

Mátrai Róbert: Csökkentette az ország sérülékenységét az NHP 3. pillére¹

A devizatartalék-megfelelési mozgástér tágulása és a piaci viszonyok megváltozása következtében a Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2014. július 1-jétől megszüntette a Növekedési Hitelprogram (NHP) 3. pillére keretében kínált devizacsere eszközét. A feltételhez kötött devizaswapok bevezetésével 2013 júniusában az MNB a magyar gazdaság rövid lejáratú külső adósságának és a jegybanki kéthetes kötvényállománynak együttes csökkentésén keresztül az ország külső sérülékenységének mérséklése mellett köteleződött el. Az NHP devizacsere tenderei hatékonyan betöltötték céljukat és hozzájárultak hazánk sérülékenységének csökkentéséhez. 2014 nyarától szerepüket a jegybanki eszköztárban az önfinanszírozási koncepció keretében bevezetett eszközök töltik be.

Az NHP 3. pillér bevezetésének célja

A Magyar Nemzeti Bank 2013. április 4-én hirdette meg a Növekedési Hitelprogramot, amelynek 3. pillére keretében a jegybank 2013. június 3. és 2014. június 30. között heti rendszerességgel 2,5 milliárd eurós keretösszeg mellett devizacsere tendereket tartott. A tendereken a hazai hitelintézetek vehettek részt. Az eszköz bevezetésével az MNB célja a kéthetes jegybanki kötvényállomány és a bruttó külföldi adósság csökkentésén keresztül az ország külső sérülékenységének mérséklése volt úgy, hogy közben a devizatartalék-megfelelés is biztosítva maradjon. Ennek megvalósulása érdekében az MNB előírta a tendereken résztvevő hitelintézeteknek, hogy legalább az igénybevételükkel megegyező mértékben csökkentsék a rövid (éven belüli hátralévő futamidejű) külföldi forrásaikat.

A feltétel bevezetése biztosította, hogy a jegybanki devizatartalék nagyságának csökkenése ne haladja meg a bankok és ezzel együtt az ország rövid külső adósságának mérséklődését a piaci szereplők által gyakran figyelt Guidotti-Greenspan-mutató alapján (az indikátor a tartalék-megfelelést a devizatartalék és a rövid külső adósság aránya alapján számszerűsíti). A feltételt az MNB „beárazta” a tenderekbe, és a hasonló futamidejű, feltétel nélküli piaci swapokhoz képest kedvezőbb áron kínálta devizaswapjait, így ösztönözve a hazai hitelintézetek keresletét, és ezzel rövid külső forrásaik leépítését.²

A swapeszköz céljainak elérése, a kellő rugalmasság megteremtése és a minél magasabb fokú kihasználtság biztosítása érdekében a bankokkal folytatott előzetes konzultációk során felmerülő igényeket szem előtt tartva az MNB hetente 8 futamidőn hirdette meg az eszközt. Az éven belüli futamidejű 1, 3 és 6 hónapos FX-swap ügyletek a hitelintézetek kereskedési tevékenységét, az éven túli 18, 21, 24, 27 és 30 hónapos kamatozó devizacsere (CIRS) ügyletek pedig a bankok devizamegfelelési mutatóknak történő megfelelését tudták segíteni. A több különböző futamidő kialakításával, a lejáratok és az esetleges megújítási kényszer porlasztásának lehetővé tételével –

¹ A szerző a Magyar Nemzeti Bank munkatársa.

² A devizatartalék-tartás költségének csökkenése hozzájárult ahhoz, hogy összességében az MNB, és így a magyar állam vonatkozó költségei a sérülékenység változatlansága mellett mérséklődjenek.

a bankok által megfogalmazott előzetes igényeknek megfelelően – az eszköz a hitelintézetek likviditáskezelését is hatékonyan tudta támogatni.

Az igénybevételek tapasztalatai

A NHP swapeszköz egyéves élettartama alatt az MNB 57 tendert tartott, melyből 11 során érkezett ajánlat összesen 5 különböző futamidőre (a swapok hosszú lejáratára miatt nem volt várható heti rendszerességű igénybevétel). A jegybank az összes benyújtott ajánlatot elfogadta, így a bankrendszer bruttó 1531 millió euróhoz jutott, amelyből a jelenleg is fennálló állomány 781 millió eurót tesz ki. A hitelintézetek nem használták ki teljes egészében a rendelkezésre álló 2,5 milliárd eurós keretösszeget. Ennek oka egyrészt a bizonytalan nemzetközi piaci környezet, ami nehezítette a potenciális partnerek hosszú távra történő tervezését és kockázatosabbá tette a külső források tartós leépítését. A részvételi hajlandóság csökkenésének irányába hathatott másrészt az is, hogy a lakossági devizahitelek piacról való esetleges kivételével akár már rövid távon jelentősen csökkenhet a bankrendszer devizacsere-ügyletekre való ráutaltsága.

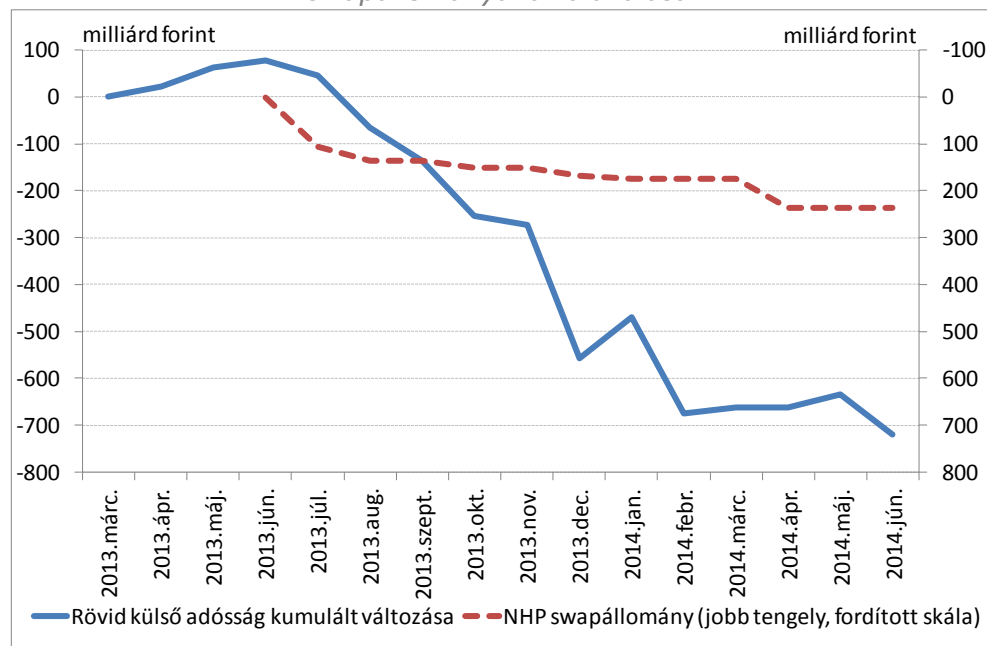
1. táblázat: Az NHP 3. pillér igénybevétele

Dátum	Futamidő	Mennyiség (millió euro)
2013.06.10	30 hónap	8
2013.07.08	30 hónap	100
2013.07.22	5 hét	250
2013.08.12	30 hónap	100
2013.08.26	5 hét	250
2013.09.30	3 hónap	250
2013.10.07	30 hónap	50
2013.12.23	30 hónap	60
2014.01.20	30 hónap	66
2014.01.27	27 hónap	47
2014.01.27	30 hónap	150
2014.04.22	6 hónap	200
Bruttó igénybevétel		1531
Fennálló állomány		781

Forrás: MNB

A kéthetes jegybanki kötvényállomány pályája az NHP 3. pilléréhez köthetően 230 milliárd forinttal mérséklődött. A tendereken résztvevő hitelintézetek többszörösen túlteljesítették az előírt feltételt: 2014. június végéig több mint 700 milliárd forinttal, azaz a program keretében történő devizatartalék-felhasználást közel 500 milliárd forinttal meghaladó mértékben csökkentették rövid külső adósságukat, így jelentősen mérséklődött az ország sérülékenysége. Ezzel az NHP 3. pillére betöltötte funkcióját, és eredményesen támogatta Magyarország külső sérülékenységének mérséklését.

1. ábra: A tendereken résztvevő hitelintézetek rövid külső adósságának és NHP swapállományának alakulása



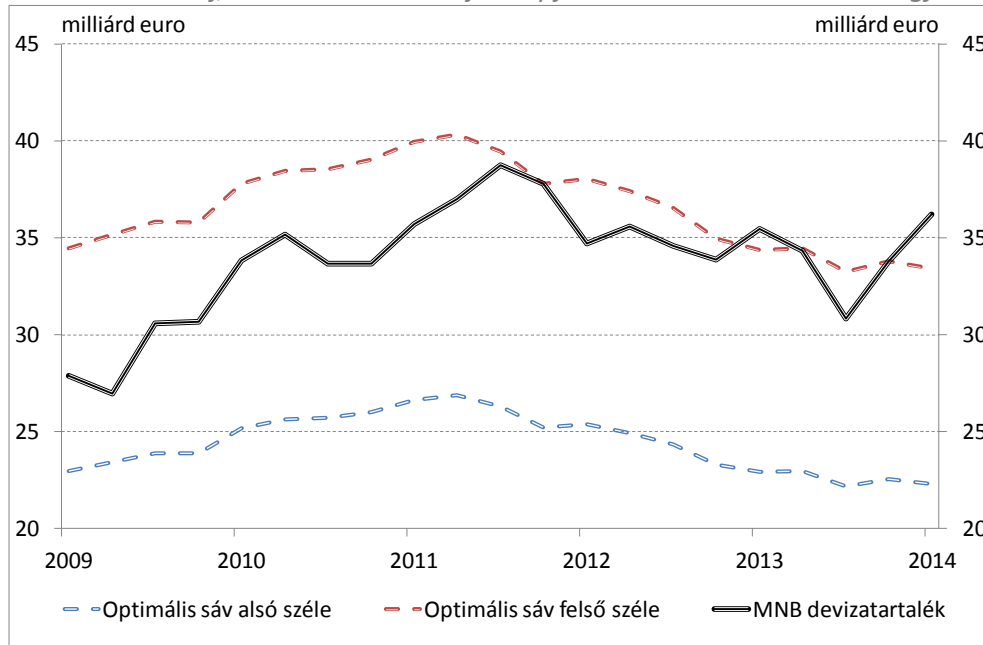
Forrás: MNB

Az NHP 3. pillér megszüntetésének indokai

Az NHP 3. pillér bevezetését követő egy év elteltével a devizatartalék-megfelelési mozgástér tágulása, a swappiaci viszonyok megváltozása és a programhoz hasonló célok elérését kitűző önffinanszírozási koncepció meghirdetése indokoltá tette az NHP swapeszközeinek felülvizsgálatát, aminek keretében a jegybank döntést hozott az eszköz 2014. július 1-jétől történő megszüntetéséről.

Az MNB tartalék-megfelelése az utóbbi időben érdemben meghaladja a befektetők által vizsgált referenciaszinteket (Nagy-Palotai [2014]). Ezt támasztják alá a Nemzetközi Valutaalap (IMF) nemrég publikált, IV. cikkely szerinti stábjelentésében megjelent mutatók is, amelyek alapján 2013 végén a legszigorúbb elvárásoknak is megfelelt az MNB devizatartalék-szintje. Sőt, az IMF által 2011-ben javasolt kombinált mutató alapján a devizatartalék 2014 első negyedének végére már jelentősen meghaladta az optimálisnak tartott sáv felső szélét is. Előretekintve elmondható, hogy amennyiben változatlan marad a külső adósság lejárat szerkezete, úgy az idei évben a be- rövidülő külső adósság csökkenése, továbbá a folyó fizetési mérleg fennálló többlete tovább mérsékelheti a devizatartalék-igényt (Nagy-Palotai [2014]). Mindezek a fejlemények azt jelentik, hogy ebből a szempontból immár nem feltétlenül indokolt egy, az ország külső sérülékenységének további mérséklése céljából meghirdetett, feltételhez kötött és ezért a piacinál kedvezőbb kamatozású jegybanki swapeszköz fenntartása.

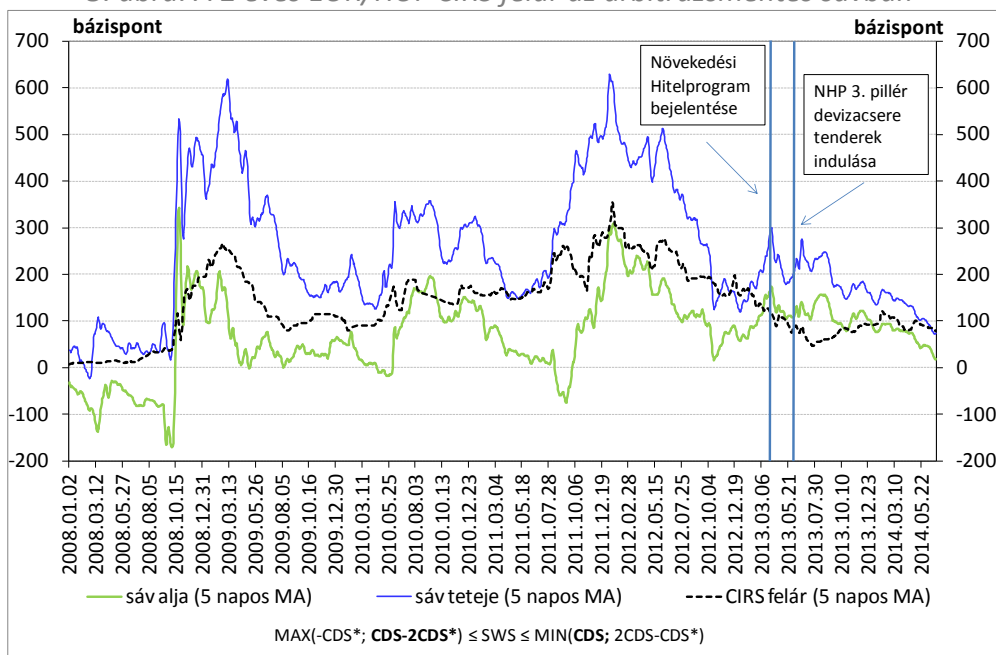
2. ábra: Az IMF új, kombinált mutatója alapján mért devizatartalék-megfelelés



Forrás: az IMF 2011-ben publikált „Assessing Reserve Adequacy” c. feljegyzésében bemutatott módszertan alapján, saját számítások.

Az eszköznek – akár megváltoztatott paraméterek melletti – fenntartását a hazai devizaswappiac állapota sem indokolja, ugyanis a piaci felárak a legtöbb futamidőn jelenleg historikusan alacsonyak, továbbá azok szintje a Csávás [2014]-ben bemutatott arbitrázsmentes sáv alapján is egyensúlyinak tekinthetők. Bár az NHP swapeszköz rendszeres meghirdetése által jelentett kínálat – különösen a kezdeti időszakban – hozzájárulhatott a piaci felárak csökkenéséhez, így megkönnyíthette a bankrendszer devizaforrás-szerzését is, az elmúlt közel fél éves időszakban ugyanakkor a hosszú felárak az eszköz igénybevétele nélkül is alacsony szinten stabilizálódtak. A piac állapota önmagában tehát nem teszi indokolttá a jegybank aktív jelenlétét a hosszú devizaswappiacon, a monetáris politika hatékony megvalósítása szempontjából kritikusabb rövidebb futamidőkön pedig az MNB az NHP 3. pillérén kívül más eszközökkel (egynapos és 3 hónapos FX-swapok) is jelen van.

3. ábra: A 2 éves EUR/HUF CIRS felár az arbitrázsmentes sávban



Megjegyzés: Csávás (2014) módszertana alapján, azzal a további feltételezéssel, hogy a Magyar Állam és a BUBOR árjegyző bankok hitelkockázata megegyezik. CDS jelöli a magyar állam CDS-ét, CDS* a LIBOR árjegyző bankok átlagos CDS-ét.

A Magyar Nemzeti Bank elkötelezett Magyarország külső sérülékenységének további mérséklése iránt. Az MNB ehhez kapcsolódva jelentette be 2014 áprilisában az önfinanszírozási koncepciót, amely a befektetők által figyelemmel kísért, a rövid külső adósság melletti másik külső sérülékenységi mutató, a teljes bruttó külső adósság mérséklését tűzte ki célul. Az MNB önfinanszírozási programjának köszönhetően a júniustól, illetve augusztustól bevezetett új jegybanki eszközök (forint kamatcsere, hosszú forint hitel, eszközcsere, MNB-kötvény betétté alakítása) az NHP 3. pillérének megszüntetését követően is hatékonyan támogathatják a külső sérülékenység mérséklését és hozzájárulhatnak az NHP 3. pillér eredményeinek továbbviteléhez.

Felhasznált irodalom

Csávás, Csaba (2014): "Covered interest parity with default risk", *The European Journal of Finance*, Taylor & Francis Journals, <http://dx.doi.org/10.1080/1351847X.2014.924076>.

IMF (2014): "Hungary 2014 Article IV Consultation-Staff Report", *IMF Country Report* 14/155, June.

Moghadam, Reza — Jonathan D. Ostry — Robert Sheehy (2011): Assessing Reserve Adequacy. *SM/11/31*, February, IMF.

Nagy Márton – Palotai Dániel (2014): "A devizatartalék óvatosan csökkenthető", *MNB Szakmai cikkek sorozat*, 2014 április.

Megjelent a Menedzsment Fórum (Mfor.hu) oldalán 2014. július 18-án.