



**A MAGYAR NEMZETI BANK
MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁRA
A COVID-19 VÁLSÁG IDŐSZAKÁBAN:
LIKVIDITÁS, BIZTONSÁG, RUGALMASSÁG**



2020
M Á J U S



A Magyar Nemzeti Bank
monetáris politikai eszköztára
a COVID-19 válság időszakában:
likviditás, biztonság, rugalmasság

2020
MÁJUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

Tartalom

Vezetői összefoglaló	5
1. Bevezetés	7
2. A monetáris politikai eszköztár működése 2016 ősze és 2020 tavasza között – a mennyiségi korlátozás rendszere	8
2.1. A magyar bankrendszer strukturális likviditástöbblete	8
2.2. A mennyiségi korlátozás rendszerének működése	8
3. A koronavírus-járványhoz kapcsolódó válság hatása a monetáris politikai eszköztárakra	11
3.1. Hosszú lejáratú jegybanki hiteleszközök	11
3.2. Eszközvásárlási programok	12
4. A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai eszköztárának átalakítása a koronavírus-válságra reagálva	15
4.1. A monetáris politikai eszköztár átalakításának motivációi	15
4.2. Likviditás biztosítását szolgáló új elemek	17
4.2.1. Fedezeti kör bővítése nagyvállalati hitelekkel	17
4.2.2. A jegybanki partnerkör célzott kibővítése a befektetési alapokkal	18
4.2.3. Hosszú jegybanki hiteleszköz bevezetése	18
4.2.4. Alultartalékolás szankciójának felfüggesztése	19
4.3. A rövid futamidejű hozamok rugalmasabb alakítását lehetővé tevő eszközök	20
4.3.1. Egyhetes betét aktiválása	20
4.3.2. Kamatfolyosó szimmetrikussá tétele	21
4.4. Hosszú hozamokra ható eszközök bevezetése	22
4.4.1. Az NHP bővítése, az NKP és a preferenciális betét feltételeinek módosítása	22
4.4.2. Hosszú hiteleszköz és az eszközvásárlási programok elindítása	22
4.5. Rugalmas keretrendszer a jegybanki célok szolgálatában	24
Felhasznált irodalom	26

Vezetői összefoglaló

A koronavírus-járványból adódó gazdasági-pénzügyi válság rövid idő alatt a világgazdaság egészébe begyűrűzött. A válság kezelése érdekében a fiskális politikai és szabályozási intézkedések mellett a jegybankok is érdemi lépéseket tettek, amelyek közül kiemelkedik, hogy a minél szélesebb és rugalmasabb beavatkozás képességének megteremtése érdekében módosították és kiegészítették eszköztárukat.

A koronavírus-járvány által okozott pénzügyi turbulenciák 2020. március közepén már a hazai pénzügyi piacokon is éreztették hatásukat. A negatív pénzügyi és reálgazdasági következmények tompítására a Magyar Nemzeti Bank (MNB) is monetáris politikai eszköztárának átalakításáról döntött.

Az eszköztár átalakítását három cél indokolta: (1) az árstabilitás fenntartása és a pénzügyi stabilitás megőrzésével összhangban a bankrendszer és a pénzügyi piacok megfelelő likviditásának biztosítása, (2) a rövid hozamszintek rugalmasabb alakíthatósága a koronavírus okozta negatív pénzügyi következményekre reagálva, illetve, hogy (3) az MNB közvetlenül és minél több releváns piacon képes legyen az utóbbi években felértékelődött hosszú hozamok alakítására, befolyásolására. A likviditást érintő intézkedések keretében sor került a fedezeti kör nagyvállalati hitelekkel való bővítésére, a jegybanki partnerkör befektetési alapokkal történő célzott kibővítésére, a hosszú lejáratú jegybanki hiteleszköz bevezetésére, valamint az alultartalékolás szankciójának felfüggesztésére. Az operatív keretrendszer hatékonyabbá tételét, illetve a hosszú hozamok alakítását szolgálta egyrészt az egyhetes betét aktiválása és a kamatfolyosó szimmetrikussá tétele, másrészt pedig az NHP bővítése, az NKP és a preferenciális betét feltételeinek módosítása, illetve az eszközvásárlási programok elindítása.

A módosítások eredményeképp a monetáris politikai eszköztár rugalmasabbá vált. Az MNB monetáris politikai eszköztára immár a rövid hozamokra ható eszközök mellett a hosszú hozamokra ható eszközöket is tartalmaz, lehetővé téve ezáltal a hozamgörbe egészének monetáris politikai céloknak megfelelő alakítását.

A monetáris politikai eszköztár átalakításának lépései időrendben (2020. március-április)

Döntés	
2020. március 16.	Az 1, 3, 6 és 12 hónapos tenderek mellett, március 16-i döntésével az MNB aktiválta az 1 hetes futamidejű forintlikviditást nyújtó devizaswap eszközt a megfelelő szintű bankrendszeri likviditás biztosítása és a likviditási folyamatok simítása érdekében. Az 1 hetes tender március 17-től 27-ig napi rendszerességgel került meghirdetésre.
2020. március 17.	Március 17-i döntésével az MNB március 23-i hatállyal a fedezeti kör nagyvállalati hitelekkel való kiterjesztéséről döntött: a lépéssel a bankok rendelkezésére álló, fedezetként szabadon elfogadható eszközök állománya mintegy 2600 milliárd forinttal emelkedett befogadási értéken, érdemben növelve ezzel a bankok által potenciálisan elérhető likviditás nagyságát. A partnerkör tagjai a teljesítő nagyvállalati hiteleiket ajánlhatják fel fedezetként, a hitel futamidejére és devizanemére való tekintet nélkül. A befogadott hitelek esetében az MNB egységesen 30 százalékos haircutot alkalmaz.
2020. március 24.	A Monetáris Tanács 2020. március 24-i ülésén új, fix kamatozású fedezett hiteleszköz bevezetéséről határozott 3, 6 és 12 hónapos, valamint 3 és 5 éves futamidőkön. Az MNB a hitelt fix kamaton nyújtja, korlátlan likviditás mellett. Az eszköz első tenderére 2020. március 25-én került sor.
2020. március 24.	Ugyanezen az ülésén a Monetáris Tanács a hazai partnerkörbe tartozó, tartalékköteles hitelintézeteknek felmentést adott a tartalékkötelezettség nemteljesítésének jogkövetkezményei alól. A döntés azonnali hatályú, a kötelező tartalékokra vonatkozó előírást a 2020. márciusi tartalékperiódustól kezdve már szankció nélkül lehetséges nem teljesíteni. Az intézkedés bevezetésével a bankrendszeri szabadon felhasználható likviditás közel 250 milliárd forinttal növekedett.

2020. április 1.	Az MNB április 1-jén az egyhetes, jegybanki alapkamaton kamatozó betéti eszköz aktiválásáról döntött, majd egy héttel később, a Monetáris Tanács alábbi döntéseihez igazodva az eszköz kamatát a kamatfolyosón belül változtathatóvá tette.
2020. április 7.	A Monetáris Tanács a kamatfolyosót szimmetrikussá tette: a 0,9 százalékos alapkamat, illetve a -0,05 százalékos O/N betéti kamat változatlan szinten tartása mellett az O/N és az egyhetes fedezett hiteleszköz kamata 0,9 százalékról 1,85 százalékra emelkedett.
2020. április 7.	A Monetáris Tanács döntést hozott arról is, hogy az állampapírpiac stabil likviditási helyzetének megteremtése érdekében állampapír-vásárlási programot indít a másodlagos piacon, valamint a bankrendszer hosszútávú forrás-ellátottságának növelése céljából újraindítja jelzáloglevél-vásárlási programját.
2020. április 7.	2020. április 20-án a Monetáris Tanács döntése alapján az MNB elindítja a Növekedési Hitelprogram Hajrá elnevezésű konstrukciót, 1000 milliárd forinttal megemelve a jelenlegi keretösszeget. Az NHP fix konstrukcióból eddig fel nem használt 500 milliárd forinttal együtt az MNB 1500 milliárd forintnyi olcsó és stabil forrást biztosít a kkv szektor hitelezésére az összevont NHP Hajrá konstrukció keretében. A korábban érvényes 10 évről a refinanszírozási hitel maximális futamideje 20 évre került megemelésre, az egy kkv által elérhető maximális hitelösszeg pedig a korábbi 1 milliárd helyett 20 milliárd forint lehet.
2020. április 7.	A Monetáris Tanács arról is döntött, hogy a Növekedési Kötvényprogram 450 milliárd forintos keretösszege változatlan marad, viszont az egy vállalatcsoporttal szembeni maximális kitettség 20 milliárd forintról 50 milliárd forintra történő növelése elősegíti, hogy a vállalati szektor nagyobb mértékben támaszkodjon a bankhitelnek alternatívát jelentő forrásbevonási módokra. A programban vásárolható értékpapírok futamidejének 10 évről 20 évre való emelése pedig lehetőséget ad arra, hogy a vállalati szektor – az európai versenytársakhoz hasonlóan – fenntartható, stabil és hosszútávú finanszírozáshoz jusson.
2020. április 7.	A Monetáris Tanács döntése értelmében az NHP Hajrá és az NKP konstrukciók keretében kibocsátott többlet pénzmennyiséget az MNB változatlanul a preferenciális betéti eszközzel sterilizálja. 2020. május 4-től 2021. június végéig átmenetileg a preferenciális betét sávos kamatozásúvá válik. Az NHP Hajrá és az NKP konstrukciók keretében megvalósuló, 2020. április 7-e utáni hitel- illetve kötvényállomány-növekedésre az MNB az alapkamatnál magasabb, 4 százalékos kamatot fizet.
2020. április 30.	Az MNB 2020. április 30-án több, egymást kiegészítő döntést hozott annak érdekében, hogy a jegybanki eszköztár minél szélesebb köre álljon a befektetési alapok rendelkezésére. Egyrészt a Növekedési Kötvényprogram és az állampapír-vásárlási program partnerkörében helyet kaptak a 10 legnagyobb, magyarországi székhellyel rendelkező befektetési alapkezelő által kezelt nyilvános és nyílt végű értékpapíralapok, másrészt a befektetési alapok számára minden futamidőn elérhetővé vált a fedezett jegybanki hitelfelvétel, harmadrészt a jegybank az elfogadható fedezetek körét kibővítette a forintban denominált értékpapír és ingatlanalapok befektetési jegyeivel.

1. Bevezetés

A 2019 telén felbukkant SARS-CoV-2 koronavírus 2020 tavaszán az egész világot elérő járvánnyá (COVID-19) eszkalálódott és évtizedek óta nem tapasztalt egészségügyi vészhelyzetet okozott. A közegészségügyi kihívásokra az államok a határok lezárásával, valamint azonnali és tömeges korlátozó intézkedésekkel reagáltak. Hamar egyértelművé vált, hogy a társadalmi kontaktusok minimalizálására épülő intézkedések a modernkori történelemben nem látott gazdasági megtorpanást okoznak majd, ami azonnali és jelentős gazdaságpolitikai beavatkozást indokol. Bár Magyarországot maga a járvány nem érintette olyan súlyosan, mint sok nyugat-európai vagy tengerentúli államot, de a magyar gazdaság nyitottságából adódóan a magyar gazdaságpolitika is érdemi hatású lépések megtételéről döntött.

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) működésének minden elemében reagált a járványhelyzetből adódó bizalmi és gazdasági válságra. Jelen kiadvány az MNB monetáris politikai eszköztárát érintő intézkedéseket ismerteti, rámutatva a 2020 márciusa és májusa közötti jegybanki lépésekre, amelyek a releváns piacok és futamidők tekintetében kivételesen széleskörű beavatkozási lehetőséget biztosítanak az MNB számára.

Kiadványunkban a 2016 és 2020 közötti időszak mennyiségi korlátozási rendszerének bemutatása után röviden ismertetjük a koronavírus-járványra adott nemzetközi jegybanki lépéseket, különös tekintettel az amerikai Federal Reserve (Fed) és az Európai Központi Bank (EKB), valamint az eszközvásárlási programokat elindító kelet-közép-európai jegybankok gyakorlatára. Ezt követően felvázoljuk a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai eszköztárának 2020 tavaszi átalakítását, azzal a céllal, hogy megvilágítsuk és bemutassuk az egyes eszközök bevezetésének indokait és az eszköztár elemei közötti összefüggéseket.

2. A monetáris politikai eszköztár működése 2016 ősze és 2020 tavasza között – a mennyiségi korlátozás rendszere

2.1. A MAGYAR BANKRENDSZER STRUKTURÁLIS LIKVIDITÁSTÖBBLETE

A magyar bankrendszert strukturális likviditástöbblet jellemzi, a bankok érdemi likviditást tartanak rövid lejáratú jegybanki betétekben. A magyar bankrendszert strukturális likviditástöbblet jellemezte már a válságot megelőző időszakban is, ugyanakkor ez általánosságban jellemző a kis nyitott gazdaságokra. A likviditástöbblet a külső forrásbevonások (mint pl. devizaforrás, vagy EU-források) jegybanki átváltásának likviditásbővítő hatását tükrözi, amelyet a készpénzállomány bővülésének likviditásszűkítő hatása csak részben ellensúlyoz. A likviditástöbblet mindig valamilyen jegybanki betétben kerül lekötésre, így jellemzően betétoldali jegybanki instrumentum kamatán keresztül megy végbe a monetáris transzmisszió. A likviditás kiemelten magas szintje egészen 2015-ig jellemezte a hazai bankrendszert. 2015-ben ugyanakkor egyrészt a lakossági devizahitelek forintosításának, másrészt az Önfelfinanszírozási programnak, illetve az állami devizalejáratok forintból történő megújításának hatására csökkenni kezdett a likviditás. A két jegybanki program alatt a korábbi 5000-6000 milliárd forintos szintről összességében mintegy 4000 milliárd forinttal apadt a bankrendszeri likviditás szintje, de a strukturális likviditástöbblet ezt követően is fennmaradt. A magyar bankrendszer likviditása 1000-2000 milliárd forint között ingadozott az utóbbi években, a likviditás szerkezete ugyanakkor a 2016-ban bevezetett mennyiségi korlátozás rendszerében érdemben átalakult. A likviditás szerkezetét tekintve csökkent az alapkamathoz kötött jegybanki betétek használata, míg jelentős mennyiségű banki likviditás áramlott az egynapos (O/N) jegybanki betétbe.

2.2. A MENNYISÉGI KORLÁTOZÁS RENDSZERÉNEK MŰKÖDÉSE

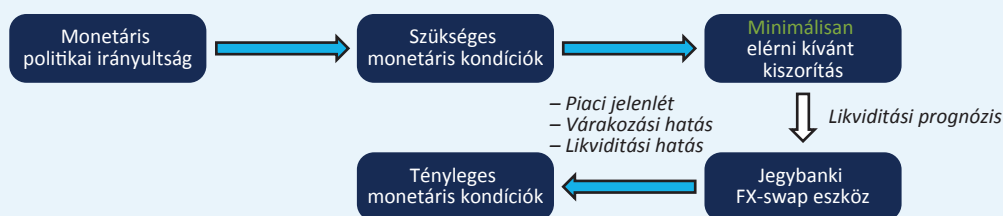
A mennyiségi korlátozás rendszerében az alapkamaton kamatozó jegybanki betétekből kizorított likviditás a pénzpiacokon megjelenve biztosította a laza monetáris kondíciók fenntartását. A laza monetáris kondíciók mellett való elköteleződés a jegybanki eszköztár oldaláról a mennyiségi korlátozás keretrendszerének bevezetését jelentette 2016 ősztől. A mennyiségi korlátozás a banki többletlikviditás szerkezetének megváltoztatását célozta, amely végső soron az akkori irányadó eszköz, a három hónapos jegybanki betét állományának csökkenését, valamint a jegybanki egynapos betét (O/N betét) emelkedését eredményezte („kiszorítási hatás”). Az alapkamaton kamatozó jegybanki betétekből kizorított likviditást a bankok az alapkamaton kamatozó preferenciális betétben is elhelyezhették, amely ugyanakkor korlátozott, feltételhez kötött sterilizációs eszköz. Emellett az alapkamaton le nem kötött likviditás a bankközi- és állampapír-piacon is „kereshette a helyét”, ahol a többletlikviditás megjelenése a hozamok csökkenése irányába hatott.¹ A mennyiségi korlátozás céljait támogatta a kamatfolyosó több lépésben megvalósult átalakítása is, amelynek eredményeként a kamatfolyosó aszimmetrikussá vált: ebben az időszakban az alapkamat jelentette a kamatfolyosó tetejét, míg az egynapos betéti kamat negatív tartományba került.

A mennyiségi korlátozás működtetése a bankrendszeri likviditás aktív alakítását feltételezte, amelyhez az MNB célzott finomhangoló eszközöket vezetett be. A mennyiségi korlátozás keretrendszere a bankközi likviditás nagyfokú bizonytalansága miatt szükségessé tette a likviditási pályára közvetlenül ható, finomhangoló eszközök bevezetését. A túlzott mértékű bankközi likviditás lekötésére alapkamaton kamatozó egyhetes betéti eszköz került bevezetésre. A betéti eszköz használatára a mennyiségi korlátozás működtetése alatt nem került sor, mivel a likviditási sokkok alapvetően a likviditás szűkítése irányába mutattak. A negatív (likviditásszűkítő) likviditási sokkok kezelésére egyhetes, egyhónapos és háromhónapos, majd 2017 márciusától hat és tizenkét hónapos futamidejű, forintlikviditást nyújtó, forint/euro swapeszközökkel bővült az

¹ Erről lásd bővebben: Kolozsi-Horváth (2020)

eszköztár (Koloszi-Hoffmann, 2016). A jegybanki swapeszköz használatára már 2016 októberében sor került és a jegybank azóta is aktívan, heti tenderek keretében alkalmazza az eszközt. A jegybanki swapállomány érdemi felépülését követően már a pozitív (likviditásbővítő) likviditási sokkok is kezelhetővé váltak a swapeszközzel, a swapállomány csökkentésével.

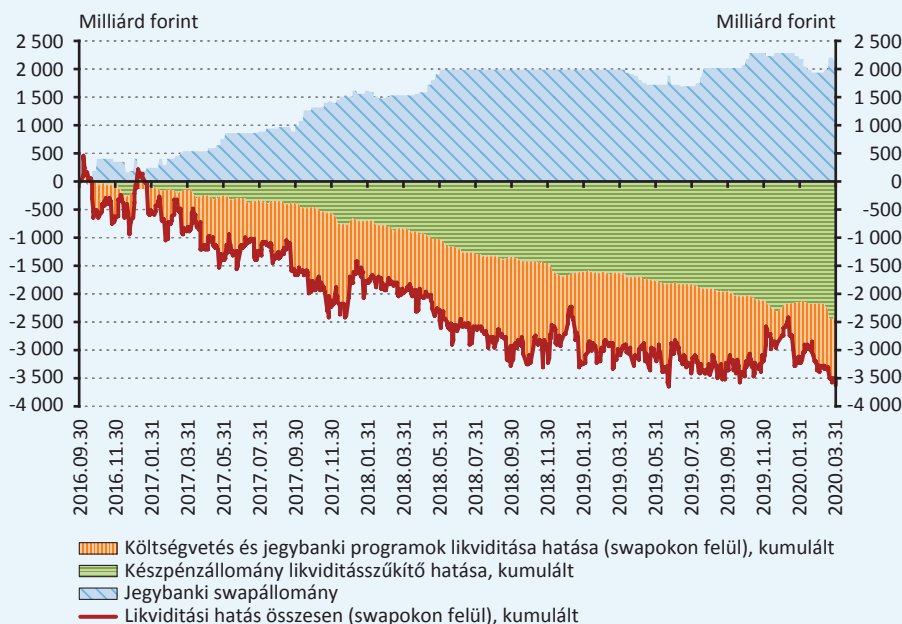
1. ábra
A mennyiségi korlátozás sematikus ábrája



Forrás: Hoffmann-Koloszi (2019).

A jegybanki swapállomány felépülésével az MNB ellensúlyozni tudta az egyéb likviditásra ható tényezők likviditáscsökkentő hatását. A jegybanki swapállomány 2020 márciusára 2000 milliárd forintos szintet ért el (2. ábra). A swapeszköz használata nélkül az egyéb, likviditásra ható tényezők nagyságrendileg ekkora mértékű likviditáscsökkenést eredményeztek volna. A likviditásra ható tényezők közül a legnagyobb trendszerű likviditási hatása a készpénzállománynak volt, amely mintegy 2000 milliárd forinttal emelkedett a mennyiségi korlátozás bevezetése óta, azaz ceteris paribus ekkora mértékben szívott el likviditást a bankrendszerből.

2. ábra
Az autonóm tényezők és a jegybanki programok likviditási hatása, valamint a jegybanki swapállomány alakulása, 2020. márciusig

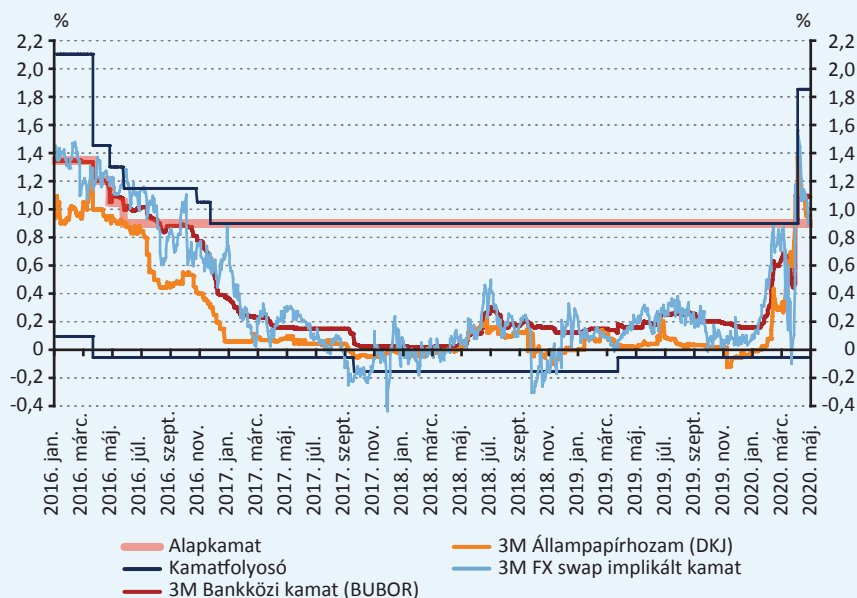


Forrás: MNB.

A mennyiségi korlátozás elérte célját, a rövid hozamszintek 2016 és 2020 között érdemben mérséklődtek, és tartósan fennmaradtak a laza monetáris kondíciók. A mennyiségi korlátozás egyik fő célja további hozamcsökkenés elérése volt a rövid lejáratúkon, amely hozzájárul a gazdasági növekedéshez az árstabilitás megvalósulása mellett. A rövid lejáratú hozamszintek már a mennyiségi korlátozás rendszerének bevezetésekor, illetve annak bejelentésekor gyorsan csökkenni kezdtek, majd valamennyi kitüntetett részpiacon tartósan a kamatfolyosó alsó felében tartózkodtak a mennyiségi korlátozás

időszakának érdemi részében. A mennyiségi korlátozás bevezetését követően a pénzügyi és hiteltermékek árazása szempontjából kiemelten fontos éven belüli hozamok valamennyi releváns piacon érdemben csökkentek, jelentősen elszakadtak az alapkamattól és 2017 közepére gyakorlatilag a kamatfolyosó alsó tartományába kerültek. A 3 hónapos swaphozam átmenetileg negatív tartományba is került. A mennyiségi korlátozás aktív likviditásmenedzsmenttel történő működtetése tehát eredményesnek bizonyult.

3. ábra
A rövid hozamok alakulása a mennyiségi korlátozás bevezetése óta



Forrás: MNB.

3. A koronavírus-járványhoz kapcsolódó válság hatása a monetáris politikai eszköztárakra

A koronavírus-járványból adódó gazdasági-pénzügyi válság 2020 tavaszán rövid idő alatt a világ gazdaság egészébe begyűrűzött, a koronavírus szinte leállította a világ gazdaságát. A gazdasági válság első hullámát a globális ellátási láncok felbomlása okozta, majd a bevezetett intézkedések újabb és újabb iparágakat sodortak kritikus helyzetbe, ami bizalmi válság kialakulásához vezetett. A SARS-CoV-2 vírusnak a nyugati fejlett világban, azaz kiemelten Európában és az Egyesült Államokban való megjelenésével a gazdasági hatások felerősödtek és közvetlenül is érzékelhetővé váltak. Az érintett országok által hozott sorozatos intézkedések következtében 2020 március közepére az ipari termelés, valamint a szolgáltatói szektor jelentős része leállt. Ennek eredményeként a vírus egyszerre okozott keresleti és kínálati sokkot Európa egészében.

A válság kezelése érdekében a vezető és régiós jegybankok is érdemben módosították eszköztárukat, az átalakítások minden esetben a nagyobb rugalmasság irányába történő elmozdulást jelentettek. Mivel a válság kirobbanása elsősorban likviditási problémákat okozott, így a jegybanki eszköztárak az esetek többségében rövid és hosszú futamidőre történő hitelnyújtással, valamint a nyíltpiaci műveletek keretében végrehajtott eszközvásárlásokkal egészültek ki. Jelen összefoglalóban ezeket a lépéseket mutatjuk be vázlatosan.

3.1. Hosszú lejáratú jegybanki hiteleszközök

Az Európai Központi Bank (EKB) létező refinanszírozási eszközeinek kiterjesztésével, fedezeti körének bővítésével, valamint a rendelkezési állás jelleggel bevezetett pandémiás hiteleszközzel biztosítja a bankok megfelelő forrásellátottságát. A válságkezelő intézkedések keretében egyrészt egy új hosszú futamidejű refinanszírozási eszköz (LTRO)² került bevezetése, másrészt lazított a korábban elindított célzott hosszú futamidejű refinanszírozási eszköz (TLTRO III)³ feltételein. A lazítás eredményeképp a bankok a korábbinál még kedvezőbb, -0,5 százalékos, de amennyiben a hitelezés egy bizonyos küszöbértéket meghalad akár -1 százalékos kamattal juthatnak forráshoz. Az előbbi segítségével a bankok három hónapra juthattak likviditáshoz, amely egy azonnali áthidaló megoldást jelentett a TLTRO III következő, júniusi tenderéig. A TLTRO III feltételeinek könnyítése elsősorban azon tagországok banki hitelezését hivatott támogatni, amelyek a leginkább érintettek a koronavírus-járvány terjedésében. Kiemelt célként került továbbá meghatározásra a kis és középvállalatok forrásellátottságának megerősítése, valamint a korábbi hitelezési dinamika fenntartása. Ezeket kiegészítve 2020 április végén kibővítésre került a hitelek mögé bevonható fedezeti eszközök köre, valamint bevezették a pandémiás vészhelyzeti refinanszírozási eszközt (PELTRO)⁴. Ez utóbbi elsősorban abban jelent különbséget a többi refinanszírozási művelethez képest, hogy a bankok a rendelkezésre álló fedezetük mértékig tudnak kedvező áron forráshoz jutni anélkül, hogy ez bármilyen hitelezéshez kapcsolódó feltételhez lenne kötve.

A Federal Reserve (Fed) hiteleszközeinek alkalmazásával a gazdasági szereplők széles köre, köztük közvetetten a vállalatok juthatnak hosszú futamidejű likviditáshoz. Közvetlen hiteleszközökkel az Egyesült Államokban hazai bankok tudnak forráshoz jutni. Ilyennek tekinthető a Fed egyik legfontosabb monetáris politikai eszköze, a rövid futamidejű fedezett hitel (*discount window*), amelynek maximális futamideje 90 napra került meghosszabbításra, valamint az elsődleges forgalmazók számára létrehozott hiteleszköz (PDCF)⁵. Ezek mellett a Fed a külföldi jegybankok számára dollárt biztosít FX-swap megállapodásokon és a FIMA repo eszközön keresztül. A bankok minkettől a bevonható fedezetük mértékéig vehetik

² Longer-term Refinancing Operations

³ Targeted Longer-term Refinancing Operations

⁴ Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations

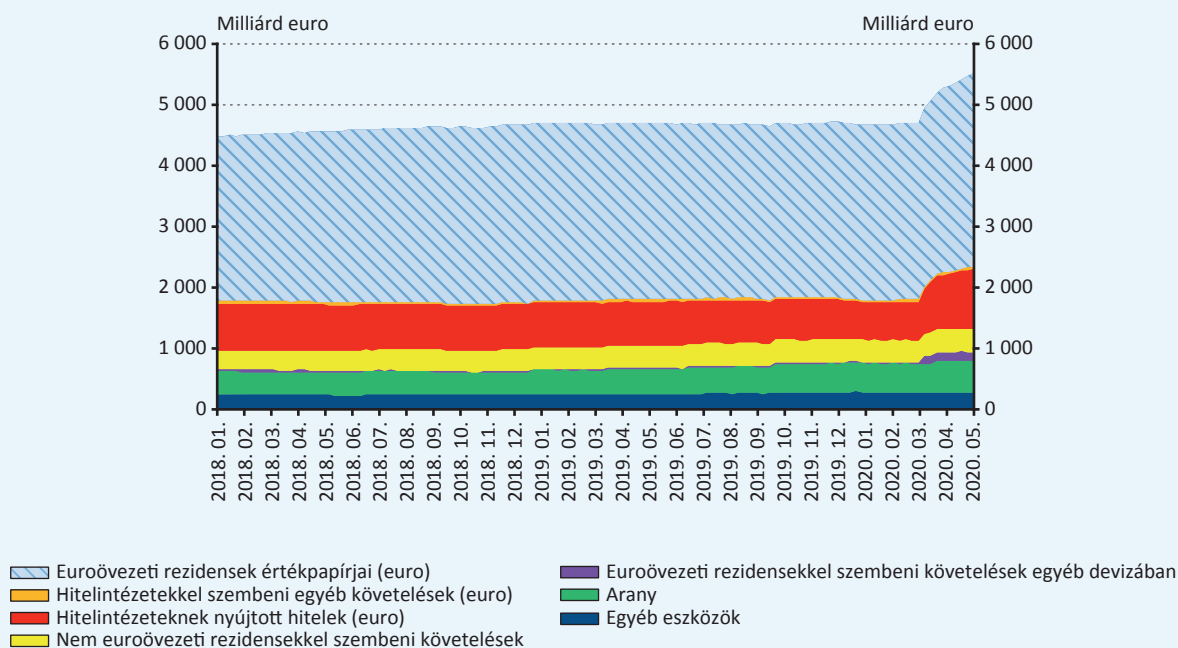
⁵ Primary Dealer Credit Facility

igénybe. Ezekkel szemben a közvetett hiteleszközök célja a nem-banki szereplők hitelezése, amely törvényi sajátosságok miatt speciális célú gazdasági egységeken keresztül valósul meg. Összesen három facilitás került bevezetésre, amelyek segítségével a pénzügyi befektetési alapok (MMLF)⁶, az elsődleges kibocsátóknál számlát vezető vállalatok (TALF)⁷, valamint a fizetésvédelmi programban résztvevő vállalatok (PPPLF)⁸ juthatnak likviditáshoz.

3.2. Eszközvásárlási programok

Az EKB márciusban jelentette be a 2019 szeptemberben újraindított eszközvásárlási program keretösszegének felemelését (az idei évben addicionális 120 milliárd euro), valamint az átmeneti pandémiás vészhelyzeti vásárlási program bevezetését. Az átmeneti pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP)⁹ keretében az EKB 2020 végéig összesen 750 milliárd euró értékben vásárol értékpapírokat. A vásárolható eszközök köre megegyezik a korábbi eszközvásárlási program esetében vásároltakkal. Az államkötvények esetében a vásárlásokat illetően továbbra is a tőkekulcsok az irányadók, ugyanakkor az EKB kommunikációjában többször is kiemelte, hogy a vásárlások során maximális rugalmasságot alkalmaznak, azaz a vásárlások átmeneti jelleggel eltérhetnek a tőkekulcsok szerinti vásárlástól. A program keretében vásárolt mennyiségeket az EKB saját honlapján heti rendszerességgel publikálja. Az eszközvásárlási programok és a különböző likviditásnyújtó eszközök eredményeként az EKB mérlegfőösszege március eleje óta több mint 800 milliárd euróval, 5500 milliárd euróra emelkedett (4. ábra).

4. ábra
Az EKB mérleg eszköz oldalának alakulása



Forrás: EKB.

⁶ Money Market Mutual Fund Liquidity Facility

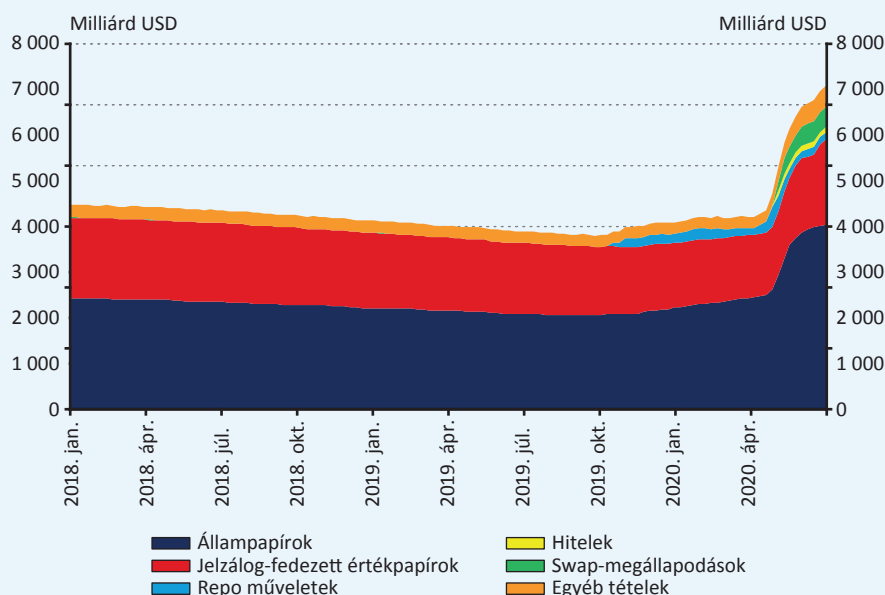
⁷ Term Asset-Backed Securities Loan Facility

⁸ Paycheck Protection Program Liquidity Facility

⁹ Pandemic Emergency Purchase Programme

A Fed közvetlen és közvetett eszközvásárlási programjaiba a hagyományos eszközosztályok mellett az önkormányzati és vállalati értékpapírok széles köre, valamint az újonnan folyósított és értékpapírosított hitelek is bevonásra kerültek. Közvetlen vásárlások az amerikai állampapírok, illetve a jelzálogfedeztetű-értékpapírok esetében történtek. Az állampapír-vásárlási program újraindítása ugyanakkor finomhangolásként is értékelhető tekintettel arra, hogy a repó piacon jelentkező feszültségek enyhítésre érdekében a Fed már korábban megkezdte a vásárlásokat. Ezzel szemben a közvetett eszközvásárlások keretében a nem-szövetségi állam által kibocsátott, vagy garantált értékpapírokat vásárol a Fed. Az elsődleges piaci vállalati kötvény-eszköz (PMCCF)¹⁰ és az önkormányzati likviditási eszköz (MLF)¹¹ használatával a Fed vállalati kötvényeket és önkormányzati adósságpapírokat vásárolhat a kibocsátóktól, míg a rövid lejáratú értékpapírosított hitel-finanszírozási program (CPFF)¹² és a másodpiaci vállalati hiteleszköz (SMCFF)¹³ alkalmazásával lehetővé vált a vállalati adósságpapírok másodpiacon történő vásárlása. Ezek mellett bevezetésre került egy olyan komplex eszközvásárlási program is¹⁴, amely alkalmazásával a Fed a meghatározott paraméterű, újonnan folyósított vállalati hiteleket vásárolhat meg a kereskedelmi bankoktól. A Fed eszközvásárlási programjainak további részletei honlapjukon található. Az eszközvásárlási programok és a bevezetett hiteleszközök felhasználásának eredményeként az Fed mérlegfőösszege május végére meghaladta 7000 milliárd dollárt (5. ábra).

5. ábra
A Fed mérlegének alakulása eszközoldali bontás szerint



Forrás: Federal Reserve

¹⁰ Primary Market Corporate Credit Facility

¹¹ Municipal Liquidity Facility

¹² Commercial Paper Funding Facility

¹³ Secondary Market Corporate Credit Facility

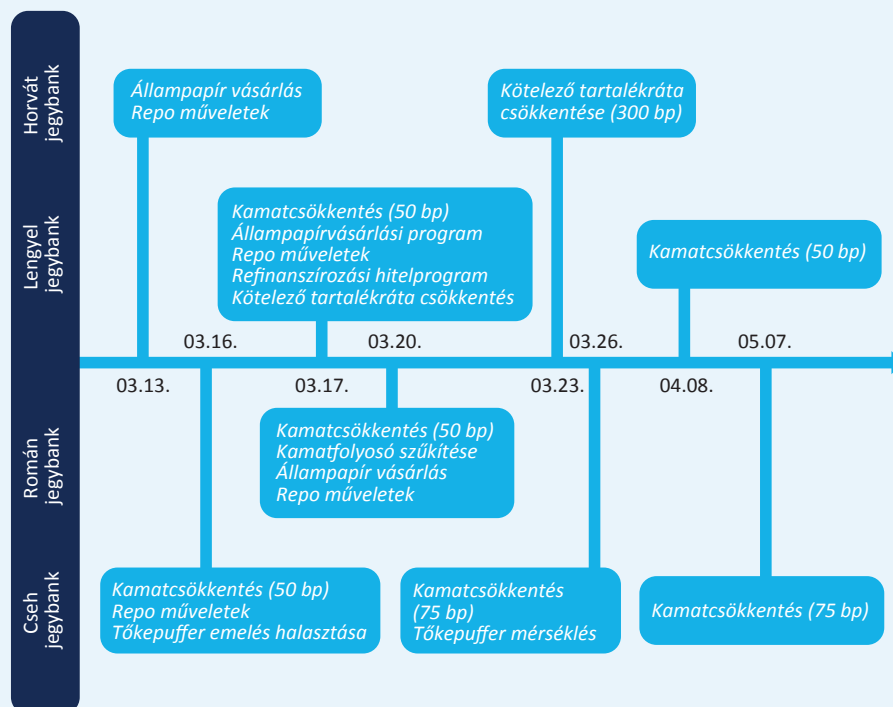
¹⁴ Main Street Lending Program

Eszközvásárlási programok a kelet-közép-európai régióban

A koronavírus-járvány okozta pénzügyi-gazdasági válsághoz kapcsolódó monetáris politikai lépések részeként a globális jegybankok mellett a feltörekvő országok is egyre nagyobb számban hirdettek eszközvásárlási programokat. Régióinkban az önálló monetáris politikával rendelkező országok közül Lengyelország, Románia és Horvátország is eszközvásárlásba kezdett.

A régiós országok közül elsőként Horvátországban lépett a jegybank, amely 2020. március 13. óta eseti jelleggel vásárol állampapírt. A lengyel jegybank 2020. március 17-én jelentette be, hogy nagy volumenű kötvényvásárlási programot fog végrehajtani. Ezt követően a vásárlások rendszeressé váltak. Romániában a jegybank 2020. március 20-i kamatdöntő ülésén jelentette be, hogy egyedi mérlegelés alapján állampapírokat fog vásárolni a másodpiacon, májusi közleménye alapján pedig több alkalommal is történt vásárlás. A cseh jegybank egyelőre nem kezdett ugyan eszközvásárlásokba, de április közepén a jegybank megkapta az ehhez szükséges törvényi felhatalmazást.

6. ábra
A régiós jegybankok fontosabb intézkedései



Forrás: jegybankok honlapjai

4. A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai eszköztárának átalakítása a koronavírus-válságra reagálva

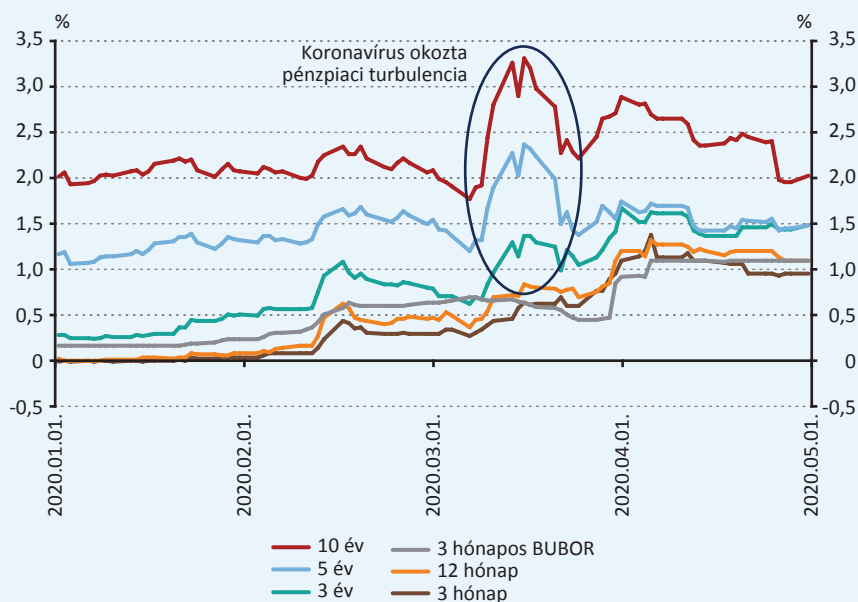
A Magyar Nemzeti Bank mandátuma az árstabilitás elérése és fenntartása, a pénzügyi stabilitás megőrzése, valamint a Kormány gazdaságpolitikájának támogatása. Az utóbbi hónapokban kiemelt feladattá vált a koronavírus okozta negatív reálgazdasági és pénzügyi következmények tompítása, illetve a gazdaság újraindításának támogatása. Az MNB a felmerülő kihívásokra koordinált és célzott lépéssorozattal reagált, átalakította és kibővítette monetáris politikai eszköztárát. A változtatások lehetővé teszik, hogy az MNB a monetáris politikai szempontból fontos részpiacokon célzottan és rugalmasan biztosítsa a szükséges mértékű likviditást és alakítsa ki a megfelelő monetáris kondíciókat.

4.1. A MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁR ÁTALAKÍTÁSÁNAK MOTIVÁCIÓI

A koronavírus-járvány által okozott pénzügyi turbulenciák 2020. március közepére a hazai pénzügyi piacokon is éreztették hatásukat. Több részpiacra, így a devizapiac azonnali, határidős és devizacsere (FX-swap) szegmensén, illetve az állampapírpiacon is romlott a likviditási helyzet. A március 9-i héten a forint állampapírpiacon hozamok emelkedésnek indultak. A 2020. március 12-i kötvénnyaukciókat követően a 3 és 5 éves hozamok több mint 100 bázisponttal emelkedtek. Az állampapírpiacon mellett az FX-swappiacon is tapasztalható volt a likviditás érdemi beszűkülése, valamint a devizaszerzés megnehezülése, ami az implikált forinthatamok esésében volt tetten érhető (dollár-, valamint eurohiányt jelezve). Mindezt a forint árfolyamának gyengülése és a kockázati felár mutatók emelkedése kísérte. A pénzügyi volatilitás, a hozamok emelkedése a globális kockázatkerülés felerősödésével a feltörekvő piacokra összességben jellemző volt.

7. ábra

Az állampapírpiacon benchmark hozamok és a 3 hónapos bankközi hozam alakulása

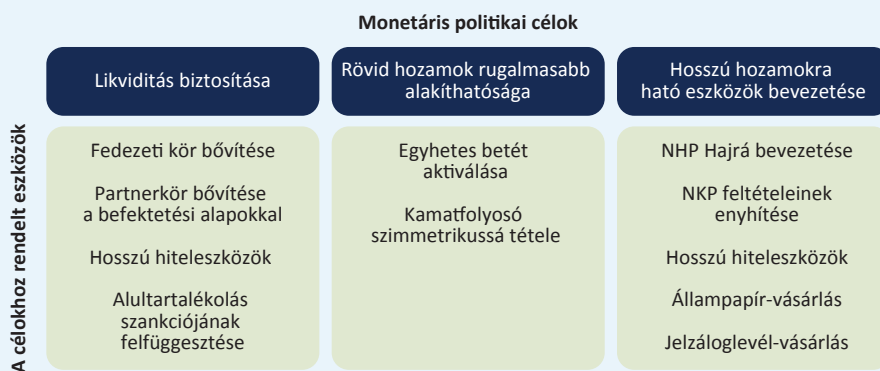


Forrás: MNB, ÁKK

A koronavírus-járvány okozta negatív pénzügyi és reálgazdasági következmények tompítására az MNB átalakította monetáris politikai eszköztárát, kialakítva ezzel a rugalmas reagálás képességét a kiemelten releváns piacokon és a hozamgörbe egészén. Az eszköztár átalakítását az alábbi makrogazdasági és pénzügyi stabilitási célokat egyaránt szolgáló motivációk vezették:

- 1. Likviditás biztosítása.** A krízis kezdeti szakaszában kialakult pénzügyi turbulencia szükségessé tette, hogy az MNB ne csak rövid (éven belüli), hanem hosszabb futamidőn is képes legyen likviditást nyújtani a bankrendszernek, valamint a pénzpiac további szereplőinek.
- 2. A rövid hozamok alakításának rugalmasabbá tétele.** A kialakult bizalmi válság és a kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság a rövid hozamokra ható operatív keretrendszer felülvizsgálatát is indokoltá tette. A hozamok valamennyi futamidőn már 2020. februárban emelkedésnek indultak – a hosszú hozamok emelkedése ugyanakkor átmenetinek bizonyult, miközben a rövid oldalon fennmaradtak a kamatfolyosó aljától érdemben elszakadó hozamszintek. Március közepétől a pénzügyi válsághangulattal összefüggésben további hozamemelkedésre került sor. Nyilvánvalóvá vált, hogy a pénzügyi piacok stabilizálódásához nagyobb rugalmasságra és mozgástérre van szükség a rövid hozamok megfelelő alakítása érdekében.
- 3. Hosszú hozamok szerepének felértékelődése és hosszú hozamokra ható eszközök bevezetése.** Az utóbbi években Magyarországon érdemben felértékelődött a hosszú hozamok monetáris politikai jelentősége a kormányzat és az MNB célzott programjainak hatására.¹⁵ A hosszú hozamok jelentőségét igazolja Magyarországon, hogy a háztartási hitelállományban egyre nagyobb arányt tesznek ki a hosszabb kamatperiódusú és fix kamatozású hitelek. Mindez azt jelenti, hogy az inflációs cél eléréséhez a jegybanknak a korábbinál közvetlenebb módon is képesnek kell lennie a különböző részpiacok hosszú hozamainak befolyásolására. A koronavírus-járvány az inflációs kilátások javulása ellenére a hosszú hozamok emelkedését okozta. A hozamgörbe hosszú végének emelkedése ugyanakkor ellentétes az MNB monetáris politikai céljaival. Mindez szükségessé tette azt, hogy a jegybank a hosszú hozamok lejjebb szorítása, a hozamgörbe laposítása céljából ezeken a futamidőn is célzott eszközöket vezessen be.

8. ábra
Monetáris politikai célok és a célokhoz rendelt eszközök 2020. márciustól



Forrás: MNB.

¹⁵ Kiemelten: Önfinszírozási program, Növekedési Hitelprogram, Növekedési Kötvényprogram, a fogyasztóbarát és a fix kamatozású lakossági hitelek népszerűsítése, valamint a lakossági állampapírprogram

4.2. LIKVIDITÁS BIZTOSÍTÁSÁT SZOLGÁLÓ ÚJ ELEMEN

4.2.1. Fedezeti kör bővítése nagyvállalati hitelekkel¹⁶

Az MNB a bankközi likviditás hosszú távú biztosítása érdekében a fedezeti kör több lépcsőben történő kibővítése mellett döntött. A koronavírus-járvány okozta piaci turbulencia kezelésére a világ vezetői jegybankjai több intézkedést hoztak 2020 elején, amelyek többek között kiterjedtek a kamatkondíciók mérséklésére, az eszközvásárlási programok újraindítására és a bankközi likviditás bővítésére. A megfelelő mértékű likviditás biztosítása kiemelten fontos a különböző részpiacok működésének fenntartása, valamint a hitelcsatornák beszűkülésének elkerülése érdekében. Korábban az MNB az értékpapírok széles körét elfogadta fedezetként,¹⁷ a fedezeti kör azonban nem terjedt ki egyéb eszközökre. A bankok tulajdonában lévő fedezetképes értékpapírok összege 8000 milliárd forint körül alakult március végén, eloszlása azonban egyenlőtlen volt a bankok között. Az EKB által 2012 óta formalizáltan követett gyakorlat azt mutatja (lásd a keretes írást), hogy a nagyobb vállalatok követelése kisebb hitelkockázatot hordoznak magukban. A hazai nagyvállalati forint és devizahitel-állomány hozzávetőleg 3700 milliárd forint. A 70 százalékos befogadási mértékből adódóan¹⁸, ezen hitelek befogadásával a potenciálisan elérhető likviditás mintegy 2600 milliárd forinttal bővült. A hitelkockázatok mérlegelése után az MNB a nagyvállalati követelések definícióját az 1 milliárd forint feletti fennálló tőketartozással rendelkező, magyar jog alatt szerződött hitelkövetelésekre terjesztette ki. A lépés következtében a fedezetbe adható követelések köre így további 800 milliárd forint körüli összegben bővült.¹⁹

Az EKB nagyvállalati követelések kapcsán követett gyakorlata

A hitelkövetelések (vagyis banki kölcsönök) az eurorendszer által elfogadott fedezetek egyre érdemibb részét képviselték a 2008-as válság után az elmúlt évek hitelműveleteiben az Európai Központ Bank gyakorlatában. Így a hitelkövetelések biztosítékként, fedezetként történő felhasználása során alkalmazott technikák és eljárások fontos elemeivé váltak az euróövezet monetáris politikájának végrehajtási mechanizmusában. A hitelkövetelés-fedezettel kapcsolatos eljárások azonban általában összetettebbek, mint a szabályozott piacokon vagy az eurorendszer által elfogadott más piacokon forgalmazható, forgalomképes értékpapírok esetében.

Az EKB a COVID-19-járvány okozta turbulencia hatására a 2011 végén kialakított követelésbefogadási keretrendszer (ACC) kibővítéséről döntött 2020. április 7-én.²⁰ Kiszélesítette azon követelések körét, melyet fedezetképesnek ítél meg, és egyszerűsítette a hozzáférést és riportálást a partnerközi szereplők részére, valamint felemelte egy bankcsoporton belül a fedezetbe adott, nem biztosított hitelkövetelések lehetséges arányát 2,5-ről 10 százalékra. Újra befogadásra ítélte a görög kibocsátású értékpapírokat. A befogadási mértéket egységesen 80 százalékra emelte fel. Mindemellett lépéseket tett azért, hogy nem csupán nagyvállalati, de kisebb vállalatok hitelkövetelése is elfogadható fedezetet jelentsenek a monetáris politikai műveletek során a bankközi likviditás biztosításáért és a vállalati hitelezési dinamika fenntartásáért a krízis időszaka alatt.

¹⁶ Lásd az MNB 2020. március 23-i sajtóközleményét.

¹⁷ Ideértve a hagyományosnak tekinthető állampapír fedezeteken túl a jelzálogleveleket, valamint az OBA, BEVA és a vállalati kötvényeket.

¹⁸ Lásd a fedezetértékelési dokumentumot az alábbi linken: <https://www.mnb.hu/letoltes/az-mnb-altal-elfogadott-fedezetek-eseteben-2020-marcius-23-tol-alkalmazott-kockazatkazelesi-parameterek.pdf> (hatályos 2020. március 23-tól május 11-ig). Később kiegészült még egyéb kategóriákkal.

¹⁹ A bővítés következtében a nagyvállalati követelések 1 milliárd forint alatti részével ugyan csökkent a fedezeti kör, de ezt több mint kétszer meghaladja az 1 milliárd feletti addicionális követelések halmaza követelések halmaza. Lásd az MNB 2020. május 11-től hatályos üzleti feltételeit: <https://www.mnb.hu/letoltes/uzleti-feltetelek-20200511.pdf>

²⁰ Lásd az EKB 2020. április 7-i közleményét.

4.2.2. A jegybanki partnerkör célzott kibővítése a befektetési alapokkal²¹

Az MNB a válságkezelés jegyében több, egymást kiegészítő döntést hozott annak érdekében, hogy a jegybanki eszköztár minél szélesebb köre álljon a befektetési alapok rendelkezésére. A forgalomban lévő befektetési jegyek 2020. március végén 7190 milliárd forintot képviseltek. A magyar lakosság tulajdonában lévő állomány március végén meghaladta a 3500 milliárd forintot, így pénzügyi stabilitási tekintetben a szektor kiemelt jelentőségű. A befektetési alapok szerepéhez illeszkedve így egyrészt helyet kaptak az állampapír-vásárlási program és a Növekedési Kötvényprogram partnerkörében a 10 legnagyobb, magyarországi székhellyel rendelkező befektetési alapkezelő által kezelt nyilvános és nyílt végű értékpapír-alapok. Másrészt a befektetési alapok számára elérhetővé vált a fedezett jegybanki hitelfelvétel. Harmadrészt a jegybank az elfogadható fedezetek körét kibővítette a forintban denominált értékpapír- és ingatlanalapok befektetési jegyeivel.

A befektetési alapok a hosszabb futamidejű fedezett hitelekhez közvetetten, partnerközi hitelintézet közvetítésével, vagy közvetlenül, saját fedezet zárolásával is hozzáférhetnek. 2020. május 4-étől kezdődően a 3, 6 és 12 hónapos futamidők mellett a befektetési alapok a 3 és 5 éves futamidőket is igénybe vehetik a jegybanki fedezett hiteltendereken, míg a hitelt az alapok a lejárat előtt bármikor visszafizethetik.²² A hitelhez minden nyilvános, nyíltvégű befektetési alap hozzáfér, amely nem minősül átruházható értékpapírok kereskedelmével foglalkozó befektetési vállalkozásnak (ÁÉKBV). Hozzáférésük banki közvetítéssel, és közvetlenül is megvalósul. A közvetett hitelfelvétel az alapkezelő számlavezető bankján keresztül valósulhat meg, a befektetési alap egy hazai hitelintézet fedezetét használhatja, amennyiben erről megállapodik egy partnerközi hitelintézettel. Második lépcsőben közvetlen fedezett hitel felvételére is lehetőség nyílt az érintett befektetési alapok számára.

Az NKP-ban és az állampapír-vásárlásban a 10 legnagyobb befektetési alapkezelő által kezelt nyilvános és nyílt végű értékpapír alapok vehetnek részt. A 2020. május 4-én indult állampapír-vásárlási programban az állampapír-piacon meghatározó szerepet játszó bankok mellett a jelentősebb befektetési alapkezelőkön keresztül a befektetési alapok is részt vehetnek. Az MNB a 10 legnagyobb, magyarországi székhellyel rendelkező befektetési alapkezelő által kezelt nyilvános és nyílt végű értékpapír alapok számára tette lehetővé a programokban való részvételt. A jegybanki állampapír aukción egy alapkezelő értékpapíronként 3 általa kezelt alap nevében adhat be összevont ajánlatot, és az alapok az egyedi, nem-aukciós vásárlások során is a potenciális ügyfélkör részét képezik. A Növekedési Kötvényprogramban eszközölt módosítások hatására szélesebb potenciális finanszírozói kör jelenhet meg a vállalati kötvény aukciókon, ami hozzájárulhat a kibocsátások sikeréhez, ezáltal is növelve a vállalati kötvénypiac likviditását.

A befektetési jegyek fedezeti elfogadása tovább bővíti a partnerközi bankok fedezetbe adható követeléseinek körét. Az MNB úgy módosította Üzleti feltételeit, hogy a jegybanki műveletek körében elfogadható fedezetek köre kibővült a nyílt végű, nyilvános, forintban denominált, pénzügyi, likviditási, kötvény és ingatlan alapok befektetési jegyeivel. Az alapok eszközeinek függvényében az alkalmazott haircutok 5 és 60 százalék között kerültek rögzítésre.²³ Így összességében az elfogadható fedezetek befogadási értéke közel 1400 milliárd forinttal emelkedett. Csak a monetáris politikai partnerkörbe tartozó hitelintézetek zároltathatják fedezetként a tulajdonukban levő befektetési jegyeiket, maguk a befektetési alapok nem.

4.2.3. Hosszú jegybanki hiteleszköz bevezetése²⁴

A 2020 elején kialakult pénzügyi feszültségek enyhítésére az MNB március 24-én bevezette a fix kamatozású, legfeljebb 5 éves futamidejű jegybanki fedezett hiteleszközt. A koronavírus-járvány miatt kialakult pénzügyi turbulencia enyhítésére a jegybank több, a jegybanki eszköztárhoz kapcsolódó intézkedést jelentett be. Ennek keretében a korábban is aktívan alkalmazott forintlikviditást nyújtó swapeszköz mellett a banki likviditáskezelést tartósan, a hosszabb lejáratokon segítő, valamint a releváns pénzügyi piacok stabil működéséhez is hozzájáruló hosszú lejáratú, maximálisan 5 éves futamidejű, fix

²¹ Lásd az MNB 2020. április 30-án kiadott sajtóközleményét.

²² Lásd a 2020. május 27-től hatályos Tájékoztatót befektetési alapok részére: <https://www.mnb.hu/letoltes/tajekoztato-fedezetthitel-befalapok-20200521.pdf>

²³ Lásd az MNB hatályos haircut-tábláját az MNB honlapján.

²⁴ Lásd az MNB 2020. március 24-i sajtóközleményét.

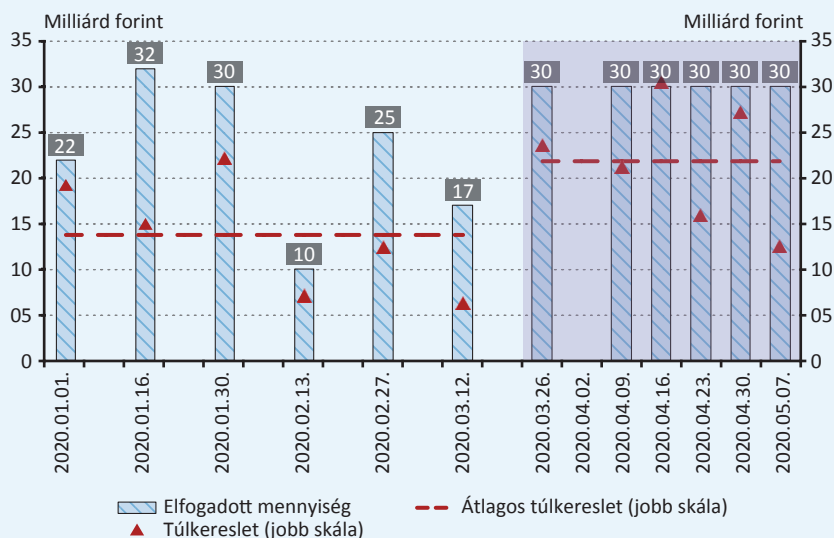
kamatozású, legalább jegybanksi alapkamaton kamatozó fedezett hiteleszközt vezetett be. A hiteleszköz a 3-6-12 hónapos, illetve 3 és 5 éves futamidőkkel került bevezetésre.

Május végére közel 1000 milliárd forint hosszú likviditáshoz jutott a bankrendszer a fedezett hiteleszközön keresztül. A hosszú hiteltenderen szerzett jegybanksi forrást két oldalról is hasznosíthatják a bankok: egyrészt hosszú futamidejű, fix kamatozású eszközökbe fektethetik, másrészt javíthatják forrásszerkezetüket a fix kamatozású hitellel. A hosszú hiteleszköz így több tekintetben is támogathatja a bankrendszer mérlegét, míg az eszközvásárlások révén nem csupán a bankrendszer likviditását segíti az eszköz, hanem jótékony hatással van a teljes hozamkörnyezetre is. A jegybank május végéig már közel 1000 milliárd forint hosszú futamidejű forrást nyújtott a bankrendszer részére az új eszköz keretében. Az eszköz fix kamatozású, összhangban az MNB egyéb hosszú futamidejű eszközénél is érvényesített monetáris politikai és makroprudenciális szempontokkal.

A hiteltenderek eddigi tapasztalatai

A hiteltenderek meghirdetése óta az ÁKK aukcióin mérséklődtek a hozamok és emelkedett a kereslet, elsősorban az 5 éves futamidőn. Az ÁKK aukciós naptára a hosszú hiteltenderek meghirdetése után a 3-5 éves futamidejű kötvények esetében heti rendszerességgé alakult. A hároméves futamidőn az átlaghozamok a tenderek meghirdetésével párhuzamosan mérséklődtek, a kereslet enyhén emelkedett. Az ötéves futamidőn a kereslet február végén és március elején rendkívül visszafogottan alakult, a kereslet egyes aukciókon nem érte el a meghirdetett mennyiséget. A hiteleszköz bevezetését követően az átlagos túlkereslet emelkedett (9. ábra)

9. ábra
ÁKK 5 éves államkötvény aukciói 2020 során



Forrás: ÁKK.

4.2.4. Alultartalékolás szankciójának felfüggesztése²⁵

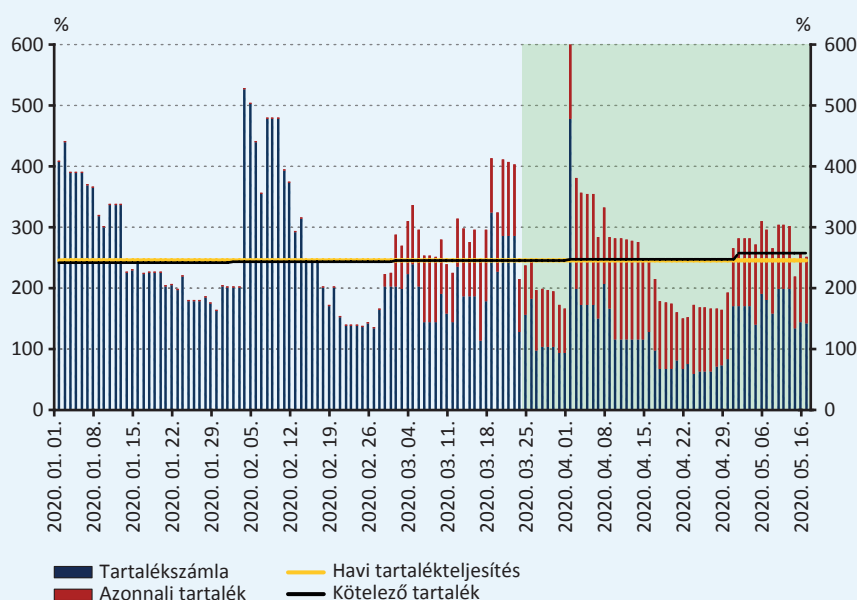
A jegybank 2020. március 24-én a hazai partnerek köré tartozó, tartalékköteles hitelintézeteknek felmentést adott a tartalékkötelezettség nemteljesítésének jogkövetkezményei alól. A döntés azonnali hatályú volt, a kötelező tartalékokra vonatkozó előírást a 2020. márciusi tartalékperiódustól kezdve már szankció nélkül lehetségessé vált nem teljesíteni. Az intézkedés bevezetésével így a bankrendszeri szabadon felhasználható likviditás közel 250 milliárd forinttal növekedett.

²⁵ Lásd az MNB 2020. március 24-i közleményének utolsó bekezdését.

2020 márciusában, a COVID-19 járvány miatt induló pénzügyi turbulencia miatt ennek a könnyítésnek a bankrendszer és államháztartás számára egyaránt nagy jelentősége volt. A kezdeti sokk tompításán túl azonban középtávon is könnyítést jelenthet a bankok számára a kötelező tartalékolás felfüggesztése, miközben a pénzforgalmi elszámolási rendszerek változatlan biztonsággal működnek tovább.

A bankrendszer likviditáskezelése márciusban átstrukturálódott a kötelező tartalék felfüggesztése, illetve az azonnali elszámolási rendszerhez történő banki alkalmazkodás révén. Az azonnali fizetési rendszer 2020 március eleji bevezetése óta - a fizetési forgalom folyamatos, szünet nélküli lebonyolítására - a bankok a tartalékszámuk mellett az azonnali elszámolási számlájukon is nagyobb egyenleget tartanak, ami a hitelintézetek rövid távú likviditáskezelésének egyik eszköze is egyben. A kötelező tartalék elhelyezésével kapcsolatos szankció március 24-i felfüggesztése ezt a gyakorlatot nem változtatta meg, mivel a bankok részére a jegybank a kötelező tartalék aktuális mértékéig továbbra is a jegybanki alapkamatot fizeti a tartalékszámra és az azonnali tartalék összegére egyaránt. A bankok a korábbi kötelezettség átlagos mértéke alá is csökkenthetik pénzforgalmi számlaegyenlegeiket, a tartalékkötelezettségen felüli egyenlegekre azonban továbbra is a korábbi, túltartalékolásra vonatkozó kamatláb a mérvadó.²⁶ Az intézkedésnek megfelelően a tartalékszámra egyenlege lecsökkent, illetve egyenlegének egy része az azonnal számlán került elhelyezésre. A két egyenleget a jelenlegi keretrendszerben együtt vizsgálva stabilnak tekinthetjük (10. ábra).

10. ábra
A partnernéző bankok tartalékteljesítése, 2020. január-május



Megjegyzés: A havi szezonális az eszköz havi átlagolási mechanizmusa okozta korábban.

Forrás: MNB.

4.3. A RÖVID FUTAMIDEJŰ HOZAMOK RUGALMASABB ALAKÍTÁSÁT LEHETŐVÉ TEVŐ ESZKÖZÖK

4.3.1. Egyhetes betét aktiválása

Az MNB 2020. április 1-jén aktiválta az egyhetes betéti eszközt, amely kitüntetett szerepet tölt be a banki likviditás leköltésében és ezáltal fontos szerephez jut a monetáris transzmisszióban. Az egyhetes jegybanki betét a jegybanki eszköztár része volt a mennyiségi korlátozás 2016 őszi bevezetése óta, amikor az eszközhöz rendelt cél még a kiszorított likviditás mértékének finomhangolása volt (alkalmazására ugyanakkor a mennyiségi korlátozás működtetése alatt nem került sor).

²⁶ Ennek mértéke jelenleg az O/N betéti kamat – 15 bázispont.

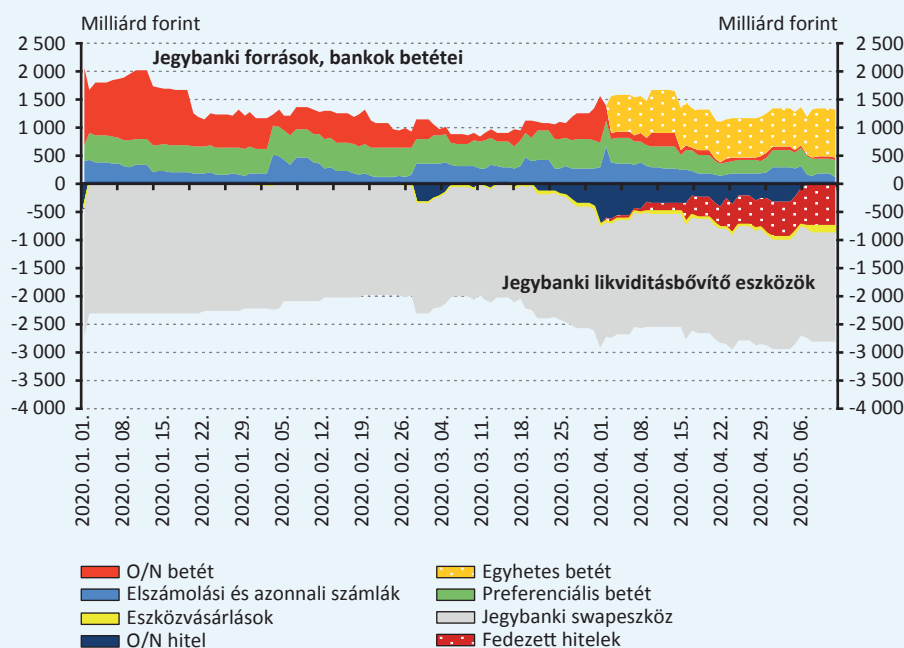
A 2020 tavaszától már nincs szó a likviditási pálya finomhangolásáról, hanem a bankok likviditáskezelésének támogatása céljából került sor az eszköz aktiválására, majd a bankok egyik legfőbb sterilizációs eszközévé lépett elő. A bankok az eszköz aktiválását követően alapkamaton helyezhették el egyhetes betétet a jegybanknál, ugyanakkor a Monetáris Tanács döntése értelmében az egyhetes betét kamata a kamatfolyosón belül eltérhet az alapkamattól, akár felfelé, akár lefelé.²⁷

Az egyhetes betéti tenderek eddigi tapasztalatai

Az MNB heti rendszerességgel hirdeti meg a betéti tendert, az első tenderre 2020. április 2-án került sor. A bankok által elhelyezett likviditás mértéke az első tendereken 655 és 842 milliárd forint között alakult, az eszköz iránti kezdeti kereslet tehát bőségesnek tekinthető. Az új sterilizációs eszköz bevezetésével párhuzamosan érdemben csökkent az O/N betétben megjelenő bankrendszeri likviditás mértéke. Az egyhetes betétben lekötött likviditás a jegybank likviditásnyújtó eszközeinek (hosszú lejáratú fedezett hitel, eszközvásárlások) hatását jól tükrözi, miközben az egyéb autonóm tényezők likviditási hatása is lecsapódik az eszköz használatában.

11. ábra

A bankok jegybanki betétei és a jegybank likviditásbővítő eszközei



Forrás: MNB.

4.3.2. Kamatfolyosó szimmetrikussá tétele

A Monetáris Tanács 2020. április 7-én a kamatfolyosó szimmetrikussá tételéről döntött, amely rugalmasságot ad a monetáris transzmisszió rövid lejáratokon történő megvalósulásához. A mennyiségi korlátozás keretrendszerében a kamatfolyosó többszöri változtatásának eredményeként az alapkamat jelentette a kamatfolyosó tetejét (lásd a 2. fejezetet). Ez összhangban volt a monetáris politikai irányultsággal, a laza monetáris kondíciók fenntartásával. A megváltozott pénzügyi környezet ugyanakkor szükségessé tette, hogy az MNB felfelé is rugalmasan alakíthassa a rövid kamatokat. Miközben az egynapos betéti kamatláb, változatlanul, -0,05 százalékon, az alapkamat pedig 0,9 százalékon maradt, az egynapos

²⁷ Lásd az egyhetes betétről szóló közleményt az MNB honlapon: A Magyar Nemzeti Bank rendszeres, alapkamat melletti, egyhetes betéti tendert hirdet, 2020. április 1.

hitel, valamint az egyhetes fedezett hitel kamatát a korábbi – alapkamattal megegyező szintről – 1,85 százalékra emelte a jegybank. Így újra az alapkamat jelenti a kamatfolyosó közepét a korábbi, aszimmetrikus kamatfolyosót követően.²⁸

4.4. HOSSZÚ HOZAMOKRA HATÓ ESZKÖZÖK BEVEZETÉSE²⁹

4.4.1. Az NHP bővítése, az NKP és a preferenciális betét feltételeinek módosítása

Az MNB 2020 áprilisában döntött a Növekedési Kötvényprogram átalakításáról és a Növekedési Hitelprogram Hajrá elindításáról, a programokkal a jegybank a hazai vállalati szektor finanszírozását támogatja. A hazai kis- és középvállalkozások számára kedvező források biztosítása érdekében a jegybank 2020. áprilisában 1500 milliárd forintos keretösszeggel elindította a Növekedési Hitelprogram Hajrá (NHP Hajrá) elnevezésű konstrukciót, amely keretében olcsó és stabil forrást biztosít a kkv-szektor hitelezéséhez. Az NHP Hajrá konstrukció legfontosabb paraméterei tekintetében megegyezik az NHP korábbi szakaszaival, tehát az MNB 0 százalékos kamattal mellett biztosít refinanszírozási forrást a hitelintézeteknek, amelyet azok maximum 2,5 százalékos kamattal mellett hitelezhetnek tovább kkv-nak. Az NHP Hajrá elindítása mellett a hazai vállalati szektor további támogatása érdekében az MNB módosította kötvényszerzési programjának fontosabb paramétereit. A Növekedési Kötvényprogram (NKP) keretében 2020. április 7-ét követően az MNB egy vállalatcsoporttal szembeni maximális kitettsége 20 milliárd forint helyett 50 milliárd forintra emelkedett, illetve a megvásárolható értékpapírok futamideje 10 évről 20 évre módosult. Az MNB intézkedései támogatják, hogy a vállalati szektor stabil és hosszútávú finanszírozáshoz jusson.

Az NKP és NHP Hajrá konstrukcióban történő részvétel ösztönzésére az MNB bővítette és sávossá kamatozásúvá alakította a programokhoz kapcsolódóan igénybe vehető preferenciális betéti eszközt. A preferenciális betéti eszköz 2019 márciusától kezdődően az NHP fix és a Növekedési Kötvényprogramból adódó többletlikviditás alapkamaton történő sterilizálására szolgál, ugyanakkor az MNB a megújult Növekedési Kötvényprogramban, illetve az NHP Hajrá konstrukcióban történő részvétel ösztönzésére a preferenciális betét kamatát sávossá alakította. A betéti eszköz így 2020 májusától 2021. június végéig a megújult NKP és NHP Hajrá konstrukciókban történő részvételhez kapcsolódóan már 4 százalékos kamatszint mellett érhető el.

4.4.2. Hosszú hiteleszköz és az eszközvásárlási programok elindítása

A megfelelő likviditás biztosítása tekintetében is kiemelten fontos hosszú hiteleszköz 3 és 5 éves futamideje révén a hozamgörbe középső szakaszának jegybanki befolyásolását is lehetővé teszi. A hosszú hiteleszköz monetáris politikai transzmisszióban betöltött szerepe kiemelkedő a hozamgörbe szinte teljes szakaszán. Az eszköz fix kamatozása összhangban van az MNB más eszközeivel és a prudenciális szempontokkal. Az eszköz részletesebb bemutatása a 4.2.3 alfejezetben található.

A Monetáris Tanács 2020. április 7-én döntött a jegybanki eszközvásárlások, azaz az állampapír- és a jelzáloglevél-vásárlási programok elindításáról. A kockázatkerülés koronavírus-járvány miatti felerősödése a hazai piacok likviditására is kedvezőtlen hatással volt, a volatilitás érdemben nőtt, a hosszú hozamok emelkedtek. Az MNB ezért 2020 tavaszán a rövid hozamokat célzó intézkedések mellett hosszú oldali intézkedéseket is bevezetett. Az MNB ezzel a hozamgörbe rövid oldalán olyan hozamszintet alakít ki, amely biztosítja a pénzügyi és gazdasági folyamatok stabilitását, miközben a hosszú oldali kondíciók lazításával, a hozamgörbe meredekségének csökkentésével hozzájárul ahhoz, hogy minden gazdasági szereplő olcsó és kiszámítható finanszírozáshoz tudjon jutni.

Az MNB állampapír-vásárlási programja „védőháló” szerepet tölt be, célja a monetáris transzmisszió javítása. A jegybank a Monetáris Tanács április 28-i közleménye alapján addig folytatja az állampapír-vásárlásokat, ameddig azt a koronavírus-járvány miatti gazdasági és pénzügyi fejlemények indokolják. Az MNB az állampapír-vásárlásokkal rövid időn belül elérte a kitűzött célokat, a programot a jegybank alapvetően válságkezelő programnak tekinti.

²⁸ Lásd a Monetáris Tanács 2020. április 7-i üléséről szóló közleményt.

²⁹ A kapcsolódó intézkedések szintén a Monetáris Tanács 2020. április 7-i ülésén történtek.

Az MNB állampapír-vásárlási programjának stratégiai paraméterei illeszkednek a vezető jegybankok gyakorlathoz. A globális jegybankok évek óta zajló programjait követve idén több kisebb fejlett ország, valamint egyes régiós országok jegybankjai is eszközvásárlási programot indítottak. A kelet-közép-európai régió országai közül Lengyelországban, Romániában és Horvátországban kezdtek eszközvásárlásba a jegybankok, és Csehországban is felmerült az állampapír-vásárlások elindításának lehetősége. A magyar állampapír-vásárlási program hozzáadott értéke abból adódik, hogy miközben szervesen illeszkedik a jegybanki eszköztár többi eleméhez, lehetővé teszi a monetáris kondíciók befolyásolását a hozamgörbe egészén. A program stratégiai paramétereinek megfelelően a vásárlások a forintban denominált, fix kamatozású állampapírokra terjednek ki, azzal a kitételrel, hogy az egyes értékpapír-sorozatok esetében a megvásárolható mennyiség felső korlátja, az EKB gyakorlatával összhangban, az állomány 33 százaléka. A jegybanki vásárlások minden olyan futamidőre kiterjedhetnek, amit a hatékony monetáris transzmisszió elősegítése, illetve az állampapírpiac likviditásának támogatása indokolhat. Összhangban a vonatkozó hazai és európai uniós szabályozással az MNB állampapír-vásárlásai a másodlagos piacon történnek aukciókon, illetve bilaterális ügyletek keretében. A programban a piaci aktivitás tekintetében legfontosabb bankok mellett befektetési alapkezelők is bevonásra kerültek a minél szélesebb partnerkör elérése érdekében.

A jelzáloglevél-piac a monetáris transzmisszió, a hitelezési folyamatok, valamint a pénzügyi stabilitás szempontjából is kiemelt jelentőséggel bír. Az MNB 2018-ban ezért indította el az első jelzáloglevél-vásárlási programját, amely hatékonyan csökkentette a piaci hozamokat és kedvező kondíciókat teremtett az elsődleges piaci kibocsátásoknak. A kezdeményezés sikerét mutatja, hogy a program keretében a bankok összesen 548 milliárd forint névértékben bocsátottak ki jelzálogleveleket, amelyből az MNB vásárlásai 256 milliárd forintot tettek ki. A program 2018 december végi kivezetése óta mérsékelt forgalom és emelkedő felárak voltak láthatók az elsődleges piacon. Az általános kondíciók 2020 tavaszán érdemben romlottak. A nemzetközi és hazai piacokon felerősödő kockázatkerülő hangulat a likviditás drasztikus csökkenésével és az árjegyések volatilitásának növekedésével járt együtt, ami jegybanki beavatkozást indokolta.

Az állampapír-vásárlási program bejelentése után érdemben csökkent a hozamfelár

Az első két állampapír-vásárlási aukción bőséges volt a kínálat, amely mellett az MNB egyedi, bilaterális ügyletek keretében is vásárolt állampapírokat. Az MNB 2020. május 5-én és május 12-én tartott állampapír-vételi aukcióján összesen 211 milliárd forint ajánlat érkezett a piaci szereplők részéről, ami bőséges keresletnek tekinthető. Ebből az MNB 75 milliárd forintos mennyiséget fogadott el, sorozatonként úgy alakítva az elfogadást, hogy az megfeleljen a vásárlásra meghirdetett papírokból a piacon kint lévő állományok arányának. A 2020. május 5-én indult vásárlások kezdete óta május közepéig összesen 119 milliárd forintnyi állampapír került az MNB tulajdonába. Az állampapír-állomány átlagos hátralévő futamideje 11,6 év, a papírok 12 százalékának hátralévő futamideje 5 és 10 év közé esik, míg 88 százalék esetében meghaladja a 10 évet. A program bejelentése óta a hosszú hozamok csökkentek, nőtt az átlagos piaci forgalom és javult a piaci likviditás. A hozamfelárak a német és lengyel papírokhoz képest mintegy 50 bázisponttal mérséklődtek.

Az újraindított jelzáloglevél-vásárlási program keretében az MNB fix kamatozású, forintban kibocsátott, legalább egy éves hátralévő futamidejű jelzálogleveleket vásárol az elsődleges és másodlagos piacon. A piac likviditásának mélyítése és transzparenciájának növelése érdekében további feltételként került meghatározásra, hogy csak nyilvánosan forgalomba hozott, a Budapest Értéktőzsen jegyzett jelzáloglevelek kerülhettek be a programba. A programra mind az öt jelzálogbank jelentkezett, ezzel a monetáris transzmisszió erősítése a teljes piacon lehetővé vált. A másodpiac vásárlások 2020. május eleji megkezdését követően az MNB hatékonyan csökkentette a piac hozamokat, kedvező kondíciókat teremtve ezzel az elsődleges piaci kibocsátásoknak.

Az állampapír-, valamint a jelzáloglevél-vásárlási programok szervesen illeszkednek az MNB monetáris politikai eszköztárának többi eleméhez. A fedezett hiteleszköz aktív használata kiegészíti az MNB május 4-én elindított eszközvásárlási programját. A hosszú hozamok jelentősége érdemben nőtt az utóbbi években, amiből adódóan a monetáris transzmisszió erősítése is kiemelten fontos jegybanki céllá vált a hozamgörbe hosszabb szegmenseiben. A jegybanki eszköztár szélesítése hozzájárul ahhoz, hogy az MNB hatékonyabban legyen képes reagálni a tőkepiaci folyamatokra és mérsékelje a hozamszintek volatilitását.

A jegybanki swapeszköz továbbra is a jegybanki eszköztár aktívan alkalmazott elemét képezi

Az MNB által 2016 őszén bevezetett forintlikviditás-nyújtó swapeszközének fő célja az volt, hogy a likviditásszűkítő sokkokat az MNB kezelje és ezáltal biztosítsa a célul kitűzött, kizorított likviditási szint elérését. Az MNB a koronavírus-járványra reagálva több rövid, illetve hosszú futamidejű eszközt vezetett be, melyekkel képes a likviditást bővíteni. Ezzel együtt több szempont szól az FX-swap eszköz aktív alkalmazása mellett:

- Az FX-swappiac likviditása és széleskörű felhasználhatósága miatt kiemelt jelentőséggel bír a monetáris politika megvalósítása során. Az FX-swappiac súrlódásoktól mentes működésének kitüntetett szerepe van a kamattranszmissziós mechanizmus hatékony működése tekintetében. Az FX-swappiac fontos szerepet játszik, mivel a BUBOR árjegyzők több tényező mellett az FX-swap piaci árakat is figyelembe veszik, illetve az arbitrázs-tevékenységen keresztül az FX-swappiaci és a bankközi hitel/betét piac szorosan összefügg.
- Az MNB a folyamatos swappiaci jelenlétével a swappiaci hozamokat, azon keresztül a többi forinthozamot is képes befolyásolni.
- Az FX-swap eszköz deviza fedezet melletti hitel nyújtását jelenti. Az MNB elfogad a fedezett hiteleszközei során egyes devizaeszközöket (pl. deviza állampapírok, vállalati hitelek), devizabetétet (likviditást) azonban nem, így az FX-swapok ebből a szempontból kiegészítik a jegybanki fedezett hiteleket.

Az MNB már korábbi szakmai kommunikációjában egyértelművé tette, hogy a swapállomány változása önmagában nem tekinthető irányadónak a monetáris politikai irányultság szempontjából (Virág-Kolozsi, 2020). A koronavírus-járványra reagálva kialakított eszköztárban a swapállomány szerepe átalakult, hiszen a jegybank nem határoz meg negyedéves kizorítási célértéket. A swapállomány változása immár nem a kizorításban, hanem az egyhetes betéti eszköz iránti keresletben csapódhat le, az instrumentum jelentősége ugyanakkor továbbra is kiemelt, amit jól mutat, hogy az MNB heti FX-swap tenderei az átalakítás ellenére rendszeresen megrendezésre kerülnek.

4.5. RUGALMAS KERETRENDSZER A JEGYBANKI CÉLOK SZOLGÁLATÁBAN

Az eszköztár átalakítása lehetővé teszi, hogy az MNB a monetáris politikai szempontból fontos részpiacokon célzottan tudjon beavatkozni, a rövid és hosszú szegmenseken egyaránt. Ahogy az eddigi részekben bemutattuk az MNB számos ponton módosította, kibővítette eszköztárát mind a rövid, mind a hosszú hozamokra ható eszközökre vonatkozóan. A változtatások lehetővé teszik, hogy az MNB a számára fontos részpiacokon és különböző futamidő szegmenseken célzottan tudjon likviditást nyújtani és befolyásolni a monetáris kondíciókat.

A fenti módosítások eredményeképp a monetáris politikai eszköztár rugalmasabbá vált. A 2016 őszétől alkalmazott keretrendszernek fontos eleme volt a kizorított likviditásra vonatkozó negyedéves célszint kitűzése, illetve annak elérése. A nem alapkamaton kamatozó kizorított likviditás (az O/N betét és a túltartalékolás összege) mint operatív célváltozó az egyhetes betét bevezetésével jelentőségét veszítette. Az átalakult eszköztárban, a legrövidebb, egynapos, illetve 3 hónapos futamidő közti hozamgörbe szakaszon a hozamok az egyhetes betét kamatához igazodnak.

A rövid hozamokra ható eszközök mellett az MNB eszköztára az NHP és az NKP mellett a hosszú hozamokra ható új eszközöket is tartalmaz, ami lehetővé teszi a hozamgörbe egészének monetáris politikai céloknak megfelelő alakítását. Az MNB először hosszú, fedezett hiteleszközöket vezetett be, majd elindította eszközvásárlási programjait. A hosszú hozamokra ható eszközök szervesen illeszkednek az MNB monetáris politikai eszköztárának többi eleméhez. Az eszközvásárlásokat az MNB az egyhetes betétben sterilizálja, így az eszközvásárlások likviditási hatása nem csapódik le a rövid hozamok csökkenésében. A jegybanki eszköztár szélesítése hozzájárul ahhoz, hogy az MNB hatékonyabban legyen képes reagálni a tőkepiaci folyamatokra és mérsékelje a hozamszintek volatilitását. A kétféle hosszú eszköz a futamidőkön keresztül egészíti ki egymást, a jegybank 5 éves futamidőig alkalmazza a hosszú fedezett hiteleszközt, míg az állampapírvásárlások az első időszak vásárlásai alapján alapvetően a hosszabb futamidőkre fókuszálnak.

Az eszköztár átalakításával és kibővítésével az MNB megnövelte monetáris politikai mozgásterét, biztosítva, hogy a rendkívüli kihívásokra a továbbiakban is minden részpiacon gyors és szükséges mértékű válaszokat adhasson. A Monetáris Tanács folyamatosan értékeli a beérkező adatokat és a kilátások változását. A Magyar Nemzeti Bank törvényi mandátumának megfelelően minden rendelkezésére álló eszközt alkalmaz az árstabilitás elérése és a magyar gazdasági és pénzügyi rendszer támogatása érdekében.

Felhasznált irodalom

Európai Központi Bank (2020): Press Release 2020 April 7 on „ECB announces package of temporary collateral easing measures”. Link: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html>

Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter – Nagy Márton: A forintosítás időben elnyújtva csökkenti a jegybank mérlegét és így a forintlikviditást, MNB szakmai cikk, 2014. december, Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/a-forintositas-idoben-elnyujtva-a-jegybank-merleg-et-es-igy-a-forintlikviditast.pdf>

Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter (2019): A megcélzott likviditási szint elérése érdekében a jegybanki swapállomány mindkét irányba változhat, 2019. július. Link: <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/monetaris-politika/hoffmann-mihaly-kolozsi-pal-peter-a-megcelzott-likviditasi-szint-elere-se-erdekeben-a-jegybanki-swapalloman-y-mindket-iranyba-valtozhat>

Kolozsi Pál Péter – Hoffmann Mihály (2016): Bevetésre készen állnak az MNB új fegyverei, MNB szakmai cikk, 2016. október. Link: <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/befektetese-k-megtakaritasok/kolozsi-pal-hoffmann-mihaly-bevetes-re-keszen-allnak-az-mnb-uj-fegyverei>

Kolozsi Pál Péter – Horváth Gábor (2020): Mennyit ér a likviditás? A magyar bankrendszer likviditáskeresleti függvényének becslése. Közgazdasági Szemle, LXVII. évf., 2020. február (113—139. o.), DOI:10.18414/KSZ.2020.2.113

Magyar Nemzeti Bank (2016): Az Önfinszírozási program első két éve, MNB Tanulmánykötet. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-az-onfinanszirozasi-program-elso-ket-eve-tanulmanykotet.pdf>

Magyar Nemzeti Bank (2017): A mennyiségi korlátozás tapasztalatai és a 2017. II. negyedéves mennyiségi korlát meghatározásának szempontjai. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/q2-korlat-hun-publikalasra.pdf>

Magyar Nemzeti Bank sajtóközlemény, 2020. március 23.: A bankok likviditásszerzéséhez már 9600 milliárd forint értékű fedezet áll rendelkezésre. Link: <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlo-menyek/2020-evi-sajtokozlo-menyek/a-bankok-likviditasszerse-hez-mar-9600-milliard-forint-erteku-fedezet-all-rendelkezes-re>

Magyar Nemzeti Bank sajtóközlemény, 2020. március 24.: A hosszú futamidőkön, fix kamat mellett nyújtott likviditás korlátlanul áll rendelkezésre. Link: <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlo-menyek/2020-evi-sajtokozlo-menyek/a-hosszu-futamidokon-fix-kamat-mellett-nyujtott-likviditas-korlatlanul-all-rendelkezes-re>

Magyar Nemzeti Bank sajtóközlemény, 2020. április 1.: A Magyar Nemzeti Bank rendszeres, alapkamat melletti egyhetes betéti tendert hirdet. Link: <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlo-menyek/2020-evi-sajtokozlo-menyek/a-magyar-nemzeti-bank-rendszeres-alapkamat-melletti-egyhetes-beteti-tendert-hirdet>

Magyar Nemzeti Bank (2020): Közlemény a Monetáris Tanács 2020. április 7-i üléséről. Link: <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kozlo-menyek/2020/kozlo-meny-a-monetaris-tanacs-2020-aprilis-7-i-uleserol>

Magyar Nemzeti Bank sajtóközlemény, 2020. április 30.: Az MNB a befektetési alapok számára eszköztárának egyre szélesebb köréhez biztosít hozzáférést. Link: <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlo-menyek/2020-evi-sajtokozlo-menyek/az-mnb-a-befektetesi-alapok-szama-ra-eszkoztaranak-egyre-sezele-sobb-kore-hez-biztosit-hozzaferest>

Virág Barnabás – Kolozsi Pál Péter (2020): A jelenlegi likviditásbőség gyorsan elolvadhat. A megcélzott likviditási szint elérése érdekében a jegybanki swapállomány mindkét irányba változhat, 2020. január. Link: <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/to-vabbi-szakmai-cikkek/virag-barnabas-kolozsi-pal-peter-a-jelenlegi-likviditasboseg-gyorsan-elolvadhat>

A MAGYAR NEMZETI BANK MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁRA
A COVID-19 VÁLSÁG IDŐSZAKÁBAN: LIKVIDITÁS, BIZTONSÁG, RUGALMASSÁG
2020. május

Nyomda: Prospektus Kft.
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.