

## AZ ELFOGADAHATÓ FEDEZETEK KÖRÉNEK BŐVÍTÉSE

### **Vitaindító a Pénzpiaci Konzultatív Fórum 2002. november 12-i ülésére**

Készítette: Gábrriel Péter

(Tel: 428-2600 / 1471, E-mail: [gabrielp@mnb.hu](mailto:gabrielp@mnb.hu))

Látta: Kármán András  
osztályvezető

Jóváhagyta: Sándor György  
ügyvezető igazgató

2002. október 11.

## *Összefoglaló*

- 2003 végéig várhatóan lezajlik az aktív oldalra való áttérés, a jegybank irányadó eszköze kéthetes hitel lesz. A jegybank hitelt csak fedezet ellenében nyújthat. A várható hitelkeresletet elemezve arra a következtetésre jutottunk, hogy a bankrendszer lassú alkalmazkodása esetén elképzelhető (bár nem valószínű), hogy néhány banknak nem lesz elegendő fedezete a jegybanki irányadó eszköz igénybe vételéhez, ami gyengítheti a monetáris transzmissziót.
- A fedezetihiány kialakulásának valószínűségét elméletileg csökkentheti, ha a jegybank kibővíti az elfogadható fedezetek körét. A bővítésnél az elsődleges szempontnak azt tekintjük, hogy az MNB által követett gyakorlat megfeleljen az EKB elvárásainak, azaz csak azon papírok esetében mérlegeljük a fedezetként való elfogadást, amelyeket a GMU-csatlakozást követően kötelezően el kell fogadni.
- A jegybank a fedezetek körének meghatározásakor figyelembe vehet piacépítő szempontokat is. Amennyiben az MNB elfogad egy értékpapírt fedezetként, az megnövelheti az értékpapír iránti keresletet és kedvezőbb helyzetbe hozza az adott értékpapír kibocsátóját.
- A hazai értékpapírpiacra jelenleg nincs olyan értékpapír, ami azonnal javítana a bankok fedezettel való ellátottságán, de középtávon már várható néhány értékpapír állományának felfutása. Az elfogadható fedezetek körének kibővítése előtt a jegybanknak tehát célszerű egyeztetnie a piaci szereplőkkel, hogy a bővítés során meghatározhatóak legyenek azok a papírok, amelyek várhatóan valóban növelhetik a bankrendszer fedezettel való ellátottságát.

## *Bevezető*

A fedezetként elfogadható értékpapírok körének vizsgálata két szempontból is aktuális. A szükségásvos árfolyamrendszerben a devizapiaci intervenció a bankrendszer likviditásfeleslegének folyamatos növekedéséhez vezetett. 2002-ben elsősorban a korábbi évekre jellemző intervenció elmaradásának, lejáró devizaadósság forintban való megújításának és az MNB eredménytartalékának feltöltésének köszönhetően a sterilizációs állomány jelentősen csökkent. Ez a folyamat mérsékeltebb ütemben 2003-ban is folytatódni fog és 2003 végéig várhatóan lezajlik az aktív oldalra való áttérés, ami jelentősen megnöveli a jegybanki hitelek iránti keresletet. Jegybanki hitelhez a bankok csak megfelelő fedezet birtokában juthatnak, így az értékpapír-állományokból következtethetünk, hogy lesz-e olyan bank, amelyik számára problémát jelenthet a szükséges likviditás megszerzése. A másik fontos szempont, hogy a GMU-hoz (Gazdasági és Monetáris Unió) való csatlakozásig az MNB fedezetértékelési rendszerének meg kell felelnie az EKB (Európai Központi Bank) által támasztott követelményeknek. Az EKB meghatározta azokat a feltételeket, amelyek teljesülése esetén egy értékpapír bekerül az elfogadható fedezetek első csoportjába (Tier1). Legkésőbb a GMU-hoz való csatlakozásig az elfogadható fedezetek körét ki kell bővíteni azokkal az értékpapírokkal, amelyek megfelelnek ezeknek a feltételeknek.

Az elfogadható fedezetek körének bővítésénél érdemes figyelembe venni, hogy a jelenleg elfogadott értékpapírok bankoknál lévő mennyisége – a strukturális likviditási pozícióra adott prognózis függvényében – meddig elegendő a bankrendszer vagy a bankok egy része számára. Az EKB által elfogadott egyéb fedezetek átvételét fokozatosan indokolt megvalósítani, úgy hogy az ütemezés igazodjon az értékpapír hazai jelentőségéhez és a fedezet elfogadásakor felmerülő kockázatok nagyságához.

Az MNB hitelműveleteihez fedezetként jelenleg csak a forintban denominált magyar állampapírokat fogadja el, ez utóbbiba beleértve az MNB saját kibocsátású forintkötvényeit is. Ezen értékpapírok teljes kintlevő állománya 5500 milliárd forint, amiből a bankrendszer (bankok és szakosított hitelintézetek) mérlegében található 1200 milliárd forintnyi. Ez tehát a bankrendszer egésze szintjén már jelenleg is közel 1100 milliárd forint jegybanki hitelfelvételt tenne lehetővé (az MNB az értékpapír és az ügylet futamidejétől függően 80-100 százalék közötti befogadási mértéket alkalmaz, o/n ügyleteknél 1 százalékos, egy napon túli hitelügyleteknél 2 százalékos kezdeti marginnal)<sup>1</sup>. Ugyanakkor az állampapír-állomány bankrendszeren belüli eloszlása egyenlőtlen. Ráadásul az állampapír-állomány mérlegfőösszeghez viszonyított aránya jellemzően azon bankoknál alacsonyabb, amelyek kevesebb jegybanki betéttel vagy több bankközi forrással rendelkeznek. Tehát feltételezhető, hogy azoknál a bankoknál, amelyek relatíve nagyobb jegybanki hitelkereslettel rendelkeznek majd a jövőben, korábban válhat a náluk lévő állampapír-állomány, mint a jegybank által elfogadott fedezet korlátossá, mint sem a bankrendszer egésze szintjén. Éppen ezért a likviditás-igény és a szükséges fedezet jövőbeli mennyiségét a bankrendszer egésze helyett az egyes bankok szintjén érdemes megvizsgálni.

---

<sup>1</sup> Várhatóan 2003 április 1-től, a napi fedezetértékelés bevezetésétől érvényes paraméterek.

### *Az EKB fedezet-elfogadási gyakorlata*

Az elfogadható fedezetek körének bővítésekor a legfontosabb szempontnak az EKB fedezet-elfogadási gyakorlatához történő minél teljesebb alkalmazkodást tekintjük. Ezt úgy javasoljuk érvényesíteni, hogy az MNB már eleve csak olyan értékpapírok fedezetként történő elfogadásában gondolkozzon, amelyet az EKB is alkalmaz.

Az EKB két csoportba sorolja az elfogadható fedezetek körét. Az első csoportba, olyan alacsony hitelkockázatú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok tartoznak, amelyek eleget tesznek az alábbi kritériumoknak:

- Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírnak kell lennie.
- Alacsony kockázatú értékpapírnak kell lennie. Ennek megítélésakor az EKB figyelembe veszi a hitelkockázati besorolást (amennyiben van ilyen), a garanciákat, illetve a szabályozási környezetet, ami biztosíthatja, hogy a kibocsátó ne vállalhasson fel magas kockázatot.
- Az értékpapírnak egy euró-övezetbeli jegybanki, vagy elszámolóházi értékpapírszámlán kell lennie.
- Euróban legyen denominálva.
- A kibocsátó székhelye az EEA-n (European Economic Area)<sup>2</sup> belül legyen. (Elteljesítve a nemzetközi szervezetek értékpapírjaitól.)
- Piacképes értékpapírnak kell lennie. Szabályozott piacon kereskedjenek vele, rendszeres árjegyzéssel. Az EKB likviditási szempontokat is figyelembe vehet az értékpapír elfogadásánál.

A GMU-ban ebbe a csoportba tartoznak a nemzetközi szervezetek által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, állampapírok, regionális kormányzatok által kibocsátott kötvények, helyi önkormányzatok kötvényei, hitelintézeti kötvények, jelzáloglevelek, vállalati kötvények.

A második csoportba olyan országspecifikus értékpapírok tartoznak, amelyek ugyan nem férnek be az első csoportba, de egy nemzeti jegybank fontosnak ítéli fedezetként való elfogadásukat a nemzeti pénzügyi rendszer szempontjából és megfelelnek az EKB által támasztott minimum elvárásoknak. A második csoport legnagyobb hányadát részvények teszik ki, de ide tartozik számos alacsony likviditású, nem jegyzett, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír is.

A magyar értékpapírok közül a GMU-hoz való csatlakozáskor el kell fogadnunk azokat, amelyek megfelelnek az első csoporttal szemben támasztott követelményeknek. Ebbe a csoportba elsősorban a tőzsdén jegyzett állampapírok fognak tartozni, továbbá a megfelelő minősítéssel rendelkező vállalatok és hitelintézetek által kibocsátott kötvények és jelzáloglevelek. A második csoportba a jelenleg fedezetként elfogadott, nem jegyzett állampapírok kerülhetnek bele, amennyiben a jegybank ezt szükségesnek ítéli. A nem jegyzett állampapírokon kívül jelenleg nincs olyan értékpapír, amelynek érdemes lenne kezdeményezni a felvételét a második csoportba.

---

<sup>2</sup> Az EEA-t az EU tagállamai, Norvégia, Izland és Liechtenstein alkotják.

## Jegybanki hitelek iránti kereslet

Egyszerűsítő feltevésekkel élve megvizsgáltuk, hogy különböző likviditási szintek mellett várhatóan hogyan alakul a bankok jegybankkal szembeni hitelkereslete. Az elemzésbe azokat a bankokat és szakosított hitelintézeteket vontuk be (összesen 37 db), amelyek eddig éltek a betételhelyezés lehetőségével. A becslés során az alábbi feltételezésekkel éltünk:

1. Az összlikviditás csökkenése a bankok között mérlegfőösszegük arányában oszlik meg.
2. A nettó bankközi pozíciók nem változnak. Ez a feltétel azt jelenti, hogy a bankok jelenleg már kimerítették az egymással szembeni limitjeiket és további bankközi hitelfelvétel nem lehetséges.<sup>3</sup>
3. Miután a strukturális likviditási pozíció nullára csökken, a bankok kéthetes hitelt vehetnek igénybe és ezzel párhuzamosan megszűnik a kéthetes betételhelyezési lehetőség.

A becslést elvégezve a következő eredményt kaptuk:

I. táblázat A kéthetes hitel várható igénybe vétele

strukturális likviditási pozíció*	betételhelyezés becslött nagysága (Mrd Ft)		betételhelyezők száma		hitelkereslet becslött nagysága (Mrd Ft)		hitelfelvevők száma	
	kéthetes betét	O/N betét	összesen	ebből nagybankok száma**	O/N hitel	kéthetes hitel	összesen	ebből nagybankok száma**
400	400	0	37	11	0	0	0	0
300	320	0	24	7	20	0	13	4
200	250	0	22	6	50	0	15	5
100	190	0	20	5	90	0	17	6
0	0	140	17	3	0	140	20	8
-100	0	120	15	2	0	220	22	9
-200	0	90	12	2	0	290	25	9

\*strukturális likviditási pozíció = kéthetes betét + o/n betét – kéthetes hitel – o/n hitel

\*\*A nagybankok közé a 11 legnagyobb mérlegfőösszegű bankot soroltuk.

A becslés alapján viszonylag magas kéthetes betétszint mellett is már jelentős hitelkereslet várható. Figyelembe kell azonban venni, hogy a számításainkban a bankrendszer teljesen passzívnak feltételeztük. Az adott összlikviditási szintek mellett a hitelkereslet nagysága tehát egy felső becslésnek tekinthető. Ha a likviditáshiányos bankok a bankközi vagy az állampapírpiacra a likviditáshoz juthatnak, akkor a jegybankkal szembeni hitelkereslet számottevően kisebb lehet. Ezen a két piacon a bőséges likviditással rendelkező bankok magatartása meghatározó lehet.

További fontos tényező, hogy az aktív oldali áttérés időszakában a jegybank milyen formában kívánja hitelezni a bankokat. Amennyiben gyorstenderek révén, az irányadó kamathoz közeli hozam mellett juthatnak a bankok forráshoz, úgy a bankok kevésbé érdekeltek, hogy más csatornákon is szerezzenek likviditást, így a jegybanki hitelkereslet közelebb lehet a táblázatban megadott maximális értékekhez. Ha a

<sup>3</sup> Ismerve a hazai repópiac fejletlenségét, ez nyilvánvalóan nem igaz a fedezet mellett nyújtott hitelek esetére. Mivel azonban végső célunk annak vizsgálata, hogy a bankok rendelkeznek-e likviditáshiányukhoz mérten elegendő fedezettel, ezért a bankközi piacról fedezet mellett bevont forrás nem változtatja meg a következtetéseinket. Itt tehát elég azt feltenni, hogy a likviditáshiányos bankok már jelenleg is kihasználják fedezet nélküli partner limiteiket, ami már sokkal realitásos feltevés.

jegybank elsősorban a kamatfolyosóra fog hagyatkozni, és a bankok alapvetően csak o/n hitelekhez juthatnak hozzá (ami magasabb kamatot jelent), akkor az összlikviditás legalább részleges bankok közötti átcsoportosítására számíthatunk, ami végeredményben kisebb jegybanki hitelkeresletet jelent.

#### *A hitelkereslet fedezettségének vizsgálata*

A jegybank csak megfelelő fedezet mellett nyújt hitelt a bankoknak, így lényeges kérdés, hogy a likviditás-hiányos bankok rendelkeznek-e elegendő fedezettel, hogy igénybe vehessék a jegybanki hitelt. Amennyiben nem rendelkeznek elegendő állampapírral, akkor csak közvetve (és egyúttal drágábban) tudnak hozzájutni a jegybanki forráshoz, amennyiben egy elégséges fedezettel rendelkező bank hajlandó nekik fedezet nélkül hitelezni.

Megvizsgáltuk, hogy az egyes bankok állampapír-állománya elegendő lesz-e a várható jegybanki hitelkeresletük kielégítésére. Potenciális fedezetként az egyes bankok teljes állampapír-állományát vettük számításba. A gyakorlatban a bankoknak szükségük van állampapírra árjegyzői tevékenységükhöz és ügyfelek igényeinek kielégítéséhez is, így a teljes állomány nem leköthető. A kapott eredmények értékelésekor figyelembe kell vennünk, hogy egy passzív bankrendszert feltételeztünk, ahol változatlan az állampapír-állomány bankok közötti megoszlása. Amennyiben a likviditás-hiányos bankok állampapírral való „ellátottsága” javulna, az egyes likviditási szintek mellett a hiányzó fedezet nagysága jelentősen lecsökkenhet. Egy likviditás-hiányos bank számára azonban a megfelelő fedezet megszerzése korlátozott, hiszen állampapír-vásárlás esetén ugyan növeli a mérlegében lévő fedezet mennyiségét, ugyanakkor tovább növeli jegybanki hiteligényét is.

*2. táblázat A fedezethiány becsült nagysága*

strukturális likviditási pozíció	a hiányzó fedezet becsült nagysága (Mrd Ft)	elégtelen fedezettel rendelkező bankok száma	elégtelen fedezettel rendelkező nagybankok száma
450	0	0	0
300	0	1	0
200	0	1	0
100	0	1	0
0	0	4	0
-100	13	5	2
-200	27	6	2
-300	43	9	2

A 2. táblázatból kiderül, hogy ugyan a bankrendszer bőségesen rendelkezik fedezettel a jegybanki instrumentumok igénybevételéhez, de egyes bankok már 100-200 milliárd forintos strukturális likviditási hiány esetén is szűkében lehetnek a megfelelő állampapír fedezetnek. (Az aktuális likviditási prognózisunk alapján 2003 végére 249 milliárd forint lesz a kéthetes hitelállomány.)

Ennek ellenére nem valószínűsítjük, hogy komoly probléma keletkezhet a bankok likviditás-menedzsmentjében. A likviditáshiányos bankok számára fennálló lehetőségeket alapvetően négy csoportba sorolhatjuk:

- Hosszabb távon alkalmazkodhatnak a betétgyűjtési és hitelezési politikájuk megváltoztatásával. 2001-ben mindkét, elegendő fedezettel nem rendelkező nagybank a piaci átlagnál nagyobb mértékben volt képes növelni lakossági betéteit. Az alkalmazkodásnak ez a fajtája jelentős költséggel járhat a bankok

számára. Úgy véljük, hogy a fedezethiány más eszközökkel is orvosolható, így ennek a csatornának a szerepe nem lesz jelentős.

- Másik lehetséges megoldás lehet hitelintézeti kötvények kibocsátása. A likviditás hosszabbtávú átstrukturálásában valószínűleg ennek lehet a legnagyobb szerepe. Az utóbbi két évben számos bank bocsátott ki kötvényeket, közöttük olyanok is amelyek modellünk szerint likviditásükében lehetnek az aktív oldalra való átmenet során. Megfigyelhető továbbá, hogy a nyílt kibocsátások aránya az elmúlt időszakban folyamatosan növekedett.
- A harmadik lehetőség a külföldi forrásbevonás, majd a deviza átváltása forintra. A külföldi háttérrel rendelkező bankok számára ez egy kézenfekvő megoldás, azonban a mérlegben ez hosszú forintpozíció felvételét jelenti, amit folyamatosan fedezniük kell.
- További lehetőség a bankközi piac aktívabb igénybe vétele. Ez rövidtávú likviditási problémák kezelése mellett lehetővé teszi tartós pozíciók felépítését is. Mivel a piacon a rövid futamidejű eszközök dominálnak, így ez az ügyletek folyamatos meghosszabítását jelenti. Ez megújítási kockázattal jár, de például a devizapiacra jelenleg is jellemző az ügyletek folyamatos megújítása.

### *Bankközi piac hatékonysága*

Az elmúlt években a bankokat alapvetően likviditás-bőség jellemezte. A bankok rövidebb időszakoktól eltekintve nem voltak rákényszerülve a bankközi piac igénybevételére. Elszámolási betétszámlájukkal és a kéthetes betét-elhelyezésükkel kezelni tudták az őket érő likviditási sokkokat. Elsősorban ez lehet az oka a bankközi piac alacsony forgalmának.

A bankközi piac fejlődésére a jövőben az aktív oldali áttérés kedvező hatással lehet. Jelenleg a forint-likviditás nagyrésze néhány banknál koncentrálódik, a bankközi piac fejlődése nagyban függ ezen bankok aktivitásától. A kéthetes betét megszüntetése miatt az ezek a bankok érdekelték lesznek abban, hogy fennmaradó likviditás-feleslegét leépítsék, illetve a bankközi piacon kihelyezzék. A likviditástöbblettel rendelkező bankok pozícióját a kihelyezői oldalon jelentősen gyengíti majd az a tény, hogy a szükséges likviditás piaci kamattal mellett az MNB-től is beszerezhető lesz.<sup>4</sup> A limitrendszer miatt a jelenlegi fedezet nélküli hitelezés azonban nem alkalmas arra, hogy a növekvő forgalmat a bankok ennek keretében bonyolítsák le. Emiatt arra számítunk, hogy a fedezet melletti hitelezési formák jelentősége növekedni fog.

Elsősorban a bankközi repó és a devizaswap tűnik olyan eszköznek, amelyekkel a bankok hatékonyabban reagálhatnak likviditási helyzetük változásaira.

A bankközi repónak az az előnye, hogy a bankok fedezet mellett, alacsony kockázattal tudják hitelezni egymást. Jelenleg a bankközi hitelezés fedezetlenül folyik, így a nagyságát behatárolja a limitrendszer. Amennyiben a bankok részben áttérnének a fedezet ellenében nyújtott hitelre, akkor a hitelezési kockázat növekedése nélkül is jelentősen megugorhat a bankközi hitelforgalom. A KELER képes az értékpapírok zárolására, így a bankközi repópiac növekedésének technikai akadályai

---

<sup>4</sup> 2002. második negyedévtől kezdődően a bankrendszer likviditásának koncentrációja jelentősen mérséklődött, ami megnövelte annak valószínűségét, hogy az aktív oldalra való átmenet viszonylag simán fog lezajlani.

nincs. A fedezetlen hitelhez képest többletköltséget jelent a bankok számára a KELER-nek fizetett díj az értékpapír zárolásáért, illetve a zárolás feloldásáért. Rövid futamidőn, és nem túl magas hitelösszegnél ez érzékelhetően megdrágíthatja a hitelügyletet.

A bankközi swapnak szintén elképzelhető a felfutása likviditás-hiányos környezetben. Ezzel az eszközzel az egyes bankok deviza eszközeik fejében forint likviditáshoz juthatnak. Az ügylet során egyik fél sem vállal fel árfolyamkockázatot. A swappiacot jelenleg is élénk forgalom jellemzi, bár kétségtelen, hogy a külföldi bankokkal kötött ügyletek dominálnak. Mindenesetre nem látszik komolyabb akadály annak, hogy a belföldi bankok egymás közötti forgalma is növekedésnek induljon.

Összességében a bankok rendelkezésére állnak azok az eszközök amelyekkel sikeresen alkalmazkodhatnak az új körülményekhez. Gyors alkalmazkodás esetén a jegybanki hitel iránti kereslet közel lehet a strukturális pozíció által indokolt minimális szinthez.

#### *Lehetőségek a bankok fedezethiányának kezelésére*

Az aktuális MNB-mérleg prognózis alapján nem várható jelentősebb kéthetes hitelállomány felépülése a GMU-hoz való csatlakozásig. A prognózis azonban bizonytalan így érdemes röviden kitérni arra, hogy nagyobb strukturális likviditáshiány esetén mi a teendő.

Nagyobb kéthetes hitelállomány esetén már valós a veszélye annak, hogy több nagybank sem fog elegendő fedezettel rendelkezni. Ebben az esetben az MNB két dolgot tehet:

- 1) A kéthetes hitel helyett állampapír vásárlással növeli a bankrendszer likviditását.
- 2) Kibővíti az elfogadható fedezetek körét.

A másodlagos piacon végrehajtott állampapír-vásárlás akkor mérsékli a fedezethiányt, ha elsősorban azok a bankok jutnak többlet-likviditáshoz, amelyek számára a kéthetes hitel igénybevétele a fedezet oldaláról korlátot jelent (pl.: az MNB olyan nem banki ügyféltől vásárol államkötvényt, amelyik az ellenértéket náluk helyezi el betétként).

#### *Az elfogadható fedezetek bővítésének szempontjai*

##### *Versenyszemlegességi / piacépítési szempont:*

Egy-egy értékpapír fedezetként való elfogadása növeli a papír iránti keresletet, ami lehetővé teszi, hogy a kibocsátó alacsonyabb hozam mellett értékesítse az értékpapírt. Ebből következik, hogy alapvetőnek tekintjük a versenyszemlegességi szempont érvényesítését. Ezért fontos, hogy ne egyes kibocsátók kötvényeit megnevezve bővítse az MNB az elfogadható papírok körét, hanem jól definiált értékpapírcsoportokat nevezzen meg. Amennyiben egy értékpapír beleesik egy csoportba, akkor automatikusan kerüljön be az elfogadható fedezetek közé.

Az elfogadható fedezetek körének bővítésénél az MNB-nek lehetősége van piacépítési szempontok figyelembe vételére is. Az EKB által elfogadott értékpapírok mindegyike alacsony kockázatú, a hazai értékpapírpiacon való elterjedésük mindenképpen támogatandó, így piacépítési szempontból egyedül a denominációnak lehet



jelentősége. Amennyiben a jegybank euróban denominált értékpapírokat is elfogad, az a külföldi háttérrel rendelkező bankok számára jelentősen megkönnyítheti a jegybanki hitelhez való hozzájutást, de a hazai értékpapírpiacon fejlődését nem támogatja.

*Kockázatok / költségek:*

A jegybank által futott kockázat minimalizálása azt jelenti, hogy az elfogadható fedezetek esetében a bővítést a lehető legalacsonyabb kockázatú papírokkal érdemes kezdeni. A jegybank kockázat kerülő magatartása ugyanakkor kockázatosabb, vagy kevésbé likvid értékpapírok esetén nagyobb haircutot is igényel, ami a bankok számára sem kedvező, hiszen a hitelkeresletüket csak a felvett hitelnél jóval nagyobb összegű értékpapír lekötésével elégíthetnék ki. A különböző értékpapírokhoz kapcsolódó kockázatokat a 3. táblázat szemlélteti.

3. táblázat *Értékpapírokhoz kapcsolódó kockázatok*

	Hitelezési kockázat	Likviditási kockázat	Devizaárfolyamkockázat	Árfolyamkockázat
Állampapír		(✓)		✓
Költségvetés által garantált kötvény		✓		✓
Nemzetközi szervezetek által kibocsátott forintkötvények		✓		✓
Euroforint kötvények	✓	✓		✓
Jelzáloglevél	✓	✓		✓
Euró állampapír			✓	✓
Egyéb euróban jegyzett értékpapír	✓		✓	✓
Hitelintézeti kötvények	✓	✓		✓
Önkormányzati és vállalati kötvények	✓	✓		✓

A kockázatok megfelelő haircutokkal ugyan kezelhetőek, de számszerűsítésük és folyamatos figyelemmel kísérésük jegybanki erőforrást köt le. Ezért feltétlenül szükséges, hogy a bővítés – legalábbis a GMU-csatlakozást megelőzően – olyan értékpapírokhoz kötődjön, amelyeknek a kibocsátott vagy várhatóan megjelenő mennyisége számottevően javítja a bankrendszer fedezett hitelhez való hozzáférési lehetőségét. A 4. táblázat mutatja az egyes értékpapírcsoportok teljes és a bankok tulajdonában lévő állományát. A bővítésnél elsősorban nem a jelenlegi, hanem a várható állományt célszerű figyelembe venni. Erre később, az egyes értékpapírfajták bemutatásánál fogunk kitérni.

4. táblázat Fedezetként elfogadott és a bővítésbe bevonható értékpapírállomány (milliárd forint)

	teljes állomány	bankoknál lévő állomány
állampapír	5500	1200
jelzáloglevél*	52	-
vállalati kötvény*	73	<14
hitelintézeti kötvény*	83	<5
nemzetközi intézmények forintkötvényei*	42	-
euroforint kötvények	230	-
euró adósságkötvények (magyar)	900	60
euró államkötvény	>>	8
euró vállalati kötvény	>>	25

\*tőzsdére bevezetett állomány

#### *A bővítésbe bevonható értékpapírok*

A fenti szempontok alapján a következő értékpapír csoportokat vizsgáltuk meg, hogy indokolt-e a bevonásuk az elfogadható fedezetek körébe:

- költségvetés által garantált, nyílt kibocsátású kötvények
- nemzetközi intézmények által kibocsátott forintkötvények
- jelzáloglevelek
- euroforint kötvények
- euróban denominált kötvények
- hitelintézeti kötvények
- helyi önkormányzati és vállalati kötvények

#### *Költségvetés által garantált, nyílt kibocsátású kötvények / Nemzetközi intézmények által kibocsátott forintkötvények*

Kézenfekvő, hogy az elfogadható fedezetek körét először a legalacsonyabb kockázatú értékpapírokkal bővítsük. Ebbe a kategóriába tartoznak az állami tulajdonú vállalatok, hitelintézetek állami garancia mellett, nyilvánosan kibocsátott kötvényei. Jelenleg nincs olyan értékpapír, amelyik ebbe a csoportba esik, de néhány éven belül ez az értékpapírcsoport komoly méretűre növekedhet. Ide fognak tartozni az MFB által kibocsátott forintkötvények. Az MFB szerepének tisztázása ugyan jelentősen befolyásolhatja a forrásigényét, de néhány éven belül a kibocsátott kötvényállomány nagy valószínűséggel el fogja érni a 100 milliárd forintos nagyságrendet. Középtávon hasonló nagyságrendű tétel lesz a Diákhitel-kötvény. Ezen kívül még elképzelhető, hogy fővárosi nagyberuházásokat is államilag garantált kötvénykibocsátásból fognak finanszírozni.

Az államilag garantált kötvények fedezetként való elfogadása mellett szól, hogy gyakorlatilag nem különböznek az állampapírtól. A kibocsátó intézmények kvázi-fiskális tevékenységet végeznek, így az általuk kibocsátott papírok valójában államkötvényeket helyettesítenek. Amennyiben a papírokat elfogadjuk fedezetként, akkor a kibocsátók kedvezőbb áron értékesíthetik a kötvényeiket, ami a széles értelemben vett államháztartás szintjén megtakarítást jelent.

A tervezett kötvénykibocsátások nagysága – legalább is sorozatonként – várhatóan elmarad a hasonló futamidejű állampapírokéétól, így a jegybanknak az állampapíroknál

magasabb likviditási kockázattal is számolnia kell. Ez azt jelenti, hogy a fedezetek elfogadásakor alacsonyabb befogadási árfolyamot érdemes alkalmazni, mint a hasonló futamidejű állampapíroknál.

Az államilag garantált kötvényekkel gyakorlatilag megegyező hitelkockázattal és likviditási kockázattal rendelkeznek a nemzetközi szervezetek forintkövényei. Jelenleg az BÉT-re bevezetett állomány 42 milliárd forint. A két értékpapírcsoportot célszerű egyszerre bevonni az elfogadható fedezetek körébe.

### *Jelzáloglevél*

Jelzáloglevelet az FHB Rt. 76 milliárd forint, az OTP Jelzálogbank Rt. 16 milliárd forint, a HVB Jelzálogbank Rt. 5,5 milliárd forint értékben bocsátott ki. A tőzsdére bevezetett jelzáloglevelek állománya 52 milliárd forint (jelenleg csak az FHB által kibocsátott jelzáloglevelek szerepelnek a tőzsdén, középtávon az OTP is tervezi a jelzálogleveleinek bevezetését a tőzsdére), a forgalom nagyon alacsony, ennek egyik oka lehet, hogy az átlagos sorozatnagyság csupán 7-8 milliárd forint. A jelzálogleveleket jellemzően nem a bankok vásárolják, így a fedezetként való elfogadás nem jelent közvetlen segítséget a likviditáshiányos bankok számára. A jelzáloglevelek állománya azonban még felfutás előtt áll, így a bankoknak lehetőségük lesz arra, hogy nagyobb állományt építsenek fel.

A jelzáloglevelekre nincs állami garancia, így a fedezet értékelésénél a hitelezési kockázatot is figyelembe kell az MNB-nek vennie. Ebből a célból az MNB megkövetelheti az egyes kibocsátók számára egy adott hitelkockázati besorolás meglétét, amely egyben a fedezetként való elfogadás feltétele is.<sup>5</sup> A jelenlegi alacsony forgalom miatt a kockázatok számszerűsítése gondot okozhat, ami egy viszonylag nagyobb haircut megállapításához vezethet.

### *Euróban denominált kötvények*

Az euró bevezetése előtt az EU-tagállamok jellemzően nem fogadtak el nem saját fizetőeszközben denominált értékpapírokat fedezetként. Jelenleg van arra példa, hogy egy nem GMU tag elfogadja fedezetként az euróban denominált értékpapírokat. Az angol jegybank ugyanis elfogadja az EEA országok által kibocsátott euróban denominált állampapírokat és a nemzetközi intézmények kötvényeit, sőt napközbeni hitel nyújtásához a Tier1 listán szereplő összes értékpapírt.

A bankok eszközei között az euróban denominált kötvények aránya nem jelentős. Fedezetként való elfogadásuk így közvetlenül nem segítené a bankok likviditáshoz való jutását. Azon bankok számára azonban, amelyek könnyen juthatnak külföldi forráshoz, előnyt jelenthet az euró értékpapírok elfogadása, mert így nem kell az euró forrásukat forintra átváltaniuk. Ezáltal mérlegszerinti pozíciójuk megváltoztatása nélkül képesek forint forráshoz jutni.

Amennyiben a bankok eurókötvény-fedezet mellett közvetlenül juthatnak jegybanki hitelhez, akkor nem kell a hazai piacot igénybe venniük, hogy likviditáshoz jussanak. A jegybank számára ennek az lehet az előnye, hogy a kéthetes hitel kamata több bank számára lenne közvetlenül irányadó.

---

<sup>5</sup> A Moody's az FHB által kibocsátott forintdenominált jelzáloglevelekre A1-es besorolást adott.

Az eurókötvények fedezetként való elfogadásánál azt is figyelembe kell venni, hogy hogyan oldható meg az eurókötvények zárolása a jegybank számára. Jelenleg a KELER még nem képes elfogadni euró kötvényeket fedezetként. (Az MNB a KELER fejlesztési terveinek kidolgozása során a KELER-t úgy tájékoztatta, hogy nem kívánja elfogadni fedezetként az euróban denominált kötvényeket egészen a GMU csatlakozásig.) A KELER a közeljövőben tervezi a külföldi állampapírok elfogadását, amennyiben az a Clearstream-nél vezetett számlákon van elhelyezve. (Ez ugyan nem fedi le a teljes euró-régiót, de lehetővé teszi a német, francia, holland, osztrák, finn, luxemburgi, spanyol, olasz értékpapírok zárolását.)

Ha eurókötvényeket is elfogadunk fedezetként, akkor a fedezetértékelésnél számolni kell az árfolyamkockázattal, amennyiben államkötvényeknél szélesebb kört kívánunk elfogadni, akkor a hitelezési kockázattal is. (Ez utóbbit elvileg nem kell számszerűsíteni, használhatóak az EKB által meghatározott haircutok)

### *Hitelintézeti kötvények*

A hitelintézetek által kibocsátott forintkötvények állománya meghaladja az 220 milliárd forintot, de ebből csak mintegy 80 milliárdot vezettek be a tőzsdére. A jegybanknak ebben az értékpapírcsoportban lehet piacépítő szerepe. Amennyiben az MNB elfogadja a nyílt kibocsátású kötvényeket fedezetként, akkor megnőhet a tőzsdére bevezetett kötvények állománya.

Elméletileg fenn áll a veszélye, hogy a bankok egymás papírjait lejegyezve növeljék meg a fedezetképes értékpapír-állományukat. Figyelembe véve, hogy a szükséges többletfedezet összege nem túl nagy, az ez által generált hitelintézeti kötvénykibocsátás sem lehet jelentős, így elhanyagolható annak a veszélye, hogy a bankok nagy mértékben válnának egymás hitelezőivé.

A hitelintézeti kötvények értékelésénél figyelembe kell vennünk a hitelezési kockázatot és a likviditási kockázatot is. A hitelintézetek kötvényeinél alkalmazott haircutok megállapításánál a jegybank támaszkodhat a saját elemzéseire, illetve megfelelő ratinget szabhat meg a kötvény fedezetként való elfogadásának feltételeként. Az első megoldásnak az a hátránya, hogy a kötvények értékelésekor használt haircutok nyilvánosak, így a piaci szereplők tudomást szerezhetnek arról, hogy a jegybank milyen kockázatosnak ítéli az egyes bankokat. További érv a második megoldás mellett, hogy az EKB is csak minősített hitelintézetek kötvényeit fogadja el fedezetként. Jelenleg a nagyobb hitelintézetek nemzetközi minősítései a befektetési kategória határán szóródnak: jellemzően BBB és BB értékűek.

### *Helyi önkormányzati és vállalati kötvények*

A helyi önkormányzati és vállalati kötvénypiac jelenleg nem nagy méretű, a tőzsdére bevezetett állomány valamivel több, mint 70 milliárd forint. A bankoknál lévő kötvényállomány pedig kifejezetten alacsony (10-20 Mrd Ft). Tekintve, hogy a vállalati és önkormányzati körről a jegybank nem rendelkezik részletes információval, így a fedezetként elfogadható kötvények köre egyértelműen csak rating alapján kerülhet meghatározásra. A kötvények fedezetértékelésekor, akárcsak a hitelintézeti kötvények esetében, felmerül a likviditási és a hitelezési kockázat is.

### *Euroforint kötvények*

Az euroforint kötvények állománya közel 230 milliárd forint, a kibocsátók alacsony hitelkockázatúak, a kivétel nélkül a befektetési kategóriába tartoznak. A bankoknál lévő állomány azonban feltehetően elenyésző. Az értékpapírok zárolása pedig valószínűleg hosszabb távon sem lenne megoldható, mivel az értékpapírokat különböző elszámolóházakban tartják nyilván, amelyek többsége várhatóan középtávon sem lesz összeköttetésben a KELER-rel.

*Melléklet:*

Vitaindító kérdések a PKF részére:

1. Az elmúlt egy-két évben elegendőnek találta-e a bankközi piac nyújtotta lehetőségeket a likviditás hatékony menedzseléséhez? Milyen részpiacok (repó, swap, stb.) rövid távú fejlődésére lát lehetőséget a kéthetes betét leépülésének időszakában, és saját bankja mennyire felkészült (limit, dokumentáció, könyvelés) ezek használatára?
2. Amennyiben a jegybanki hitel felváltja a kéthetes betétet, a hitelhez szükséges fedezet (állampapír) előteremtése okozhat-e problémát a hazai bankok számára?
3. Mely értékpapír fedezetként történő elfogadása javítaná Ön szerint érdemben a fedezetihiányos bankok jegybanki hitelfelvevő képességét 1-2 éves időtávon?
4. Véleménye szerint mely értékpapír fedezetként történő elfogadása növelné meg érdemben az adott értékpapír hazai piacát?