is. A két mutató közül csak legalább az egyiknek kell megfelelniük a bankoknak, így előfordulhat, hogy egyes bankok nem teljesítik a kettő közül valamelyik mutató által támasztott kritériumot.

6. ábra
A hét nagybank likviditási puffere a mérlegfőösszeg arányában



Forrás: MNB.

képességének helyreállítását, védőhálót biztosítva egy esetleges kedvezőtlen likviditási sokkal szemben. 2008 októberétől az MNB több lépésben kibővítette a jegybanksi hitelműveleteknél elfogadható fedezetek körét. Először a kapcsolt vállalkozások által kibocsátott jelzáloglevelekkel, majd a vállalati kötvények minősítési kritériumának „BBB–”-ra csökkentésével, végül az önkormányzati kötvények befogadásával növelte az elfogadható fedezetek mennyiségét. Az intézkedések hatására összesen közel 800 milliárd forinttal (több mint negyedével) bővült rendszerszinten az elfogadható fedezetek mennyisége. A potenciális jegybanksi hitelfelvételek nagyságának emelésével jelentős mértékben emelkedtek a hitelintézetek likviditási tartalékai is (2. táblázat).

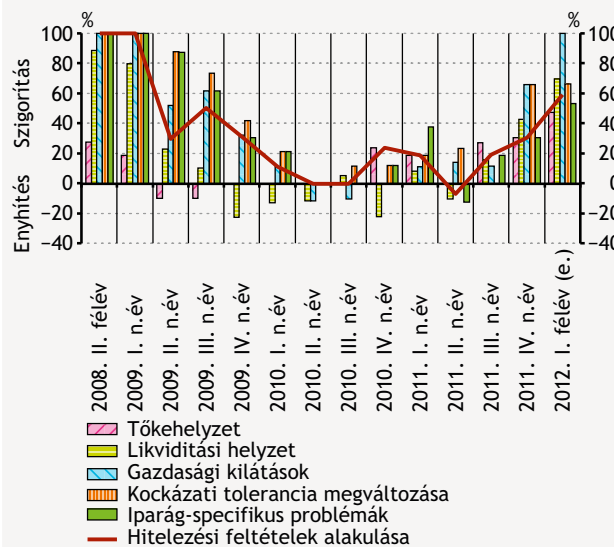
A rendszerszintű likviditástöbblet ellenére egyes hitelintézeteknél jelentkező likviditáshiányt az MNB 2008. október 21-től két egynaposnál hosszabb futamidejű fedezett hitel-instrumentum bevezetésével csökkentette. A kéthetes és hat hónapos hitelek igénybevétele 2008 novemberében érte el csúcspontját, ekkor az állomány megközelítette az 500 milliárd forintot. A rendelkezésre álló szabad likviditás további emelése érdekében, 2008 decemberétől az MNB lecsökkentette a kötelező tartalékrátát 5 százalékról 2 százalékra, aminek hatására 450 milliárd forinttal csökkent a hitelintézetek tartalékkötelezettsége.⁵ Az EU-IMF-hitelek felvételét követően a bankrendszer likviditástöbbletének további látványos emelkedése következett be.

A pénzügyi feszültségek 2009 második felétől kezdődő enyhülése ellenére, a bankok kockázatkerülése fennmaradt.

A válság során kialakult kínálati korlátok nem enyhültek a lassú, de biztosnak látszó kilábalás ellenére, ami elsősorban a hitelezési hajlandóság csökkenésének tulajdonítható. Ugyanakkor a válság 2011 második felében bekövetkezett eszkalálódása során a magyar bankrendszer hitelezési képessége is érdemben gyengült (7. ábra). Az MNB hitelezési felmérése alapján, a hitelezési képesség romlása érdemben járult hozzá a hitelkínálati korlátok további erősödéséhez a kialakuló devizalikviditási feszültségek, valamint a végtörlesztés és a romló portfólióminőség miatt mérséklődő töketöbblet hatására. A válság kezdete óta zajló számottevő mérlegalkalmazkodás ellenére, nem következett be javulás az eszköz- és forrásoldal közötti lejárat eltérésben, miközben az átmenetinek remélt pénzügyi feszültségek néhány enyhébb időszak mellett tartósan bizonyultak, ami drága hosszú lejáratú hitelekben és jóval óvatosabb banki viselkedésben csapódik le.

Az MNB a kialakult helyzetben a hitelintézetek likviditásának új eszközökkel való támogatásával járulhat hozzá a hitelnyújtási aktivitás erősödéséhez. Az MNB 2012 áprilisától havi rendszerességgel változó kamatozású, a futamidő alatt érvényes mindenkoros jegybanksi alapkamattal megegyező kamatköltségű, kétéves futamidejű fedezett hitelt hirdetett meg (3. táblázat), melyet az igénybevevők egy év után előtörleszthetnek. A tendereken való részvételt az MNB külön, a vállalati hitelezés visszaesését gátló feltételekhez köti.

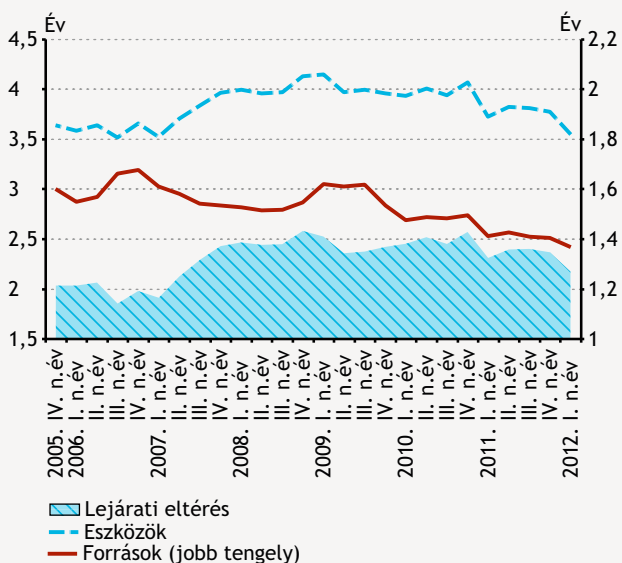
7. ábra
Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben Magyarországon



Forrás: MNB hitelezési felmérése.

⁵ 2010 novemberétől az MNB a bankrendszer likviditáskezelésének megkönnyítése érdekében a 2 és 5 százalék közötti sávban választhatóvá tette a kötelező tartalékrátát mértékét (részletesebben lásd Varga, 2010).

8. ábra
Lejárat eltérések a magyar bankrendszer mérlegében



Megjegyzés: Cash-flow alapján számított lejáratok súlyozott átlaga.
Forrás: MNB.

A jegybank célja az eszköz alkalmazásával, hogy a hitelintézeteknek juttatott lejárat prémium nélküli, hosszú futamidejű hitellel ellensúlyozza a banki mérlegek forrásoldalának rövidülését (8. ábra). Az így elérhető lejárat összhang javulásán keresztül a bankok mérlege megerősödhet,

ami ellensúlyozhatja a hitelezési képesség csökkenését. Az eszköz továbbá biztosíthatja, hogy gördülékenyebben menjen végbe a bankrendszer alkalmazkodása, ami során fokozatosan csökken a külföldi forrásokra való ráutaltság, és nő a belföldi források szerepe.

A forintárfolyam valamint az országhoz tartozó felár növekvő ingadozása egyre nagyobb forintlikviditási tartalék kiépítésére készteti a hitelintézeteket, amit szükség esetén swapok segítségével devizára cserélhetnek. A felépült swapállomány a már említett külföldforrás-kiáramlás hatására jelentősen nőhet, ami fokozza a bankrendszer érzékenységét a kockázatiprémiu-sokkokkal együtt járó árfolyamgyengülésre. Ennek hatására az MNB 2012-ben folytatta az elfogadható fedezeti kör 2008-ban megkezdett bővítését. 2012 áprilisától a jegybank hitelműveleteinél elfogadja fedezetként a Magyar Állam és az MNB által kibocsátott deviza-államkötvényeket és a meghatározott kritériumoknak eleget tevő deviza-vállalatikötvényeket is. Tovább bővítésre került az elfogadható piacok köre, és tovább enyhültek a vállalati kötvényekkel szemben támasztott hitelminősítési kritériumok.

A 2008–2009-es és a 2012-es intézkedésekkel az MNB tehát jelentősen bővítette a hitelintézetek likviditási pufferét, így csökkentve a hitelnyújtást fékező likviditási korlátokat, védőhálót biztosítva egy esetleges kedvezőtlen likviditásokkal szemben.

2. táblázat
Az MNB hitelműveleteinél elfogadható fedezeti kör bővítésének folyamata

Intézkedés megnevezése	Bevezetés dátuma	Becsült azonnali hatás
Kapcsolt vállalkozások által kibocsátott jelzáloglevelek befogadása	2008. 10. 28.	500 milliárd forint
Vállalati kötvények minősítési kritériumának „BBB-”-ra enyhítése	2008. 11. 18.	Nem járt azonnali bővüléssel, a leminősítéseket követően jelentkezett a hatása
Önkormányzati kötvények befogadása	2009. 02. 20.	300 milliárd forint
Deviza-államkötvények, deviza-vállalatikötvények befogadása, elfogadható piacok bővítése, hitelminősítési kritériumok enyhítése	2012. 04. 16.	170 milliárd forint

Megjegyzés: Az MNB hitelműveleteinél elfogadható fedezetek pontos leírását az MNB (2012a) tartalmazza.
Forrás: MNB.

3. táblázat
Az MNB egynapnál hosszabb forintlikviditást nyújtó eszközei

Tender megnevezése	Első meghirdetés dátuma	Meghirdetés gyakorisága
Kéthetes fedezett hitel fix kamatú tendere	2008. 10. 21.	heti
Hat hónapos fedezett hitel változó kamatú tendere	2008. 10. 21.	heti
Kétéves, alapkamathoz kötött fedezett hitel tendere	2012. 04. 03.	havi

Forrás: MNB.

AZ ÉRTÉKPAPÍR-PIACI BEAVATKOZÁSOK A LIKVIDITÁS EMELESÉVEL ÉS A HITELEZÉST FÉKEZŐ KORLÁTOK LEBONTÁSÁVAL TÁMOGATJÁK A PÉNZÜGYI RENDSZERT

Az MNB a válság során egyrészt az állampapír-piaci zavarok elhárítására, másrészt a jelzáloglevél-piac fellendítésére használt nemkonvencionális eszközöket az értékpapírpiacokon.

2008 októberében az állampapírpiacra a bizalmatlanság növekedése a piac kiszáradásában és a hozamok megugrásában tükröződött. Az MNB 2008. október közepén másodpiaci államkötvény-vásárlásba kezdett a piac likviditásának javítása és az árjegyzők árjegyzési tevékenységének támogatása érdekében. Az MNB 2008 végéig a program keretében összesen 250 milliárd forint értékben vásárolt államkötvényeket.

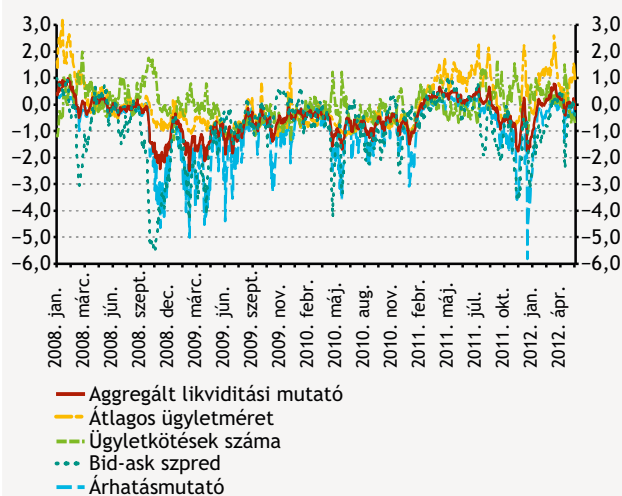
A bankok támogatták az átmenetinek tűnő külföldi eladói nyomás ellensúlyozására irányuló kezdeményezést, és azt erősítve, az MNB vásárlásait meghaladó mértékben emelték állampapír-állományukat. Ugyanakkor a likviditási helyzet érdemi javulása csak 2008 novemberétől, az EU-IMF-fel kötött hitelmegállapodást követően következhetett be. Az MNB által számolt aggregált államkötvény-piaci likviditási index⁶ értéke azonban egészen 2011 elejéig még a válság előtti hosszú távú átlag alatti szinten maradt, néhány átmeneti megugrástól és visszaeséstől eltekintve a piac állapota csak lassan konszolidálódott (9. ábra).

Az állampapírpiac likviditásának javulásában az EU-IMF-megállapodás hatása mellett szerepet játszottak egyrészt az Államadósság Kezelő Központ likviditást támogató intézkedései, másrészt a külföldi befektetők kör átrendeződése, a magasabb kockázatviselési hajlandóságot mutató befektetők megjelenése. Mindezen tényezők mellett a piac konszolidációjához szükség volt arra, hogy a befektetők bízzanak a fiskális politika elkötelezettségében, a 2011-es strukturális reformok hitelességében.

Az MNB 100 milliárd forint keretösszegű jelzáloglevél-vásárlási programot hirdetett meg már 2010 februárjában, előre tekintő módon, a forinthitelezési aktivitás élénkítése céljából a jelzáloglevél-piac fejlődésének támogatása érdekében. Az MNB másodlagos piaci vásárlásokkal és a kedvezőbb likviditást biztosító feltételeknek megfelelő elsődleges kibocsátások esetén közvetlen vásárlásokkal a piac likviditásának növekedését célozta. A program 2010 végi lezárásáig a jegybank összesen 35 milliárd forint értékben vásá-

9. ábra

A magyar államkötvénypiaci likviditási mutatói



Forrás: MNB.

rolt jelzálogleveleket, aminek hatására 2010 elején némileg csökkentek is a jelzáloglevél-piaci felárak, de számottevő és tartós javulást nem sikerült elérni.

A jelzálogbankok passzivitása (mindössze egy sorozat került kibocsátásra) és a forinthitelezés várt felfutásának elmaradása miatt az MNB 2011-ben nem hirdette meg újból a programot. A program rámutatott, hogy a jegybank a jelzáloghitelezéshez kapcsolódó banki forrásbevonást csak megfelelő kibocsátási hajlandóság esetén tudja piaci vásárlásokkal hatékonyan támogatni. Ebben mérföldkőnek számíthat a jegybanknak az univerzális jelzáloglevél-kibocsátást lehetővé tevő jogszabály-módosítási javaslata. Az MNB 2012 februárjában tett bejelentése alapján a jogszabály elfogadását követően indulhat a jegybank univerzális jelzáloglevél-vásárlási programja, amely érdemben hozzájárulhat a lakossági hitelnyújtás élénkítéséhez is.

Számításaink szerint a végtörlesztés után is mintegy 2000 milliárd forint jelzáloghitel-állomány mellé lehetne jelzáloglevelet kibocsátani. A jelenleg hatályos jogszabályok azonban nem teszik lehetővé a jelzálogbankokon kívüli hitelintézetek jelzáloglevél-kibocsátását. Amennyiben megvalósulnak az univerzális jelzáloglevél-kibocsátásnak az MNB által is támogatott jogi feltételei, és a bankok a teljes potenciális hitelállomány mögé jelzáloglevelet bocsátanak ki, akkor a jelenlegi mintegy 1500 milliárd forintot kitevő jelzáloglevél-állomány akár több mint kétszeresére is emelkedhetne, de még a negyede vagy ötöde mögé történő kibocsátás esetén is több száz milliárd forintos növekedést jelentene az állományban (4. táblázat).

⁶ Az MNB likviditási indexeiről bővebben lásd Páles-Varga (2008).

4. táblázat

A potenciális jelzáloglevél-kibocsátás nagysága 2012. I. negyedévi adatok alapján

	Bankrendszer és fiókok lakástakarékpénztárak nélkül	2012. március végi állomány (milliárd forint)
1	Teljes jelzáloghitel-állomány	5809
2	70 százalékos LTV-korlátot teljesítő állomány*	5200
3	Már kibocsátott jelzáloglevél-állomány	1487
4	Teljes potenciális kör (2-3)	3713
5	Megfelelő jogi kellékkel bíró állomány (becslés)	2150
	- ebből nem jelzálogbankot tartalmazó csoporthoz kötődő	1566

* 70 százalékot meghaladó LTV (hitel/fedezet mutató) esetén az állomány a 70 százalékos LTV-szintig lett figyelembe véve. Az 1997. évi XXX. törvény alapján a hitel a hitelbiztosítéki érték 70 százalékáig vehető rendes fedezetként figyelembe. A potenciális állomány jelentős része devizahitel, de a forinthitelezés beindulása esetén a forint szerepe nőhet.

Forrás: MNB alapján a szerzők számításai.

Az univerzális jelzáloglevél-kibocsátást lehetővé tevő jogszabályi változások hatására meginduló jelzáloglevél-kibocsátások hozzájárulhatnak a hitelezés élénkítéséhez és a bankrendszer stabilitásának megerősítéséhez is. A jelzáloglevelek által biztosított hosszú források egyrészt mérséklék a megújítási kockázatokat, ezáltal biztonságosabbak, másrészt az MNB által fedezetként elfogadható jelzáloglevelek kibocsátása emeli a potenciális jegybanki hitelfelvételek nagyságát, akár 2000 milliárd forinttal is.

A jogszabályi feltételek megteremtését követően az MNB piaci vásárlásokkal is támogathatja az univerzális jelzáloglevél-kibocsátásokat. A potenciális likviditási többlet hatásos védőhálót biztosíthat a hitelintézeteket érő likviditási sokkokkal szemben, és elősegítheti a bankrendszer hitelezését fékező likviditási korlátok lebontását. Emellett a jelzáloglevél-kibocsátás lehetősége már önmagában is biztonságérzetet nyújthat a hitelintézeteknek, ezáltal pozitív hatással lehet a bankok saját maguk által észlelt likviditási helyzetére is.

ÖSSZEZÉS

A válságra adott jegybanki válaszok precedens nélkülinek számítanak, ugyanakkor az úgynevezett nemkonvencionális eszközök használata veszélyes vizeken való evezésnek számít a monetáris politika számára főleg olyan felzárkózó, nyitott, ugyanakkor eladósodott országban, mint Magyarország. Az MNB ilyen körülmények között a bankrendszer forint- és devizalikviditásának biztosítására, valamint a kulcsfontosságú devizaswappiacon a zavarok elhárítására törekedett.

A devizaswappiacra való erőteljes ráutaltság sérülékenyvé teszi a bankrendszert, és érdemben ronthatja egyedi szinten a forintlikviditást is a rendszerszinten bőséges forintlikviditás ellenére. Válaszul az MNB több új devizaswapeszközt

vezetett be 2008 októberétől, melyek hozzájárultak a feszültségek tompításához. Emellett az MNB a forintlikviditás-többlet emelésével, illetve a hitelintézetek likviditási pufferének szélesítésével támogatta a pénzügyi rendszer stabilitását. A szuverén válság miatt tartósan turbulens pénzpiaci környezet és erőltetett külföldforrás-kiáramlás esetén folytatódhat a bankrendszer swappiaci ráutaltságának emelkedése, aminek következtében az MNB védőháló-jára továbbra is nagy szükség lehet.

A növekvő likviditási kockázatok miatt 2012 elején a fedezeti kör bővítése mellett az MNB kétéves fedezett hiteleszközt vezetett be, amely a lejáratú összhang javulásán keresztül erősítheti a bankok mérlegét ellensúlyozva a hitelezési képesség csökkenését.

A likviditásbővítésben és a lejáratú összhang javításában mérföldkönek számíthat a jegybanknak az univerzális jelzáloglevél-kibocsátást lehetővé tevő jogszabály-módosítási javaslata, és az annak nyomán beinduló jelzáloglevél-kibocsátások. Ennek hatására érdemben mérséklődhetnek a megújítási kockázatok, és a jelentős fedezetbővülés miatt érdemi növekedés következhet be a likviditási pufferben is. Mindennek a sikerét a jegybank eszközvásárlási programmal is támogatná.

A kialakuló eszközrendszer csökkenti a hitelnyújtást fékező likviditási korlátokat, és védőhálót biztosít az esetleges kedvezőtlen likviditási sokkokkal szemben.

FELHASZNÁLT IRODALOM

BIS (2011): The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions. *BIS CGFS Papers*, no. 43.

BIS (2012): European bank funding and deleveraging. *BIS Quarterly Review*, March.

CSÁVÁS Cs.–SZABÓ R. (2010): A forint/deviza FX-swap szpredek mozgatórugói a Lehman-csőd utáni időszakban. *Hitelintéze-ti Szemle*, 9. évf. 6. sz.

IMF (2012): *Global financial stability report*, Ápril.

ISHI, K.–M. STONE–E. B. YEHOUÉ (2009): Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies. *IMF Working Paper*, no. 09/226.

KREKÓ J.–BALOGH Cs.–LEHMANN, K.–MÁTRAI R.–PULAI Gy.–VONNÁK B. (2012): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. *MNB-tanulmányok*, 100.

MAGYAR NEMZETI BANK: *Felmérés a hitelezési vezetők körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára*. [URL](#).

MAGYAR NEMZETI BANK (2009): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, április

MAGYAR NEMZETI BANK (2012a): *A jegybank forint- és devizapi-aci műveleteinek üzleti feltételei*. 2012. április 16. [URL](#).

MAGYAR NEMZETI BANK (2012b): *Jelentés a pénzügyi stabilitás-ról*, április.

PÁLES J.–VARGA L. (2008): A magyar pénzügyi piacok likviditá-sának alakulása – mit mutat az MNB új aggregált piaci likvi-ditási indexe?. *MNB-szemle*, április.

VARGA L. (2010): A választható tartalékráta bevezetésének indokai Magyarországon. *MNB-szemle*, október.