

Hoffmann Mihály - Kolozsi Pál Péter¹:

Az önfinanszírozási program stabilabb állampapírpiacon eredményezett

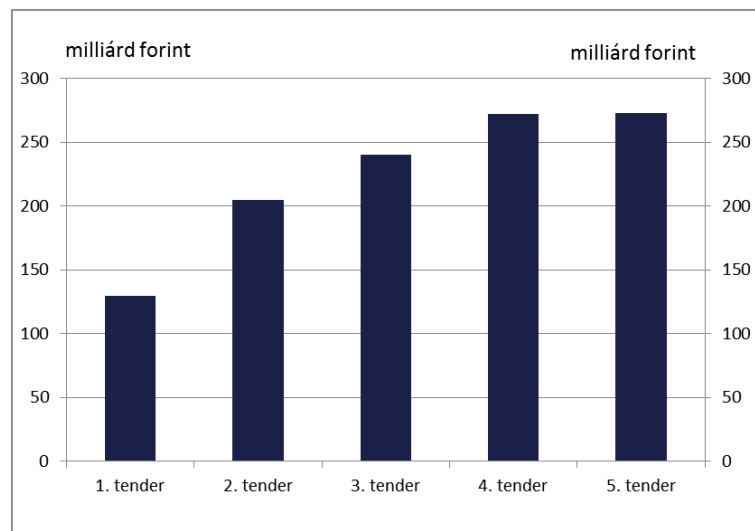
A Magyar Nemzeti Bank négy hónappal ezelőtt, áprilisban jelentette be önfinanszírozási programját, melynek keretében júniusban kamatcsere ügyletet vezetett be, augusztus elején pedig betétté alakította át irányadó eszközt, amihez ezután csak a hazai bankok férhetnek hozzá. Az eddigi tapasztalatok azt mutatják, hogy az intézkedések elérték céljukat: a magyar bankrendszer jelentős mértékben növelte állampapír-állományát, különös tekintettel a kisebb megújítási kockázatot jelentő hosszabb lejáratokra, amivel érdemben csökkent Magyarország külső kitétsége és külső sérülékenysége. A kamatcsere ügyletben résztvevő bankok azonban nemcsak növelték állampapír-állományukat, hanem vállalták, hogy ezt a magasabb kitétséget hosszú ideig fenn is tartják. A fokozódó banki állampapír-kereslet révén olcsóbbá, stabilabbá és így kiszámíthatóbbá vált az államháztartás hosszú lejáratú finanszírozása. A program áttételesen az alacsonyabb kamatkidadásokon keresztül az államadósság csökkenéséhez is hozzájárul. A jegybanki betétből kiszoruló külföldi befektetők többsége nem hagyta el az országot, így az eszköztár átalakításának nem volt érdemi hatása a forint árfolyamára. A jegybanki betétből ugyancsak kiszoruló hazai intézményi befektetők ugyanakkor a viszonylag hosszú átmeneti időszak ellenére kissé késve kezdtek meg az új helyzethez alkalmazkodni, így itt az átállás befejeződése még várat magára.

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2014. április végén jelentette be önfinanszírozási programját, amelynek célja az államadósság belső, hazai forrásokból történő finanszírozásának erősítése, a gazdaság külső sérülékenységének mérséklése. A cél elérése érdekében az MNB átalakította jegybanki eszköztárát. A módosítások két fő eleme a kamatcsere eszköz (IRS) bevezetése, illetve az irányadó kéthetes MNB-kötvény kéthetes lejáratú betétté való átalakítása volt.ⁱ Cikkünkben az IRS-tenderek első tapasztalatait, illetve a betétesítés által kiváltott alkalmazkodási folyamat jelenlegi állását mutatjuk be.ⁱⁱ

A jegybanki kamatcsere tenderek főbb paramétereiii

Az MNB 2014. június 26-án tartotta első kamatcsere-tenderét. Jelen cikk megjelenéséig öt IRS-tendert bonyolított le a jegybank. Összességében a 3 éves futamidőn 80, az 5 éves futamidőn pedig 100 milliárd forint névértékben hirdett meg IRS-eszközt az MNB, melyekre a két futamidőn 410 milliárd forintnyi ajánlat érkezett.

1. ábra: A jegybanki IRS-állomány kumulált összege (milliárd forint)



¹ A szerzők a Magyar Nemzeti Bank munkatársai

Az eszköz jellegéből adódóan a banki kereslet nagy része az első aukciókon jelentkezett: június 26-án a meghirdetett mennyiség ötszöröse, július 10-én pedig háromszorosa volt a beadott ajánlatok összege. A program orrnehéz jellege elsősorban abból adódhatott, hogy a bankok már az áprilisi jegybanki bejelentést követően megkezdték az alkalmazkodást és így az ellenőrzés szempontjából releváns értékpapír-állományuk, ezen belül is az állampapír-állományuk növelését. A harmadik aukciótól kezdve, összhangban az IRS-állomány kezdeti megugráásával, csökkent a bankok kereslete, ezt a csökkenést pedig az addig megkötött ügyletek jelentős volumenét látva az MNB a piacihoz egyre közelítő árazásban is támogatta. Az eddigi aukciókon összesen 273 milliárd forintnyi IRS-ügyletet kötött a jegybank a partnereivel.

Az IRS-tenderek egyik kritikus kérdése az eszköz árazása. Ki kell emelni, hogy versenyző aukcióról lévén szó, az IRS ára, azaz a változó kamattal szemben az MNB-nek fizetett fix kamat mértéke az aukción, a banki ajánlatok függvényében alakul ki. Nincs szó tehát rögzített árról, az MNB a tender meghirdetésekor csak azt a minimális kamatszintet hirdeti meg, ami alatt nem is fogad be ajánlatot.

A minimális fix kamatszint meghatározása során az MNB számos szempontot figyelembe vesz. A fix és változó kamatozású államkötvények piacán, illetve a kamatswap piacon kialakult árazásban túlmenően az MNB az árazásban érvényesíti az eszköz feltételes jellegét is. Az eszközt igénybevevők ugyanis vállalják, illetve elfogadják, hogy (1) legalább a megkapott IRS-ek mértékével emelik likvid eszközeik állományát, illetve (2) a megkötött IRS-eket 1 éven belül csak érdemi „büntetés” mellett lehet lezárni. Ez a két szigorú feltétel jelenti az eltérést a piaci kamatszere ügyletektől, és ebből adódik az is, hogy a jegybanki IRS ára a bankok szemszögéből a piacinál kedvezőbb lehet.

Az irányadó instrumentum megváltoztatása

A kamatszere-eszköz bevezetése mellett az önfinanszírozási koncepcióhoz kapcsolódó eszköztár-átalakítás másik kiemelkedően fontos eleme az irányadó jegybanki instrumentum formájának megváltoztatása volt: 2014 augusztusától a kéthetes MNB-kötvény kéthetes lejáratú, lekötött betét alakult át. Az új irányadó instrumentum nem volt ismeretlen az MNB számára, hiszen 2007 előtt is a kéthetes betét volt a fő jegybanki sterilizációs eszköz. A jegybankok nemzetközi világában sem példa nélküli gyakorlatról van szó, hiszen a jegybanki irányadó eszköz számos országban betét formájú

A jegybanki kötvény és betét között lényeges különbség, hogy ez utóbbit csak a jegybanki partnerkör intézményei, azaz jellemzően a hazai bankok vehetik igénybe, illetve hogy az MNB-nél elhelyezett betétek – a korábbi gyakorlatnak megfelelően – nem tartoznak a jegybank hitelműveletei során elfogadható fedezetek körébe, így nem tekinthetők likvid eszköznek. A kéthetes MNB-betét tehát egyrésztől nem elérhető sem a külföldi befektetők, sem pedig a nem-banki belföldi befektetők számára, másrésztől pedig a kéthetes kötvénynél kedvezőtlenebb likviditási tulajdonságokkal rendelkeznek. Mindennek két fontos következménye van:

- (1) az átalakítás a külföldieket és a nem-banki hazai befektetőket kiszorítja az irányadó eszközökből, azaz ezen intézményeknek mindenképp alkalmazkodnia kell a váltáshoz;
- (2) a betétesítés a bankokat arra ösztönzi, hogy az elfogadható fedezetek közé beszámítják, illetve likviditási szempontból kedvezőbb piaci és szabályozói megítélés alá eső eszközöket keressenek, hiszen a fizetési forgalmuk zavartalan lebonyolításához, a jegybanki hitelképességük fenntartásához, illetve a szabályozói elvárás miatt megfelelő mennyiségű likvid eszközzel kell rendelkezniük.

A módosítás tehát a befektetői források egy részének az irányadó eszközökből való kiáramlását segíti elő, és áttételesen arra ösztönzi a hazai bankokat, hogy nagyobb részt vállaljanak az államháztartás finanszírozásából – ami az önfinanszírozási koncepció deklarált célja. Mindehhez természetesen arra is szükség van, hogy a kiáramló likviditás megfelelő mértékű állampapír-kínálattal találkozzon, amit az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) megemelt kibocsátási terve^{iv} hivatott biztosítani. Az önfinanszírozási program elemei ott „érnek össze”, hogy a banki források irányadó eszközökből való kiáramlása növeli a banki kamatkockázatot (hiszen egy kéthetes eszközökből csoportosítanak át forrásokat a bankok egy hosszabb lejáratú eszközbe), a jegybank pedig épp az így felmerülő kamatkockázatok kezelésére hozta létre az IRS-eszközt.

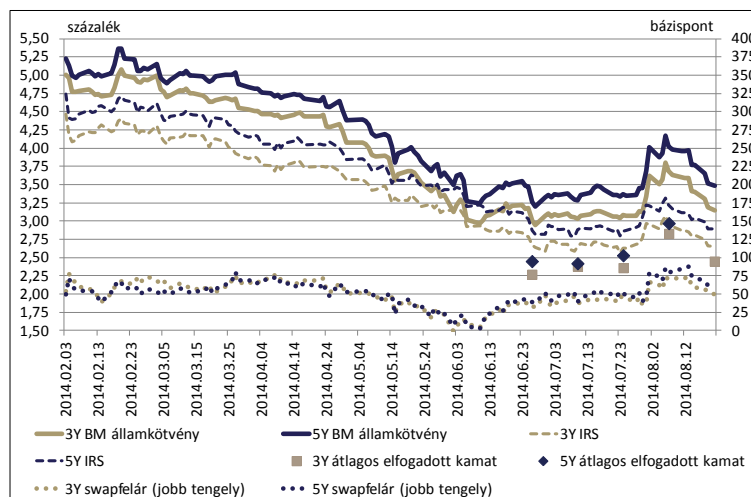
Az önfinszírozási program piaci hatásai

A jegybanki IRS-aukciók tapasztalatai

Az áprilisi jegybanki bejelentést követően azt lehetett tapasztalni, hogy némiképpen felgyorsult az állampapír-piaci hozamok hónapok óta tartó mérséklődése. Ez megfelelt a várakozásoknak, hiszen mind az MNB-kötvény betétesítése, mind pedig a jegybanki kamatcsere-eszköz támogatja a bankok állampapír keresletét, ami a hozamok mérséklődését okozza. A jegybanki IRS-t 3 és 5 éven hirdeti meg az MNB, így ez az eszköz elsősorban a hozamgörbe éven túli szakaszaira volt hatással. A hozamcsökkenés a kamatcsere piacra is begyűrűzött, az itteni mérséklődés mértéke azonban elmaradt az állampapír-piacon megfigyelttől, így az állampapír-piac likviditását jelző kamatswap-spreadek érdemben mérséklődtek. Ennek hátterében az állhatott, hogy az állampapír-piacon a növekvő kereslet lenyomta a hozamokat, miközben a kamatswapok piacán a szereplők egyfajta kivárást mutattak a jegybanki IRS-eszköz tényleges elindulását megelőzően, ami csökkentette a hazai kamatswap-piac forgalmát. Ennek eredményeképpen a kamatswap-spreadek az év elejére jellemző 50 bázispont körüli értékükről júniusra nulla közelébe csökkentek. Június közepétől kezdődően az állampapírok hozamainak csökkenése lelassult, megállt, ugyanakkor a beinduló jegybanki tenderekkel párhuzamosan a kamatcsere ügyletek kamata mérséklődött. Ennek eredményeképpen a kamatswap-spread is emelkedni kezdett, és visszatért a hosszú távú átlagként értelmezhető 50-70 bázispontos szint környékére.

Az adatok arra utalnak, hogy a jegybanki IRS bevezetése hatott a hozamokra és az állampapír-piaci folyamatokra, de joggal merül fel a kérdés, hogy átmeneti, vagy tartós hatásról van-e szó. Az önfinszírozási koncepció eredményeképp erősödő állampapír-kereslet hozamcsökkentő hatását már az IRS-tenderek előtt is érzékeltük, illetve az első aukción – részben a kedvező árázással összefüggésben – további hozamcsökkentő hatást (és ezzel párhuzamosan minimális mértékű és átmeneti árfolyamgyengülést) lehetett azonosítani. Ugyanakkor ez a hatás a további aukciókon már nem volt megfigyelhető, ezért úgy véljük, hogy a második aukciótól kezdődően már nem gyakorolt érdemi hatást a hozamokra a jegybanki IRS-tender. Ebben két tényező is szerepet játszott. Egyrészt a második aukciótól kezdődően érdemben mérséklődött a jegybanki és a piaci kamatcsere ügyletek árázása közötti különbség, amit elsősorban a program kihasználtságának számottevő emelkedése indokolt. Másrészt júliustól kezdődően egyéb, elsősorban globális tényezők (geopolitikai feszültségek éleződése, amerikai makroadatok, Európai Központi Bank monetáris politikai döntései) jóval nagyobb befolyást gyakoroltak a hazai hozamokra, mint a jegybanki tenderek.

2. ábra: Az 5 és 10 éves benchmark államkötvény és IRS hozamok valamint a kamatswap-különbség alakulása



Az árázással kapcsolatban érdemes kitérni azokra a véleményekre is, melyek szerint az a tény, hogy a jegybanki swaptenderek kialakuló átlagos fix kamat alacsonyabb a piaci swapkamatoknál, monetáris lazításként értelmezhető. Amint azt a fenti ábra is mutatja, a jegybank kisebb fix kamatot vár el partnereitől, mint ami a piacon kötött swapok esetében jellemző. Ez azonban – ahogy már említettük – logikusan következik az eszköz feltételes jellegéből, hiszen itt nem egy piaci IRS-ről van szó. Ez a feltételesség magyarázza a piacitól eltérő árázást, illetve alátámasztja, hogy ezen nem-piaci feltételű eszköz esetében miért lehet félrevezető a monetáris lazítás felvetése. Más szavakkal

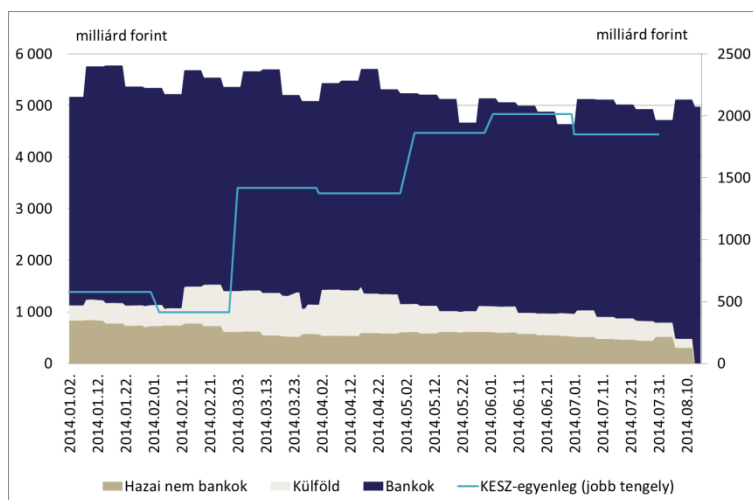
azt mondhatjuk, hogy a jegybanki és piaci swapok ára közötti különbség a feltételeesség „ára”, a szigorú feltételek betartása miatt elvárt prémium. A piaci alatti árazás nem tekinthető a piaci viszonyok torzításának, hiszen az eszköz kondicionalitása miatt épp az lenne anomália, ha a jegybanki és a piaci IRS ára nem térne el egymástól. Valamint a tendereken elfogadott ajánlatok összértéke az állampapír-piac, illetve az IRS-piac forgalmához viszonyítva nem számottevő, így a jegybanki tender a nehezen becsülhető semleges értéket esetlegesen meghaladó mértékű transzfer esetén se gyakorol jelentős hatást a piaci hozamokra. Megítélésünk szerint a tendereken kialakult árazásbeli különbség, figyelembe véve az allokált mennyiségeket is, nem jelent érdemi kockázatot a jegybank eredményére vonatkozóan sem. Sőt, szélesebb kontextusban vizsgálva az eredményhatás kissé pozitív, hiszen az önfinanszírozási koncepció megvalósulásával a jegybankmérleg összehúzódik, így az MNB kamatkiadásain érdemi, az IRS költségénél nagyobb megtakarítás érhető el. Összességében tehát az IRS-tenderek nem tekinthetőek sem monetáris politikai jelzésnek, sem a monetáris politika mozgásterét korlátozó tényezőnek.

A kéthetes betéti tenderek tapasztalatai

A kéthetes irányadó instrumentum állományváltozását hosszabb idősort elemezve érdemes megítélni.^v Az önfinanszírozási program lényege az, hogy a hazai bankokat az állampapírok felé tereli, mégpedig a kéthetes jegybanki eszköz terhére. A jegybankmérleg sajátosságai miatt ez a legegyszerűbb esetben azt jelenti, hogy a hazai bankok a kéthetes jegybanki eszközben tartott forrásaikból állampapírt vesznek az aukciókon az ÁKK-tól. Az MNB helyett a bankok az államot finanszírozzák. Ez technikai értelemben úgy jelenik meg a jegybankmérlegben, hogy a bankok kéthetes állománya lecsökken, az MNB-nél vezetett kormányzati betétek (a Kincstári Egységes Számla) egyenlege pedig megemelkedik. Mindez még nem jelenti az önfinanszírozási folyamat végét, ahhoz ugyanis az is kell, hogy az ÁKK a lejáró devizakötelezettségeit forintforrásainak a jegybank tartalék terhére történő konvertálásával fizesse vissza – és ezzel szűkítse az MNB mérlegét, valamint csökkentse a bruttó külső adósságot és az ország nemzetközi sérülékenységét.

Jelenleg épp a fenti folyamat zajlik Magyarországon. Az önfinanszírozási program bejelentését megelőzően – április első felében – átlagosan 5400 milliárd forint felett volt a kéthetes MNB-kötvény állománya, míg augusztus elejére ez 5100 milliárd forint közelébe süllyedt. Ez a 300 milliárd forintos apadás már annak a következménye, hogy az ÁKK által teremtett állampapír-piaci többletkínálat és az MNB által segített banki állampapír-kereslet találkozott egymással, és a korábban kéthetes eszközben tartott források egy része átáramlott a kincstári számlára. Az állományi adatoknál azt is figyelembe kell venni, hogy időközben a Növekedési Hitelprogram (NHP) keretében kiosztott hitelek több mint 100 milliárd forinttal emelték a bankrendszer forintlikviditását, illetve ennek megfelelően a jegybanki kéthetes instrumentum állományát – azaz az önfinanszírozási program tisztított hatása augusztus elejéig nagyságrendileg 400 milliárd forint volt. (Az NHP növeli, míg az önfinanszírozási program csökkenti a jegybank mérlegét, ezért ennek a két hatásnak a szétválasztása nagyon fontos az önfinanszírozási program eredményességének megítélésékor.) A jegybankmérleg számottevő szűkülése akkor fog bekövetkezni, amikor az ÁKK ősszel a kincstári forintszámla terhére, az összeget MNB-nél konvertálva visszafizeti a 2 milliárd eurós EU-hitelt.

3. ábra: A kéthetes MNB-instrumentum állománya befektetői típusonként, illetve a KESZ-egyenleg^{vi} alakulása



A fentiek alapján tisztán látható, hogy a program sikeressége szempontjából nem releváns, hogy az első betéti tenderek után a kéthetes betéti állomány nem maradt el számottevően a kéthetes kötvények állományától. A rövidtávú összehasonlítás ebben az esetben tehát félrevezető lehet, hiszen az önfinszírozási program hatása már most is egyértelműen kimutatható a hosszabb idősorokon.

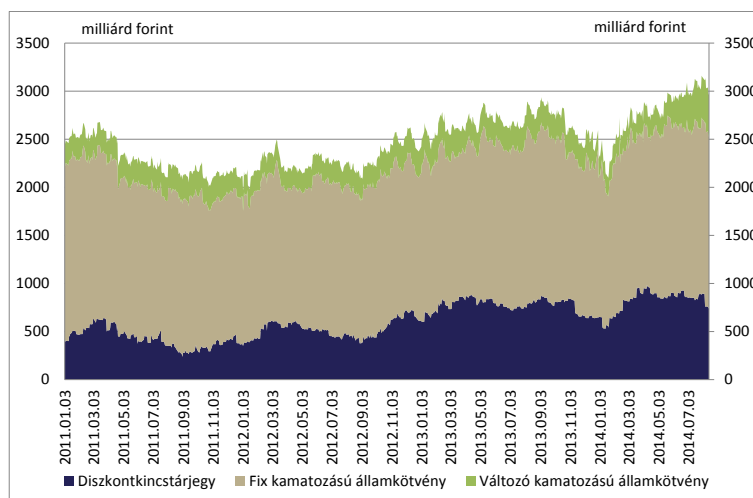
Az önfinszírozási program intézkedéseinek értékelése

Érdemes leszögezni, hogy az MNB önfinszírozási programjának sikerkritériuma nem a megkötött IRS-ügyletek száma és mennyisége, illetve a kéthetes betét nagysága, hanem az, hogy sikerül-e a költségvetés finanszírozását a belső – elsősorban banki – források felé terelni. Ebben a tekintetben eddig kedvező fejlemények történtek, ugyanis a bankok egyértelműen elmozdultak az állampapír-piac irányába, hozzájárulva az Államadósság Kezelő Központ aukcióin tapasztalt jelentős túlkereslethez. Amennyiben az adósságkezelő tudja tartani hatályos finanszírozási tervét, úgy idén már nem lesz szükség devizakötvény kibocsátására, így a külföldi befektetőkre való ráutaltság érdemben mérséklődhet, ami jelentős előrelépés külső sérülékenységünk mérséklése tekintetében.

Milyen mértékben tudták növelni állampapír-állományukat a bankok, mekkora mértékű elmozdulás látszik a forintfinanszírozás irányába a hitelintézetek részéről? Ennek értékeléséhez egy kicsit vissza kell tekintenünk az elmúlt évek folyamataira. A jegybank önfinszírozási koncepciójának áprilisi bejelentését megelőző 3 évben (2011 eleje és 2014 áprilisa között) a bankok forintállampapír-állománya közel 350 milliárd forinttal emelkedett, azonban az állománynövekmény úgy alakult ki, hogy a bankok ennél nagyobb mértékben növelték diszkontkincstárjegy állományukat, miközben az éven túli lejáratú államkötvények tekintetében kismértékű állománycsökkenést figyelhattunk meg. A kötvényeken belül is ellentétes folyamatok zajlottak: a bankok változó kamatozású kötvényállományukat növelték, míg fix kamatozású hosszú lejáratú államkötvényeik állománya közel 200 milliárd forinttal mérséklődött. Ebből jól látszik, hogy 2014 tavaszáig a bankok elsősorban rövid futamidőn finanszírozták a magyar költségvetést.

Mi történt ezzel szemben az önfinszírozási koncepció áprilisi bejelentése óta? Egyrésztől mennyiségi elmozdulás történt, hiszen az elmúlt néhány hónapban a bankok közel ugyanannyi állampapírt vettek, mint a megelőző három évben összesen. Másrészt pedig megfigyelhető egy „minőségi” fejlődés, egészségesebb szerkezetre való áttérés is, hiszen a lejárat szerkezet is kedvező irányban mozdult el. Áprilistől augusztus elejéig a bankok nettó értelemben gyakorlatilag szinten tartották DKJ állományukat, miközben 300 milliárd forintot meghaladó mértékben emelték államkötvény-állományukat. Összességében tehát a bankok fokozták állampapír-vásárlásaikat, mégpedig a finanszírozási szempontból jóval kisebb kockázatot jelentő hosszabb futamidőkön, azaz érdemben hozzájárultak az államadósság biztonságosabb és kiszámíthatóbb finanszírozásához. Kedvezőnek tekinthető az is, hogy a bankok a korábbi gyakorlatukkal szemben nem csak a változó, hanem a fix kamatozású államkötvényeik állományát is emelték.

4. ábra: A bankok állampapír-állományának alakulása az állampapír típusa szerint



Forrás: MNB

Fontos kiemelni, hogy a banki állampapír-állomány növekedése jellemzően két körhöz volt köthető: egyrészt a jegybanki kamatcsere-ügyleteket igénybe vevő hitelintézetekhez, másrészt pedig azokhoz a kis mérlegfőösszegű, de nagy fizetési forgalmat lebonyolító bankokhoz, amelyeknek fizetési forgalmuk fenntartása érdekében a kéthetes instrumentumból likvid eszközbe (állampapírba) kellett átcsoportosítaniuk forrásaik egy részét. Ez azt mutatja, hogy az önfinanszírozási program elemei érdemben hozzá tudtak járulni a banki állampapír-állomány emelkedéséhez. Kedvező fejlemény az is, hogy a hazai bankok az irányadó MNB-eszköz átalakítása után is a kéthetes instrumentumban (betétben) helyezték el fölös forintlikviditásukat, azaz nem csoportosították át egynapos (O/N) betétbe, ami a monetáris transzmisszió szempontjából előnyös, hiszen a kamatfolyosó alját jelentő egynapos instrumentum túlzott igénybevétele csökkentette volna a transzmissziós hatékonyságot.

Az önfinanszírozási program a hazai bankokra koncentrált, de az intézkedéseknek hatása van a nem hazai és a nem banki befektetőkre is. Az irányadó eszközökből kiszoruló külföldi befektetők előtt több alkalmazkodási lehetőség állt. Az egyik az volt, hogy a kéthetes kötvényben tartott forrásaikat más magyar eszközökbe (állampapír, hazai bankbetét) csoportosítják át, a másik pedig az, hogy a befektetésüket kiviszik az országból, mégpedig vagy swapjaik lezárásán keresztül, vagy pedig azonnali (spot) devizapiaci eladás keretében. A külföldiek MNB-kötvényállománya április elején csaknem 900 milliárd forintot tett ki, augusztus közepére pedig az irányadó eszköz átalakítása miatt lenullázódott. Ezzel párhuzamosan a szektor forint állampapír-állománya és banki forintforrás-állománya is számottevően bővült, azaz az MNB-kötvényből felszabaduló forintlikviditásuk nagyobbik részét továbbra is magyar forinteszközökbe fektethették a külföldi szereplők. Emellett azt tapasztaltuk, hogy az időszakban a külföldiek csökkentették a hazai bankokkal szemben fennálló swapállományukat is, a távozó tőke jelentős része ezen a csatornán hagyta el az országot, aminek a swapok jellegéből adódóan nem volt közvetlen árfolyamhatása. Mindenképp kedvező, hogy a jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján a felszabaduló forintlikviditásnak csak limitált része áramlott a spot devizapiacra, aminek így árfolyamgyengítő hatása vélhetően mérsékelt maradt, és nem volt számottevő a forintárfolyam szokásos volatilitásához képest.

A hazai nem-banki befektetők (befektetési alapok, biztosítók, nyugdíjpénztárok stb.) kezében április elején 535 milliárd forintnyi, az első jegybanki betéti tender előtti napon pedig 516 milliárd forintnyi MNB-kötvény volt, ennek nagy része befektetési alapoknál. Ezekből a számokból is látszik, hogy a szektor alkalmazkodása a betéti tenderek időszakra koncentrált, és nem volt egyenletes időbeli eloszlású. A belső és törvényi szabályozás miatt a szektor lehetőségei viszonylag korlátozottak az alkalmazkodásra, a kéthetes instrumentumban tartott forrásokat a nagy többség bankbetétbe vagy rövid futamidejű állampapírba (diszkont kincstárjegybe) tudta átcsoportosítani. Az MNB-kötvényállomány szempontjából leginkább releváns befektetési alapok egyedi szinten meghatározott limitjei a bank-

betét, az állampapír, illetve a repó esetében is kellő mozgásteret jelentettek, a jelenleg rendelkezésre álló adatok ugyanakkor arra utalnak, hogy az alkalmazkodás elsősorban bankbetétekre koncentrálódott.

Az önfelfinanszírozási program elindulásával párhuzamosan jelentősen csökkentek az állampapír-piaci hozamok, különös tekintettel a rövid lejáratú hozamokra. Ebben minden bizonnyal szerepe volt a nettó DKJ-kibocsátás csökkentése mellett az önfelfinanszírozási program állampapír-kereslet élénkítő hatásának is. Tény, hogy a betétesítés növelte a bankok, ezen belül is főként a jelentős fizetési forgalmat lebonyolító hitelintézetek keresletét a rövid állampapírok iránt, hiszen a betét helyett a jegybank számára elfogadható fedezetet kellett gyűjteni. Az egyéb hazai intézményi befektetők, elsősorban a befektetési alapok ugyancsak részben a rövid állampapír-piac felé fordulhattak az MNB-kötvények után, és bizonyos jelek arra utalnak, hogy ez a befektetői kör csak július végén, illetve augusztus elején kezdett érdemben alkalmazkodni. Elvileg ennek a kései alkalmazkodásnak is szerepe lehetett abban, hogy a szokásosnál erősebb volt a kereslet a rövid lejáratú diszkontkincstárjegyek iránt, ami pedig hozzájárulhatott a rövid lejáratú állampapírhozamok alapkamattól való elszakadásához. Miután az alkalmazkodási folyamat véges, így egy átmeneti időszakot követően normalizálódhat a helyzet, azaz mérséklődhet a jegybanki alapkamat és a rövid hozamok különbözete.

Konklúzió

Az önfelfinanszírozási koncepció áprilisi bejelentése óta négy hónap telt el, a kapcsolódó intézkedések azonban már éreztetik a hatásukat. A jegybanki kamatcsere eszköz és az irányadó instrumentum átalakítása fokozta a bankok állampapír-vásárlásait, aminek következtében a hazai pénzintézetek érdemben növelték állampapír-állományukat, és ezáltal csökkentették a magyar gazdaság külső sérülékenységét. Fontos hatás volt az is, hogy a bankok növekvő állampapír-kereslete és a jegybanki kamatcsere-eszköz kapcsolódó feltételei miatt csökkentek a hosszú lejáratú forint-hozamok, ami a kisebb adósságszolgálati költségeken keresztül hozzájárult az államadósság csökkenéséhez.

Augusztusig az NHP-számokkal korrigálva már 400 milliárd forinttal szűkült a jegybankmérleg részét alkotó kéthetes állomány. Amennyiben az idén lejáratú állami devizaadósságot az ÁKK teljes egészében forintforrásokból törlesztheti vissza, úgy tovább nőhet és a jegybankmérleget ténylegesen is szűkítheti ez az összeg. Miután a mérlegszűkítés az MNB-nek kamatmegtakarítást jelent, így az önfelfinanszírozási program összességében kis mértékben javíthatja a jegybanki eredményt. Indokolt kiemelni, hogy a betétesítés nem gyakorolt hatást a forint árfolyamának alakulására annak ellenére, hogy a külföldiek kiszorultak a jegybanki instrumentumból. Miközben a hazai bankok és a külföldiek már sikeresen alkalmazkodtak az új jegybanki eszköztárhoz, a befektetési alapok esetén a későn megindult alkalmazkodás befejeződése még várta magára.

Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2014. augusztus 28-án.

ⁱ A jegybanki eszköztár módosításairól bővebben lásd: Kolozsi Pál Péter: Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei. MNB szakmai cikk. 2014. június

ⁱⁱ Jelen cikk az önfelfinanszírozási koncepcióhoz kapcsolódó intézkedések tapasztalatait járja körül. Értékelésünkkor a jegybanki eszköztár átalakításához időben kapcsolódó, azaz a 2014. augusztus közepéig beérkezett, illetve rendelkezésre álló információkat, adatokat használtuk fel.

ⁱⁱⁱ Az MNB az egyes tenderek napjain nyilvánosságra hozza a tenderek legfontosabb paramétereit. Ezzel kapcsolatban további információ elérhető az alábbi oldalon:

http://www.mnb.hu/Moneteris_politika/mnbhu_eszkoztar/mnbhu_eszkoztar_tenderek/kamatcsere_ugyletek_tenderei

^{iv} Az ÁKK módosított 2014-es finanszírozási tervét az alábbi linken érheti el:

http://www.akk.hu/kepek/upload/2014/Finanszirozasi_kiadvany_2014_HUN.pdf

^v Erről részletesebben lásd Hoffmann Mihály interjút. Portfolio.hu, 2014. augusztus 15. „MNB: Nem a mi váltásunk küldte mélybe a forintot”

^{vi} A KESZ-egyenleg adatai a hóvégi állományokat tükrözik.