

Virág Barnabás – Kolozsi Pál Péter

A jelenlegi likviditásbőség gyorsan elolvadhat

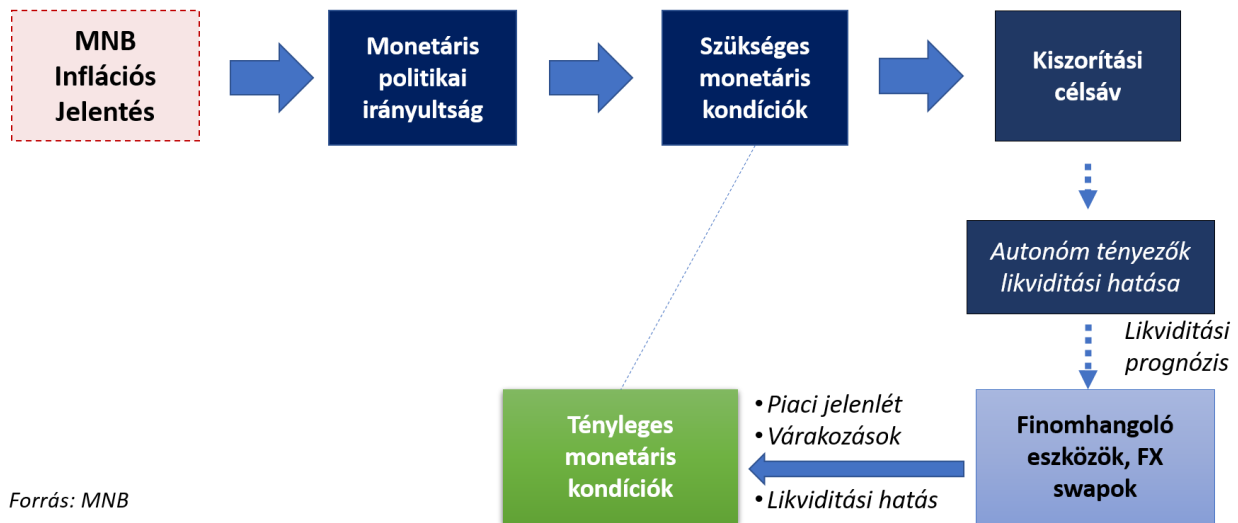
A finanszírozási struktúra változása, illetve a tavaly év végén megemelkedett költségvetési kiadások miatt januárban 1000 milliárd forint fölé emelkedett a jegybanki O/N betét állománya. Ez a korábbi hónapokhoz képest jelentős likviditásbővülést jelentett, érdemben meghaladva a Monetáris Tanács negyedéves, legalább 300-500 milliárd forintos célértékét is. A jelenségre az MNB a swapállomány óvatos csökkentésével reagált. A jelenlegi likviditásbőség ugyanakkor csatlóka, előretekintve már rövid távon is jelentősen változhat a bankok likviditási környezete. Január-februárban csak az állami devizakötvénylejáratok, illetve -visszavásárlások több mint 850 milliárd forintot tesznek ki, amelyek forintból történő refinanszírozása áttételesen ugyan, de tartósan szűkíti a bankrendszer likviditását. A likviditás alakulására egyéb tételek bővítőleg is hatnak (kiemelten a költségvetési kiadások és az EU-források beáramlása), de összességében mindez mégis azt jelenti, hogy a jelenlegi bőséges bankrendszeri likviditás akkor is érdemben csökkenhet, ha az MNB swapállománya nem mérséklődik, amit a várható likviditási kondíciók előrejelzéseinél fontos figyelembe venni.

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2016 óta olyan monetáris politikai keretrendszert használ, amelyben a kamatszintek mellett kiemelten fontos szerepe van a bankrendszeri többletlikviditás alakulásának. A likviditási folyamatok alakításában az MNB legfontosabb eszköze a jegybanki swapállomány lett, amire így kiemelt piaci figyelem irányul. Az utóbbi hetekben érdemben megemelkedett az O/N betéti állomány, a jegybank pedig aktívan használta swapeszközét. A jelenséggel kapcsolatban számos elemzői értékelés látott napvilágot. Jelen cikkben erre reagálva, a tisztánlátás elősegítése érdekében újból rávilágítunk az MNB mennyiségi korlátozáson alapuló keretrendszerének alapösszefüggéseire, valamint áttekintjük a bankrendszeri likviditás autonóm tényezőkből adódó aktuálisan várható alakulását, ami segítheti a jegybanki döntések jobb megértését és a következő hónapok fejleményeinek pontosabb értelmezését is.

A mennyiségi korlátozás rendszere

A jelenlegi, 2016 ősze óta alkalmazott monetáris politikai keretrendszerben az irányadó eszközből kizorítandó likviditás mértékéről a Monetáris Tanács negyedévente hoz döntést. Az MNB az általa elérni kívánt monetáris kondíciókat a mennyiségi korlátozás keretrendszerében alakítja (ennek részletes leírását [itt találja meg](#)). A mennyiségi korlátozás röviden összegezve azt jelenti, hogy a jegybank az O/N betéti eszköz felé tereli a bankrendszer felesleges likviditását („kiszorítási hatás”), az alapkamaton kamatozó eszközök elérését pedig korlátozza. Így a rövid lejáratú pénzügyi hozamok a kamatfolyosón belül, a kizorított likviditással összefüggésben alakulnak. A kizorított likviditás mértékét a monetáris politikai irányultság alapján – az árstabilitási cél elérésének figyelembevételével, az inflációs előrejelzés alapján – a Monetáris Tanács negyedévente határozza meg (1. ábra).

1. ábra: A mennyiségi korlátozás folyamatábrája



A bankrendszeri likviditás alakulását a jegybanki eszközök mellett nagyban befolyásolják az MNB-től független, autonóm tényezők, kiemelten az államháztartás pénzmozgásai és a készpénzállomány alakulása. Az állam kiadásai és bevételei között vannak olyan tételek, amelyek likviditási hatása általában viszonylag jól tervezhető és számszerűsíthető: ilyenek például a jelentős likviditási hatással járó áfa-befizetések, amelyek időpontja és nagysága ismert (az áfa befizetések minden hónap második felében jelentősen szűkítik a likviditást). Ezzel szemben lehetnek olyan államháztartási hiány-, valamint finanszírozási tételek, amelyek sokkal nehezebben tervezhetők, ugyanakkor negyedéves szinten jelentősen eltolhatják a likviditási pályát (pl. az állam előre nem tervezett kiadási tételei, vagy a tervezettől jelentősen eltérő állampapír kibocsátás). Az államháztartás pénzügyein túl a készpénzállomány alakulása (mint az MNB műveleteitől független, autonóm tényező), valamint az MNB likviditásra ható programjai (mint például a NHP fix, vagy a Növekedési Kötvényprogram) is befolyásolják a bankrendszer likviditásának alakulását. A bankrendszeri likviditás bővülése/szűkülése alapesetben ceteris paribus a kiszorított likviditás emelkedésével/csökkenésével jár, a célzott jegybanki programok (NHP *fix* és NKP) ugyanakkor kivételt képeznek, az ezekből adódó likviditástöbbletet ugyanis az MNB az alapkamaton kamatozó preferenciális betétben sterilizálja.

Amennyiben az autonóm tényezők oly módon módosítják a likviditási folyamatokat, ami az MT által előírt kiszorítási cél elérését veszélyezteti, úgy az MNB a jegybanki swapállomány aktív alakításával ellentételezi ezeket a hatásokat. Az MNB 2016 őszén annak érdekében vezette be a forintlikviditást nyújtó FX-swapokat, hogy a bankrendszeri likviditás nem várt, illetve a monetáris politikai irányultsággal ellentétes változása esetén is biztosítani tudja a kiszorítás minimálisan szükséges szintjét és ezen keresztül a megcélzott monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács közleményében úgy fogalmaz, hogy (1) a megcélzott kiszorítási hatás figyelembevételével határozza meg a jegybanki swapeszközök állományát, illetve, hogy (2) kész az FX-swap eszköz állományát rugalmasan alakítani annak érdekében, hogy a kamattranzmisszió a Monetáris Tanács döntésének megfelelően alakuljon, valamint, hogy a bankközi hozamok volatilitása alacsony maradjon. A jelenlegi

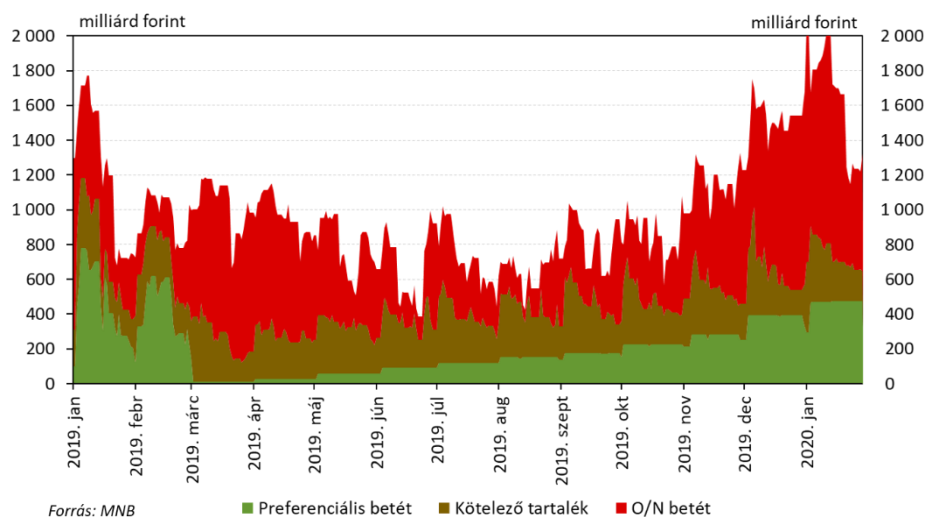
keretrendszerben tehát a swapállomány alakulása önmagában nem értelmezhető monetáris politikai szempontból. Kizárólag a megcélzott kiszorítási hatás alapján, az egyéb likviditási folyamatokkal együtt indokolt a swapállományban bekövetkezett változásokat értékelni.

A likviditási folyamatok 2019 második felében

2019 tavaszán-nyarán a likviditási folyamatokat érintő autonóm tényezőkben érdemi változások történtek, a kincstári számla egyenlege jelentősen megemelkedett. A bankrendszeri likviditás alakulását befolyásoló, fent bemutatott autonóm tényezőkben az év során jelentős ingadozások adódtak. A készpénz a korábbi évek dinamikájától elmaradóan bővült, de így is likviditásszűkítő hatással járt. Június 1-én nagy sikerrel elindult a Magyar Állampapír Plusz (MÁP+), ami a Kincstár Egységes Számla (KESZ) egyenlegének jelentős emelkedését hozta. Már az első két hét közel 700 milliárd forintos értékesítést hozott, 2020 januárjára pedig az állomány meghaladta a 3400 milliárd forintot. Az ÁKK a bankoknál felhalmozódott lakossági papírok visszavásárlásával, az intézményi kibocsátások visszafogásával, a devizakötvények lejárat előtti visszavásárlásával és repóügyletekkel reagált a megemelkedett kincstári egyenlegre.

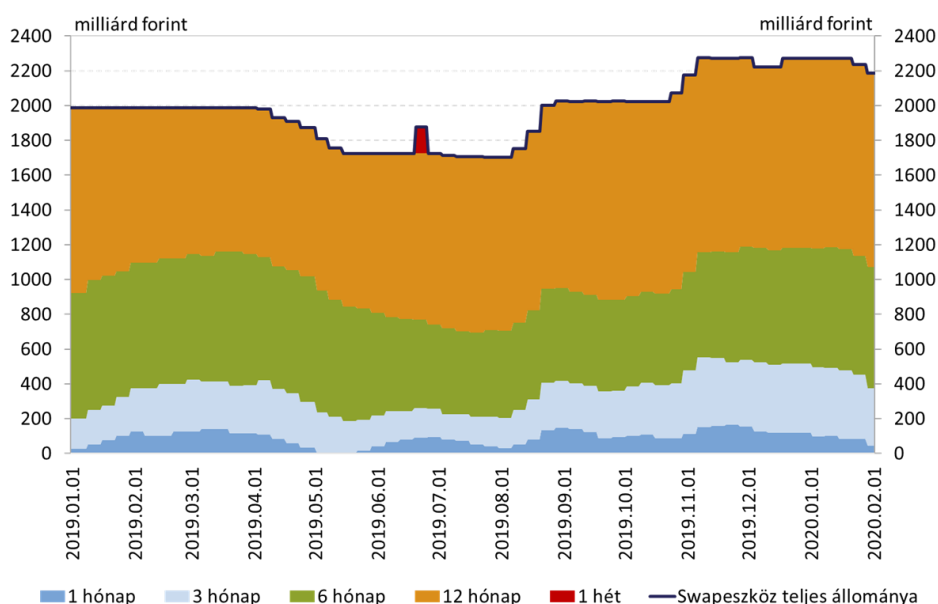
Az év vége felé visszarendeződés történt, a kincstári alkalmazkodás és a költségvetési tételek révén a tavalyi IV. negyedévben a kincstári számláról visszaáramlott a bankrendszerbe a likviditás. Az év végén a koncentráltan jelentkező költségvetési kiadások és a negatív nettó kibocsátásból adódóan jelentősen csökkent a KESZ-szint, amivel párhuzamosan a bankrendszeri likviditás is érdemben, 1000 milliárd forint fölé emelkedett (2. ábra). Január utolsó harmadában a likviditás ugyan szűkült, de ez a havi áfa- és járulékfizetésből adódott, így átmenetinek tekinthető.

2. ábra: A jegybanki betéti állományok alakulása (2019-2020)



A jegybank az eddigi gyakorlatnak megfelelően, a negyedéves célszám elérése érdekében, az autonóm folyamatok figyelembevételével alakítja a swapállományát. A decemberi és januári likviditásbőségre így az érvényben levő operatív keretrendszer szabályainak megfelelően a jegybank a swapállomány csökkentésével reagált (3. ábra).

3. ábra: A jegybanki swapállomány alakulása (2019-2020)



Forrás: MNB

Érdemben szűkülhet a bankrendszeri likviditás a következő hetekben

2020. január-februárban az állami devizakötvénylejáratok, illetve -visszavásárlások több mint 850 milliárd forintot tesznek ki, melyek forintból történő refinanszírozása szűkíti a bankrendszer likviditását. Az ÁKK-nak 2020 január végén járt le egy dollárkötvénye, melynek forintban kifejezet értéke közel 300 milliárd forint. Emellett az ÁKK 2020 január végén további 1 milliárd dollár értékben hajtott végre lejárat előtti devizakötvény visszavásárlásokat, melyek mértéke további 300 milliárd forintot tesz ki. Ezt követően 2020. február végén egy euro kötvény jár le, így az év első két hónapjában a kötvénylejáratok összesített értéke több mint 850 milliárd forint. Az állam a lejáratokat nem deviza, hanem forintkibocsátásból refinanszírozza, ami egyértelműen előremutató és pozitív fejlemény, hiszen a külföldi devizaadósság csökkenése tovább mérsékli a külső sebezhetőséget és sérülékenységet. Mivel az állam forintforrás-bevonása meghaladja a forintlejárásokat, a devizatörlesztések végeredményben szűkítik a bankrendszer likviditását.

1. táblázat: Az ÁKK devizakötvény törlesztései

Lejárat/visszavásárlás napja	Mennyiség eredeti devizában	Mennyiség forintban
2020.01.29	964 millió USD	295 milliárd forint
2020.01.31	1 000 millió USD	306 milliárd forint
2020.02.24	798 millió EUR	269 milliárd forint

Forrás: ÁKK, 2020. január 28-i hivatalos árfolyamokon számítva. Az ÁKK a dollárkötvények keresztárfolyamát swapügyletekkel fedezi, a törlesztéshez szükséges forintösszeg a jelenlegi árfolyamon számítottól eltérő lehet

Egyéb autonóm folyamatok - kiemelten a költségvetési kiadások és a beérkező EU-források - részben ellentételezheti a devizakötvény-tételek hatását, de a bankrendszeri likviditás szűkülése az elkövetkező hetekben-hónapokban így is fokozódhat. Az ÁKK 2020 januárjában lejáratnál többszáz milliárd forinttal nagyobb összegben bocsátott ki forint állampapírokat. Ebben fontos szerepe volt a MÁP+ tavalyi évhez hasonló ütemben folytatódó kibocsátásának, illetve az első 20 éves államkötvény sikeres

aukciójának. A likviditás szűkülése tehát már elkezdődött, de januárban még nem érte el az a mértéket, ami a dollárkötvények 600 milliárd forintos kifizetéséből következne. Az ÁKK január közepén publikált, 2020. február-áprilisra vonatkozó finanszírozási terve alapján a következő 3 hónapban az intézményi befektetőknek szánt forint állampapírkibocsátás nettó értelemben 400 milliárd forintot érhet el, ami előretékintve ennyivel szűkíti a likviditást. Ehhez adódhat még hozzá az intézményi befektetőknek, illetve a lakosságnak szánt terven felüli kibocsátás. Ugyanakkor a devizalejáratokat nemcsak forintforrásból, hanem kisebb részben a KESZ-szint vagy az állami devizabetétek leépítésével is finanszírozhatja az állam, ekkor a közvetlen likviditási hatás elmaradhat a devizalejáratok mértékétől. Ebben az esetben ugyanakkor figyelembe kell venni, hogy az alacsonyabb KESZ-szint visszafogottabb repóaktivitással párosulhat az ÁKK részéről, ami áttételesen ugyan, de ugyancsak a bankrendszeri likviditás szűkülését okozhatja. Természetesen vannak olyan állami-kincstári tételek, amelyek önmagukban a likviditás bővítése irányába hatnak (kötségvetési hiány, EU-források elköltése, stb.), ezek ugyanakkor az elkövetkező hónapokban kisebb jelentőségűek lehetnek, mint a likviditásszűkítő folyamatok. A már tavaly is érdemben lassuló emelkedést mutató készpénzállománnyal kapcsolatban jelentős az előrejelzési bizonytalanság, de összességében az elkövetkező hónapokban ez a tétel is könnyen a likviditás további szűkülését okozhatja.

Összegzés

A fentiek alapján a jelenlegi likviditási környezet csalóka, hiszen kiemelten a devizakötvény-lejáratok és -visszavásárlások forintfinanszírozása miatt a bankközi likviditás már rövid távon érdemben szűkülhet. A KESZ szintje 1000 milliárd felett állandósult, és a bankrendszerben az áfa-fizetés ellenére is bőséges a likviditás: a bankok szinte teljesen kihasználják a preferenciális betéti lehetőségüket, megfelelnek a kötelező tartalékráta szintnek, miközben érdemi szabad likviditással is rendelkeznek az O/N betéti eszközben. Mindazonáltal a következő hónapokban a lejáró devizakötvény-állományok és a Pénzügyminisztérium által január közepén bejelentett devizakötvény-visszavásárlás miatt a bankrendszeri likviditás – az esetleges bővítő tételeket is figyelembe véve - megcsappanhat és tartósan alacsony szinten is maradhat.

A likviditás autonóm, azaz nem jegybanki folyamatokból adódó szűkülését a likviditási kondíciók előrejelzésénél is indokolt figyelembe venni. Az MNB korábbi szakmai kommunikációjában is egyértelművé tette, hogy az alkalmazott operatív keretrendszerben a swapállomány változása önmagában nem tekinthető irányadónak a monetáris politikai irányultság szempontjából, azt csak a kiszorítási célszámmal és az egyéb likviditási hatásokkal együtt lehet megalapozottan értékelni. A swapállomány alakulásának elkülönült értékelése különösen az olyan időszakokban lehet félrevezető, amikor az autonóm folyamatok érdemben befolyásolják a bankrendszeri likviditást. Mivel a devizatételek jelentős likviditásszűkítő hatása miatt most épp egy ilyen időszak elé nézünk, így a jegybanki swaptenderek eredményét, a swapállomány alakulását csakis ezen hatásokat figyelembe véve indokolt értékelni.

„Szerkesztett formában megjelent a portfolio.hu oldalon 2020. január 30-án.”