

Molnár Zoltán: A bankközi forintlikviditásról – mit mutat az MNB új likviditási prognózisa?*

A Monetáris Tanács 2010. szeptember 6-i döntése alapján az MNB megkezdte forintlikviditási előrejelzésének publikálását. A jegybank belső használatra már hosszú ideje készít prognózist a bankrendszer likviditásának alakulásáról, amelyet innentől kezdve heti egy alkalommal, az MNB-kötvény keddi aukcióját megelőzően megoszt a szereplőkkel.¹

A jegybank a publikálással a hitelintézetek likviditástervezésének támogatásán keresztül azt kívánja elősegíteni, hogy az irányadó eszköznek, a kéthetes MNB-kötvénynek az igénybevétele az optimális mennyiséghez minél közelebb essen, azaz a szereplők egyre kevésbé támaszkodjanak az egynapos hitel- és betétoldali jegybanki rendelkezésre állásra. Utóbbiak ugyanis a piaci kamatokat eltéríthetik a jegybanki alapkamathoz közeli szintről. A publikálás nyomán csökkenhet a bankrendszer likviditáskezelőinek bizonytalansága, ami a bankközi piacok aktívabb használatára serkentheti őket.

Az előrejelzés publikálását alátámasztja az MNB információs előnye, amely a fennálló intézményi kapcsolatokból, illetve a piaci szereplőkhöz viszonyított nagyobb erőforrás-ráfordításból adódik. Habár a jegybanki prognózis sem képes tökéletesen előre jelezni a bankrendszer forintlikviditásának alakulását, még így is jelentős mértékű többletinformációt tartalmaz a hitelintézetek számára. Az MNB a publikáció keretében a jegybanki kötvényaukciót megelőzően keddenként 10 órakor azt hozza nyilvánosságra, hogy keddezh képest a következő egy hétben várhatóan hogyan alakul a bankközi forintlikviditás átlagos szintje.

BEVEZETÉS

A hazai bankrendszer likviditáskezelőinek jelenlegi bizonytalansága a válság óta jelen levő egymással szembeni bizalmatlanság mellett a bankrendszert érő aggregált likviditási sokkokhoz kötődik. A szereplőket időről időre nehezen előre látható külső sokkok érik, amelyek nyomán változik a rendelkezésükre álló rendszerszintű forintlikviditás mennyisége. A jegybank likviditási előrejelzésének publikálása hozzájárulhat a sokkokkal kapcsolatos bizonytalanságok mérséklődéséhez.

A cikk első felében definiálom a bankközi forintlikviditás fogalmát, és összegyűjtöm azokat a tényezőket, amelyek befolyásolják a mennyiségét. Ezt követően bemutatom, hogy a jegybanki prognózis publikálása miért tudja támogatni a hitelintézeteket, illetve mi az a módszer, amelynek segítségével az MNB a lehető legnagyobb mértékű segítséget nyújthatja. Végül összevetem a jegybank és a bankrendszer aggregált előrejelzésének hibáját, aminek

segítségével számszerűsíthető az MNB prognózisának többletinformációja.

BANKKÖZI FORINTLIKVIDITÁS – A BANKRENDSZERBEN LÉVŐ JEGYBANKPÉNZ MENNYISÉGE

A bankközi forintlikviditás fogalmára az MNB az alábbi meghatározást használja: a hitelintézeteknek a jegybankkal szembeni nettó forintkövetelése, amelyet a szereplők jegybanki eszközökben kötnek le. A hitelintézetek forint pénzforgalmi számláikon² jegybankpénzt tartanak, amely a napi szintű pénzforgalmuk lebonyolítását segíti. A számlapénznek havi átlagban egy előre meghatározott szinten kell állnia, tehát ezzel a szereplők a jegybanki tartalékkötelezettségnek felelnek meg, más szóval a kötelező tartalékok teljesítik.

A hazai bankrendszert jelenleg nagymértékű strukturális likviditástöbblet jellemzi. Ez azt jelenti, hogy a szereplők a

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

¹ Az MNB likviditási prognózisa a http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/mnbhu_eszkoztar/likviditasi-elorejelzes oldalon érhető el.

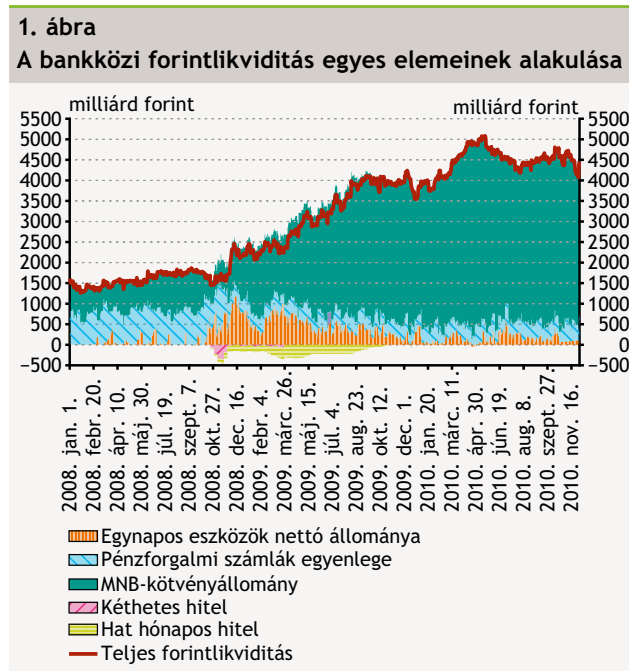
² A nagyobb hitelintézetek, amelyek a jegybank eszköztárához hozzáférnek, forint pénzforgalmi számlájukat az MNB-nél tartják, míg számos kisebb szereplőnek egy másik, levelező hitelintézet vezeti a számláját.

tartalékteljesítésen felül többletlikviditással rendelkeznek, amelyet normál piaci körülmények között a kéthetes MNB-kötvény vásárlásával kötnek le, azaz a jegybank hétről hétre ilyen módon sterilizálja, azaz kivonja ezt a többletlikviditást a bankrendszerből.³ Mind a számlapénz, mind a kötvényállomány után a szereplők jegybanki alapkamatot realizálnak.

Ezekon felül a jegybank egynapos betét- és fedezett hitel-eszközzel áll a bankrendszer rendelkezésére, amellyel a tartalékolás mellett a hitelintézetek további napi szintű likviditáskezelését támogatja. Ezen eszközök kamatozása azonban kedvezőtlenebb a szereplők számára, a betété az alapkamat -1 százalékpont (kamatfolyosó alja), a fedezett hitel pedig alapkamat +1 százalékpont (kamatfolyosó teteje).⁴ A válság alatt az MNB kéthetes és hat hónapos fedezett hiteleszközt is bevezetett a bankok egyedi likviditási sokkjainak kezelésére, bár ezen eszközök iránti kereslet 2009 tavasza óta minimálisra csökkent. Tehát a

bankközi forintlikviditás szintje = pénzforgalmi számlák egyenlege (tartalékteljesítés) + MNB-kötvényállomány + egynapos betétállomány - egynapos fedezett hitelállomány - hosszú hiteleszközök állománya,

azaz a bankközi forintlikviditás a bankrendszer jegybankkal szembeni forintköveteléseinek és -kötelezettségeinek nettó egyenlege. Egy likviditási hatással járó, tehát a



1. táblázat

Az MNB főbb mérlegtételei

(milliárd forint, 2010. október 31.)⁵

Eszközök		Források	
Devizatartalék	9337	Saját tőke és tartalékok	59
		Egyéb kötelezettségek	1817
		A kormány devizabetétei	742
Egyéb eszközök	194	Kincstári Egységes Számla (KESZ)	333
Forint állampapírok	251	Forgalomban lévő készpénz	2343
Forint jelzáloglevelek	36	MNB-kötvényállomány	3973
Hosszú (kéthetes és hat hónapos) fedezett hitelállomány	0	Pénzforgalmi számlák egyenlege	322
Egynapos fedezett hitelállomány	0	Egynapos betétállomány	229
Összesen	9818	Összesen	9818
Mérlegen kívüli tétel:			
Jegybanki forint/euro FX-swapok	281	Jegybanki forint/euro FX-swapok	281

■	= bankközi forintlikviditás része
■	= bankközi forintlikviditást befolyásolja
■	= a forintlikviditást közvetlenül nem befolyásolja

³ Az MNB-kötvény futamideje két hét, a tenderek ezzel szemben heti frekvenciájúak, így párhuzamosan mindig két sorozat fut. Magyarországgal ellentétben az eurozónát például strukturális likviditáshiány jellemzi. Az EKB irányadó eszköze ezért egy egyhetes fedezett hitel (repo), amelynek segítségével a központi bank hétről hétre kölcsönad jegybankpénzt a bankoknak, hogy teljesíteni tudják a tartalékkötelezettségüket.

⁴ A jegybanki eszköztárról részletesen lásd MNB (2009b).

⁵ Az MNB monetáris statisztikái alapján. A jelenlegi szabad lebegtetéstől eltérő, sávós árfolyamrezsim alkalmazása esetén a devizatartalék is befolyásolhatja a forintlikviditást a devizapiaci intervención keresztül. Erről bővebben lásd az *Új és rendkívüli jegybanki eszközök likviditási hatása* című részt.

bankközi forintlikviditást befolyásoló tranzakció hatása először mindig a pénzforgalmi számlák egyenlegében csapódik le, és azt követően jelenhet meg a többi, a forintlikviditás részét képező eszközben (hosszabb távon elsősorban a kéthetes kötvényben). A bankközi forintlikviditás szintje a 2008. őszi válságot megelőzően 1500 milliárd forint körül alakult, ezt követően fokozatosan 4500 milliárd forintra emelkedett az állam IMF- és EU-hitelfelvételeinek nyomán.⁶

A jegybank a válság kitörése óta számos egyéb eszközt vezetett be. Az MNB definíciója alapján ezek az eszközök nem részei a forintlikviditás szintjének, hanem befolyásolják azt. A jegybankmérleg egyes tételeit feloszthatjuk aszerint, hogy része-e a bankközi forintlikviditásnak, közvetlenül befolyásolja-e azt, avagy a forintlikviditást közvetlenül nem befolyásolja.

A bankközi forintlikviditást a fenti mérlegelemeken kívül eredményjellegű tételek (kamatkadások és -bevételek, működési költségek) is befolyásolják. Az MNB likviditási előrejelzése az egyes forintlikviditást befolyásoló tételek likviditási hatásának együttes prognózisából áll össze.

FORINTLIKVIDITÁST BEFOLYÁSOLÓ MÉRLEGTÉTELEK

A Kincstári Egységes Számla likviditási hatása

A kormány forint pénzforgalmi számláját az MNB vezeti, ennek a neve Kincstári Egységes Számla (KESZ). A KESZ-t érintő tranzakciókat két részre oszthatjuk aszerint, hogy egy külső gazdasági szereplővel vagy az MNB-vel szemben állnak-e fenn. Az előbbieket likviditási hatással járnak, míg utóbbiak (a KESZ-MNB elszámolások) nem.

Amikor a gazdasági szereplők befizetést teljesítenek a KESZ-re (pl. áfabefizetés, állampapír-kibocsátás), a jegybankmérleg forrásoldala változik. A KESZ egyenlege megnő, miközben a bankrendszer likviditása az ügyfelek számláinak megcsappanása nyomán lecsökken. Ezt a hitelintézetek a pénzforgalmi számlájuk egyenlegének lecsökkenésén keresztül realizálják. Ha a KESZ kifizetést teljesít (pl. nyugdíjkifizetés, állami bérek), a fentiek ellenkezője teljesül. A kormány a KESZ egyenlegét egy általa kívánatosnak tartott, a finanszírozás szempontjából biztonságos szinten szeretné látni. Ezért az Államadósság-kezelő Központ (ÁKK) bankokkal kötött repoműveletek segítségével simítja az egyenleget, így tereli a megfelelő szint irányába, ami szintén likviditási hatással jár.

A KESZ-MNB elszámolások ezzel szemben közvetlenül nem befolyásolják a bankközi forintlikviditás szintjét. Ha a kormány devizaeszközeit forintban szeretné elkölteni (pl. EU-transzfer, IMF-hitelfelvétel, kormányzati devizabetét), akkor a devizát az MNB konvertálja át forintra, és jóváírja a KESZ-en. Ekkor a KESZ-egyenleg nő, és vagy a jegybanki devizatartalék szintje is nő, vagy a kormány devizabetétei csökkennek attól függően, hogy a forrásdeviza a jegybankon kívülről vagy az MNB-nél vezetett kormányzati devizaszámláról érkezett. Ellentétes előjelű konverzió esetén (pl. devizakötvény-törlesztés) a KESZ egyenlege likviditási hatás nélkül csökken. A KESZ-MNB elszámolások döntő hányadát a devizakonverziók adják, de ezenkívül a kincstári számla egyenlegét még számos jegybanki tétel változtathatja likviditási hatás nélkül. Ilyen például a KESZ-egyenleg utáni kamat, az MNB osztaléka a kincstár felé, illetve a kincstár veszteségmentérítése, vagy a jegybanknál lévő állampapír-állomány utáni kamat- és tőketörlesztés.

A KESZ likviditási hatása havi szezonitást mutat, mert a tételek jelentős hányada (adó- és járulékbévételek, nyugdíjak, állami bérek) havonta egy meghatározott időpontban esedékes. Ezek a tranzakciók jól előrejelezhetők, azonban az összes tételnek csak egy részét képezik. A rendkívül széles kincstári ügyfélkör (önkormányzatok, minisztériumok, kormányzati hivatalok) miatt nagyon sok olyan elem van, amelyek volumene, időpontja bizonytalan, ezért a KESZ likviditási hatása csak jelentős hibával jelezhető előre. Bizonytalanságot jelent az ÁKK repoműveleteinek mértéke is, ugyanis az államadósság-kezelő a kevés partner és szűk limitek miatt gyakran piaci korlátokba ütközik, és az indokltnál csak kisebb volumen mellett köt ügyletet. A devizakonverziók jövőbeli alakulásáról sok esetben szintén nincs elegendő információja az MNB-nek. Mivel a konverziók közvetve hatást gyakorolnak a KESZ likviditási hatására, szignifikánsan hozzájárulnak az előrejelzési hibájához.

A KESZ-t érintő pontatlan előrejelzés ugyanakkor nem jegybankspecifikus probléma. A Magyar Államkincstár – amelynek információira az MNB is támaszkodik – is csak hasonló mértékű előrejelzési hibával tudja elkészíteni saját prognózisát. Az MNB likviditási előrejelzésének hibája legnagyobb részben a KESZ likviditási hatásával kapcsolatos bizonytalansághoz köthető.

A forgalomban lévő készpénz

A forgalomban lévő készpénzállomány jegybankkal szembeni követelés, és a növekedése minden esetben szűkülést, csökkenése pedig bővülést jelent a bankközi forintlikviditás

⁶ A strukturális likviditástöbblet kialakulásának okairól és a forintlikviditás válság alatti felfutásáról részletesen lásd Balogh (2009).

szempontjából. A lakosság és a vállalatok a bankrendszeren keresztül jutnak készpénzhez, a bankok pedig a pénzforgalmi számlájuk terhére feltöltik a házipénztárakat az MNB-től származó készpénzzel. A készpénzmennyiséget legnagyobb részben a lakosság kereslete befolyásolja, mert a bankok és a vállalatok készpénzmennyisége (házipénztár) csak kisebb mértékben változik, állandónak tekinthető.

Az állomány alakulása erős heti, havi és éves szezonális mutató. A készpénzmennyiség héten belül rendszerint a hét vége körül a legmagasabb, tehát csütörtökönként szignifikánsan emelkedik, keddenként pedig csökken. Az állomány az egyes hónapok első felében is megemelkedik a bér- és nyugdíjkiadásokkal párhuzamosan. Az éves szezonális hatáson pedig a karácsony környéke bír kitüntetett jelentőséggel. A karácsonyt megelőző néhány hétben a készpénzmennyiség több mint 100 milliárd forinttal megemelkedik, majd azt követően gyorsan lecsökken. A szezonális hatásokon túl a készpénzmennyiség hosszú távú trendjére legnagyobb hatást a háztartások fogyasztási kiadásai gyakorolják, amely mögött elsősorban a gazdasági növekedés alakulása áll.

Az állomány napi változásának átlagos volumene elmarad a KESZ likviditási hatásától, ezenkívül jobban előre jelezhe-

tő, így a rá vonatkozó prognózis hibája csak töredéke a KESZ esetében megfigyeltnek. Ugyanakkor különösen turbulens időszakokban a készpénzmennyiség felfelé elszakadhat a múltbeli adatok és az előrejelző modell által indokolttól, ekkor az előrejelezhetősége átmenetileg romlik. Ez legutóbb 2008. októberben és 2009. márciusban fordult elő.

A 2. ábrán látható, hogy a KESZ likviditási hatásának mértéke nagyságrendekkel meghaladja a készpénzállomány változását. A munkanapok több mint 10 százalékában (tehát valamivel gyakrabban, mint kéthetente) a KESZ több mint 100 milliárd forintos sokkot okoz.

A KESZ likviditási hatását és a forgalomban lévő készpénzmennyiséget együttesen autonóm tényezőknél nevezzük, mert azok alakulására sem a jegybanknak, sem a hitelintézeteknek nincs befolyása.⁷

Új és rendkívüli jegybanki eszközök likviditási hatása

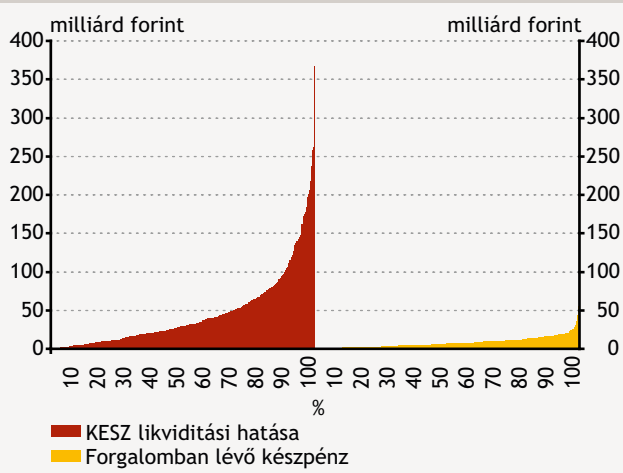
A nemzetközi válság 2008. őszi begyűrűzése nyomán a jegybank számos piacon beavatkozott új eszközök bevezetésével, amelyek szintén likviditási hatással jártak.⁸ Az FX-swap piacon a devizalikviditás szűkösségére reagálva több instrumentum került bevezetésre, ezek közül jelenleg kettő, az egynapos és a három hónapos euro/forint eszköz működik.⁹ Az FX-swaps egyszerűen követelések és kötelezettségek, és mérlegben kívüli tételnek számítanak. Mindkét eszköz esetében az MNB eurót ad kölcsön forintért cserébe, ezért ezek igénybevétel esetén csökkentik a bankközi forintlikviditást, a jegybankmérleg eszközoldalán pedig a devizatartalék szintjét. Az FX-swaps eszköz lejáratok (amikor az MNB visszaveszi az eurót forint ellenében) a forintlikviditás bővül a bankrendszerben, és a devizatartalék szintje is emelkedik. A forintoldal szempontjából ezek az eszközök egynapos, illetve három hónapos jegybanki kihelyezésnek tekinthetők a szereplők számára.

Az elmúlt időszakra jellemző jegybanki értékpapír-vásárlások szintén likviditási hatással jártak.¹⁰ Az MNB 2008. őszi két hónap alatt több mint 200 milliárd forint értékben vásárolt államkötvényeket, ezzel likviditásbővülést okozott a bankrendszerben. A jegybank 2010. elején hirdette meg a

2. ábra

A KESZ likviditási hatásának és a készpénzállomány változásának alakulása 2007. november 1. és 2010. október 31. között

(abszolút értékek, nagyság szerint sorba rendezve)



⁷ A KESZ likviditási hatására ugyanakkor korlátozottan van hatása a hitelintézeteknek. Az ÁKK simítási repoműveletei során ugyanis a szereplők mérlegelhetik, hogy elfogadják-e az államadósság-kezelő ajánlatait.

⁸ A jegybank 2008. őszi és 2009. eleji beavatkozásainak motivációiról és részleteiről lásd MNB (2009a). Az újonnan bevezetett eszközökkel kapcsolatos információk a http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/mnbhu_eszkozatar/mnbhu_eszkozatar_tenderek oldalon érhetőek el.

⁹ Az FX-swap ügylet egy devizacsere, amely során a szereplők elcserélik a devizáikat egymással, majd lejáratkor visszacserelik és elszámolják a két deviza kamatkülönbözetét. Az FX-swap ügyletekről és a hazai piacról lásd részletesebben Mák-Páles (2009).

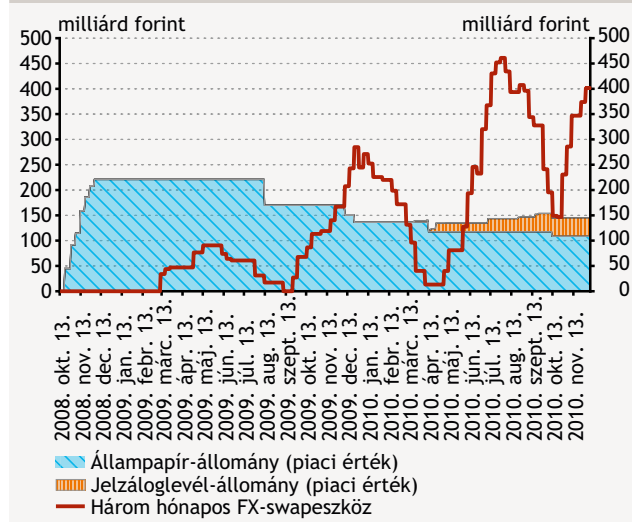
¹⁰ A válság kitörését követő központi banki értékpapír-vásárlásokat mennyiségi lazításnak (quantitative easing) is nevezi a nemzetközi szakirodalom akkor, ha a célja a bankrendszerben lévő likviditás növelése. A MNB a rendszerben már amúgy is jelen lévő többletlikviditás miatt ezzel szemben elsősorban piacépítő szándékkal vásárolt.

jelzáloglevél-vásárlási programját, ennek keretében az elsődleges és másodlagos piacon 2010. november végéig összesen 36 milliárd forint értékben vásárolt jelzálogleveleket, további likviditásbővülést okozva.

A jelenlegitől eltérő, sávós árfolyamrezsim¹¹ alkalmazása esetén a sávszéleknél az MNB időről időre intervencióra kényszerülhetne, ami a forintlikviditás és a devizatartalék szintjének egyidejű megváltozásával járna. Gyenge sávszéli (árfolyamerősítő) beavatkozás esetén a jegybank forintot vásárolna, erős sávszéli (árfolyamgyengítő) beavatkozás esetén pedig forintot adna el a devizapiacra. Előbbi a forintlikviditás és a devizatartalék szintjének egyidejű csökkenésével, utóbbi az emelkedésével jár. A jelenlegi, szabadon lebegő árfolyamrendszerben azonban az MNB nem kényszerül az eszköz alkalmazására.

Az új jegybanki instrumentumok likviditási hatása jól előre jelezhető. Jelenleg a bankszektor intenzíven csak a három hónapos FX-swapot használja. Az eszköz aukciója hétfőn zajlik, a pénzügyi teljesítés pedig szerdára esik. Ezért tekintve annak a likviditási hatása pontosan kiszámítható.

3. ábra
A jegybanki forint értékpapír-állomány és a három hónapos FX-swapeszköz állományának alakulása¹²



FORINTLIKVIDITÁST BEFOLYÁSOLÓ EREDMÉNYTÉTELEK

Kamatfizetések

A fenti tételken túl a forintlikviditást alkotó elemek kamatvonzata a rendszerben lévő többletlikviditás miatt egyenletesen, hosszabb távon nagymértékben bővíti a forintlikviditást. A 2010-es évben az MNB a tartalékteljesítés után várhatóan 20, az egynapos eszközök nettó állománya után 7, míg a kéthetes kötvényállomány kamata után 217 milliárd forintot fizet ki. A jegybank számára ekkora együttes költséggel jár a többletlikviditás kivonása a bankrendszerből, ami a feltétele annak, hogy az alapkamat effektív legyen, azaz a bankközi kamatok az alapkamat közelében maradjanak.¹³ Ezek a tételek egyhetes időtávra szinte tökéletesen előre jelezhetők.

Működési költségek

Az MNB a kormánytól pénzügyileg független intézmény, ezért a működéséhez szükséges kifizetések nem a KESZ-ről indulnak, hanem saját gazdálkodási számlájáról. Tehát forintban denominált kifizetés (pl. bérek, közüzemi számlák, bankjegy- és érmegyártás költsége) esetén pénzt teremt, bővül a bankközi forintlikviditás.¹⁴

A működési költségek 2009-ben 13,7 milliárd forintot tettek ki. Ennek forintban denominált hányada a prognózis egyhetes időszakára vetítve elhanyagolható mértékű a többi likviditási hatással járó tételhez képest.

A LIKVIDITÁSI PROGNÓZIS HOZZÁJÁRULHAT A BANKKÖZI PIACOK REGENERÁLÓDÁSÁHOZ

A forintlikviditás újraelosztását szolgáló bankközi piacok szerepe jelenleg nagymértékben elmarad az optimálistól, és a szereplők a jegybanki eszközöket részesítik előnyben az egymással szembeni kereskedés helyett. Emiatt az indokoltnál rendszeresen kevesebb MNB-kötvényt jegyeznek, és a tartalékkövetelményen felüli többlet forintlikviditásokat

¹¹ Ilyen például a '90-es években alkalmazott csúszo leértékelés, a 2008-ig alkalmazott árfolyamsáv vagy az ERM-II árfolyam-mechanizmus.

¹² Az MNB az egynapos EUR/HUF swapeszköz igénybevételének nagyságát nem hozza nyilvánosságra. A jegybanki értékpapír-állomány értéke nem egyezik az 1. táblázatban találhatóval. Ennek az az oka, hogy az MNB már a válságot megelőzően is tartott állampapírokat, míg a 3. ábrán csak a válság kitörését követő vásárlások láthatók.

¹³ A rendszerben lévő forintlikviditás adott a hitelintézetek számára, ezt ők egyedi szinten a bankközi piacokon át tudják adni egymásnak, de ettől a teljes mennyiség nem változik. A szereplők a tartalékkötelezettségen felüli számlapénzükre már nem kapnak kamatot, ezért a kötelezettségen és a likviditáskezelést segítő eszközökön (egynapos eszközök és hosszú hitelek) felüli jegybankpénzt a hozamvesztés elkerülése céljából el kell helyezniük MNB-kötvényben. Ezen jegybanki instrumentum nélkül a likviditás túlkínálata miatt a forintkamatok nullára is süllyedhetnek. A piaci hozamok a kéthetes kötvényre fizetett mindenkori kamathoz, a jegybanki alapkamathoz igazodnak.

¹⁴ Mivel a működési költségek befolyásolják az MNB eredményét, ezért hosszabb távon a hatásuk a KESZ-en csapódik ki az esetleges osztalékon vagy veszteségmegtérítésen keresztül. Az MNB ugyanis a keletkező osztalékát (ha van) minden évben tulajdonosának, az államnak fizeti be, míg az esetleges jegybanki veszteséget az állam mint tulajdonos köteles megtéríteni a jegybank számára.

jegybanki egynapos betétben görgetik, amely pufferként szolgál az esetleges egyedi vagy rendszerszintű likviditási sokkok kivédésében.¹⁵ A jegybanki egynapos betét rendszeres igénybevétele az egynapos bankközi kamatokat (HUFONIA) a kamatfolyosó alsó felébe szorítja. Ez nemcsak az alapkamat hatékonysága, azaz a kamattranszmisszió szempontjából káros, hanem a szereplőkéből is, akik számára a jegybanki betét felhalmozásának jelenlegi gyakorlata folyamatos kamatvesztéssel jár. A jelenség mögött alapvetően két tényező húzódik meg.

A 2008 őszi begyűrtözés nemzetközi válság nyomán a hitelintézeteken nagymértékű bizonytalanság lett úrrá, így az egymással szembeni limitek beszűkültek, és több szereplő teljesen kivonult a piacokról. A folyamat azonban nemcsak Magyarországon figyelhető meg: az eurozónában, ahova a hazai bankok anyabankjainak döntő hányada tartozik, szin-

tén szűkültek a limitek. A piacok azóta csak részben konszolidálódtak, így a szereplőket fokozottan óvatos likviditáskezelés jellemzi, mert a sokkok kezelésében kevésbé tudnak a bankközi piacra támaszkodni.

A másik tényező a szereplők likviditási sokkokkal kapcsolatos bizonytalansága. A bankrendszerre jellemző egynapos betét rendszeres igénybevételében az egymással szembeni bizalmatlanság mellett ugyanis a pontatlan rendszerszintű likviditási előrejelzés is szerepet játszik, amelynek hibája meghaladja az MNB prognózisát. A jegybank szélesebb információs bázisa és nagyobb erőforrás-ráfordítása mellett ezt egyrészt azok a periódusok támasztják alá, amelyek során a közelmúltban számottevő egynapos fedezett jegybanki hitelfelvételre került sor, másrészt a válság előtti tapasztalatok is valószínűsítik, amikor még likvid bankközi piacok mellett is gyakori volt a jegybanki betételhelyezés.

Példák a közelmúltból egynapos fedezett jegybanki hitelfelvételre

Egynapos fedezett jegybanki hitelfelvétel a közelmúltban jellemzően akkor fordult elő, amikor a hitelintézetek az MNB-kötvény tenderen nagymértékben felülbecsülték a rendelkezésükre álló forintlikviditás mértékét, és emiatt kényszerültek később jegybanki hitel felvételére. A hitelfelvételek magyarázata, hogy egy, az óvatossági tartalékukat (egynapos betétállományukat + pénzforgalmi számlaegyenlegüket) meghaladó mértékű, előre nem látott likviditásszűkítő sokk érte a bankokat. Az MNB viszont ezekben az esetekben pontosabb információval rendelkezett a rendszer likviditásáról, és a prognóza alapján túlzottnak látta a kéthetes kötvényvásárlás mértékét.

2009. december 15-én a bankrendszer a jegybanki eszközök igénybevétele alapján nem volt felkészülve a havi esedékes járulékbefizetések likviditásszűkítő hatásának mértékére, így több mint 100 milliárd forint értékben egynapos hitel felvételére kényszerült. A következő naptól a szereplők több mint 500 milliárd forinttal csökkentették a kéthetes kötvény állományát, így a hitelfelvétel megszűnt.

2010. április 21-én a havi esedékes áfabefizetések mértékét becsülték alul kumulált szinten a hitelintézetek. Ugyanezen a napon a kéthetes kötvény állománya több mint 200 milliárd forinttal nőtt, így a következő egy hétben, amíg a kötvényállományt le nem tudták csökkenteni, a szereplők folyamatos, 50-80 milliárd forint volumenű egynapos jegybanki hitelfelvételre kényszerültek.

A tartalékteljesítés egyik esetben sem biztosított elegendő puffert a sokk teljes elnyelésére. Az MNB becslései szerint a jegybank előrejelzési hibája a fenti két esetben fele-kétharmada volt a bankrendszerének. Az előrejelzés birtokában a bankok jobban előreláthatták volna a rendszert érő likviditási sokkokat, és így az optimális mennyiséghez közelebbi mértékű kéthetes kötvényt vásárolhattak volna.

A jegybank likviditási előrejelzése az első tényezőre legfeljebb közvetve tud hatni. Ahhoz, hogy tartósan visszatérjen a bizalom, és a limitek újra kitáguljanak, a nemzetközi folyamatoknak is kedvező irányba kell elmozdulniuk, hiszen a lecsökkent aktivitás hátterében sok esetben külföldi anyabanki döntés áll. A likviditási sokkokkal kapcsolatos bizonytalanság eloszlásával azonban a jegybank a második tényező kiküszöbölését elő tudja segíteni. Ugyanakkor közvetve az első tényezőt is befolyásolhatja, ha a szereplők

látják, hogy a jegybanki előrejelzés csökkenti a bankszektor minden egyes szereplőjének bizonytalanságát, és ez áttételesen növelheti az egymással szembeni bizalmat.

Az MNB mellett a térségben több jegybank (EKB, cseh, litván) publikál likviditási prognózist. Az EKB az eurozóna jegybankjainak egyedi előrejelzését aggregálva a repoműveleteivel összhangban szintén egyhetes prognózist tesz közzé az autonóm tényezők együttes likviditási hatásáról.

¹⁵ Az egynapos jegybanki eszközök nettó állományának válság előtti és utáni szintje közötti szembetűnő különbség az 1. ábrán követhető nyomon.

A PUBLIKÁCIÓ TARTALMA, MÓDSZERTANA

A likviditási előrejelzés akkor segíti a legnagyobb mértékben a bankok likviditáskezelését, ha támpontot ad a kéthetes kötvény rendszerszintű optimális állományának elérésében. A kéthetes kötvény állománya akkor optimális nagyságú, ha az azon felül a szereplőknél maradó forintlikviditás éppen kielégíti a tartalékteljesítést. Ekkor

- az egynapos jegybanki eszközök (betét és fedezett hitel) nettó állománya nulla,
- az egynapos bankközi piacokon sem keresleti, sem kínálati nyomás nem jelentkezik,
- az egynapos kamatok az alapkamat közvetlen közelében alakulnak.

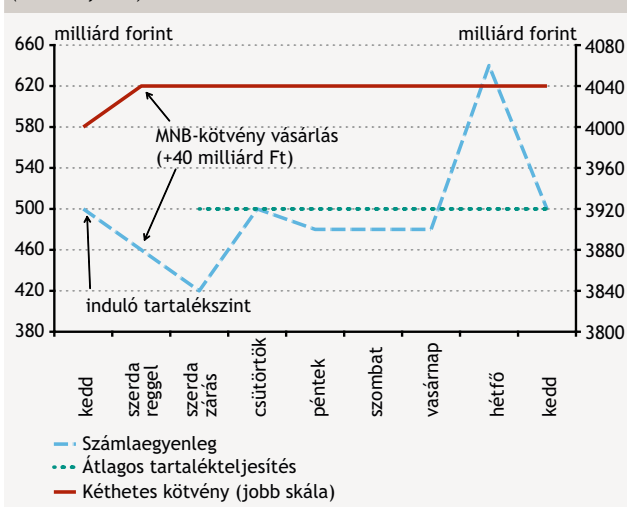
Az MNB keddenként 10 órakor, a kötvényaukciót megelőzően publikálja a következő egyhetes periódusra (szerdától következő hét keddig) vonatkozóan a forintlikviditást befolyásoló tényezők átlagos hatását. A prognózis tárgyának azért ezt az időszakot érdemes választani, mert szerdától következő keddig terjedő időszak az, amely alatt a jegybanki kötvényállomány változatlan.¹⁶ A 2. táblázatban található példa illusztrálja, hogy pontosan hogyan áll össze az előrejelzés.

A táblázat első sora tartalmazza, hogy az időszak egyes napjain összesen mekkora nettó sokk éri a bankrendszert a fent felsorolt tényezők irányából, a második sorban ezek kumulált értéke található keddhez képest. Az utolsó sor pedig a forintlikviditás egy hétre előretekintő átlagos változását mutatja, amelyet a következőképpen kapunk meg:

$$(-40+40+20+20+20+180+40)/7 = +40$$

Tehát az MNB előrejelzése ebben az esetben +40 milliárd forint lenne, ami azt jelenti, hogy keddhez, az aktuális naphoz képest a szerdától következő keddig tartó időszak-

4. ábra
Illusztratív példa a bankrendszer likviditáskezelésére
(milliárd forint)



ban átlagosan 40 milliárd forinttal lesz bővebb a likviditás. Feltételezve, hogy a tartalékteljesítés és a hónap addig eltelt időszakára vonatkozó kumulált tartalékolás éppen megegyezik a tartalékkötelezettséggel, önmagában ennek nyomán a hitelintézetek a keddi aukción 40 milliárd forinttal emelhetik a kéthetes kötvényállományukat. Ebben az esetben a következő egyheti tartalékteljesítésük meg fog egyezni a kötelezettséggel.

A 4. ábra a bankrendszer ideális likviditáskezelését illusztrálja a prognózis publikálását követően. Tétélezzük fel, hogy kedden, a tender napján a tartalékkötelezettség és a pénzforgalmi számlák pillanatnyi együttes egyenlege egyaránt 500 milliárd forint, és a hónap addig eltelt időszakában is 500 milliárd forint volt az átlagos tartalékteljesítés, tehát a bankok a periódus hátralévő hányadában is átlagosan ugyanennyit akarnak teljesíteni. A kéthetes kötvény állománya 4000 milliárd forint.

A szereplők a keddi tenderen a 2. táblázat alapján meghatározott likviditási prognózis felhasználásával 40 milliárd forinttal emelik a kötvényállományt, emiatt szerda reggel a

2. táblázat
Illusztratív példa az egyhetes likviditási előrejelzéshez

(milliárd forint)

	Sze	Cs	P	Szo	V	H	K
Teljes likviditási hatás napi értéke	-40	+80	-20	0	0	+160	-140
Kumulált likviditási hatás keddtől	-40	+40	+20	+20	+20	+180	+40
A forintlikviditás átlagos eltérése keddtől (publikálandó adat)	+40						

¹⁶ Ünnepek esetén változhat a kötvényaukciók naptára. Az MNB likviditási prognózisának időzítése ilyenkor igazodik a megváltozott naptárhoz.

kötvényaukció pénzügyi elszámolásakor a tartalékteljesítés 460 milliárd forintra csökken, miközben a kötvényállomány 4040 milliárd forintra nő. Ezt követően a tartalékteljesítés leköveti a táblázatban feltüntetett sokkokat, tehát a szerdai nap végén a pénzforgalmi számlák együttes egyenlege 420 milliárd forinton zár, majd csütörtökön újra 500, pénteken 480 milliárd forinton stb. Így a következő keddig bezárólag a tartalékteljesítés átlagos szintje éppen 500 milliárd forint lesz, tehát megegyezik a tartalékkötelezettséggel.

AZ MNB ELŐREJELZÉSI HIBÁJA A BANKRENDSZERÉNÉL SZÁMOTTEVŐEN KISEBBRE BECSÜLHETŐ

A publikálás hasznosságának felmérését segíti annak megbecslése, hogy a bankszektor által elkövetett aggregált előrejelzési hiba átlagosan milyen viszonyban van az MNB prognózisáéval, tehát utóbbi esetben milyen mértékben tudná lecsökkenteni a szereplők hibáját. A hitelintézetek előrejelzési hibája elsősorban az egynapos jegybanki eszközök igénybevitelében érhető tetten.

A korábbiak szerint az egynapos eszközök iránti keresletet két komponens, az egymással szembeni bizalmatlanság és a likviditási sokkokkal kapcsolatos bizonytalanság befolyásolja. 2008 ősze előtt az első komponens hatása elhanyagolható volt, ugyanis ebben az időszakban a bankközi piac megfelelően működött, és a szereplők a tartalékperiódusok utolsó napjait leszámítva minimális mértékben vették igénybe az egynapos eszközöket. A hónap első felében elkövetett hibákat még tudták ellensúlyozni a későbbi időszak kötvényaukcióin. Emiatt ez az időszak alkalmas arra, hogy megbecsüljük a bankrendszer átlagos előrejelzési hibáját. Feltételezhetjük, hogy ez a hiba nem változott érdemben az eltelt két év alatt, hiszen a KESZ sokkjai és a készpénzállomány alakulásával, valamint az eredményjellegű tételekkel kapcsolatos bizonytalanságok változatlanok. Az időközben bevezetett új jegybanki eszközök sem növelik érdemben a szereplők bizonytalanságát.

A 2008. őszi válság előtt a tartalékperiódusok utolsó napjaiban az egynapos betét állománya a korábbi minimális szinthez képest rendszerint 100-400 milliárd forint körülire emelkedett, és ez az állomány szinte kizárólag az előrejelzési hibához kapcsolható. A 2008. április és szeptember közötti időszakban az egynapos eszközök átlagos nettó igénybevétele 65 milliárd forint volt, míg a tartalékperiódusok utolsó kötvényaukcióját követő időszakokban ez az érték átlagosan 246 milliárd forint. A magas állományban ugyanakkor szerepet játszott bizonyos mértékű óvatosság is, amely abból eredhet, hogy a szereplők szeretik magas tartalékteljesítéssel kezdeni az új periódust.

Véleményünk szerint a bankrendszer előrejelzési hibájára a 65 milliárd forint alsó, a 246 milliárd forint pedig felső becslésnek tekinthető. Ha a szereplők az MNB likviditási előrejelzése alapján döntenek a kéthetes jegybanki kötvény mennyiségéről, akkor ebben az időszakban átlagosan mindössze 28 milliárd forintos hibát követtek volna el, feltételezve, hogy rendszerszinten sikerül éppen az előrejelzéssel konzisztens mennyiséget elérni. Ugyanakkor ennek csak kisebb hányada csapódott volna le az egynapos eszközökben, hiszen a hónap eleji hibákat később még ki tudják korrigálni. A fenti számítások alapján konzervatív becslés szerint is a bankrendszer előrejelzési hibája az eredeti 43 százaléka (28 milliárd Ft/65 milliárd Ft) csökkenthető. Az alsó becslés alkalmazását az is indokolja, hogy természetesen a bankrendszer egészére vonatkozó pontosabb előrejelzéssel a bankok nem feltétlenül tudják ugyanolyan mértékben pontosítani egyedi szintű likviditási prognózisukat.

Hasonló módszertant követve megbecsülhető a bankrendszer előrejelzési hibája a válság kitörését követő időszakra. Feltételezhetjük, hogy az első, tehát az egymással szembeni bizalmatlanságból származó komponens egy adott hónapon belül állandó lefutású. Megvizsgáljuk a hónap utolsó kötvényaukcióját követően az egynapos eszközök igénybevitelét. Ennek az eltérése a havi átlagos értéktől a bankrendszer becslési hibájának tekinthető. A 2009. december-2010. május közötti időszakban az egynapos eszközök iránti nettó kereslet átlagosan 122 milliárd forint volt, az utolsó kötvényaukciót követő néhány nap átlagállománya ettől átlagosan 81 milliárd forinttal tér el. A jegybanki előrejelzés hibája 50 milliárd forint volt ebben az időszakban, ez alapján a bankrendszer előrejelzési hibája az eredeti 62 százaléka (50/81) csökkenthető.

Becsléseink tehát azt mutatják, hogy a bankok előrejelzését számottevően, legalább mintegy 40%-kal tudná javítani az MNB prognózisának beépítése.

KÖVETKEZTETÉSEK

Az MNB likviditási prognózisa elsősorban a KESZ-hez kapcsolódó bizonytalanságok miatt nem képes tökéletesen előre jelezni a bankrendszerben lévő forintlikviditás mennyiségét. A hiba mértéke ugyanakkor a szélesebb információs bázis miatt kisebb a bankrendszerénél, ezért a jegybank egyértelműen többletinformációhoz juttatja a szereplőket az előrejelzés publikálásával. A keddenként közzétett prognózis támpontot ad a hitelintézeteknek a megfelelő mértékű kéthetes kötvényállomány eléréséhez.

A jegybanki előrejelzés csökkenti a szereplők likviditási sokkokkal kapcsolatos bizonytalanságát, amennyiben a

bankrendszer likviditáskezelői felhasználják azt saját aggregált szintű prognózisukhoz. Az MNB várakozásai szerint a jegybanki előrejelzés publikálása a választható tartalékráta bevezetéséhez hasonlóan¹⁷ hosszabb távon fog hozzájárulni a bankközi piac regenerálódásához. Ahhoz azonban, hogy a piacok újra betöltsék a válság előtti szerepüket, az egymással szembeni bizalmatlanság oldódása és a limitek tágulása is alapvető fontosságú.

FELHASZNÁLT IRODALOM

ANTAL J.–BARABÁS GY.–CZETI T.–MAJOR K. (2001): Likviditásszabályozás az MNB cél- és eszközrendszerében. *MNB Műhelytanulmányok* 22.

BALOGH Cs. (2009): Az MNB-kötvény szerepe a hazai pénzügyi piacokon. Mi az összefüggés a magas kötvényállomány, a banki hitelezés és az állampapír-piaci kereslet között? *MNB-szemle*, 2009. október.

BINDEIL, U. (2000): *Central bank liquidity management: theory and euro area practice*.

EUROPEAN CENTRAL BANK: *Forecasts of autonomous liquidity factors*. URL: <http://www.ecb.int/stats/monetary/res/html/index.en.html>.

MÁK I.–PÁLES J. (2009): Az FX-swap piac szerepe a hazai pénzügyi rendszerben. *MNB-szemle*, 2009. május.

MNB: *Aukciók, tenderek, gyors tenderek*. URL: http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/mnbhu_eszkozta/mnbhu_eszkozta_tenderek.

MNB: *Likviditási előrejelzés*. URL: http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/mnbhu_eszkozta/likvilitasi-elorejelzes.

MNB (2010. október): *A monetáris pénzügyi intézmények mérlegei és a pénzmennyiségek*. URL: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu_kerdesek_valaszok/mnbhu_stat_forum_valaszok/mnbhu_hitelintezetek_osszevont_merlegenek_alakulas/0708_monstatpubl_huxls.xls.

MNB (2009a): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2009. április.

MNB (2009b): *Részletesen a monetáris politikai eszköztárról*.

MNB (2009c): *Éves jelentés*.

SIMON B. (2009): A készpénz szerepe a vállalati gazdálkodásban – hol magas a házipénztár-állomány? *MNB-szemle*, 2009. december.

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

¹⁷ A tartalékköteles hitelintézetek 2010. november 1-jei hatállyal választhatnak a jelenlegi 2 helyett 3, 4, vagy 5 százalékos kötelező tartalékrátát is, ami szintén megkönnyíti a likviditáskezelésüket. Erről bővebben lásd Varga (2010).