

Kolozsi Pál – Hoffmann Mihály:
Bevetésre készen állnak az MNB új fegyverei

A terméktájékoztatók publikálásával a jegybanki eszköztár részévé váltak és szükség esetén meghirdethetőek a három hónapos betét mennyiségi korlátozásához kapcsolódó finomhangoló eszközök. A túl bőséges bankrendszeri likviditást alapkatamát fizető egyhetes betéttel, a likviditás túlzott beszűkülését pedig versengő tenderen allokkált forintnyújtó swapeszközzel kész kezelni az MNB. A finomhangoló eszközöket eseti jelleggel hirdeti meg az MNB, annak függvényében, hogy miképp alakulnak a tényleges likviditási folyamatok a három hónapos betét mennyiségi korlátjával konzisztens pályához képest. A két finomhangoló eszköz nem rendelkezésre állás jellegű, azaz az egyhetes betétet és a forintnyújtó swapot is adott, a tenderfelhívásokban meghatározott mennyiségben bocsátja a bankok rendelkezésére az MNB. A forintnyújtó swap bevezetése rámutat, hogy a devizaswap piacok kiemelt jelentőséggel bírnak a monetáris politika megvalósításában, súrlódásoktól mentes működésüknek pedig kitüntetett szerepe van a kamattranzmissziós mechanizmus hatékonysága tekintetében. Az MNB a most bevezetett eszközökkel képes a likviditási sokkok kezelésére, a likviditási folyamatok hatékony és szükség esetén tartós alakítására, ami elősegítheti a bankközi piacok forgalmának emelkedését, illetve a monetáris kondíciók célzott, nem-konvencionális eszközökkel történő enyhítését.

Bevezetés

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) Monetáris Tanácsának (MT) 2016. szeptember 20-ai döntése értelmében az idei negyedik negyedévben a három hónapos betét állománya nem haladhatja meg a 900 milliárd forintot, illetve az MNB a likviditási folyamatokkal kapcsolatos bizonytalanságok kezelésére likviditásnyújtó és likviditáslekötő finomhangoló eszközöket vezet be. Az MT döntésének megfelelően az MNB október elején publikálta honlapján a finomhangoló jegybanki eszközök terméktájékoztatóit, amelyek rögzítik, hogy a jegybank szükség esetén egyhetes, egy hónapos, illetve három hónapos forintnyújtó swapeszközzel juttat likviditást a bankrendszerbe, a túlzottan magas likviditást pedig egyhetes jegybanki betétben köti le.

A finomhangoló eszközök keretrendszere

A három hónapos betéthez való hozzáférés legfontosabb paramétere a betéti állományra vonatkozó negyedéves mennyiségi korlát, amit az MNB a likviditási folyamatokra és a jegybank egyéb eszközeinek igénybevételére vonatkozó előrejelzés alapján határoz meg. A bankrendszeri likviditás alakulásának és a jegybanki betéti és hiteleszközök használatának ismeretében megbecsülhető, hogy ceteris paribus a

bankok mennyi forrást helyeznének el a három hónapos betétben. A potenciális három hónapos betéti elhelyezésből és a kiszorítandó likviditás nagyságából közvetlenül adódik a mennyiségi korlát, ami az alapkamat tartós tartása mellett az MNB monetáris politikájának kiemelt paraméterévé vált.

A mennyiségi korlátozás a likviditási prognózison alapul, ami ugyanakkor nagymértékben az MNB hatáskörén kívüli (autonóm) tényezők függvénye. Az, hogy a bankok milyen mértékben használnák korlátozás nélkül a három hónapos betétet, nagyan függ attól, hogy miképp alakulnak az államháztartás finanszírozási folyamatai, az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) értékpapír-ügyletei, a készpénzállomány, vagy épp a bankok jegybanki hitelfelvétele és a preferenciális betét használata. Ezek a tényezők érdemi bizonytalanságot vihetnek a bankrendszeri likviditási alakulásába, amire az MNB-nek - épp a prognózisnak a mennyiségi korlátot meghatározó modellben betöltött kiemelt szerepe miatt - reagálnia lehet szükséges. Amennyiben a tényleges likviditási folyamatok eltérnek a mennyiségi korlát meghatározásakor használt előrejelzéstől, akkor a jegybanki célok eléréséhez indokolt lehet a korrekció.

A likviditási folyamatok korrekcióját egyrésztől negyedévről negyedévre a mennyiségi limit meghatározásával, másrésztől pedig - kiemelten az egyes negyedéveken belül - finomhangoló eszközökkel érheti el az MNB. Átmeneti és kismértékű eltérések esetében nem indokolt a beavatkozás, a tartós és érdemi likviditási sokkok kezelésére ugyanakkor szükség van.

- Pozitív likviditási sokk esetén a bankrendszerben több szabad likviditás marad, mint ami az MNB által meghatározott mennyiségi korláttal konzisztens, azaz a jegybanknak indokolt lekötni a felesleges szabad likviditást.
- Negatív likviditási sokk esetén pótlólagos likviditást szükséges a bankrendszerbe juttatni, hiszen a sokk következtében a monetáris politikai célok eléréséhez szükségesnél alacsonyabb a bankrendszeri likviditás szintje.

Egyhetes betéti eszköz

A túlzott likviditás lekötésének eszköze az egyhetes futamidejű, alapkamaton, azaz jelenleg 0,9 százalékon kamatozó jegybanki betéti eszköz.

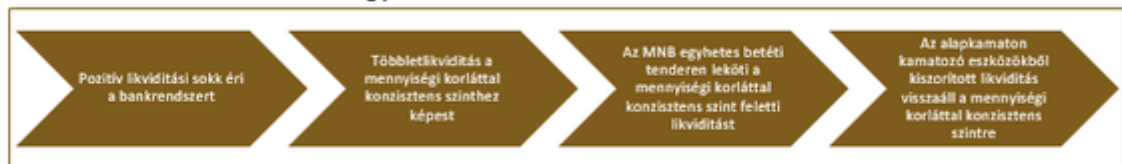
- Az egyhetes futamidő kellő rugalmasságot biztosít az MNB számára a likviditási folyamatok újraértékelésére és a finomhangoló betétben lekötött likviditás esetleges változtatására.
- Mivel az eszköz alternatívája banki szempontból a -0,05 százalékon kamatozó O/N betét, illetve abból adódóan, hogy az egyhetes betéti eszköz alkal-

mazására túlzott O/N betételhelyezés esetén kerülhet sor, így a tender meghirdetése esetén az MNB képes lesz a banki O/N betétek egy részének egyhetes lekötésére.

A finomhangoló betéti tender eseti jellegű, meghirdetéséről az MNB értesíti a partnerbankokat. Annak érdekében, hogy a pénzügyi ügyfélkörben lévő bankoknak kellő idejük legyen a likviditástervezésre, az MNB a tendert megelőző második munkanapon 15 óráig közzéteszi a tenderfelhívást. Az MNB bármely banki munkanapra meghirdetheti a betéti eszközt.

Az egyhetes betéti tender fontos paramétere a meghirdetett mennyiség meghatározása. A meghirdetett mennyiség a likviditási folyamatok függvényében alakul, az MNB által követett alapelv szerint a meghirdetett mennyiséggel az alapkamaton kamatozó betéti eszközökből kizorított likviditás visszaáll a mennyiségi korlátozás mértékével konzisztens szintre.

1. ábra: Az egyhetes betéti eszköz hatásmechanizmusa



Forrás: MNB saját szerkesztés

Túlkereslet esetén a kártyaleosztás szabályai szerint osztja szét az MNB a rendelkezésre álló betéti mennyiséget. Az eredményhirdetésben az MNB közzéteszi a beadott ajánlatok mennyiségét, ami javítja a tender transzparenciáját, és közli a pontos elfogadott mennyiséget, ami alapján a bankok képet kaphatnak a tender forintlikviditás-átrendező hatásáról.

Egyhetes, egy hónapos, három hónapos forintlikviditást nyújtó swapeszköz

A forint likviditást nyújtó euro/forint FX-swap (devizacsere) eszköz keretében a meghatározott ügyfélkörbe tartozó hitelintézetek eurót cserélhetnek el az MNB-vel forintért. A finomhangoló eszköz az előre nem látott, ugyanakkor tartós és érdemi forintlikviditás szűkülés kialakulása esetén extra forintlikviditást juttat a bankrendszerbe, amellyel enyhíti a swappiacra, illetve áttételesen az összes releváns piacra nehezedő nyomást.

Az FX swap (devizacsere) ügylet

Az FX-swap ügylet két deviza adott időszakra vonatkozó cseréjét jelenti. Az ügylet keretében a partnerek devizáikat T0 időpontban azonnali árfolyamon (S) elcserélik, majd egy későbbi, T1 időpontban határidős árfolyamon (F) visszacserelelik. Az FX-

swap tehát egy azonnali deviza-adásvételi (spot láb) és egy határidős (határidős láb) ügyletből áll. A swapügylet ára a határidős és az azonnali árfolyam különbségéből ($F - S$) adódik, melyet 100-zal megszorozva, swappontban szokás megadni. A swappontok által kifejezett költség magába foglalja a két deviza közötti hozamkülönbséget, illetve a felárat. A swapfelárat vagy szpredet úgy számíthatjuk ki, hogy a swappontok által implikált hozamkülönbséget valamilyen referencia hozamkülönbséthez viszonyítjuk. A fedezett kamatparitás elvéből kiindulva:

$$F = S \times \frac{1 + i_{HUF} \times t}{1 + i_{EUR} \times t} \approx S \times [1 + (i_{HUF} - i_{EUR}) \times t]$$

$$SWS = (i_{HUF;ref} - i_{EUR;ref}) - (i_{HUF} - i_{EUR}),$$

ahol i_{HUF} és i_{EUR} az implikált hozamokat, SWS a swapfelárat, $i_{HUF;ref}$ és $i_{EUR;ref}$ pedig a referencia hozamokat jelölik.

A jegybanki finomhangoló swapügylet futamideje egyhetes, egyhónapos vagy három hónapos lehet. A három futamidőn történő meghirdetést a mennyiségi korlátozás és a jegybanki eszköztár jelenlegi struktúrája teszi indokolttá.

- Az egyhetes futamidő lehetővé teszi a negyedév vége felé jelentkező (egy hónapon belüli, de tartós) negatív likviditási sokkok kezelését.
- A hosszabb futamidők mellett szól a három hónapos betéti tenderek közötti egy hónapos intervallum, illetve a mennyiségi korlátozásban érintett betéti eszköz három hónapos futamideje.

Az MNB a forint likviditást nyújtó FX-swap eszközt változó áras tender keretében értékesíti. Az egyes tenderekre vonatkozóan az MNB a tenderfelhívásban a likviditási folyamatok alapján meghatározza a meghirdetett mennyiséget, valamint a minimális implikált forintkamatot (minimális swappontban kifejezve). A minimumár mellett meghirdetett változó áras tender biztosítja, hogy a szükséges mennyiségű likviditás bekerüljön a bankrendszerbe, illetve lehetővé teszi, hogy a bankok között árverseny alakuljon ki, azaz az a bank jusson likviditáshoz, amelyeknek a leginkább szüksége van rá. Az MNB a benyújtott ajánlatok ár szerinti sorba rendezése alapján dönt azok elfogadásáról. A swapeszköz eseti jelleggel kerül meghirdetésre, az MNB az egyhetes betéthez hasonlóan ezt az eszközt is bármelyik munkanapon meghirdetheti, illetve jogosult a meghirdetett mennyiségtől felfele és lefele is eltérni, vagy a tendert eredménytelennek tekinteni.

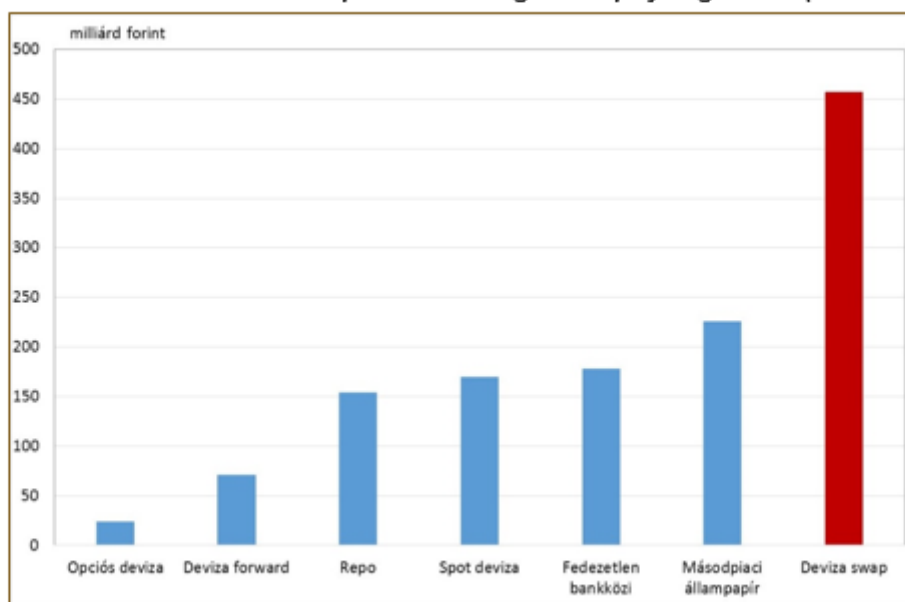
A forintnyújtó swapeszköz eltér a jelenleg az MNB monetáris politikai eszköztárá-

nak részét képező FX swap eszközöktől, amelyek nem forintot adtak a bankoknak devizáért cserébe, hanem épp ellenkezőleg, forint ellenében juttatták devizához a bankokat. A standard swapeszközök iránya azért ellentétes a finomhangoló eszközzel, mert 2008-2009-es bevezetésükkor a hazai bankok mérlegében még jelentő mennyiségben voltak lakossági devizahitelek, amelyek az egész bankrendszert kiszolgáltatottá tették a devizapiacok felé - azaz szükség volt olyan jegybanki eszközre, ami piaci zavar esetén is biztosítja a bankok hozzáférést a devizalikviditáshoz. A lakossági devizahitelek kivételével (forintosítás) ugyanakkor a helyzet alapjaiban változott meg, hiszen a bankoknak immár nincs szüksége annyi devizára, mint korábban, miközben az MNB-mérleg szűkülésével és a három hónapos betét korlátozásával a forintlikviditás felértékelődött.

Az MNB azért FX swap eszközt alakított ki a forintlikviditás bankrendszerbe juttatására, mert ez a hazai bankközi piacok leglikvidebb, legmagasabb forgalmú szegmense. A devizacsere-piac likviditási és forgalmi előnye annak köszönhető, hogy az FX-swap ügyletek több szempontból is kedvezőbbek banki szempontból, mint a fedezetlen bankközi hitelek, ami hozzájárult az FX swapok széles körű elterjedéséhez:

- A devizák cseréjéből fakadóan az ügylet természetes módon fedezett, így alacsonyabb hitelkockázatot tartalmaz, mint a fedezetlen bankközi kihelyezés.
- Bár az ügylet azonnali lába megjelenik a bankok mérlegében, de a határidős láb mérlegen kívüli tételként zárja az árfolyampozíciót.
- Az FX-swapok népszerűségét növeli annak széleskörű felhasználhatósága is (a bankok a devizalikviditás-kezelésen túl például határidős árfolyam-pozíció felvételére is használhatják ezt a piacot), ami tetten érhető az FX swap piacok jelentős forgalmában is.

2. ábra: A hazai bankközi piacok átlagos napi forgalma (2016. I-IX.)



Forrás: MNB

A devizaswap piacok likviditásuk és széleskörű felhasználhatóságuk miatt kiemelt jelentőséggel bírnak a monetáris politika megvalósítása során. A piac súrlódásoktól mentes működésének kitüntetett szerepe van a kamattranszmissziós mechanizmus hatékony működése tekintetében. Mindez megalapozhatja a jegybankok devizaswap piaci jelenlétének szükségességét is, illetve alátámasztja, hogy az MNB miért erre a piacra dolgozta ki likviditásnyújtó finomhangoló eszközét.

•

Az FX swap piac eszköz melletti érv, hogy a bankok likvid devizaeszközei jelentősen nőttek a forintosítás óta, amire a devizahitelezéshez már nincs szükségük, ezeket a devizaeszközöket pedig a swapeszközzel le lehet kötni.

Az FX swap eszköz alternatívája jegybanki szempontból a fedezett hitel, amivel szintén lehetséges likviditást juttatni a bankrendszerbe. A swappiac ugyanakkor likvidebb, mint a repo-piac, ami a nem rendelkezésre állás típusú eszközöknél fontos szempont.

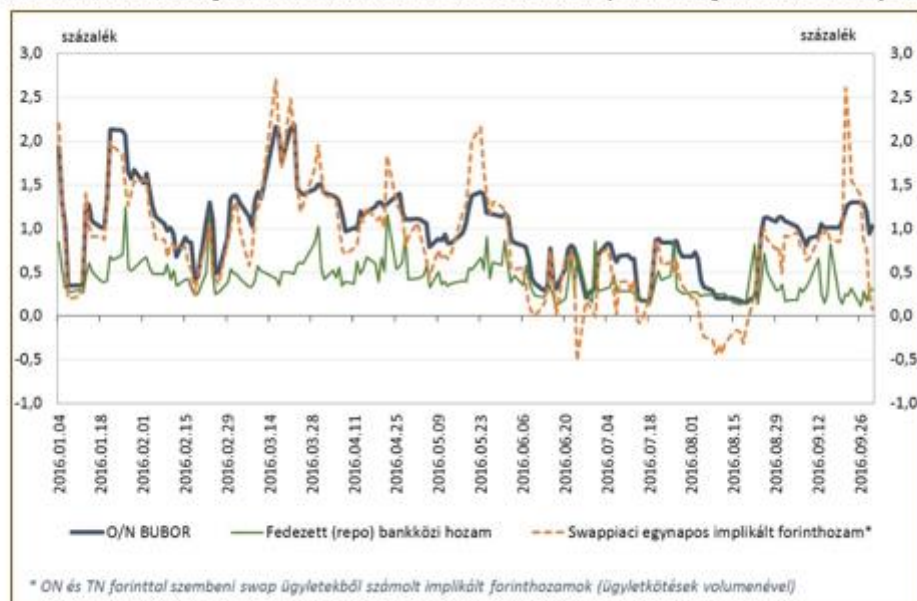
•

Bankrendszeri szinten ugyan van elég értékpapírfedezet a repózáshoz, illetve fedezett hitel igénybevételéhez, de egyedi banki szinten nem feltétlenül, vagyis lehetnek olyan bankok, amelyek devizalikviditással jobban ellátottak, így hatékonyabb lehet az FX swap piacon keresztüli jegybanki beavatkozás.

Az FX swap piac volatilitása nagyobb, mint a bankközi és a repo-piacé, azaz a monetáris transzmisszió hatékonysága érdekében indokolt a likviditási sokkokhoz kötődő kilengések tompítása. Az idei év első kilenc havi adatait átlagolva a swappiaci egy napos implikált forinthozam szórása több mint 60 bázispontot tett ki, míg az O/N

BUBOR esetében 45 bázispont, a fedezett bankközi hozam esetében pedig 21 bázispont volt ez az érték.

3. ábra: A bankközi forintkamatok alakulása (2016. január-szeptember)



Forrás: MNB

A jegybank a swapeszközzel a devizacsere-piacra juttat likviditást, ami ugyanakkor a jegybankmérleg összefüggései alapján a nap végén jegybanki betétben csapódik ki. Mivel az alapkamaton kamatozó betéti eszközök a mennyiségi korlátozás miatt telítettek, így a swapeszközön a bankrendszerbe juttatott likviditás rendszerszinten O/N betétben csapódik majd ki.

4. ábra: A forintlikviditást nyújtó swapeszköz hatásmechanizmusa



Forrás: MNB saját szerkesztés

A fenti hatásmechanizmus szerint a swapeszközön a bankoknak adott forintlikviditás nem csak a swappiacon, hanem minden egyéb releváns piacon (kiemelten a BUBOR piacon, az állampapírpiacon és a hitelpiacon) hozamcsökkentő hatással fog járni.

Nemzetközi példák

Felismerve a devizapiacok fontosságát és a kialakuló piaci zavarokkal járó veszélyeket, számos központi bank vezetett be FX swap eszközöket az utóbbi években. A devizacsere-eszközök nagy része devizalikviditást nyújtott a bankoknak, de volt példa arra is, hogy a jegybankok saját devizájukban juttattak likviditást a bankrend-

szernek swap-ügylet keretében. A válság kitörését követően Csehországban koronalikviditás nyújtása céljából került bevezetésre FX-swap eszköz, illetve a svájci jegybank is használt az utóbbi években FX-swapot monetáris politikai eszközként, likviditásbővítő céllal.

Konklúzió

Az egyhetes, egy hónapos, illetve három hónapos forintnyújtó swapeszköz, illetve az egyhetes jegybanki betét terméktájékoztatóinak megjelentetésével az MNB lehetőséget biztosít a bankoknak a finomhangoló likviditási eszközök megismerésére, illetve az esetleges tenderekre való felkészülésre. A jegybank a terméktájékoztatók nyilvánosságra hozatalát követően szükség esetén kész a finomhangoló eszközök alkalmazására. Az MNB a most bevezetett eszközökkel képes a likviditási sokkok kezelésére, a likviditási folyamatok hatékony és szükség esetén tartós alakítására, ami hozzájárulhat a bankközi piac élénküléséhez és a monetáris kondíciók célzott, nem-konvencionális eszközökkel történő enyhítéséhez.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2016. október 7-én.”