

Nagy Márton:

Az önfinanszírozási program költségei eltörpülnek az előnyei mellett

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) tavaly áprilisban hirdette meg önfinanszírozási programját, amely idén nyáron kiterjesztésre került. A program sikeresen hozzájárult a magyar gazdaság külső sérülékenységének mérsékléséhez és az adósságszerkezet egészségesebbé válásához. Ezt a kedvező változást mára már számos nemzetközi intézmény, befektetési bank és hazai banki szereplő is elismeri. Ugyanakkor egyes – mára szerencsére már kisebbségben lévő – hazai szakértők vitatják a program eredményeit, elsősorban a jegybank által vállalt kockázatok és költségek felnagyításával és az előnyök kicsinyítésével. Ez a kiegyensúlyozatlan megközelítés tükröződik Surányi György közelmúltban kifejtett gondolataiban is.

Surányi György október 1-jén, a Budapest Economic Forum panelbeszélgetésén öröndetesnek nevezte a külső sérülékenység csökkenését és a devizaadósság leépülését, de kritizálta az MNB önfinanszírozási programját, amiért az „nyitott kamatpozíciót” eredményez az MNB-nél, illetve mert visszafogja a vállalati hitelezést. Jelen cikkben amellettt érvelek, hogy a fenti gondolatmenet több szempontból sem helytálló. Egyrésztől szakmailag nem helyes a hasznok és a költségek szétválasztása, hiszen a külső sérülékenység üdvözölt csökkenésének fő oka épp maga a kritizált önfinanszírozási program. Másrésztől a kamatcsere-ügyletekből adódó kamatkockázatokat érdemben ellensúlyozza az MNB mérlegének szűkülése. Harmadrészt pedig a programnak a vállalati hitelezésre nincs hatása, hiszen a program kizárólag a konsolidált állammal szembeni követelések formáját módosítja, átrendezve a pénzügyi eszközök állományát a jegybank felől az államháztartás irányába.

Az önfinanszírozási program célja és eredményei

Egy program értékelését érdemes azzal kezdeni, hogy mi volt annak kitűzött célja, csakis ehhez viszonyítva lehet ugyanis megítélni az adott intézkedések eredményességét. Az MNB önfinanszírozási programja esetében egyszerű a dolgunk, hiszen az MNB számos alkalommal egyértelművé tette, hogy a cél az ország külső sérülékenységének csökkentése. Ezt a program úgy éri el, hogy a jegybanki eszköztár átalakításával a kereskedelmi bankok jegybanknál tartott likviditását a nem jegybanki, piaci elfogadható fedezetek, azaz – a magyar értékpapír-piac sajátosságaiból kifolyólag – mindenekelőtt az állampapírok felé tereli. Ezzel a bankrendszer konsolidált állammal (költségvetéssel és MNB-vel) szembeni követelésállománya nem változik, mindössze eszközeinek szerkezete módosul, illetve a bankok növekvő állampapír-kereslete lehetővé teszi, hogy az állam a devizaadósság visszafizetését a forint állampapírok növekvő kibocsátásával finanszírozza.

Ma már nem kérdéses, hogy az önfinanszírozási program hatásosnak bizonyult a kitűzött sérülékenység-csökkentési cél elérésében. A bankok forint állampapír-állománya a program 2014-es meghirdetése óta mintegy 1500 milliárd forinttal nőtt, a belföldi hitelintézetek államadósságon belüli részesedése ez által csaknem 35 százalékra emelkedett. Ezzel jelenleg a forint állampapírok piacán már a bankrendszer a legnagyobb szereplő, letaszítva a külföldi befektetőket az első hely-

ről. A banki forint állampapírok lejáratig hátralévő futamideje 3 év alatti szintről mintegy 4 évre nőtt az elmúlt bő másfél évben, amivel a magyar államadósság megújítási kockázata lényegesen csökkent. Az államadósság devizaaránya a korábbi 50 százalék körüli csúcstról 35 százalék alá esett. Mindez azt jelenti, hogy a csökkenő bruttó külső adósság csökkenti az államadósság finanszírozásával kapcsolatos kockázatokat és költségeket, így az ország külső sérülékenységét. A forintkibocsátások felé történő elmozdulás mérsékli az államadósság devizaarányát, a növekvő állampapír-kereslet révén pedig olcsóbbá válik az államháztartás finanszírozása. Az alacsonyabb külső adósság és annak egészségesebb szerkezete csökkenti az ország kockázati prémiumát, ami szintén hozzájárulhat a finanszírozási költségek mérsékléséhez. A pénzügyi stabilitás erősödésén keresztül a program hozzájárulhat a hatékonyabb monetáris politikához, illetve áttételesen a fenntarthatóbb gazdasági növekedéshez is.

A költségek a jegybanknál, a hasznok nemzetgazdasági szinten jelentkeznek

A program megítélésével kapcsolatos félreértések egyik forrása, hogy nem feltétlenül ugyanott jelentkeznek a program költségei és a kapcsolódó hasznok. A program sikerét biztosító eszközöket a jegybank alakítja ki és működteti, így a program költségeit, esetleges kockázatait is a jegybank viseli, ugyanakkor a kockázatokat a főként nemzetgazdasági szinten jelentkező eredményekhez viszonyítva érdemes értékelni. Az előzőek alapján a program számos pozitív folyamatot váltott ki, vagy támogatott, amelyek makrogazdasági szinten is jelentősnek mondhatóak. Ehhez azonban az MNB aktív szerepvállalására is szükség volt, ami egyes kockázatok át-, illetve felvállalását is magába foglalta. Az egyes jegybanki eszközök kockázat-hozam elemzését tehát nem önmagában, hanem a program egészét, a programhoz való hozzájárulásukat tekintve kell elvégezni. Az egyik ilyen fontos, és gyakorta figyelembe nem vett szempont a jegybank által az önfinanszírozás támogatásához biztosított kamatcsere-ügyletek értékelése során, hogy míg egyik oldalról az eszközzel a jegybank kamatkockázatot vesz át a bankoktól, a másik oldalról az önfinanszírozási program velejárásként megjelenő jegybanki mérlegszűkülés ellensúlyozza az emelkedő kamatköltséget.

Tény, hogy az önfinanszírozási program és a jegybanki kamatcsere ügyletek átalakítják az MNB kamatkockázatát. A kamatcsere ügyletben fizetendő változó kamat mérlegen kívüli, forrásoldali tétel, míg a kapott fix kamatok lényegében eszközoldali kitettséget jelentenek. A kamatcsere-ügyleteken keresztül felvett kamatpozíció tehát *önmagában* növeli a jegybank kamatkockázatát, de ezt nem lehet az egyéb hatásoktól leválasztva értékelni. A jegybanknál megjelenő kamatkockázatot ugyanis a mérlegtételek kamatkockázatának mértéke (milyen hosszú futamidővel rendelkező eszközök vannak a mérlegben) és a kamatkockázatot viselő eszközök nagysága egyszerre határozza meg.

Az önfinanszírozási program során a sterilizációs állomány csökken, ami mennyiségi oldalról ellensúlyozza a jegybank kamatcsere ügyletek miatt növekvő forrásoldali kamatkockázatát. 2015 szeptemberétől az MNB irányadó eszköze a 2 hetes betét helyett a 3 hónapos betét lett, ami azt jelenti, hogy forrásoldalon még mindig a rövid futamidő jelenti a kockázatot, hiszen a kötelezettségek gyorsan átárazódnak. Az önfinanszírozási program előtti állapothoz képest az MNB mérlegben forrásoldalon annyi változás történik, hogy a korábbi 2 hetes futamidejű kockázat egy ré-

szét a kamatcsere ügyletek 6 hónapos kockázattá alakítják, míg a fennmaradó 2 hetes betét 3 hónapos betétté alakul át. Így az MNB-re gyakorolt hatás egy esetleges rövid hozamemelkedés esetén alapvetően nem változik, és a forrásoldal hosszabb futamideje miatt kismértékben még alacsonyabb is lehet, mint az önfinanszírozási program elindítása nélkül. Az MNB eszközoldalán az önfinanszírozási program nélküli helyzethez képest a követelések futamideje megnő a kamatcsere ügyletek hosszú futamidejű, fix lába miatt. Ugyanakkor fontos kiemelni a különbséget kamatkockázat és kamatköltség között, hisz a forrásoldali változó kamatfizetések egy hozamemelkedés esetén ténylegesen nagyobb kamatkidást jelentenek, míg a fix kamatozású eszközök ilyen esetben csak átárazódnak, és az esetleges veszteség csak az ügyletek lezárásakor érvényesülne. Feltételezve, hogy a programban részt vevő bankok a program szellemiségével összhangban lejáratig tartják a magyar állampapírokat és az MNB-vel kötött kamatcsere ügyleteket, a kamatköltség tekintetében nincsen érdemi különbség a program nélküli helyzethez képest.

Az önfinanszírozási program esetében a program előnyei makroszinten érvényesülnek, melyek meghaladják a jegybanknál jelentkező, számszerűsíthető költségeket. A program által biztosított, az MNB mérlegében és nemzetgazdasági szinten jelentkező előnyökkel szemben a kamatcsere ügyletek közvetlen költsége áll. A jegybanki kamatcsere ügyletek ára a bankok számára kedvezőbb a piaci ügyleteknél, melynek oka az, hogy az ügylet is eltér a piacitól. A jegybanki kamatcsere ügyletek kötésének feltétele, hogy legalább az igénybevett ügyletek értékének megfelelő mértékben növeljék jegybanki elfogadható fedezeteik állományát, elsősorban állampapírokat. Ez a költség ugyanakkor az eddig kötött ügyletek esetében átlagosan kevesebb mint 0,5 százalékos. Ezt az összeget azzal érdemes összevetni, hogy mennyivel csökken az MNB kamatkidása amiatt, hogy a program hatására az MNB mérlege „összemegy”, így a sterilizációs költség csökken. A jelenlegi irányadó kamat mellett a devizatartalékra nulla közeli hozamot feltételezve a sterilizációs költség, amely tehát megtakarítható, meghaladja az 1 százalékot. Ez a költség jelenleg historikus mélyponton van, a megelőző években a tartaléktartás költsége ennél jelentősen magasabb volt.

Csak a konszolidált állammal szembeni követelések szerkezete változik

Az önfinanszírozási program elindítása óta a rövid és hosszú hozamok is csökkentek. A korábban kötött jegybanki kamatcsere ügyletek egy része a bekövetkezett kamatcsökkenés miatt a jegybank számára nyereségessé vált, ami puffert ad egy kisebb hozamemelkedés esetén jelentkező költségekre. Előretekintve pedig az önfinanszírozási program hozzájárul a hosszú hozamok csökkenéséhez, illetve a hozamok alacsony szinten való stabilizálásához, tehát maga a program is csökkenti a hozamemelkedés kockázatát. A mennyiségeken keresztüli hatásként a program közvetlen hozamleszorító hatása érvényesül. Makroszinten pedig a kisebb külső sérülékenységből eredően is mérséklődnek a hosszú hozamok, illetve egy válságforgatókönyv bekövetkezésének esélye is csökkent. A hazai gazdaság és az állampapírpiac ellenálló-képességének növekedését jól mutatja, hogy 2015 tavaszától kezdődően a külföldiek számottevő mértékben adtak el forint állampapírokat, az eladási hullám azonban nem vezetett a hozamok érdemi növekedéséhez, és a 3-5 éves hozamok az eladások ellenére még csökkenni is tudtak. Ezt a jelentős eredményt pedig elsősorban a bankrendszer irányából érkező állampapír-kereslet piacot stabilizáló hatása okozta.

A kamatkockázatot az is mérsékli, hogy az MNB kamatpolitikai mozgásterét az utóbbi időszakban bővült. A következő két évben a piaci várakozások alapján az MNB irányadó kamata változatlan maradhat, összhangban az MNB kamatpolitikára vonatkozó előzetes kommunikációjával. Változatlan alapkamat mellett a kamatcsere ügyletek ártértékelődéséből nem származik veszteség. Az elmúlt időszakban számos olyan intézkedés született, ami növeli a kamatpolitika mozgásterét. A lakossági devizahitelek forintosítása és az önfinanszírozási program csökkenti a külső sérülékenységet, így a külső sokkokra való kamatpolitikai reakció erősségét is. Az állampapír-piac és a devizapiac sokktűrő képessége is megnőtt, ugyanakkora mértékű külső sokk az utóbbi időszakban kisebb hozamemelkedéssel, illetve árfolyamgyengüléssel járt együtt, mint korábban. Az árfolyam fogyasztói árakba való begyűrűzésének mértéke is csökkent az elmúlt időszakban, ami még tovább bővítette a kamatpolitika mozgásterét.

A program a vállalati hitelezési aktivitást nem mérsékli, mivel az csak a konszolidált állammal szembeni követelések formáját módosítja, átrendezve a pénzügyi eszközök állományát a jegybank felől az államháztartás irányába. A kétételes eszközből való „kilökődés” hatására eddig 1500 milliárd forintnyi összegben vettek a bankok állampapírt, ami lényegesen kisebb, mint a sterilizációs állomány mértéke. Akkor korlátozhatná elméletileg a bankok hitelezési képességét az eszköztár; ha összesen több állampapírt vennének a bankok, mint amennyi a kétételes eszközből megmozdul. Azonban a bankok állampapír-vásárlása után is marad érdemi mennyiség a 3 hónapos jegybanki betétben, így a bankok likviditása nem korlátozza a hitelezési aktivitást.

Összegzés

Az MNB gyakorlata beleillik a nemzetközi trendbe, hiszen más jegybankok is érdemi kockázatot vállalnak fel a mérlegük aktívabb használatával. A globális pénzpiaci válság kitörése óta jellemző, hogy a jegybankok aktívabb szerepet vállalnak fel a gazdaságban, a korábbi vagy újonnan előkevert jegybanki célok eléréséhez kapcsolódóan új eszközöket vetnek be. Számos fejlett jegybank érdemben bővítette mérlegét, mennyiségi lazítást hajtott végre a monetáris politikai célok elérése érdekében. Az Európai Központi Bank például a 2015 elején bejelentett eszközvásárlási programjával az inflációs cél elérését célozza, illetve az inflációs cél sérülése nélkül a gazdasági növekedés elősegítését. Ugyanakkor a vásárlásokkal az EKB érdemi kamatkockázatot is felvállal, a programjának bejelentése óta az eurozóna jegybankja több mint 300 milliárd eurónyi állampapírt vásárolt, melyek túlnyomórészt fix kamatozásúak, és futamidejük igen hosszú, átlagosan eléri a 8 évet.

Összességében az MNB az önfinanszírozási programmal nagy lépést tett a magyar gazdaság külső sérülékenységének mérséklése irányába, miközben a program a jegybank mérlegének szűkülése következtében nem jelent érdemi többletkockázatot, és a program által biztosított előnyök meghaladják azok költségeit.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalán 2015. október 28-án.”