



Az Önfinszírozási program első két éve

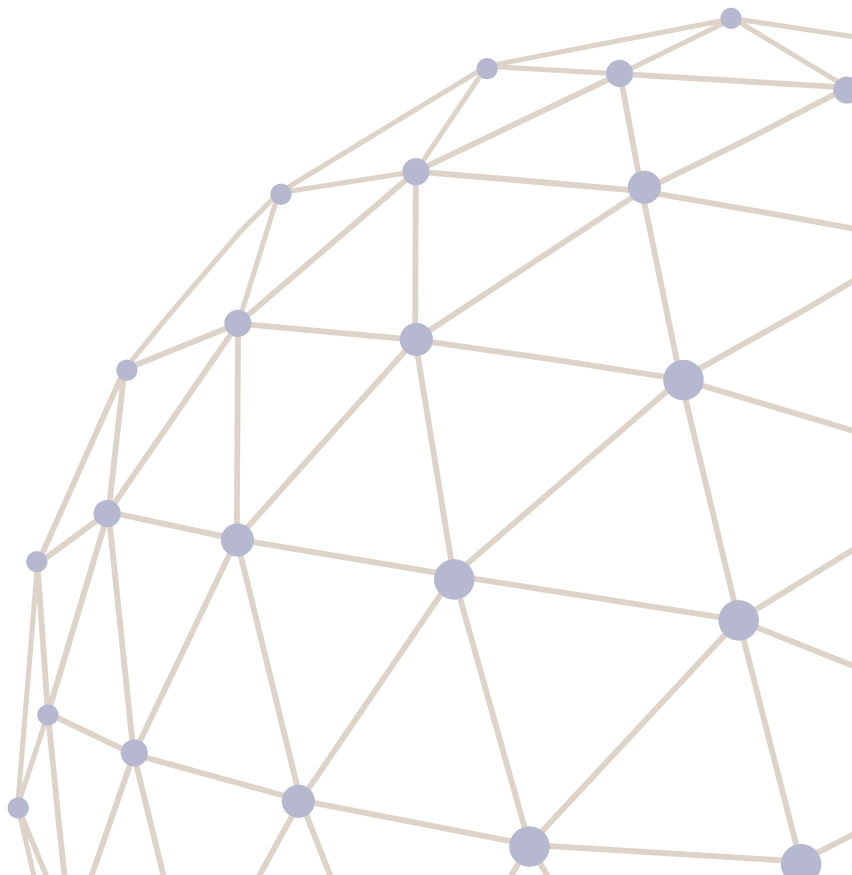
Tanulmánykötet





Az Önffinanszírozási program első két éve

Tanulmánykötet



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Szerkesztette: Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

Tartalom

Előszó.....	5
Gór-Holecz Fatime – Kolozsi Pál Péter – Novák Zsuzsanna – Zágonyi Ádám Az Önfinanszírozási program koncepciója és hatásmechanizmusa	7
Bodnár István – Csávás Csaba – Csom-Bíró Gabriella – Eszes Dorottya – Lénárt-Odorán Rita – Sin Gábor – Zágonyi Ádám Az Önfinanszírozási program eredményei	35
Csávás Csaba – Kollarik András Az Önfinanszírozási program hatása a monetáris kondíciókra	65
Bodnár László – dr. Luspay Miklós Az Önfinanszírozási program hatása a hazai pénzügyi infrastruktúrákra	91

Előszó

Jelen tanulmánykötet négy elemzésben mutatja be a Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2014 tavaszán meghirdetett Önffinanszírozási programját.

Az első elemzés az Önffinanszírozási program koncepcióját és hatásmechanizmusát írja le. A program végső célja a magyar gazdaság külső sérülékenységének mérséklése. Ennek eléréséhez az MNB a jegybanki eszköztár átalakításával arra ösztönözte a bankokat, hogy fölös likviditásukat a likvid értékpapírpiacokon fektessék be, ami a hazai sajátosságok miatt elsősorban az állampapírpiaci kereslet megemelkedését jelentette. A tanulmány bemutatja az Önffinanszírozási program meghirdetésének motivációját, a program intézkedéseit és hatásmechanizmusát, külön kitérve arra, hogy az Önffinanszírozási program nem központilag előírt lépések sorozata, hanem az MNB, az Államadósság Kezelő Központ és a bankok közötti kooperáció eredménye.

A második tanulmány az Önffinanszírozási program makrogazdasági eredményeit értékeli, különös tekintettel az adósságszerkezet egészségesebbé válására és a külső sérülékenység csökkenésére. Az elemzés bemutatja, hogy a 2014 tavaszán meghirdetett Önffinanszírozási program 2016 nyarára jelentős mértékben emelte a bankok állampapírpiaci keresletét, aminek következtében két év alatt megduplázódott a banki tulajdonban lévő állampapír-állomány. A program révén több mint 9 milliárd euro értékben fizetett vissza forintból devizaadósságot a magyar állam, ennek megfelelő mértékben szűkült az MNB mérlege, 50 százalékról 30 százalék alá csökkent az államadósság devizaaránya, valamint mérséklődött a bruttó külső adósság. Emellett 2016 közepére újra a belföldi szereplők biztosítják az államadósság finanszírozásának nagyobbik részét, ami a korábbiakhoz képest egy egészségesebb adósságszerkezet felé való elmozdulásnak számít. Az Önffinanszírozási program elismerésének tekinthető, hogy 2016 májusában a Fitch Ratings dedikáltan a programot nevezte meg a magyar adósságosztályzat befektetői kategóriába emelését alátámasztó egyik fő indokként.

A harmadik tanulmány az Önffinanszírozási program monetáris kondíciókra és a monetáris transzmisszió egyes csatornáira gyakorolt hatását vizsgálja meg. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2012 nyarán kamatcsökkentési ciklusba kezdett, melyet azóta két újabb ciklus követett, aminek következtében 2016 júniusára 610 bázisponttal, 0,9 százalékra csökkent a jegybanki alapkamat. Ezt kiegészítve az MNB 2014 tavaszán meghirdette az Önffinanszírozási programot, melynek elsődleges célja az ország külső sérülékenységének mérséklése volt, de az intézkedések deklarált szándéka volt a monetáris kondíciók nemkonvencionális eszközökön keresztüli lazítása is. Elemzésünk arra a következtetésre jutott, hogy a jegybanki eszköztár átalakításai csak a banki alkalmazkodás egyes fázisaiban okoztak átmeneti romlást a monetáris

transzmisszióban, 2016 közepére a transzmisszió elérte az eszköztár-átalakítások előtti szintet, miközben az Önfinszírozási program elérte kitűzött céljait. Alátámasztottnak találtuk azt a hipotézist is, miszerint az Önfinszírozási program mérsékelte mind a rövid, mind a hosszú lejáratú állampapírhozamokat, így a célzott nem konvencionális monetáris lazítás megvalósult.

A negyedik tanulmány az Önfinszírozási program hazai pénzügyi infrastruktúrákra kifejtett hatását elemzi. A dolgozat rámutat arra, hogy az MNB irányadó eszközeinek 2014. augusztusi változtatásával (az MNB-kötvény betétesítése) a pénzforgalmi likviditás jelentős része kikerült az elfogadható jegybankképes fedezetek köréből, a választható tartalékráta eltörlése pedig számos bank számára csökkentette a pénzforgalom lebonyolítására szolgáló számlaegyenleget. A jegybanki lépésekhez való banki alkalmazkodás eredményeként azonban a pénzforgalom számára rendelkezésre álló likviditás már 2015 év végére újból elérte a 2014 augusztusát megelőző szintet, így a szereplők által is biztonságosnak tartott likvid állomány ismét stabilizálódott. Az elemzés részletesen bemutatja, hogy milyen módon alkalmazkodtak a fizetési rendszer szereplői az Önfinszírozási program egyes lépéseihez, és hogy az egyes fontosabb pénzforgalmi likviditási mutatószámok hogyan alakultak az intézkedéssorozat következtében.

Az Önfinszírozási program koncepciója és hatásmechanizmusa

Gór-Holecz Fatime – Kolozsi Pál Péter – Novák Zsuzsanna – Zágonyi Ádám

Absztrakt

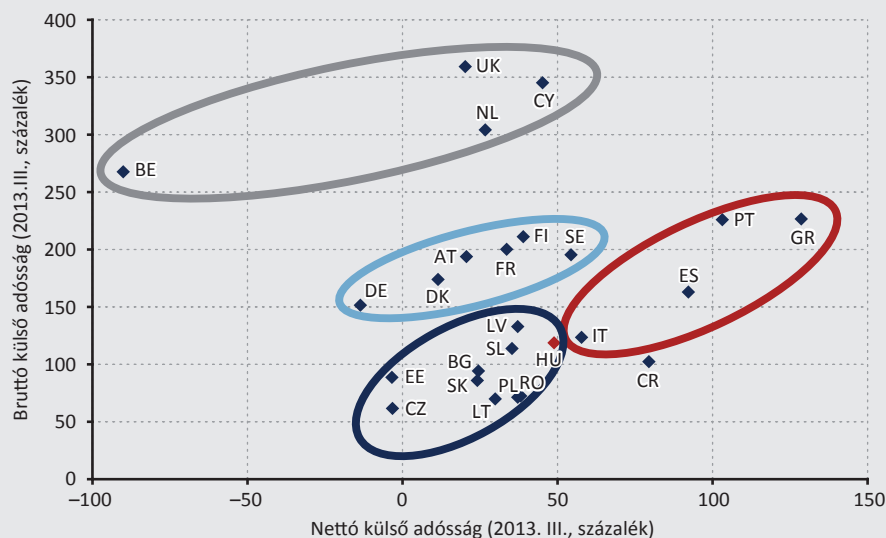
A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2014 tavaszán a magyar gazdaság külső sérülékenységének csökkentése érdekében meghirdette az Önfinszírozási programot. A program a jegybanki eszköztár átalakításával arra ösztönözte a bankokat, hogy likviditásukat a likvid értékpapírpiacokon fektessék be, ami a hazai sajátosságok miatt elsősorban az állampapírpiaci kereslet emelkedését jelentette. Jelen tanulmány bemutatja az Önfinszírozási program meghirdetésének motivációját, a program intézkedéseit és hatásmechanizmusát, külön kitérve arra, hogy a monetáris kondíciók lazítását a jegybankmérleg szűkülése mellett biztosító Önfinszírozási program nem központilag előírt lépések sorozata, hanem az MNB, az Államadósság Kezelő Központ és a bankok közötti kooperáció eredménye.

1. Az Önfinszírozási program meghirdetésének motivációja

A 2008-ban kirobbant globális pénzügyi válság a magas államadósság és a jelentős devizakitettség miatt sérülékeny állapotban érte el a magyar gazdaságot. A külső sérülékenység valós gazdaságpolitikai problémaként akkor jelentkezik, amikor a gazdaság finanszírozási szerkezetén belül a külföld részaránya tartósan meghatározóvá válik, és a külföldi forrásokra való ráutaltság komoly megújítási kockázatot hordoz, különösen egy válság kialakulása esetén. A külső adósság gyakran egyben devizaadósságot is jelent, így a külső megtakarításokra és a devizapiacokra való ráutaltság felerősíti az árfolyam és a kamatfelárak volatilitását, és alááshatja a gazdaság forrásszerzési lehetőségeit. Magyarország makrogazdasági stabilitása szempontjából ezért kiemelt kockázatot jelentett, hogy a 2010-es évek elején a magyar gazdaság külső adóssága meghaladta a régiós államok többségének hasonló mutatóit, sőt megközelítette a kiemelten kockázatosnak tekintett dél-európai országok külső eladósodottságát leíró GDP-arányos mértékeket is (1. ábra).

1. ábra

Egyes európai uniós országok külső adósságállománya a GDP százalékában



Forrás: Eurostat, 2014

Magyarország a külső sérülékenység szempontjából nemzetközi összevetésben is veszélyeztetett országnak számított a válság kirobbanásakor és az azt követő években. A külföld felé történő eladósodás felfutásához a lakossági devizahitelezés térnyerésén túl Magyarországon az állami hitelfelvétel is jelentősen hozzájárult a 2000-es évek második felétől kezdődően. Míg 2004 elején a bruttó államadósság mindössze 40, 2008 elején pedig kevesebb mint 50 százalékát finanszírozták a külföldiek, 2011 végére ez a mérték csaknem 70 százalékig emelkedett. Ugyancsak a külső sérülékenység nemzetközi viszonylatban számottevő kockázatára utal, hogy a Moody's 2015-ös felmérése alapján 2014-ben a feltörekvő országok közül a teljes adósságon belüli külföldi részesedés csak Peruban és Indonéziában volt a magyar felett. Magyarországon az is kiemelt problémát jelentett, hogy a válság egy eladósodott háztartási szektort hozott még súlyosabb helyzetbe, amelynek éves megtakarításai nem fedezték az államháztartási deficitet (Baksay et al., 2013).¹ A háztartások mellett a pénzügyi szektor is egyre inkább kiszorult a hazai állampapírpiacon: 2009-ben a teljes államadósság mintegy 40 százalékát tudhatták magukénak a hazai pénzügyi vállalkozások, 2011 végére 30 százalékra zsugorodó részesedésük 2013 végéig nem tudott érdemben emelkedni.²

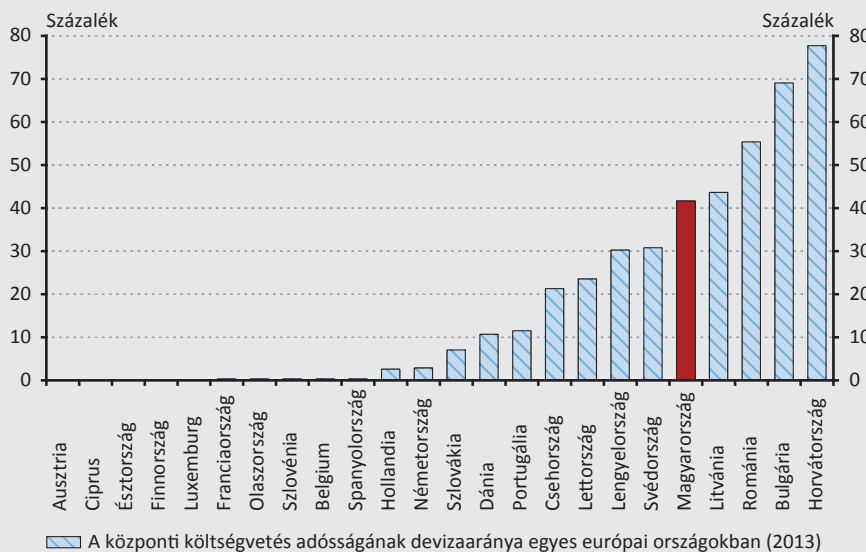
¹ 2012-ben és 2013-ban a bruttó névértéken számított államadósság a hazai pénzügyi vállalatok és háztartások összesített (nem konszolidált) bruttó pénzügyi eszközállományának több mint negyedét, azon belül a hitelintézetek pénzügyi eszközeinek mintegy 70 százalékát tette ki.

² A hazai befektetők alacsonyabb kockázatvállalási kedvén felül az is befolyásolhatta az állampapírpiacon szerepvállalást, hogy 2010-ben megszűnt a kötelező magánnyugdíjpénztári rendszer Magyarországon.

A válság során torzult az államadósság devizális összetétele is, a devizaadósság aránya jelentősen meghaladta az Európai Unió országainak többségét jellemző értékeket. A devizában denominált adósságállomány részaránya 2011-ben 50 százalék fölé emelkedett, amiben nagy szerepet játszott a 2008. évi nemzetközi – az Európai Unió és a Nemzetközi Valutaalap (IMF) hitelkeretéből származó – hitelek felvétele, valamint a jelentős devizaállampapír-kibocsátás is. Részben a magas külföldi és devizaadósság számlájára írható, hogy 2012 elejére a hazai 5 éves CDS-felárak 700 bázispont fölötti mértékekkel messze meghaladták a közép-európai régió átlagát és Ukrajna kivételével minden szomszédos ország kockázati besorolását. A CDS-felárak 2012 közepétől végbemenő átlagon felüli meredek csökkenése következtében végül 2013 végére a régiós átlaghoz és Horvátországhoz képest is kedvezőbbé vált a magyar gazdaság kockázati megítélése. 2013 végére a központi költségvetés adósságának devizaaránya 40 százalék közelébe csökkent, ami még így is kimagasló mértéknek felelt meg, hiszen az Európai Unióban ugyanekkor mindössze négy állam hasonló mutatója volt magasabb (2. ábra). Fontos szempont, hogy e négy ország közül Bulgária valutatanácsi rendszert tart fenn, azaz gyakorlatilag nem szembesül árfolyamkockázattal, Litvánia pedig azóta már csatlakozott az euroövezethez, ami az árfolyamkitettséget gyakorlatilag megszüntette.

2. ábra

A központi kormányzat adósságának devizaaránya egyes európai uniós országokban



Forrás: Eurostat, 2015

A Magyarországgal foglalkozó befektetői elemzések, jelentések is kiemelt kockázatként értékelték a magas külső sérülékenységet, aminek csökkentése 2014-re a magyar gazdaságpolitika egyik kiemelt céljává vált. A magas külső kitettség és a kimagasló devizaaránya miatt a külső sérülékenység Magyarország egyik égető gazdaságpolitikai kihívásává vált a válságot követő években. 2013-ban és 2014 elején számos nemzetközi szervezet (pl. Európai Bizottság, IMF), illetve hitelminősítő (pl. Standard & Poor's, Moody's) fogalmazott meg negatív véleményt a magas adósság-ráta, a devizaadósság kimagasló aránya, valamint a külföldi forrásokra való jelentős ráutaltság miatt Magyarországról szóló elemzéseiben. A külső sérülékenységi probléma makrogazdasági jelentősége abban is tetten érhető volt, hogy Magyarország 2013-as konvergencia programja a négy kiemelt gazdaságpolitikai cél között nevesítette az ország pénzügyi sérülékenységéhez jelentős mértékben hozzájáruló magas külső adósság csökkentését (Kolozsi–Hoffmann, 2016).

2. Jegybanki lehetőségek a külső sérülékenység csökkentésének elősegítésére

A külső sérülékenység csökkentése nemcsak kormányzati, hanem releváns jegybanki célnak is tekinthető. A magas külső sérülékenység definíció szerint kockázatot jelent pénzügyi stabilitási szempontból, így a külső sérülékenység csökkentése automatikusan illeszkedik a jegybank pénzügyi stabilitási mandátumához.³ A jegybanktörvényben lefektetett egyéb célok közül ugyancsak értelemszerűen adódik a kormányzati gazdaságpolitikai célok támogatása, hiszen a kormányzat a Konvergencia Programba emelte és ezzel deklarált céljává tette a külső sérülékenység csökkentését. A jegybank elsődleges célja (árstabilitás elérése és fenntartása) esetében kiemelten fontos körülmény, hogy a gazdasági válságkezelés éveiben – 2010-et követően, de különösen 2013 után – a magyar jegybank tartósan alacsony inflációs környezettel szembesült, amiből adódóan monetáris lazítási politikába kezdett. Ez elsősorban az alapkamat-csökkentési ciklusokban öltött testet,⁴ de hangsúlyos szerepe volt a monetáris kondíciók enyhítésében a nem szokványos jegybanki eszközöknek is. Mindazon célzott, nem konvencionális lépések, amelyek monetáris lazítást jelentettek, a cél alatti inflációs környezetből adódóan az árstabilitási cél elérését is automatikusan támogatták. Az Önfinszírozási program egyértelműen ilyen intézkedéscsomagnak tekinthető. Jelen tanulmányban a program monetáris

³ A Magyar Nemzeti Banknak törvényben (2013. évi CXXXIX.) lefektetett elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, ezen túlmenően a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitását, ellenálló képességének növelését és a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulását és a Kormány gazdaságpolitikáját is támogatja a rendelkezésére álló eszközökkel. Elsődleges célja, az árstabilitás veszélyeztetése nélkül tehát az MNB számos olyan feladatot is ellát, amivel a gazdaság külső sérülékenységét mérsékelheti. Ezeknek a feladatoknak a jelentősége a válság során felértékelődött, különösen a 2013-tól kezdődő erőteljes dezinflációval járó válságot követő időszakban, amikor a jegybank tevékenységének fókuszba inflációs feszültség hiányában a gazdasági teljesítmény ösztönzése és a gazdaság finanszírozási szerkezetének egészségesebbé tétele irányába tolódott el.

⁴ 2012 közepén még 7 százalék volt a jegybanki alapkamat, 2016 nyarán pedig 0,9 százalék.

politikai aspektusára nem térünk ki, de a tanulmánykötet harmadik elemzése alátámasztja, hogy a program hozzájárult a monetáris enyhítéshez, azaz a külső sérülékenységet csökkentő Önfinszírozási program az árstabilitási cél szempontjából is igazolhatónak tekinthető.

Magyarország esetében a külső sérülékenység leginkább a külső adósságmutatókkal, azaz a GDP-arányos nettó és a bruttó külső adósságállománnyal ragadható meg. Egy ország külső sérülékenységét többféle mutatóval vizsgálhatjuk, például különböző eladósodottsági mutatók GDP-arányos vagy devizatartalékhoz viszonyított mértékével, az adósság devizaszerkezetét leíró mutatószámokkal, az adósság kifizetésének forrásaként szolgáló exportjövedelem nagyságával, a külkereskedelmi mérleg egyenlegével, illetve a közvetlen tőkebeáramlásból számított indikátorokkal (IMF, 2012; Supriyadi, 2014). Magyarország esetében a leginkább releváns külső sérülékenységi mutatóknak a devizaadósság, a GDP-arányos nettó és a bruttó külső adósságállomány tekinthető, a nemzetközi elemzésekben is ezek a mutatók jelennek meg a leghangsúlyosabban a magyar gazdaság értékelésekor.

A nettó külső adósság csökkentése csak jelentős reálgazdasági költségek árán lehetséges, a bruttó adósság ugyanakkor reálgazdasági költségek nélkül is mérsékelhető. A nettó külső adósság alakulása makrogazdasági folyamatok (folyó fizetési mérleg, tőkemérleg) függvénye. A pénzügyi piacok globalizálódásával a válság egyik tanulsága ugyanakkor éppen az volt, hogy a nettó mellett a bruttó adósságmutatók is egyre fontosabbá váltak.⁵ A bruttó adósságszámok az adósságmegújítás igényén keresztül nagymértékben meghatározzák a refinanszírozási kockázatoknak való kitettséget. Egy állami gazdaságpolitikai program esetében elsősorban az állam bruttó külső adósságának csökkenése lehet dedikált cél, arra ugyanis az államnak közvetlen ráhatása van, nem okoz járulékos makrogazdasági károkat és érdemben képes javítani az adott ország külső megítélését.

A jegybank áttételesen, monetáris politikai eszköztára paramétereinek módosításával képes elősegíteni a bruttó külső adósság csökkenését, és ezzel hozzájárulni a külső sérülékenység mérséklődéséhez. A bruttó külső adósságra a jegybankok közvetlenül nem képesek hatni, de közvetett, a banki alkalmazkodást megfelelő irányba terelő módon lehetőségük van annak befolyásolására. Egy Magyarországhoz hasonlóan strukturális likviditástöbblettel jellemezhető gazdaságban a jegybank és a kereskedelmi bankok (jegybanki partnerbankok) közötti betéti és hitelügyletek feltételrendszere képes hatni a bankok likviditáskezelésére, így több áttételen keresztül végső soron a külső eladósodottságra, valamint a külső sérülékenységre. A bankok likviditásukat alapvetően kétféleképpen kezelhetik:

⁵ Különös tekintettel arra, hogy a bruttó külső adósság határozza meg az ország bruttó finanszírozási igényét. A bruttó külső adósság tartalmékmegfelelés értékelésében betöltött szerepéről lásd: Csávás, 2016

- jegybanki forráslekötő eszközökkel (jegybanki értékpapírokkal, illetve betétekkel, amelyek hazai devizában kockázatmentes befektetést jelentenek), illetve
- likvid, nem jegybanki értékpapírok ellenében felvett jegybanki hitelekkel.

Elsősorban a jegybanki és az egyéb releváns eszközök karakterisztikája befolyásolja, hogy a bankok milyen mértékben preferálják az egyik megoldást a másikkal szemben. Alapszabályként rögzíthető, hogy amennyiben a jegybank forrásoldali eszközeinek likviditási profilja banki szempontból jó minőségű, akkor a bankok *ceteris paribus* ezeket preferálják majd a likvid értékpapírokkal szemben és feles likviditásukat a jegybanki eszközökben fogják tartani. Természetesen a jegybanki eszközök likviditásának csökkentése ezzel ellentétes hatással járhat.

A jó likviditási profilú jegybanki eszközök nem szándékolt következménye lehet egy, a likvid értékpapírokra kevésbé támaszkodó banki likviditásmenedzsmenti gyakorlat kialakulása, ami áttételesen növelheti a külső sérülékenységet. Ebben az esetben ugyanis a banki likviditás a jegybank mérlegében csapódik ki, az államadósságot pedig inkább egyéb szektorok, kiemelten a külföldi befektetők finanszírozzák, ami a külső adósság és a devizaarány növekedését okozhatja. Kevésbé likvid jegybanki forrásoldali eszköz esetén a bankrendszer a fölös likviditás likvid értékpapírpiacokra terelésével nagyobb szerepet vállalhat az államadósság finanszírozásában is, növelve ezzel a hazai szektorok súlyát, valamint csökkentve a külső kitettséget. Fontos szempont az is, hogy amennyiben a külföldi kitettség fokozódó devizakibocsátással jár, akkor az a jegybankmérleg bővülése miatt jelentős sterilizációs költséget okozhat a nemzetgazdaságnak.

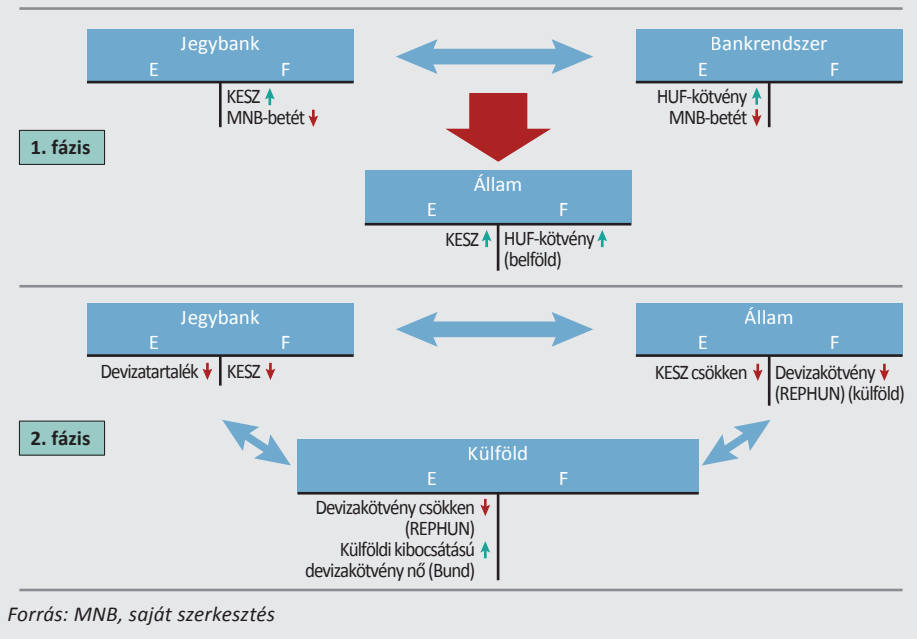
2.1. Az Önfinszírozási program hatásmechanizmusa

Az Önfinszírozási program a jegybanki eszközök likviditási profiljának átalakításával a likvid értékpapírok, kiemelten az állampapírok piacára tereli a banki forrásokat. A program azon alapul, hogy az MNB a jegybanki eszközök átalakításával likviditáskezelési szempontból relatív értelemben felértékeli a bankrendszer számára a nem jegybanki, elfogadható fedezetnek minősülő értékpapírokat, azaz a magyar értékpapírpiac sajátosságaiból adódóan⁶ elsősorban az állampapírokat. Az Önfinszírozási program hatásmechanizmusának fázisait az alábbi ábra mutatja be (3. ábra).

⁶ Az állampapírok a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok közül a legkedvezőbb kockázati sajátosságokkal rendelkeznek. Mivel a magyar vállalati kötvény- és jelzáloglevél-piac fejletlen, az állampapírok teszik ki egyúttal az értékpapírpiac hitelpiaci szegmensének meghatározó részét, valamint az állampapírpiacra folyamatos árjegyzői tevékenység áll fenn. Az állampapírok hazai értékpapír-kereskedelemben betöltött, kiemelt szerepét támasztja alá, hogy 2016 első félévében a hitelviszonyt megtestesítő forint denominációjú értékpapírok körében az elsődleges forgalom több mint 90 százaléka állampapírokhoz kötődött, míg a jelzáloglevelek és az egyéb kötvények a kibocsátások értékének kevesebb mint 5 százalékát képviselték. Még ennél is erőteljesebb állampapír-dominanciát tükröznek a Kéker kereskedési felületén lebonyolított másodlagos piaci forgalom adatai: a prompt ügyletek vonatkozásában itt is az állampapírok teszik ki a napi átlagos kereskedési volumen több mint 90 százalékát, az egyéb tranzakciók (repo, szállítási repo, fix áras ügyletek stb.) esetében pedig szinte kizárólagos a szerepük.

3. ábra

Az Önfinszírozási program hatásmechanizmusának sematikus ábrázolása



1. fázis:

- A jegybani irányadó eszköz attraktivitásának csökkentése és az állampapír-befektetések feltételeinek ebből adódó, relatív értelemben vett kedvező irányú elmozdulása nyomán csökken a bankok, így az MNB irányadó betéti állománya, ezzel párhuzamosan pedig nő a bankok forint államkötvény-állománya, valamint az MNB-nél vezetett Kincstári Egységes Számla (KESZ) egyenlege.
- A fentiekkel összhangban az állam forintban újítja meg lejáró devizaadósságát (amire az államkötvények iránt megnövekedett banki kereslet teremt lehetőséget), amihez a lejáratnak megfelelő mértékben többlet-forintkibocsátást hajt végre. Ezáltal mérlegének forrásoldalán a forintkötvények állománya, az eszközoldalán pedig a KESZ egyenlege nő.

2. fázis:

- A devizaadósság lejáratakor az állam a többlet-forintkibocsátást devizára konvertálja a jegybanknál, majd az így kapott devizát visszafizeti a külföldi befektetőknek, ezáltal mérlegének eszközoldalán csökken a KESZ egyenlege, forrásoldalán pedig a devizakötvény-tartozás. Ezzel párhuzamosan a jegybank mérlegének eszközoldalán csökken a devizatartalék, forrásoldalán pedig a KESZ-egyenleg, ami azt jelenti,

hogy az Önfinszírozási program definíció szerint szűkíti a jegybankmérleget. A külföld mérlegének eszközoldalán a magyar devizakötvény csökken, helyette külföldi kibocsátású devizaeszköz jelenik meg.

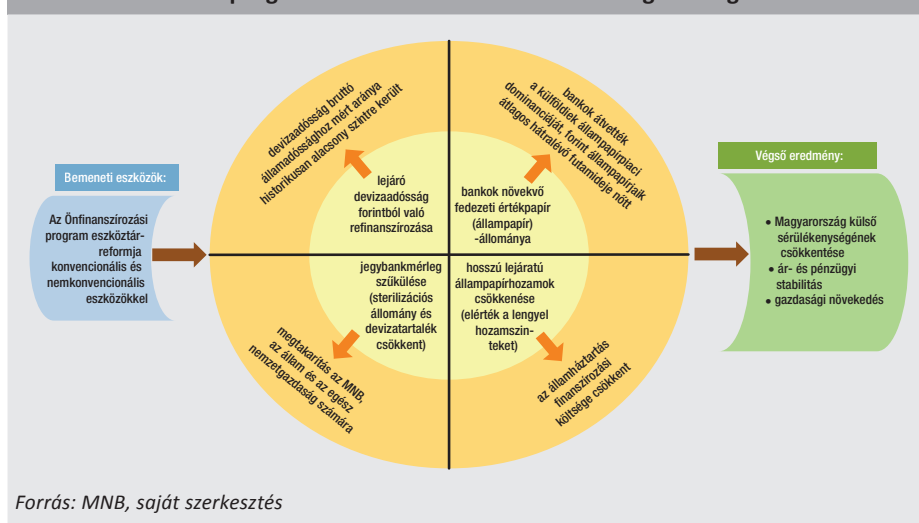
Az Önfinszírozási program fent bemutatott hatásmechanizmusának két alternatívája van, mégpedig az alábbiak:

- (1) az állam a lejáró devizaadósságot devizakibocsátásból újítja meg, ami a devizaadósság magas szinten való stabilizálódásához, és ezzel a külső sérülékenységgel fennmaradásához vezet;
- (2) az állam forintból újítja meg a lejáró devizaadósságot, de elégséges belföldi kereslet hiányában a forintkibocsátásokat a külföldi befektetők veszik meg, ami magas külső adóssággal, azaz magas külső sérülékenységgel konzisztens.

Az Önfinszírozási program jegybanki eszköztár változtatásai (főként az irányadó eszköz likviditási profiljának módosítása) a fent bemutatott hatásmechanizmuson keresztül segítik elő a devizaadósság és a külső adósság mérséklését, ezáltal az ország külső sérülékenységének csökkenését. Áttételesen és hosszabb távon ezzel az Önfinszírozási program támogatja az ár- és pénzügyi stabilitást, valamint a gazdasági növekedést is (4. ábra), ami a program széles értelemben vett társadalmi hasznosulásának felel meg (Kolozsi–Hoffmann, 2016).

4. ábra

Az Önfinszírozási program közvetlen és közvetett makrogazdasági hatásai



A fenti hatások közül jelen tanulmánykötet külön elemzésekben foglalkozik a külső sérülékenységre, a monetáris kondíciókra, valamint a pénzforgalomra és a banki likviditáskezelésre gyakorolt hatásokkal.

A fent bemutatott hatásmechanizmusból adódóan az Önfinszírozási program elindításának alapfeltétele az előretétele is biztosított devizatartalék-megfelelés.

A megnövelt forintkibocsátásnak és a devizalejáratok forintból történő refinanszírozásának forrása végső soron a jegybanki devizatartalék, azaz az Önfinszírozási program elindítása feltételezte az előretétele is biztosított tartalék-megfelelést. A tartalékigény abból adódik, hogy az állam az Önfinszírozási programból adódó többlet-forintkibocsátást a jegybanknál konvertálja devizára, devizaadósságának lejáratait pedig az így szerzett devizából törleszti, ami ezzel párhuzamosan a devizatartalékot is csökkenti. Az MNB Önfinszírozási programjának bejelentése előtt, 2014. március végén a devizatartalékok mértéke 36,2 milliárd euro volt, miközben a rövid lejáratú külső adósság – ami a tartalék-megfelelés egyik kiemelt indikátora (Nagy–Palotai, 2014) – ugyanekkor 28,3 milliárd eurót tett ki. 2014 végén még kedvezőbb tartalék-megfelelési kép rajzolódott ki, ekkorra ugyanis a devizatartalékok 34,6 milliárd eurós állománya 21 milliárd eurós rövid külső adóssággal párosult. Ez azt jelenti, hogy 2014 tavaszán csaknem 8 milliárd eurót tett ki a tartalék-megfelelésből adódó mozgástér, 2014 végén pedig több mint 13 milliárd eurót, ami az egyéb jegybanki programokkal⁷ együtt is lehetővé tette az Önfinszírozási program elindítását. A jegybankmérleg Önfinszírozási programból adódó összehúzódása két szempontból is pozitív elmozdulást jelent: egyrészt az optimálisnak tekinthető szinthez közelítő, azaz az Önfinszírozási program elindítása előtt kialakultnál kisebb devizatartalék kisebb költséget jelent az MNB-nek és a nemzetgazdaság egészének,⁸ másrészt pedig, mert ezzel a kisebb jegybankmérleggel az MNB el tud mozdulni a hatékonyság tekintetében potenciálisan előrelépést jelentő aktív oldali monetáris politika irányába.

Az önfinszírozás mint az MNB, az ÁKK és a bankok közötti kooperáció

Az önfinszírozási koncepció nem egy elszigetelt kezdeményezés, hanem a külső sérülékenység csökkentését támogató gazdaságpolitikai intézkedésekhez illeszkedő lépéssorozat. A 2008-ban kirobbant gazdasági válság rámutatott, hogy a magyar gazdaság egyik „gyenge pontja” a magas külső sérülékenység, ami mindenekelőtt a magas külső, illetve devizaadósságból adódott. Az utóbbi években és kiemelten a 2012-es évet követően több olyan gazdaságpolitikai döntés született, amely a külső sérülékenység csökkentését és az adósság szerkezetének javítását célozta, illetve segítette elő (5. ábra). Ilyennek volt tekinthető a Növekedési Hitelprogram vállalati devizahitelek kiváltását célzó III. pillére,⁹ a lakossági devizahitelek forintosítása,

⁷ A deviza és deviza alapú fogyasztói jelzáloghitelek, valamint a jelzáloghiteleken kívüli fogyasztói devizahitelek elszámolásához és forintosításához kapcsolódó devizaadási tenderek jelentős mértékben igénybe vették az MNB devizatartalékait.

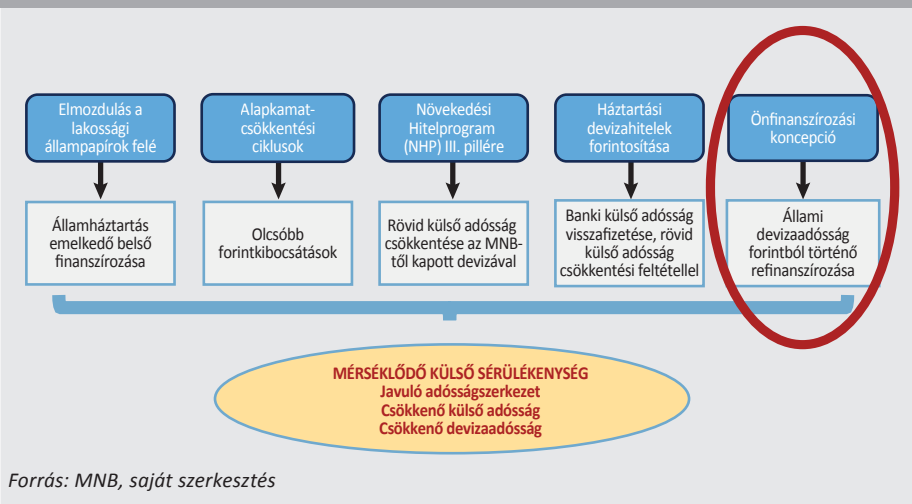
⁸ A tartaléktartás költsége abból adódik, hogy a devizakamatok és a forintkamatok közötti különbség (kockázati prémium) miatt az MNB a sterilizációs állomány után magasabb kamatot fizet, mint amennyit a devizatartalék befektetésén realizálni tud.

⁹ Lásd: Mátrai, 2014

illetve az ahhoz kapcsolódó jegybanki devizatenderek,¹⁰ a forintfinanszírozás irányába való elmozdulás és kiemelten a lakossági állampapír-kibocsátás érdemi növelése, valamint áttételesen az utóbbi évek alapkamat-csökkentési ciklusai is.¹¹ Ebbe a sorba illeszkedett az önfinanszírozási koncepció,¹² ami az állam bruttó devizaadósságának mérséklésén keresztül támogatta a külső sérülékenységek csökkentését.

5. ábra

Az Önfinanszírozási program illeszkedése a külső sérülékenységet csökkentő intézkedések közé



Az önfinanszírozási koncepció nem egy központilag koordinált program, hanem egymást kiegészítő intézkedések és döntések sorozata. Az állam devizaadósságának forintforrásból történő refinanszírozásához arra van szükség, hogy az érintett állami intézmények – kiemelten az ÁKK és az MNB –, illetve a bankszektor kooperáljon. Az önfinanszírozás sikere ugyanis egyszerre feltételezi a megfelelő mennyiségű forint állampapír-kibocsátást az ÁKK részéről, valamint hogy a hazai befektetők – kiemelten a jegybanki eszköztárhoz hozzáférő bankszektor – biztosítsa a szükséges és elégséges keresletet ezen papírok iránt. Az MNB Önfinanszírozási programja, az ÁKK negatív nettó devizakibocsátása és a bankszektor állampapírpiaci kereslete együttesen és egymást kiegészítve segíti elő az önfinanszírozási koncepció megvalósulását. Így végső soron csökkenhet az államadósság devizaaránya, a külföldiek

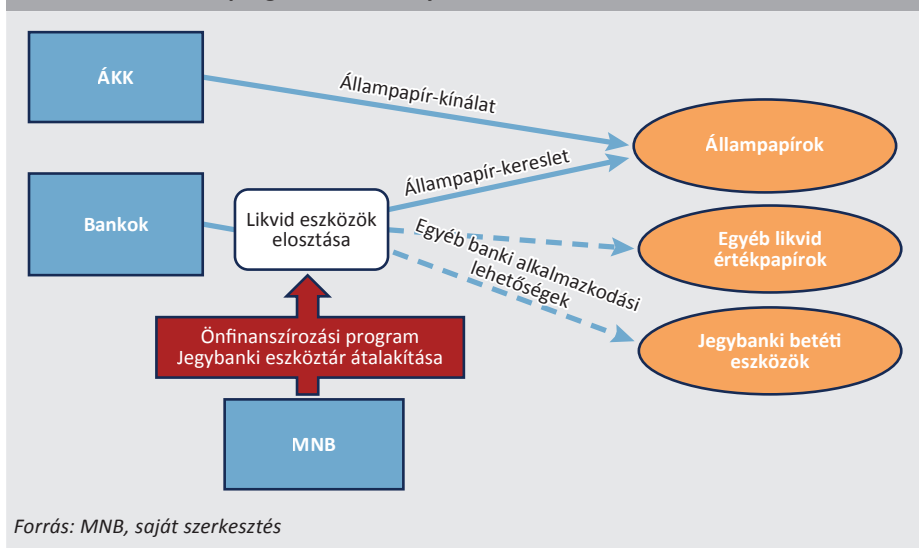
¹⁰ Lásd: Kolozsi et al., 2015

¹¹ A válságot követően az MNB 2012-ben kezdte meg első kamatcsökkentési ciklusát, amelynek eredményeképpen az alapkamat a 2012. augusztusi 6,75 százalékról 2014 júliusáig 2,1 százalékra csökkent. A tartósan mérsékelt inflációs folyamatokra való tekintettel a jegybank 2015 márciusában újabb kamatcsökkentésbe kezdett, amely révén 2016 májusára az alapkamat 0,9 százalékos historikus minimumszintjére mérséklődött.

¹² Az önfinanszírozási koncepcióról részletesen lásd: MNB, 2014, MNB, 2015, Kolozsi–Novák, 2016

részaránya az államadósság finanszírozásában, valamint nőhet a hazai bankrendszer szerepe az államadósság finanszírozásában, illetve az állampapírok részaránya is a bankrendszer mérlegén belül. Fontos kiemelni, hogy az állami résztvevők közötti természetes egyeztetés és együttműködés mellett a bankszektor egyes tagjai saját szuverén döntésük alapján vettek részt a programban. A banki keresletet támogató Önfinszírozási program úgy került kialakításra, hogy a bankok számos csatornán alkalmazkodhattak a jegybanksi eszköztár átalakításához, és az állampapírok vásárlása csak egyike volt a potenciális alkalmazkodási módoknak. A bankok egyéb likvid értékpapírok vásárlásával, vagy épp egyéb jegybanksi eszközök használatával is alkalmazkodhattak a monetáris politikai eszköztár módosításaihoz.

6. ábra
Az Önfinszírozási program intézményi keretrendszere



Forrás: MNB, saját szerkesztés

Az érintettek intézményi, illetve egyedi banki döntéseinek eredőjeként vált valóra az önfinszírozási koncepció, miközben ezek a döntések természetesen nem voltak egymástól függetlenek. Az önfinszírozási koncepció alapja egy olyan keretrendszer kialakítása volt, amelyben a két fő állampapírpiaci szereplő – azaz jelen esetben a kínálatot jegyző ÁKK és a belföldi intézményi keresletet elsősorban biztosító bankrendszer – saját szempontrendszere alapján legyen érdekelt a kooperációban (6. ábra). Az önfinszírozás ebből a szempontból egyfajta iteratív folyamatként is felfogható, amelyben minden érintett szereplő a további érintettek magatartása alapján alakítja ki a saját magatartását, követve az esetleges változásokat.

Az önfinanszírozáshoz elengedhetetlen növekvő forintkibocsátás feltételezi a megfelelő intézményi keresletet, ami külső ösztönzés nélkül nem biztosított.

Leegyszerűsítve és modellszerűen a fenti relációk az alábbi módon összegezhetőek:

- feltételezhetjük, hogy az államadósság-kezelő a denomináció tekintetében kiemelten veszi figyelembe, hogy milyen kereslettel szembesülhet az adott piacon, azaz akkor emeli meg a hazai devizában denominált kibocsátást, amennyiben feltételezi a megfelelő keresletet;
- a bankok abban az esetben jelennek meg addicionális kereslettel az adott piacon, amennyiben ezt valamilyen negatív vagy pozitív ösztönző faktor elősegíti, támogatja, ellenkező esetben feltételezhető, hogy korábbi stratégiájukat követve nem emelik érdemben az állományukat (nettó értelemben szerény keresletet támasztanak);
- mivel a devizakibocsátás jellemzően olcsóbb, mint a hazai devizában való kibocsátás, így az államadósság-kezelő és a bankrendszer magatartása egy külső szereplő támogatása nélkül „nem kooperatív” lesz, hiszen amennyiben a bankok nem jelennek meg addicionális kereslettel az adott piacon, akkor az államadósság-kezelő nem hazai devizában refinanszírozza majd a lejáró devizaadósságot.

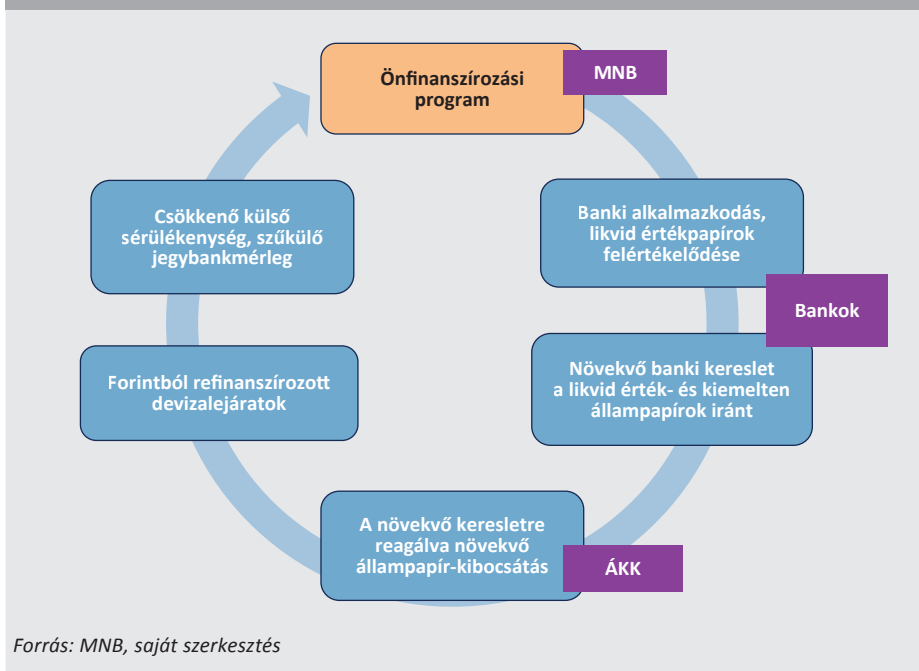
Az MNB Önfinanszírozási programja a banki alkalmazkodás előidézésén keresztül segítette elő az ÁKK és a bankrendszer kooperációját. Az önfinanszírozási koncepció sikeréhez elengedhetetlen volt, hogy az ÁKK úgy tudja megemelni az állampapírok kibocsátását, hogy joggal számíthasson a növekvő és érdemi banki keresletre – miközben a bankokat is érdekeltté kellett abban tenni, hogy megjelenjenek az állampapírpiacon vásárlói oldalán. Ez az ösztönző elem volt az MNB Önfinanszírozási programja, amihez szükséges volt egy olyan visszacsatolás, hogy a megtett intézkedések révén nő a forintkibocsátás és a devizalejáratok forintból történő refinanszírozása akadálytalanul megvalósul, hiszen a program feltételezte a jegybankmérleg szűkülését. A fenti modellszerű leírást alkalmazva (7. ábra):

- az MNB Önfinanszírozási programja a jegybanki eszköztár átalakításával alkalmazkodásra kényszeríti a bankokat, aminek keretében pozitív és negatív ösztönzőkkel a jegybanki betétek felől a likvid értékpapírok piaca felé tereli a banki likviditást;
- a jegybanki ösztönzés a magyar értékpapírpiacon sajátosságai miatt kiemelten érinti az állampapírpiacon (mivel az állampapír az egyetlen érdemi forgalommal és piaccal rendelkező likvid értékpapír), azaz addicionális banki keresletet teremt;
- az államadósság-kezelő az addicionális keresletet érzékelve megemeli a forintkibocsátást, amivel a hozamok emelkedése nélkül tudja forintból refinanszírozni a devizalejáratokat;

- a forintból történt refinanszírozás csökkenti a deviza- és a külső adósságot (külső sérülékenység mérséklődése), valamint szűkíti a jegybank mérlegét (a kamatkiadások csökkenését okozva), ami egyfajta pozitív visszacsatolást jelent jegybanki szinten is.

7. ábra

Az Önfinanszírozási program mint az érintett szereplők kooperációja¹³



3. Az Önfinanszírozási program intézkedéseinek bemutatása

Az Önfinanszírozási program konkrét intézkedései a sterilizációs állományban tartott banki likviditás jegybankból való „kiszorítását” és a források likvid értékpapírpiaira „terelését” célozták. A 2014 tavaszán meghirdetett Önfinanszírozási program deklarált célja, hogy a bankok hazai kibocsátású értékpapír-vásárlását ösztönözze, és ezzel hozzájáruljon a gazdaság külső adósságállományának csökkenéséhez, valamint a finanszírozás devizaszerkezetének javulásához. A program keretében a jegybank

¹³ Az önfinanszírozási koncepció sikere feltételezi, hogy a legfontosabb szereplők – az ÁKK, a bankok és az MNB – kooperatív magatartása tartósan fennálljon. Az önfinanszírozás egy többszereplős koncepció, amely csak akkor lehetett sikeres, ha az érintettek kooperatív magatartást mutatnak, és a kooperációt fenn is tartják. Az Önfinanszírozási program 2014. tavaszi meghirdetése volt az a lépés, amely „kooperatív pályára” állította az érintetteket, de ezt követően minden érintettnek fenn is kellett tartania kooperatív hozzáállását, hiszen akár egyetlen szereplő nem-kooperatív magatartása szuboptimális pályára állíthatja a gazdaságot, amiben nincs mód a devizaadósság forintforrásokból történő refinanszírozására.

nemcsak új, nemkonvencionális eszközök bevezetése, de meglévő, hagyományos eszköztárának átalakítása révén is igyekezett a hitelintézetek fölső likviditását a jegybankból kiszorítani és a hazai értékpapírpiacra terelni.¹⁴

3.1. A banki likviditás kiszorítása a sterilizációs eszközből

A hagyományos eszköztár átalakítása mindenekelőtt az irányadó instrumentum formájának, majd futamidejének módosítását foglalta magában. Az irányadó eszköz átalakítása az alábbi módosításokat jelentette:

- 2014 augusztusában került sor a kéthetes kötvény betétesítésére,
- 2015 szeptemberében az irányadó eszköz futamideje három hónapra nőtt.

Az irányadó eszköz „szívja fel” a bankok strukturális likviditási többletének nagy részét, így kiemelt szerepe van a bankok likviditásmenedzsmentjében. A két fenti átalakítás azt célozta, hogy a fő jegybanki sterilizációs eszköz attraktivitása csökkenjen, amivel relatív értelemben a nem jegybanki, elfogadható fedezetnek minősülő értékpapírok felértékelődnek. Ez azt indukálja, hogy a jegybanki eszközök használata csökken, miközben a banki források a nem jegybanki, likvid eszközökbe áramlanak. A betétesítés ezt azzal segítette elő, hogy a jegybanki betét kevésbé likvid, mint a jegybanki kötvény, hiszen (1) a futamidő alatt nem törhető fel, (2) nem használható fedezetként jegybanki hitelműveletekhez, valamint (3) csak a jegybanki partnerkör tarthatja, más belföldi és külföldi befektető nem. A három hónapos futamidejű betét a hosszabb lekötés miatt tekinthető kevésbé likvidnek, mint a kéthetes eszköz, hiszen a bankok 14 nap helyett 91 napig nem férhetnek hozzá lekötött jegybankpénzükhöz. Az irányadó eszköz átalakítása a bankok piaci befektetésekhez történő visszatérését segíti elő, ezzel is javítva a gazdaság forrásszerkezetét. Az irányadó eszköz megváltoztatásával párhuzamosan az MNB a banki likviditáskezelést segítő eszközként, 2016 áprilisáig a jegybanki eszköztárban tartotta a kéthetes betétet, de 2015 szeptembere után csak mennyiségi korlátozás mellett fogadott be banki forrásokat ebben az eszközben.

A kamatfolyosó átalakítása, valamint a jegybanki hiteltenderek kedvezőbb kondíciók melletti meghirdetése segítette a bankok likviditáskezelését, illetve a módosult eszköztárra történő átállást. A korábbi ± 100 bázispontos alapkamat körüli kamatfolyosót 2015. szeptemberben aszimmetrikussá tette az MNB. 2016. május végén az overnight (O/N) betéti rendelkezésre állás -95, az overnight (O/N) fedezett hitel kamata +25 bázisponttal tér el az alapkamattól. A kamatfolyosó aszimmetrikussá

¹⁴ Nem az Önfinszírozási program részei, de a programmal együtt ugyancsak a nem jegybanki, elfogadható fedezetek vásárlására ösztönzik a hitelintézeteket az egyre szigorodó likviditási előírások. Az LCR-mutató bevezetésével a hitelintézetek csak 30 napon belül lejáró tételeiket tekinthetik likvid eszköznek és így a három hónapos futamidejű irányadó eszköz átlagosan a futamidő mindössze egyharmadában javítja az LCR-mutatót. 2016. április 1-jétől életbe lépett a 100 százalékos LCR-megfelelés, ami a szűkösebb likviditással rendelkező hitelintézeteket még inkább arra ösztönzi, hogy nem jegybanki elfogadható fedezetnek minősülő értékpapírokat vásároljanak. (Nagy–Palotai, 2015).

tétele relatív értelemben vonzóbbá tette a jegybanksi hitelfelvételt, amivel felértékelte a fedezetként elfogadható nem jegybanksi, likvid értékpapírokat, így összhangban volt az önfinszírozási koncepcióval.¹⁵ A hiteltenderek futamidejének ugyancsak 2015. szeptemberi felezése, valamint a fix tender keretében meghirdetett egyhetes futamidejű hitel kamatának a kamatfolyosó módosításához igazított fokozatos csökkentése szintén támogatja a hitelintézetek likviditáskezelését, és a passzív oldali jegybanksi eszközök helyett az aktív oldal igénybevételét ösztönzi, ezzel segítve a hitelintézetek fölös likviditásának hosszabb lejáratú, nem jegybanksi eszközökben történő elhelyezését.

Áttételelesen az Önfinszírozási programhoz kapcsolódik az is, hogy az MNB 2015 decemberében átalakította a kötelező tartalékrendszert. Az európai uniós harmonizáció keretében – azaz az Európai Központi Bank gyakorlatához közelítve – az MNB a korábbi, választható tartalékrátákra épülő szabályozást egységes 2 százalékos kötelező tartalékrátát megkövetelő rendszerré alakította át. A módosítást az tette lehetővé, hogy 2015 végén a bankrendszer konszolidálódott likviditási helyzete és érdemi strukturális likviditási többlete már nem tette szükségessé a választható rátás rendszer fenntartását. A választható rendszer lehetővé tette a bankok számára, hogy a jegybanksi eszköztár átalakításához tartalékrátájuk emelésével alkalmazkodjanak, ami ellentétes lett volna a nem jegybanksi fedezeteket felértékelő Önfinszírozási program célkitűzésével. Az egységes tartalékráta bevezetése ezzel szemben biztosította, hogy az átalakuló likviditáskezelői környezethez a nem jegybanksi likvid értékpapírok (kiemelten az állampapírok) vásárlásával alkalmazkodjanak a bankok.

3.2. A banksi likviditás áterelése a likvid értékpapírok piacára

Az MNB a banksi likviditás kiszorításán felül terelő jellegű eszközzel is támogatta a banksi alkalmazkodást. Az Önfinszírozási program fő terelő eszköze a feltétes kamatcsere-eszköz (IRS) volt, amely a program ikonikus elemévé vált.

Az önfinszírozási IRS-ek¹⁶ lehetővé teszik a banksi kamatkockázat kezelését, illetve feltételeességükből adódóan ténylegesen is hozzájárulnak a bankok elfogadható fedezeti állományának emeléséhez. Az MNB által a jegybanksi hitelműveletek során elfogadható fedezetként meghatározott eszközök többségében hazai kibocsátású értékpapírok, amelyeken belül a magyarországi értékpapírpiacon sajátosságaiból adódóan az állampapírok dominálnak. Az MNB Önfinszírozási programjának célja, hogy a bankok jegybanksi sterilizációs állományukat fedezeti értékpapírokra cseréljék le, ami a futamidő hosszabbodása miatt a banksi kamatkockázat emelkedésével jár.

¹⁵ Ezt támasztja alá, hogy a kamatfolyosó eltolása után az ideiglenesen O/N betéti kamat szintje alá csökkenő rövid kincstárjegyek hozama ismét felárat tartalmazott az O/N betéthez képest.

¹⁶ Az Önfinszírozási program 2014-es meghirdetésekor az MNB három új (nemkonvencionális) eszközt vezetett be: (1) a jegybanksi forint kamatcsere-tendert (jegybanksi IRS), (2) a három éves lejáratú fedezett hitelt és (3) az értékpapírcsere műveletet. Az utóbbi két eszközt a likviditási zavarok kezelése céljából alakították ki, és mivel ez idáig ilyenekre nem volt példa, így az eszközök alkalmazására a jelen tanulmányban lefedett időszakban nem került sor.

Annak érdekében, hogy a jegybanki eszköztár átalakításához alkalmazkodó bankok kamatkockázata ne növekedjen, az MNB az önfinanszírozási IRS-eszköz segítségével lehetőséget adott a hitelintézeteknek értékpapírjaik fix kamatának változó kamatra cserélésére. A jegybanki kamatcsere-ügylet a kedvező árazás és az értékpapír-portfólió megadott mértékű növelésére vonatkozó feltétel révén segíti elő, hogy a hazai kibocsátású értékpapírok tulajdonosi szerkezete elmozduljon a belföldi befektetők irányába. Az IRS-eszközt kezdetben 3 és 5 éves futamidőn hirdette meg a jegybank, a banki igények rugalmasabb kielégítése érdekében azonban az MNB 2015 nyarán az eredeti futamidőket 10 éves lejáráttal egészítette ki, illetve 2015. szeptemberben lehetővé tette a bankok számára, hogy a feltétel ellenőrzésének alapjául szolgáló bázisállomány tekintetében választhassanak 2014 első negyedéve és a 2015. március–májusi periódus között. A jegybanki IRS-eket az MNB 2014 júniusa és 2016 júliusa között kétheti gyakorisággal hirdette meg.¹⁷ A jegybanki IRS-eszköz és a banki kamatkockázatok értékelésének kiegészítő szempontjai, valamint a nemzetközi számviteli standardok átvételének várható hatásai tekintetében lásd a Mellékletet.

A három hónapos irányadó eszköz elérhetőségének korlátozása (2016. július)

A fenti összegzés bemutatta, hogy az MNB az Önfinanszírozási program első két évében két alkalommal alakította át az irányadó eszközt: 2014 augusztusában a kéthetes kötvényt kéthetes betét váltotta fel, 2015 szeptemberétől pedig a három hónapos betét lett az MNB irányadó eszköze.

Az irányadó eszköz fenti átalakításai ugyanakkor nem érintették az eszköz elérhetőségét, azaz hogy az MNB heti gyakorisággal korlátlan rendelkezésre állást nyújt a bankoknak az irányadó eszközön. Az MNB 2016. július 12-én úgy döntött,¹⁸ hogy két lépésben korlátozza az irányadó eszközhöz való hozzáférést. A célzott, nem konvencionális lépések célja ezúttal is a banki likviditás terelése, és ezáltal az MNB hitelösztönzési és önfinanszírozási programjainak támogatása.

Korlátozott hozzáférés a jegybanki irányadó eszközhöz

Az irányadó eszközhöz való hozzáférés korlátozása az alábbi két, egymásra épülő lépés megvalósulását jelenti.

- Első lépés: 2016 augusztusától heti egy tender helyett havi egy tenderen fogad be a jegybank banki betéteket a három hónapos eszközben. A tenderekre minden hónapban a Monetáris Tanácsnak az MNB honlapján közzétett üléséről

¹⁷ Az IRS-ek kivezetéséről lásd: Nagy, 2016

¹⁸ Lásd részletesebben: MNB, 2016

naptárjában kamatdöntő ülésként megjelölt ülését követő munkanapon kerül sor. A tenderek ritkításával 13 sorozat helyett 3 sorozat között oszlik szét a sterilizációs állomány, ami a betétek koncentrációjával jár.

- Második lépés: az MNB 2016 októberétől kezdve korlátozza a három hónapos betétben elhelyezhető banki likviditás mennyiségét.

A fenti lépések a bankoknál maradó többletlikviditás irányadó eszközből való kiszorításával elősegítik a piaci hozamok csökkenését. Mivel a kiszoruló likviditás a jegybank egyéb betéti eszközein felül a bankközi piacra és az állampapírpiastra áramolhat, így a hozamhatás is ezeken a részpiacokon jelentkezhet, támogatva a hitelezés ösztönzését, illetve az Önfinszírozási programot.

Célzott, nemkonvencionális eszközök és az alapkamat tartós tartása

A három hónapos betét korlátozásának kiindulópontja, hogy a Magyar Nemzeti Bank az alapkamat szintjének stabilitását értéknek tekinti¹⁹, ami mellett ugyanakkor van tér célzott, nemkonvencionális eszközök alkalmazására. Az MNB azt az alacsony kamatszintet tartja optimálisnak, amely hosszabb távon is összhangban van az inflációs cél elérésével. A finomhangolás ugyanakkor szükségessé teheti a nemkonvencionális eszközök alkalmazását, amelyek ebben az esetben a reálgazdaság szempontjából releváns piaci hozamszinteket célozzák. A fogyasztási és beruházási döntéseket tekintve kitüntetett szerepe van a rövid lejáratú bankközi hozamoknak.²⁰

Amennyiben a bankok nem tudják teljes likviditási többletüket három hónapos betétben elhelyezni, akkor több lehetőség közül választhatnak (8. ábra):

- Egyrészt érdekeltek lehetnek azt a bankközi piacon kihelyezni olyan szereplők számára, amelyek likviditáshiánnyal szembesülnek. A bankközi piacon bekövetkező kínálati nyomás árleszorító hatással járhat, azaz a bankközi hozamok mérséklődését eredményezheti.
- Másrészt a bankok számára rendelkezésre állnak olyan jegybanki eszközök is, amelyek a bankközi piacról felszívhatják az irányadó eszközből kiszoruló és bankrendszeri szinten megmaradó többletlikviditást. Ez az alkalmazkodás ugyanakkor költséges lehet, hiszen a rendelkezésre álló jegybanki eszközök kamatozása kedvezőtlenebb az irányadó eszköz kamatozásánál.

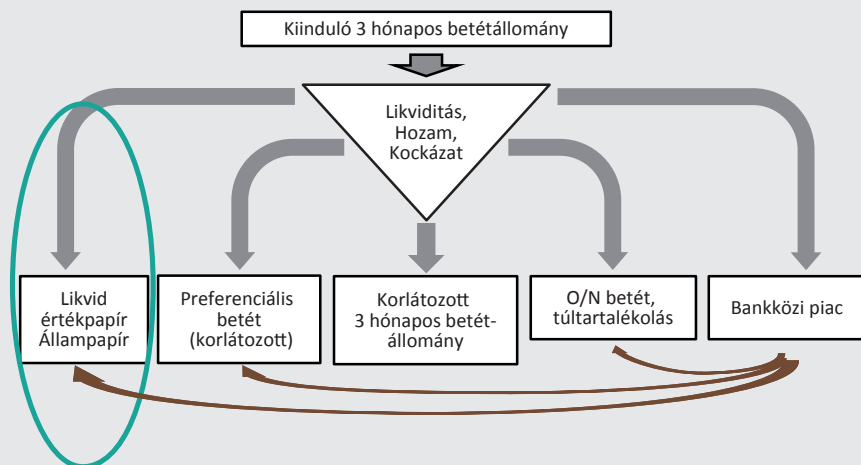
¹⁹ Lásd: Virág, 2016, illetve Kuti–Balogh, 2016

²⁰ A lakossági hitelek árazásában a 3 hónapos, a vállalati hitelek esetében pedig a 6 hónapos bankközi hozamoknak.

- Harmadrészt egyes – vélhetően jelentős mennyiségű likviditással rendelkező
- bankok három hónapos betét helyett állampapírban helyezhetik el a többletlikviditást, ami az Önf finanszírozási program folytatásának feleltethető meg.

8. ábra

A bankok fölős likviditásának elhelyezésére rendelkezésre álló eszközök



Forrás: MNB, saját szerkesztés

A BUBOR-rendszer reformja

Az irányadó eszközhöz való banki hozzáférés időbeli és mennyiségi korlátozása a hitelpiacra is hatással lehet, de ehhez szükséges, hogy a bankközi piac megfelelően töltsen be funkcióját, azaz megbízható árazási alapot biztosítson. Magyarországon a banki termékek (hitelek, derivatív ügyletek) nagy részének árazása a BUBOR-hoz kötött, ezért kiemelt jelentőségű, hogy ez a kamatláb valós ügyleteken alapuljon és tükrözze a releváns árfolyásoló információkat.

A 2008-ban kirobbant válságot követő években a BUBOR beragadása, azaz alapkamathoz tapadása volt tapasztalható a fontosabb lejáratokon. A válságot követően szinte teljesen megszűnt a kereskedés a panelbankok között a fedezetlen bankközi piac hosszabb lejáratán, miközben a partnerlimitek nulla közelébe csökkentek, azaz a legfontosabb magyar piaci referencia-kamatláb mögött nem voltak tényleges ügyletek.

A BUBOR jegyzések megalapozottságának növelése érdekében 2016 májusától a BUBOR jegyzési rendszer átalakítására került sor az MNB kezdeményezésére.

A változtatások eredményeként a lengyel és román régiós mintához hasonló ügyletkötési kötelezettségen alapuló árjegyzési rendszer jött létre, mely a nemzetközi ajánlásokkal összhangban növeli a jegyzéshez kapcsolódó valós piaci tranzakciók szerepét.²¹ A BUBOR jegyzési rendszer átalakításához kapcsolódóan évek óta nem látott forgalomnövekedés történt a panelbankok közti fedezetlen ügyletek tekintetében, ami immár lehetőséget biztosít arra, hogy a banki likviditás terelése ne csak az Önfinszírozási programot, hanem a hitelezést is támogassa a jövőben.

Konklúzió

A 2008-as válság fókuszba helyezte a magyar gazdaság külső sérülékenységének problémáját, aminek kiemelt kockázata évekkel a válság után is a Magyarországról alkotott befektetői értékelések egyik visszatérő eleme volt. Ez vezetett el oda, hogy a külső kitettség csökkentése mind a kormányzat, mind pedig a jegybank stratégiai céljává vált.

A külső sérülékenység csökkentését szolgálja az önfinszírozási koncepció, ami a lejáró devizaadósság forintból történő megújításán keresztül segíti elő a devizaadósság és így a külső adósság mérséklését. Az önfinszírozási koncepció az MNB, az ÁKK és a bankok kölcsönös és tartós kooperációján alapul, és anélkül járul hozzá a bruttó külső adósság csökkenéséhez, hogy kötelező jellegű szabályokkal korlátozná az érintettek, kiemelten a bankok viselkedését, alkalmazkodását.

A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai eszköztárának átalakítása – mint a koncepció központi eleme – a banki likviditás jegybankból való kiszorításával és terelésével tette lehetővé, hogy Magyarország csökkenteni tudja külső sérülékenységét. Az Önfinszírozási program mint célzott eszköz a standard jegybanki eszköztár összes elemét érintette, valamint nem konvencionális elemmel – a feltételes jegybanki kamatcsere-eszközzel – is bővítette az MNB eszköztárát. A jegybanki eszköztár átalakítása 2016 nyarán az irányadó három hónapos betéti eszköz tenderyakoriságának ritkításával, 2016 októberétől pedig az eszközön befogadott banki likviditás korlátozásával folytatódik.

Az Önfinszírozási program unikálisnak tekinthető, hiszen a jegybankmérleg szűkítésével tette lehetővé a monetáris lazítást: miközben világszerte számos vezető

²¹ Az új szabályzat értelmében a BUBOR fixing 11 órai publikációját követően a panelbankok 15 percen át kereskedhetnek egymással a beadott BUBOR-jegyzéseiknek megfelelő kamatlábon. A bankok ügyletkötési kötelezettsége az 1 és 3 hónapos lejáratokra vonatkozik, és az adott napon partnerenként 100, illetve 50 millió forintot összegig érvényes. A betételfogadás kamata fix 15 bázispontos szpred alkalmazásával kerül meghatározásra a beadott BUBOR-jegyzést alapul véve. A rendszer 2016. május 2-től 9 BUBOR-jegyző panelbank részvételével indult el, amihez 2016. július 1-jétől további 3 bank csatlakozott.

jegybank saját mérlegének korábban nem tapasztalt növelésével (menyiségi la-
zítási programokkal) érte el a monetáris kondíciók enyhülését, addig az MNB erre
az Önfinszírozási programnak köszönhetően úgy volt képes, hogy mérlege szű-
kült. A jegybankmérleg szűkülésével csökkentek a tartaléktartás költségei, valamint
a potenciálisan hatékonyabb aktív oldali monetáris politika feltételeihez is közelebb
került az MNB. Az Önfinszírozási program keretében felépült jegybanki kamat-
csere-állomány mindeközben stabilabb állampapírpiacon és a bankok által viselt
kamatkockázat csökkenését hozta, ami a külső sérülékenység mérséklődése mellett
további nemzetgazdasági szintű előnyöket jelent. A banki forrásokat sikeresen terelő
IRS-eszköz jegybanki szinten sem okoz többletköltséget, hiszen a jegybankmérleg
szűkülése ellentételezi a mérlegen kívüli állomány növekedését.

Felhasznált irodalom

Baksay Gergely – Berki Tamás – Csaba Iván – Hudák Emese – Kiss Tamás – Lakos Gergely
– Lovas Zsolt – P. Kiss Gábor (2013): Az államadósság alakulása 1998 és 2012 között Ma-
gyarországon: trendek, okok, hatások. MNB-szemle, különszám, 2013. október. 14–22. o.

Csávás Csaba (2016): A devizatartalék-megfelelés értékelésének nemzetközi trendjei.
<https://www.mnb.hu/letoltes/csavas-csaba-a-devizatartalek-megfeleles-ertekelesenek-nemzetkozi-trendjei.pdf>

IMF (2012): Pilot External Report. IMF Policy Paper, July 2, 2012. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070212.pdf>

Kocsis Zalán – Csávás Csaba – Mák István – Pulai György (2013): Kamatderivatíva-piacok
Magyarországon 2009 és 2012 között a K14-es adatszolgáltatás tükrében. MT107.

Kolozsi Pál Péter – Hoffmann Mihály (2016): A külső sérülékenység csökkentése monetáris
politikai eszközökkel. Pénzügyi Szemle, 2016/I. 9-34. o.

Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám – Vonnák Balázs (2015): A lakossági deviza-jelzáloghitelek
kivezetése: időzítés és keretrendszer. Hitelintézeti Szemle, 14 (3), 60–87. o.

Kolozsi Pál Péter – Novák Zsuzsanna (2016): A monetáris politika eszközei a XXI. század-
ban – az MNB példája. In: Kálmán János (szerk.): A monetáris politika a XXI. században.
A Batthyány Lajos Szakkollégium Állam – Válság – Pénzügyek című konferenciájának ta-
nulmánykötete. Győr, 2016. 133–163. o.

Kuti Zsolt – Balogh Csaba (2016): Valóban fontos tisztán látni, mi történik a monetáris poli-
tikában. http://www.portfolio.hu/gazdasag/valoban_fontos_tisztan_latni_mi_tortenik_a_monetaris_politikaban.235378.html

- Mátrai Róbert (2014): Csökkentette az ország sérülékenységét az NHP 3. pillére. MNB szakmai cikk, <https://www.mnb.hu/letoltes/szakmai-cikk-matrai-robert-csokkentette-az-orszag-serulekenyseget-az-nhp-iii-pillere.pdf>
- MNB (2014): Az ország adósságszerkezete tovább javítható. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-hatteranyag-az-orszag-adossagszerkezete-tovabb-javithato.pdf>
- MNB (2015): A Magyar Nemzeti Bank önfinszírozási programja. 2014. április–2015. március (Elemzés). <https://www.mnb.hu/letoltes/magyar-nemzeti-bank-onfinanszirozasi-programja-1.pdf>
- MNB (2016): A három hónapos irányadó eszköz módosítása támogatja a hitelezés élénkülését és az Önfinszírozási programot. <http://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2016-evi-sajtokozlemenyek/a-harom-honapos-iranyado-eszkoz-modositasa-tamogatja-a-hitelezes-elenkuleset-es-az-onfinanszirozasi-programot>
- Moody's (2015): The Evolution of Emerging Market Sovereign Debt: Dramatic Growth in Local Currency Sovereign Debt Is Reducing Emerging Market Financial Vulnerabilities. Report
- Nagy Márton (2016): Szükség van-e még az MNB kamatcsere-eszközére? MNB szakmai cikk, <https://www.mnb.hu/letoltes/nagy-marton-szakmai-cikk-finalmnbhonlapra.pdf>
- Nagy Márton – Palotai Dániel (2014): A devizatartalék óvatosan csökkenthető. MNB szakmai cikk, <https://www.mnb.hu/letoltes/a-devizatartalek-ovatosan-csokkenthető-2014-04-22.pdf>
- Nagy Márton – Palotai Dániel (2015): Az MNB eszközeinek megújításával tovább csökkenti az ország sérülékenységét. MNB szakmai cikk, <https://www.mnb.hu/letoltes/150603-nagy-marton-palotai-daniel-az-mnb-eszkozeinek-megujitasaval-tovabb-csokkenti-az-orszag-serulekenyseget.pdf>
- Supriyadi, Ayi (2014): External Vulnerability Indicators: The Case of Indonesia. Bank Indonesia. Paper Submitted for the Seventh IFC Biennial Conference on 4-5 September 2014. http://www.bis.org/ifc/events/7ifcconf_supriyadi.pdf
- Virág Barnabás (2016): Tudomány és művészet – stabilan alacsony kamatokkal az inflációs cél eléréséért. MNB szakmai cikk, <https://www.mnb.hu/letoltes/virag-barnabas-tudomany-es-muveszet-stabilan-alacsony-kamatokkal-az-inflacios-cel-ele-jo.pdf>

Melléklet: A jegybanki kamatcsere-eszköz és a banki kamatkockázat értékelésének kiegészítő szempontjai

A 2014 tavaszán meghirdetett Önfinszírozási program nem kötelező előírásokkal és szabályozással, hanem a jegybank monetáris politikai eszköztárának átalakításával, illetve az arra való bankrendszeri alkalmazkodással érte el a kitűzött célokat. A kiváltott banki alkalmazkodás a bankok mérlegét érdemben érintette, hiszen az MNB, az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK), valamint a bankrendszer közötti kooperáción alapuló Önfinszírozási program hatásmechanizmusa szerint a külső sérülékenység azáltal csökken, hogy a bankok jegybanki eszközeiket (2014 augusztusa előtt kéthetes kötvényeiket, majd azt követően kéthetes, illetve három hónapos betéteiket) likvid értékpapírokra, kiemelten állampapírokra cserélik. A program ezen felül jelentős mértékben érintette a bankok mérlegen kívüli tételeit is, hiszen az önfinszírozási koncepció egyik ikonikus eszköze a banki kamatkockázat kezelését lehetővé tevő feltételes kamatcsere-eszköz (IRS) volt, amely 2014 júniusa és 2016 júliusa között kétheti gyakorisággal állt a bankok rendelkezésére. Bár nem az Önfinszírozási programhoz kapcsolódik, de a banki kamatkockázat kezelését segítette az MNB hitelezési feltételhez kötött kamatcsere-eszköze (HIRS) is, amelyet 2016 első negyedévében öt tenderen kínált fel a bankoknak a jegybank.

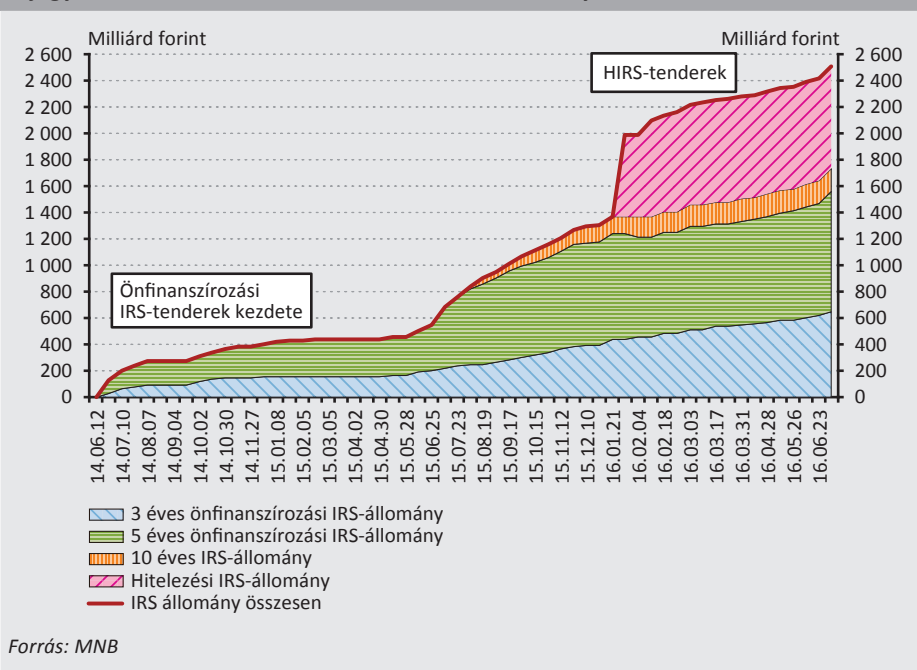
A jegybanki kamatcsere-eszközök

Az MNB két kamatcsere-eszköze az alábbi feltételekkel állt a bankok rendelkezésére.

1. Az MNB feltételes önfinszírozási kamatcsere-ügyleteit igénybe vevő bankok vállalták, hogy a bázis időszaki állományukhoz képest az igénybe vett IRS mértékével növelik elfogadható fedezeteik állományát.
2. A hitelezési aktivitáshoz kötött kamatcsere-ügylet (HIRS) esetében a bankok vállalják, hogy az igénybe vett HIRS 25 százalékának megfelelő összeggel növelik kkv-hitelállományukat. Bár a HIRS elsődleges célja, hogy a bankok hitelezésből adódó kamatkockázatának kezelése révén segítse a hitelezést, de a feltétel 25 százalékos elvárásából adódóan az eszköz 75 százalékban más fix kamatozású eszközök (így akár fix kamatozású állampapírok) kamatkockázatának fedezésére is felhasználható.

Az MNB két kamatcsere-eszközének állománya 2016 júliusára 2500 milliárd forint fölé emelkedett, ami meghaladja az érintett bankok mérlegének 10 százalékát: ebből 780 milliárd forintot tett ki a három éves lejáratú HIRS, míg három éves lejáratú IRS-eszközt 652 milliárd forint, öt éveset 904 milliárd forint, tíz éveset pedig 175 milliárd forint értékben jegyezték a bankok (l. ábra).

I. ábra
A jegybanki kamatcsere-eszközök összesített állománya



A továbbiakban azt tekintjük át, hogy a jegybanki kamatcsere-ügyletekkel fedezett állampapír-pozíciók esetében milyen kiegészítő szempontokat indokolt figyelembe venni.

A banki kamatkockázat értékelésének kiegészítő szempontjai

A mérleg alatti derivatív tételek legtöbbször a mérlegben lévő különböző kockázatok semlegesítése céljából kötnek, az IRS származékos ügyletek pedig dedikáltak a kamatkockázat eliminálására szolgálnak. Az IRS-sel fedezett banki kamatkockázat értékelésekor ugyanakkor indokolt figyelembe venni az alábbi szempontokat is.

- A jegybanki IRS keretében az MNB 6 havi BUBOR-t fizet a bank számára, míg a bank az ügylet során meghatározott éves fix kamatot fizet az MNB-nek. Tökéletes piacot feltételezve, ha a vásárolt fix kamatozású állampapír és az IRS futamideje megegyezik, akkor a hozamgörbe elmozdulása esetén az állampapír-portfólión keletkező árfolyamnyereség/veszteség nagyságrendileg megegyezik²² az IRS-ügylet

²² Az IRS és kötvényportfólió konvexitásának eltéréséből adódó különbség párhuzamos elmozdulás esetén alacsonynak tekinthető.

veszteségével/nyereségével²³. Nem teljes a fedezés, amennyiben a hozamgörbék nem párhuzamosan mozdulnak el, ami tovább növelheti a kamatkockázatot. A várható veszteség mértéke (EL) közelítőleg az állampapír-portfólió átlagos hátralévő futamideje (átlagidő) (D_{AP}) szorozva az állampapírpiazi hozamgörbe változásával (ΔR_{AP}), levonva belőle az IRS átlagidejének (D_{IRS}) és a hozamgörbe eltolódásának (ΔR_{IRS}) szorzatát:

$$EL \approx D_{AP} * \Delta R_{AP} - D_{IRS} * \Delta R_{IRS}$$

- A jegybanki IRS-eszköz automatikusan nem garantálja, hogy az állampapír-portfólió lejáratát és az IRS-eszköz lejáratát megegyezzen, hiszen a bankok tetszőleges futamidejű fedezetként elfogadható értékpapír vásárlásával teljesíthetik a jegybanki kamatcsere-ügylet feltételét (önfinanszírozási IRS esetében, hiszen a HIRS esetében semmilyen formális előírás nincs a fedezeti állomány tekintetében). Ez ugyanakkor nem tekinthető feltétlenül kockázatnak, hiszen különböző lejáratú állampapírokat (eszközöket) és IRS-ügyleteket is lehet úgy kombinálni, hogy az (állampapír) portfólió nyereségét/veszteségét az IRS-ügylet vesztesége/nyeresége kompenzálja. Ehhez az szükséges, hogy az IRS-ügylet volumenének (V_{IRS}) és átlagos hátralévő futamidejének szorzata megegyezzen az állampapír-portfólió volumenének (V_{AP}) és átlagos hátralévő futamidejének szorzatával. Ez a folyamat eltérő hozamgörbék változása esetén folyamatos kiigazítást igényelhet, amely eredményeképpen az említett kockázat, azaz az átlagidő eltérés (D_{GAP} , azaz duration gap) értéke nulla lesz:

$$D_{GAP} = D_{AP} - D_{IRS} * \frac{V_{IRS}}{V_{AP}} = 0$$

A fentiek alapján hosszabb lejáratú IRS-ügyletből kevesebb is elegendő és fordítva, rövidebb lejáratúból több kell egy adott (állampapír) portfólió fedezéséhez. Ha a D_{GAP} értéke negatív, akkor a bank leépítheti a fedezeti ügyletállományt, míg pozitív D_{GAP} esetén növelnie kell azt.

- A kamatkockázat értékelésekor figyelembe kell venni, hogy a bank továbbkötheti az IRS-ügyletet, ezért az ügyletből származó kockázatokat a partnerkockázat váltja fel. Amennyiben az IRS-ügyleteket anyabankjuknak, vagy csoporttagnak adják tovább a bankok, akkor ez az ügylet teljesítésére nézve nem jelent számottevő kockázatot. Indokolt arra is figyelemmel lenni, hogy a kamatcsere-ügylet default események ellen nem nyújt fedezetet, ezért a banki állampapír-portfólió növekedésével az intézmények szuverén kitétsége is emelkedik. Ezt ugyanakkor

²³ A változót fizető kamatswap pozíció átlagideje ellentétes előjellel megegyezik a fix kamatot fizető állampapír durációjával. Forrás: Kocsis et al., 2013

érdemben ellensúlyozza a bankok befektetési politikája, amely jellemzően maximalizálja a szuverén kitettségek értékét, valamint az a tény, hogy a 2016 nyarán mért magyar szuverén kockázat historikusan is alacsony értéknek tekinthető.²⁴

A nemzetközi számviteli sztenderdek átvételének hatása

2017-ben a hazai hitelintézeti szektor megkezdi a magyar számviteli szabályokról (HAS) a nemzetközi számviteli sztenderdre, az IFRS-re történő átállást, amely 2017-től önkéntesen választható, 2018-tól pedig minden hitelintézetre kötelező érvényű lesz.²⁵

Az átállás során a legnagyobb változások a valós értékelés számviteli irányelvéből adódnak majd. A mérlegfőösszegek és az egyes mérlegtételek az eltérő számviteli megközelítés miatt változni fognak, mind az eszköz-, mind a forrásoldal egyes elemeiben lesznek eltérések. Mind az állampapír-állomány, mind pedig az annak kamatkockázatát fedezni hivatott IRS-ek értékelésében változás fog bekövetkezni a jelenlegi jelentési sztenderdhez képest.

Az állampapír-állomány bekerülési értéken kerül megjelenítésre és annak értéke többször csak kivezetéskor változik a jelenlegi hazai sztenderd (HAS) szerint. Ehhez képest az IFRS alapvető változást fog hozni, mivel eltérő értékelési, értékvesztési, továbbá egyes esetekben követéses értékelési szabályok vonatkoznak majd a bankok mérlegében megjelenő állampapír-állományra (II. ábra).

Az állampapír-állomány megjelenítése az eddigi hosszú és rövid lejárat szerinti bontáshoz képest alapvetően megváltozik. A könyvekbe történő felvételkor el kell dönteni, hogy az adott papírt lejáratig meg kívánjuk-e tartani, vagy esetleg a jövőben sor kerülhet annak lejárat előtti értékesítésére. Ennek megfelelően vagy lejáratig tartandó kategóriába vagy értékesíthető kategóriába kell sorolnunk az állampapírt. Alapvető eltérés, hogy lejáratig tartandó (HAS-ban hosszú lejáratú követelések, vagy kötelezettségek közé sorolt) eszközt vagy forrást a magyar számviteli szabályokkal ellentétben nem névértéken, hanem diszkontált bekerülési értéken kell megjeleníteni a könyvekben, és a futamidő alatt arányosan elosztva „nyeri vissza a névértékét”.

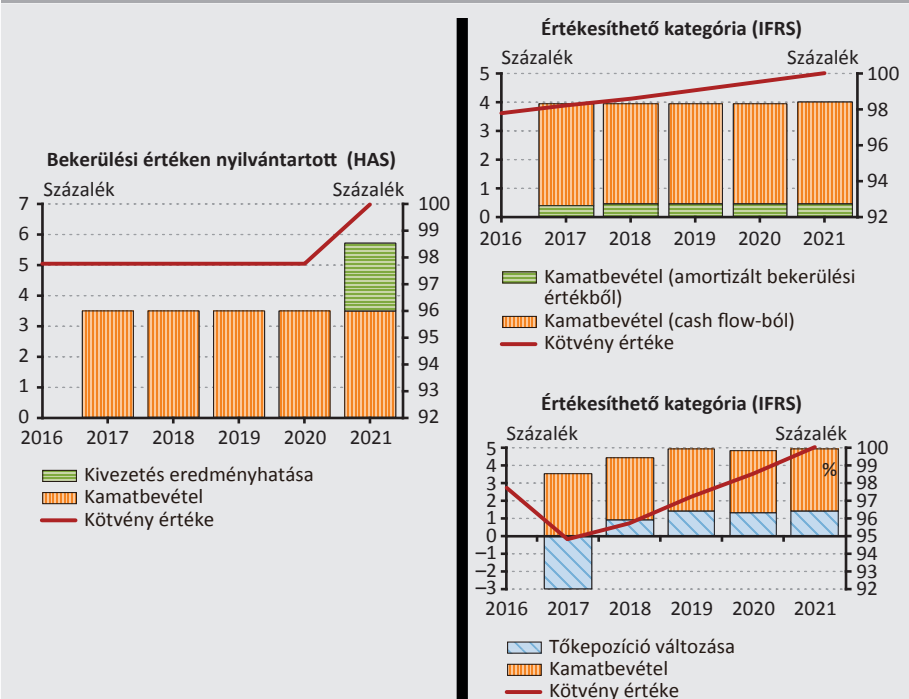
A HAS szerint egy rövid lejáratúnak minősített ügylet eredményének elszámolására alapvetően (például értékvesztés esetét kivéve) pozíció zárásakor, azaz a kivezetéskor kerül sor, míg az IFRS-nél az értékesíthető kategóriában fordulónapon is el kell számolni az ügylet mögötti prompt pozíció értékét. Ez együtt az jelenti, hogy hozamgörbe változás hatása csak értékesíthető kategóriába sorolt ügyletnél jelezhető meg, míg az amortizált bekerülési értéknél a lejáratig történő tartás kvázi

²⁴ A magyar 5 éves szuverén CDS-felár 2016 nyarán 160 bázispont körül mozgott.

²⁵ A tőzsdén jegyzett hazai hitelintézeteknél (OTP Nyrt., FHB Jelzálogbank Nyrt.) a rendszeres beszámolók IFRS szerinti közzététele már 2005-től kötelező volt, azonban az MNB felé irányuló adatszolgáltatását jelenleg az összes hazai hitelintézet a hazai számviteli sztenderdek szerint teljesíti.

II. ábra

Az értékpapírok eltérő számviteli nyilvántartásának hatása az eredményre és a kötvény értékére



Megjegyzés: A fenti ábrákon ugyanazon futamidővel és pénzárral rendelkező kötvény könyvekben történő különböző számviteli sztenderdek és kategóriák szerinti megjelenítését mutatjuk be, úgy, hogy az első kamatfizetéskor a hozamgörbe egy százalékponttal fölfelé elmozdul. A bal oldali ábra az értékpapír hazai számviteli standardok szerint történő értékelését mutatja az éves kamatbevétel és a kivezetéskor elszámolt tőkekülönbözet eredményre gyakorolt hatásának számszerűsítésével szimuláció segítségével, a jobb oldali ábrák pedig az IFRS szerinti értékpapír elszámolás két módzatát illusztrálják. A fenti ábrán a lejáratig tartandó kategória értelmezhető változó kamatozású kötvényként, ahol a hozamgörbe változása nem befolyásolja az értéket, a jövőbeli cash flow-k bizonyossága miatt. A lentin pedig az értékesíthető kategóriájú kötvény értéke a piaci viszonyoknak megfelelően, diszkontrata változásához igazodva értékelődik.

Forrás: MNB, saját szerkesztés

kamatkockázat semlegessége²⁶ miatt ez nem mutatható ki. A HAS-sal szemben a fent bemutatott kétféle IFRS szerinti értékpapírugylet elszámolása esetében azonban közös, hogy kamatbevételnél a tényleges kamat cash flow-kon kívül mérlegzáráskor megjelenítésre kerül a bekerülési érték és a névérték futamidő arányos különbözete.

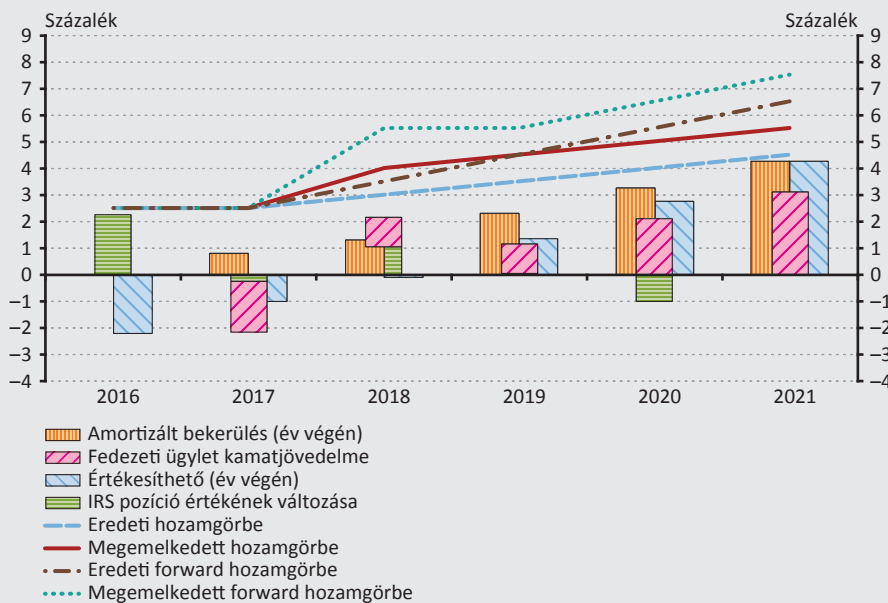
²⁶ A lejáratig tartandó kategória értelmezhető változó kamatozású kötvényként, ahol a hozamgörbe változása nem befolyásolja az értéket, a jövőbeli cash flow-k bizonyossága miatt. Természetesen az amortizált bekerülési érték sem rendelkezik teljes reakciómentességgel a külső esemény irányában, például értékvesztést számviteli bizonyosság esetén itt is el kell számolni.

Az eddigi HAS szabályozás szerint a származtatott ügyletek elszámolására tényleges megvalósulás esetén²⁷ a derivatíva futamidejének végén került sor, így a swapok mérlegzáraskori pozíciójának értéke ezt megelőzően nem kerül megjelenítésre. Az IFRS szabályozás alapján minden mérleg alatti származékos ügylet mérlegzáraskori pozíciója kiértékelésre és az eredménykimutatásban vagy a tőkeelemek között számszerűsítésre is kerül.

A jelenlegi HAS-sztenderd az egyes pénzügyi kockázatok kimutatását nem teszi lehetővé, viszont a mérleg alatti fedezeti tételek pozícióértéke mérlegben történő megjelenítésének hiányával a mérlegen belüli pozíciók „nem sérültek”. Az IFRS a mérleg alatti tételek pozícióját vagy az eredménykimutatásban vagy egyes speciális esetekben a forrásoldalon a tőkében mutatja ki. A tőkében történő kimutatásnak feltétele, hogy az ügyletet cash flow fedezetinek minősítsék, amely megköveteli többek között, hogy a pozíció felvételekor a pontos fedezett tétel megjelölésre kerüljön az analitikában. A magyar bankrendszer fedezeti ügyletei túlnyomó részét

III. ábra

A hozamgörbe eltolódásának az öt éves futamidejű állampapírra és a fedezeti IRS pozícióra és kamatjövedelemre gyakorolt hatása



Megjegyzés: A normál (növekvő) hozamgörbe egy százalékpontos felfelé történő eltolódására rögtön a kötvény mérlegbe történő felvétele után került sor. Névérték alatt kibocsátott kötének egyszeri hozamgörbe eltolódás utáni ceteris paribus bekerülési érték arányos lefutását és mögöttes derivatíva pozíciójának és elszámolt kamatjövedelmének hatásait ábrázoltuk.

Forrás: MNB, saját szerkesztés

²⁷ Opció ügylet esetén nem elégséges feltétel a lejárat, hiszen az opció birtokosa negatív pozíció érték esetén nem él az opció lehívásának jogával.

nem ruházza fel cash flow fedezeti státusszal, így azok pozícióértékének elszámolása közvetlenül az eredményben történik. A származtatott fedezeti termék kezdeti nulla pozíciójának változását a mérlegben ellensúlyozni tudja, ha a fedezett termék is átértékelődhet. Az állampapír-állomány bekerüléskor vagy értékesíthető, vagy lejáratig tartandó kategóriába sorolható. Amennyiben az állampapírok kamatkockázatát mérleg alatti tétellel immunizáltuk, akkor a származtatott termék átértékeléséből adódó áttételes²⁸ forráshatást, csak az értékesíthető kategória átértékelődése semlegesíti eszközoldalon. Ez azt jelenti, hogy amennyiben lejáratig tartandónak minősítettük az állampapírt és mögöttes mérleg alatti kamatkockázatot immunizáló fedezettel láttuk el, akkor a hozamgörbe eltolódás hatása a mérlegben féllábas lesz (III. ábra).

Fix kamatozású állampapír IRS-fedezettsége esetén a kamatjövedelmek kamatkockázatának eliminálása²⁹ az eredménykimutatásban jól nyomon követhető, értékesíthető kategória esetén pedig az állampapír értékváltozásának és a fedezeti ügylet átértékelésének hatása jellemzően³⁰ kiegyenlíti egymást.

²⁸ Nem cash flow fedezeti ügyletnél az eredménykimutatáson keresztül forrásoldali változást okozó ügylet.

²⁹ Az eredménykimutatásban a tökéletes fedezés esetén, az állampapír után kapott és az IRS után fizetett fix kamatláb tökéletesen eliminálják egymást, azaz kamatjövedelemként a nulla átlagidővel rendelkező, azaz kamatkockázat-mentes kamatjövedelem kerül megjelenítésre.

³⁰ Tökéletes kamat cash flow fedezettség esetén is adódhat eltérés a különböző konvexitások miatt, amely eltolhatja a két ügylet kamatkockázatát.

Az Önfinszírozási program eredményei

*Bodnár István – Csávás Csaba – Csom-Bíró Gabriella – Eszes Dorottya –
Lénárt-Odorán Rita – Sin Gábor – Zágonyi Ádám*

Absztrakt

A 2014 tavaszán meghirdetett Önfinszírozási program intézkedései a banki alkalmazkodáson keresztül jelentős mértékben emelték a bankok állampapírpiazi keresletét, aminek következtében két év alatt megduplázódott a hitelintézeti tulajdonban levő állampapír-állomány. A program révén több mint 9 milliárd euro devizaadósságot fizetett vissza forintból a magyar állam, amiből adódóan ennek megfelelő mértékben szűkült az MNB mérlege, 50 százalékról 30 százalék alá csökkent az államadósság devizaaránya, valamint mérséklődött a bruttó külső adósság. Emellett 2016 közepére újra a belföldi szereplők biztosítják az államadósság finanszírozásának nagyobbik részét, ami a korábbiakhoz képest egy egészségesebb adósságszerkezet felé való elmozdulást jelent. Az Önfinszírozási program egyértelmű elismerésének tekinthető, hogy 2016 májusában az egyik vezető hitelminősítő dedikáltan a programot nevezte meg a magyar adósságosztályzat befektetői kategóriába emelését alátámasztó egyik fő indokként.

1. Az Önfinszírozási program hatásai

Az Önfinszírozási program hatásmechanizmusa¹ szerint a jegybanki eszköztár módosításai banki alkalmazkodást váltanak ki, ami a jegybanki sterilizációs állomány egy részének állampapírpiazi terelésével lehetővé teszi a devizaadósság forintból történő refinanszírozását és ezzel végső soron elősegíti a külső sérülékenység csökkentését. Az Önfinszírozási program értékelése mindenekelőtt annak visszamérését jelenti, hogy a tényleges folyamatok mennyire feleltethetők meg a fenti hatásmechanizmusnak.

Az Önfinszírozási program komplexitásából adódóan indokolt² két szakaszra bontani az értékelést, ami jelen esetben az alábbiak vizsgálatát jelenti.

1. A program operatív értelemben hatékony volt-e, azaz a jegybanki eszköztár átalakításai képesek voltak-e a célzott társadalmi hatáshoz elengedhetetlen feltételek megteremtésére, azaz esetünkben a banki források átstrukturálására, a fedezeti értékpapír-állomány növelésére és a jegybankmérleg szűkítésére?

¹ Lásd: jelen kötet Az Önfinszírozási program koncepciója és hatásmechanizmusa c. tanulmánya

² Mandl–Dierx–Ilzkovitz (2008) koncepcionális modellje alapján. Lásd: Kolozsi–Hoffmann, 2016

- A jegybanki eszköztár megújítása hatékony eszköznek bizonyult-e a banki források egy részének jegybanki eszközökből való kiszorítására, illetve e banki forrásoknak a likvid értékpapírok, kiemelten az állampapírok piacára való áterelésére?
 - Sikerült-e az ÁKK-nak forintforrások bevonásával refinanszírozni a lejáró deviza-adósságot?
2. Az Önfinszírozási program deklarált célja a külső sérülékenység csökkentése, így a program eredményessége elsősorban annak függvénye, hogy sikerült-e elérni ezt a célkitűzést.
- A program hatásmechanizmusának megfelelően csökkent-e a bruttó külső adósság, kiemelten az állam tekintetében?
 - Miképp alakult az államadósság devizaaránya?
 - Miképp alakult az államadósság tulajdonosi szerkezete?

Jelen tanulmányban ezeket a szempontokat vizsgáljuk meg. A vizsgált időszak 2014. április–2016. május.³ Az állampapírpiaci hatások tekintetében a mennyiségi hatásokra koncentrálunk, a hozamhatásokkal jelen kötet harmadik, Az Önfinszírozási program hatása a monetáris kondíciókra c. tanulmánya foglalkozik.

2. Az Önfinszírozási program hatása a külső sérülékenységre

2.1. A bankok állampapírpiaci aktivitása

Az Önfinszírozási program hatásmechanizmusa alapján a bankok megnövekedett állampapírpiaci aktivitása, kereslete elengedhetetlen a lejáró devizaadósság forintból történő refinanszírozásához, és így a külső sérülékenység csökkentéséhez.

2.1.1. Az Önfinszírozási program hatása a bankok állampapír-keresletére

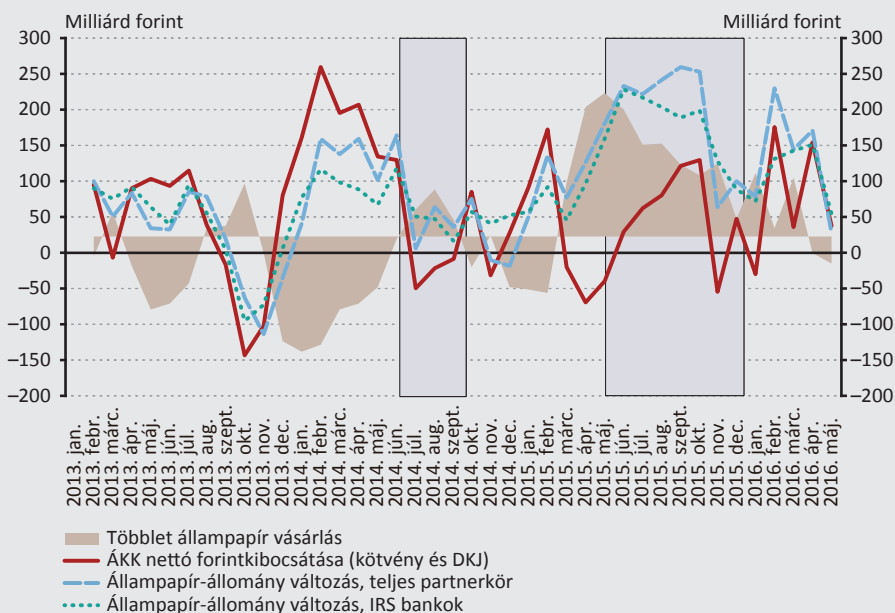
Az Önfinszírozási program meghirdetése előtt a banki állampapír-kereslet jellemzően elmaradt az ÁKK nettó forintkibocsátásától. A 2013-tól rendelkezésre álló – repókkal korrigált – banki állampapíradatok arra utalnak, hogy a bankok állampapír-kereslete azokban az időszakokban volt élelnebb, amikor az ÁKK nettó forintkötvény- és DKJ-kibocsátása is emelkedett (a lakossági állampapírokat nem vettük figyelembe). Az Önfinszírozási program elindulását közvetlenül megelőző időszakban emellett az is igaz volt, hogy a banki szereplők állampapír-vásárlása jellemzően elmaradt az ÁKK nettó kibocsátásától. Az Önfinszírozási program és különösen annak második szakasza ugyanakkor a banki állampapír-vásárlás és az ÁKK nettó kibocsátása közötti kapcsolat tartós megváltozására utal.

³ Amennyiben az adatok rendelkezésre állási korlátai miatt ettől eltérő időszakot vizsgálunk, akkor azt külön jelezzük.

Az Önf finanszírozási program elindítása óta a bankok állampapír-vásárlása tartósan meghaladja az ÁKK nettó forintkibocsátását. A kéthetes kötvény betétesítéséhez szükséges alkalmazkodás (Önf finanszírozási program első szakasza) kisebb mértékben, a három hónapos betét bevezetéséhez történő alkalmazkodási folyamat (program második szakasza) pedig markánsan megnövelte a bankrendszer állampapírpiazi keresletét olyan módon, hogy az az ÁKK nettó kibocsátását is felülmúlta⁴ (1. ábra). 2015 júniusától év végéig a bankok átlagosan havi 140 milliárd forinttal növelték forint állampapír-állományukat. A közel 250 milliárd forintos nettó ÁKK – kötvényeket és DKJ-t tartalmazó, ugyanakkor a lakossági papírok kibocsátásától szűrt – forintkibocsátáshoz képest a banki állampapír-állomány 1000 milliárd forinttal emelkedett ebben az időszakban. A kibocsátást meghaladó mértékű állampapír-kereslet a program harmadik szakaszát is jellemezte, bár a korábbi időszakhoz képest már visszafogottabb mértékben. Ez arra utal, hogy az eszköztár átalakításokhoz és

1. ábra

Az ÁKK nettó forintkibocsátása és a bankok teljes forint állampapír-állományának változása (háromhavi mozgóátlagok)*



* Az ÁKK forintkibocsátása nem tartalmazza a lakossági papírokat, hanem konszisztensen a bankok állampapír-állományának idősorával, csak a kötvényeket és a diszkontkincstárjegyeket foglalja magában.

Forrás: ÁKK, MNB

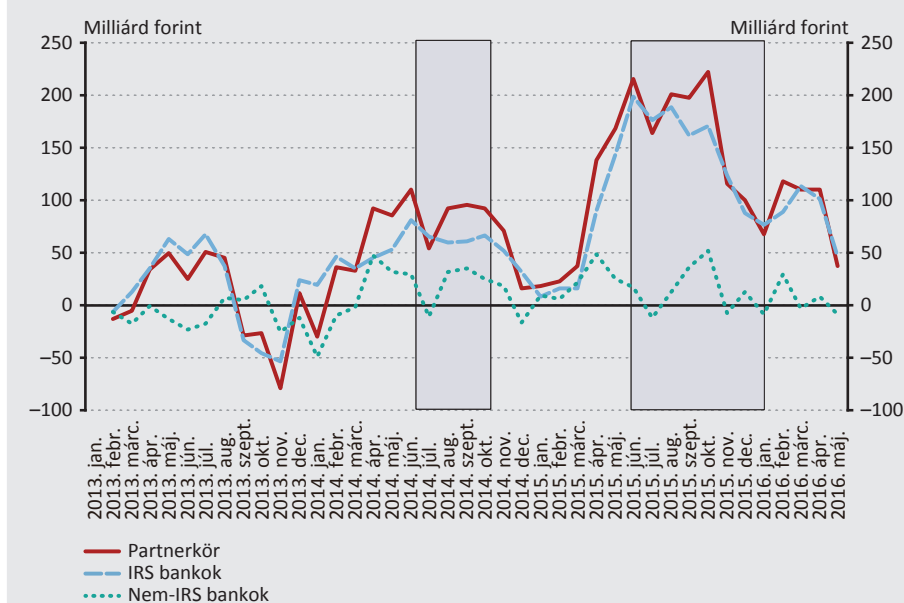
⁴ A bankok állampapírpiazi viselkedését alapvetően a jegybanksi eszköztár standard eszközeinek átalakítása határozta meg az elmúlt két évben. Voltak ugyanakkor egyéb hatások is, amelyek közül indokolt kiemelni az MNB kamatcsere-tendereit, a jegybank kamatcsökkentési ciklusait és szabályozói lépéseit, a hozamkörnyezet változásait, valamint az egyéb befektetők (kiemelten a külföld és a háztartások) magatartását.

a likviditási előírásokhoz történő alkalmazkodás ebben az időszakban nagyrészt már lezárult. Azt is fontos hozzátenni, hogy az ÁKK-kibocsátások mértéke is összefügghet a programmal: az ÁKK kibocsátási stratégiájára ugyanis visszahathatott az intenzív banki kereslet.

Az Önfinszírozási program alatt a teljes bankrendszer állampapír-kereslete nőtt, a hatás az IRS tendereken részt vevő bankok esetében kiemelkedő volt. A bankrendszer állampapír-állományának alakulása nagymértékben a jegybanki IRS-eszközt igénybe vevő bankok vásárlásait tükrözi, de a nem-IRS bankok esetében is pozitív volt az állományváltozás. A két csoport eltérő állampapírpiazi viselkedése azt sugallja, hogy eleve azok a bankok vették igénybe a jegybank kamatcsere-eszközét, amelyeknek a bejelentett eszköztár átalakítások és a likviditási előírásoknak való megfelelés érdemi alkalmazkodási igényt, azaz jelentős mértékű addicionális állampapír-keresletet jelentettek. Amennyiben figyelmen kívül hagyjuk a bankok igen volatilis alakulóját, valamint a programmal kevésbé összefüggő DKJ-tranzakcióit, és csak a bankok fix és változó kamatozású hosszú lejáratú kötvényeire fókuszálunk, megállapítható, hogy az IRS-bankok lényegesen nagyobb mennyiségben vásároltak állampapírt a nem-IRS bankokhoz képest (2. ábra).

2. ábra

A bankok államkötvény-állományának változása (háromhavi mozgóátlagok)*



*Az időszak ezen az ábrán nem tartalmazza a diszkontkincstárjegyeket.

Forrás: MNB

Az Önf finanszírozási program és a külföldi befektetők állampapír-állományának változása

2015-ben az intenzív banki állampapír-kereslet időszaka nagyjából egybeesett a külföldi befektetők forint portfóliójának leépítésével (Gór-Holecz–Lakatos, 2015). A külföldiek kezében lévő forint papírok eladása az Önf finanszírozási program második szakaszának bejelentése előtt, már áprilistól elkezdődött, ugyanakkor a jelentős eladások a program ideje alatt is folytatódtak (döntően egy nagy befektető portfóliójának leépítéséről van szó). A külföldi forint állampapír-portfólió leépítésének megkezdése alapvetően a programtól független eseménynek tekinthető, utólag ugyanakkor megállapítható, hogy a külföldi befektetők döntésére hatással lehetett a program hozamstabilizáló jellege.

A külföldi szektor eladásainak nagy része egy befektető magyar piacról való kivonulásával hozható összefüggésbe. Az állampapír-eladásokban meghatározó domináns külföldi befektető a lengyel piacon is portfóliójának csökkentésébe kezdett ebben az időszakban (Bloomberg, 2016), ami ugyancsak megerősíti, hogy kivonulása a régióra jellemző stratégia lehetett és nem magyarspecifikus tőkekivonásról volt szó. A magyar és lengyel tőkekivonásban az jelent érdemi különbséget, hogy míg hazánkban az önf finanszírozásnak köszönhetően belföldi szereplőkhöz kerültek az állampapírok, addig a lengyel piacon más külföldi befektetők vették át a portfóliót és így összességében nem csökkent a külföldi befektetők portfóliója (Lengyel Pénzügyminisztérium, 2015).

2.1.2. A bankok tulajdonában lévő állampapírok állományának alakulása

A jegybanksi partnerkörbe tartozó hitelintézetek állampapír-állománya az Önf finanszírozási program 2014. április végi bejelentését követően 2016. június végéig mintegy 2660 milliárd forinttal⁵ emelkedett. A teljes hitelintézeti szektor növekménye – amely a partnerköri intézményeken felül magában foglalja az egyes partnerkörbe nem tartozó bankokat, illetve a takaré- és hitelszövetkezeteket is – ugyanezen időszakban 2400 milliárd forint körül alakult⁶ (3. ábra).

– A hitelintézetek az Önf finanszírozási program bejelentését követően elkezdték növelni állományukat, majd pedig az IRS tenderek 2014. júniusi elindítása, illetve a kéthetes jegybanksi kötvény 2014. augusztusi betétesítése növelte meg érdemben a banki keresletet.

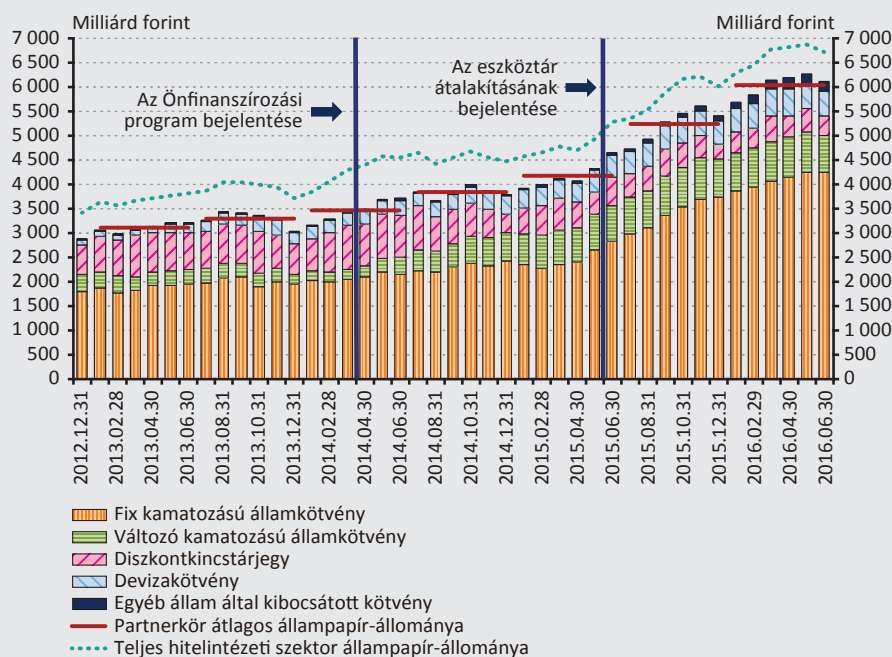
⁵ 2014. március végi állományokhoz viszonyítva. Forint és deviza állampapírok névértéken számított növekménye.

⁶ A partnerkörnél mért növekmény magasabb a teljes hitelintézeti szektor növekményénél, amit főképp a takaré- és hitelszövetkezetek állományában tapasztalható jelentősebb mértékű csökkenés magyarázott.

- 2015. június 2-át követően, amikor az MNB bejelentette az Önfinszírozási program folytatását, illetve az irányadó jegybanki eszköz átalakítását, a bankok intenzív állampapír-vásárlásba kezdtek, ami az év végére jellemző átmeneti visszaesés kivételével a tulajdonukban levő állampapír-állomány folyamatos növekedését eredményezte.
- A bankok 2016. első negyedévi állampapír-keresletét a korlátozott mennyiségben meghirdetett kéthetes betét kivezetésének bejelentése, valamint a 2016 áprilisában életbe lépő 100 százalékos LCR-szabályozás befolyásolta. A partnerköri intézmények állampapír-állománya több mint 1900 milliárd forinttal emelkedett 2015. május végéhez viszonyítva, a 2016 elejétől mért növekmény pedig megközelítette a 700 milliárd forintot.

3. ábra

A partnerkörbe tartozó hitelintézetek állampapír-állománya az értékpapírok típusa szerinti bontásban, valamint a teljes hitelintézeti szektor állományának alakulása



Forrás: MNB, értékpapír-statisztika, névértékes adatok

Az állampapírok típusát tekintve az állománynövekedés szinte teljes egészében a forintban denominált, hosszú lejáratú, fix kamatozású állampapírokhoz kötődik (3. ábra). A program bejelentése óta mért teljes növekmény több mint 90 százaléka a forint állampapíroknál mérhető, ezen belül is a fix kamatozású államkötvények aránya jelentős. A partnerköri intézmények fix kamatozású államkötvény-állománya

az Önf finanszírozási program 2016. június végéig tartó időszaka alatt közel 2200 milliárd forinttal, a változó kamatozású papírok állománya mintegy 540 milliárd forinttal emelkedett. A tulajdonukban lévő devizában kibocsátott államkötvények állománya 235 milliárd forinttal, az egyéb kormányzati értékpapírok⁷ állománya pedig 170 milliárd forinttal volt magasabb a program bejelentését megelőző időszak végéhez képest. A növekményt a diszkontkincstárjegy-állományukban bekövetkezett közel 480 milliárd forintot kitevő visszaesés mérsékelte.

A 2016 júniusában jegybanki IRS-állománnyal rendelkező 15 bank⁸ mintegy 2600 milliárd forinttal emelte állampapír-állományát a bázisidőszaki állományához viszonyítva. A bázisidőszaki állomány az IRS-bankok többségénél a 2014. első negyedévi, néhány banknál azonban – választásuknak megfelelően – a 2015. március–május–júniusi referencia-időszak háromhavi átlaga alapján számított állományt jelenti. Az IRS-bankok mellett ugyanakkor a kamatcsere-eszközt nem használó, partnerkörbe tartozó hitelintézetek is növelték állományaikat a bázishoz képest. Ennek figyelembevételével a partnerközi intézmények állampapír-állománya hozzávetőlegesen 2950 milliárd forinttal emelkedett a bázisidőszaki állományukhoz viszonyítva. Az eddig allokalált, lezárt állományokkal korrigált IRS-állomány 1731 milliárd forintot tett ki az utolsó, 2016 júliusában tartott IRS tendert követően, tehát az igénybe vett IRS-ek állományát jelentős mértékben meghaladó állampapír-növekményről van szó.

Az Önf finanszírozási programnak köszönhetően a forint állampapírok piacán a külföldi befektetők helyett a hazai bankrendszer vált a legjelentősebb tulajdonosi szektorrá (4. ábra). Az intézményi keretrendszer változása miatt 2011-ben az intézményi befektetők (kiemelten a nyugdíjpénztárak) állampapír-befektetései jelentősen csökkentek, aminek következtében a külföldi befektetők vették át a vezető szerepet a forint állampapírok piacán. 2012-től az állampapírok iránti lakossági kereslet gyors növekedése, illetve a hitelintézeti értékpapírok folyamatosan csökkenő népszerűsége volt jellemző, elsősorban annak köszönhetően, hogy az ÁKK megnövelt forintkibocsátásait a lakosságon kívül jellemzően a külföldi befektetők vásárolták meg. 2014-ben az Önf finanszírozási program indulása, valamint az ÁKK csökkenő devizakibocsátása és emelkedő államkötvény-kínálata mellett a forint állampapírokat a belföldi szektorok is intenzívebben kezdték el vásárolni, a külföldiek azonban még mindig domináns szerepet játszottak a tulajdonosi szektorok között. A hitelintézetek arányának fokozatos emelkedése a program folytatásának, valamint az eszköztár átalakításának bejelentésével kezdődött. A külföldiek 2015 áprilisában még közel 250 milliárd forinttal több forintban denominált állampapírral rendelkeztek, mint a hazai hitelintézetek, 2015. májusban azonban ez az arány megfordult, és 2016.

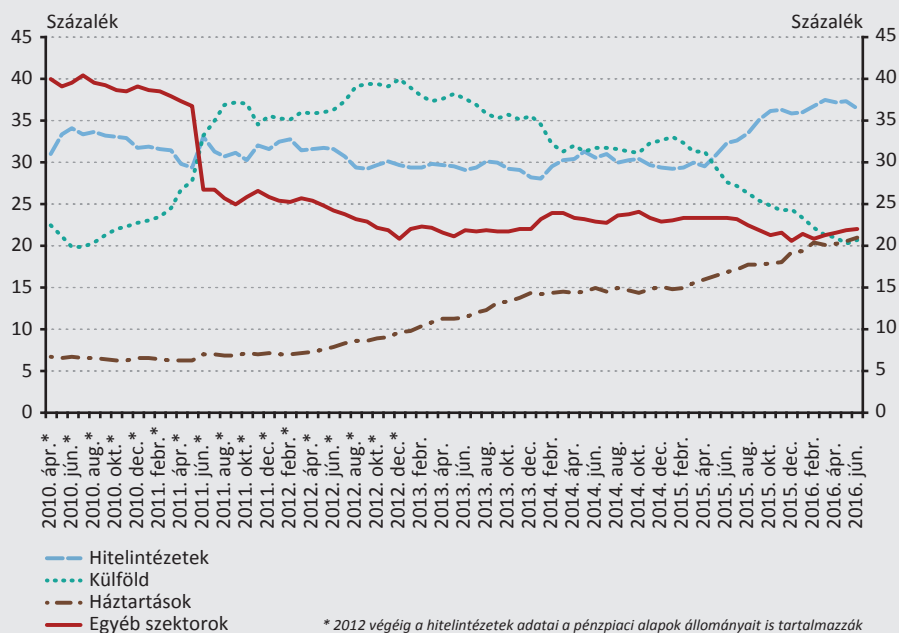
⁷ Az egyéb állam által kibocsátott kötvények a kincstári államkötvényeket és a kamatozó kincstárjegyeket jelentik.

⁸ Az IRS-eszközt igénybe vevő bankok száma 17, de két bank az összes MNB-vel kötött IRS-ügyletét lezárta 2016 közepére.

június végén a hitelintézetek már hozzávetőlegesen 2700 milliárd forinttal több forint állampapírt birtokoltak, mint a külföldi befektetők kör. A forint állampapírok piacán a belföldi szektorok aránya 79 százalék, a külföldieké 21 százalék körül alakult 2016 első félévének végén, ami a külföld vonatkozásában a háztartásokéval közel megegyező arányt jelent. A teljes értékpapír-adósságon belül – amely magában foglalja a devizában kibocsátott értékpapírokat is – a belföldi szektorok aránya már 2015 elejétől meghaladta a külföldét, 2016. június végére pedig mintegy 62 százalékra emelkedett, amelyből a hitelintézetek részesedése mintegy 28 százalékot tesz ki.

4. ábra

Tulajdonosi szektorok aránya a forint állampapírok piacán



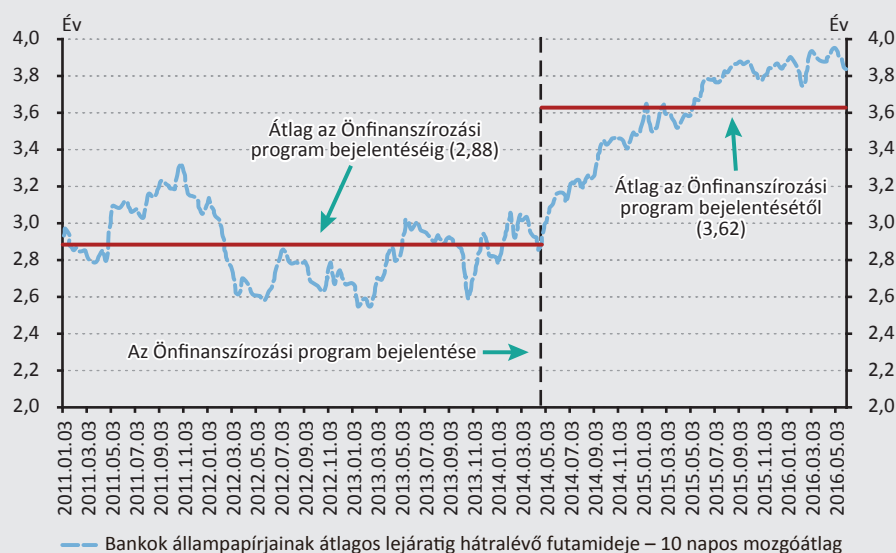
Forrás: MNB, értékpapír-statisztika, névértékes adatok

Az Önfinszírozási program alatt a banki állampapír-állományon belül nőtt a hosszabb futamidejű papírok aránya, ami az államadósság finanszírozásának stabilitását növeli. A bankok forint állampapírjainak átlagos lejáratig hátralévő futamideje már 2014 végére 3,6 évre nőtt az egy évvel korábbi 2,8 évről, 2016. május végére pedig elérte a 3,9 évet (5. ábra). Az ÁKK forintpiaci kibocsátási stratégiája nagymértékben hozzájárult az átlagos hátralévő futamidő hosszabbodásához. 2014-ben és 2015-ben a diszkontkincstárjegyek (DKJ) negatív nettó kibocsátása mellett a kínálat a hosszabb futamidők, illetve a lakossági állampapírok irányába tolódott el. A megemelt forintpiaci kötvénykibocsátás a lejáró devizaforrásokat alapvetően forintból megújító adósságkezelési politika (negatív nettó devizakibocsátás) támogatását jelentette, amelyet az

Önfinszírozási program intézkedéseinek köszönhetően jelentős részben a bankok többletkereslete tett lehetővé. Az ÁKK 2015 végén kiadott finanszírozási terve (ÁKK, 2015), valamint havi jelentése⁹ alapján a kibocsátások „orrnehez” jellege a korábbi évekhez hasonlóan 2016 eddigi részében is folytatódott, így a forint állampapírok nettó kibocsátása a korábbi évekhez hasonlóan magas maradhat.

5. ábra

A bankok forint állampapírjainak átlagos lejáratig hátralévő futamideje



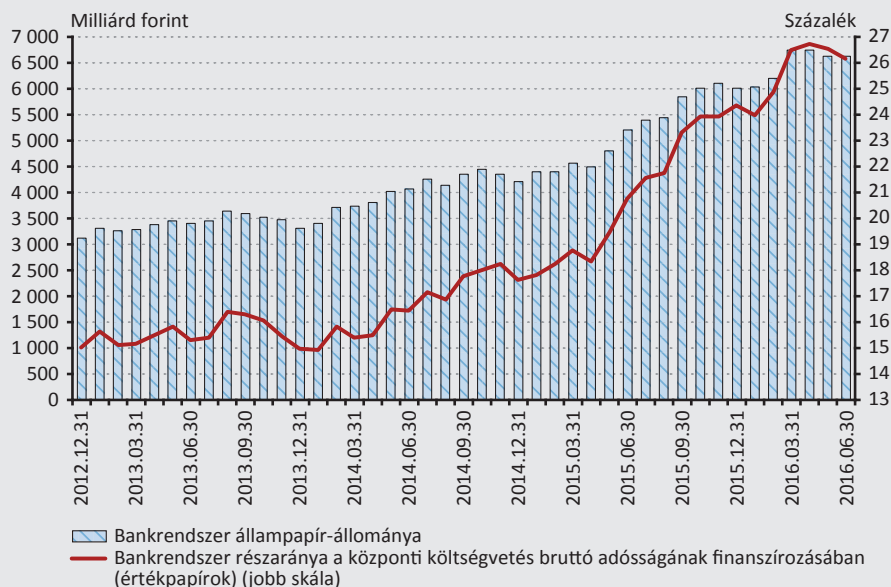
Forrás: MNB, E04 adatszolgáltatás, névértékes adatok

A belföldi bankrendszer állampapír-állományának növekedésével párhuzamosan nőtt a banki finanszírozás aránya az államadósságon belül. Az Önfinszírozási program és a jegybanki IRS tenderek stabilizáló hatásának következtében a banki állampapír-állomány jelentős mértékű emelkedése lehetővé tette, hogy a bankok államadósságon belüli részesedése a 2014. március végi 15 százalékról 26 százalék fölé ugorjon bő két év alatt (6. ábra, 2016. június végén az arány 26,17 százalék volt). A banki finanszírozás növekvő aránya révén az ország adósságszerkezete tovább javult, az államadósság belső forrásokból történő finanszírozása egyre erősödött, valamint csökkent a külső forrásokra való ráutaltság. Az államadósság belső forrásokból történő finanszírozása elsősorban a devizakibocsátások visszafogásával, a devizakötvény-, illetve devizahitel-lejáratok forintból történő kifizetése, illetve a forint állampapír-kibocsátások növelése (negatív nettó devizakibocsátás) révén valósult meg. Mindezt a hazai bankok állampapírpiacra tapasztalható többletkereslete tette lehetővé.

⁹ ÁKK havi monitoring jelentések: „A központi költségvetés finanszírozása és adósságának alakulása”, 2016. január–június

6. ábra

A bankrendszer állampapír-állománya a felügyeleti mérleg adatai alapján



Forrás: MNB, monetáris statisztika, ÁKK

A magyar bankok részesedése az államháztartás értékpapír-adósságából nem tekinthető kiemelkedőnek európai uniós összevetésben. A magyar adósságon belüli banki részesedés az európai uniós középmezőnyben helyezkedik el (7. ábra). A magyar bankoknál nagyobb részesedése van az adott ország értékpapír-kibocsátásokból adódó államadósságán belül a régióban a lengyel, a cseh, a román és a bolgár bankoknak is, illetve meghaladja a magyar arányt az eurozónán belül a máltai, az ír, a ciprusi és a portugál érték is.

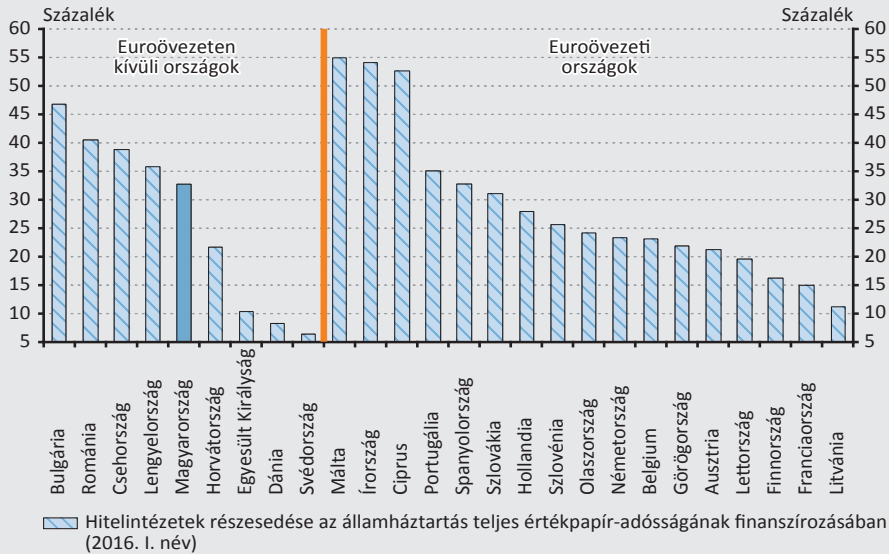
Az Önf finanszírozási program következtében az elfogadható jegybanki fedezetek¹⁰ szerkezete is átalakult. Az MNB-kötvények 2014. augusztusi betétesítése, az irányadó eszköz futamidejének meghosszabbítása és az egyéb jegybanki intézkedések jellemzően arra ösztönözték a bankokat, hogy a csökkenő jegybanki likviditás miatt fedezeti állományuk növelésével alkalmazkodjanak az új keretekhez. Összességében a bankok a sterilizációs állomány csökkenésére egyéb likvid eszközeik állományának emelésével reagáltak, ami elfogadható fedezeteik jelentős növekedését okozta (8. ábra).¹¹

¹⁰ Az elfogadható fedezetek állománya a partnerkörbe tartozó intézmények tulajdonában lévő, KELER Zrt.-nél értékpapírszámlán tartott értékpapírok állományát jelenti, amelyek megfelelnek A Jegybank forint- és devizapiaci műveleteinek üzleti feltételei c. dokumentumban foglalt feltételeknek, így az semmiképpen sem jelenti a partnerkör tulajdonában lévő teljes értékpapír-mennyiséget.

¹¹ Az Önf finanszírozási program banki likviditáskezelésre gyakorolt hatásáról részletesen lásd jelen kötet negyedik, Az Önf finanszírozási program hatása a hazai pénzügyi infrastruktúrára c. tanulmányát.

7. ábra

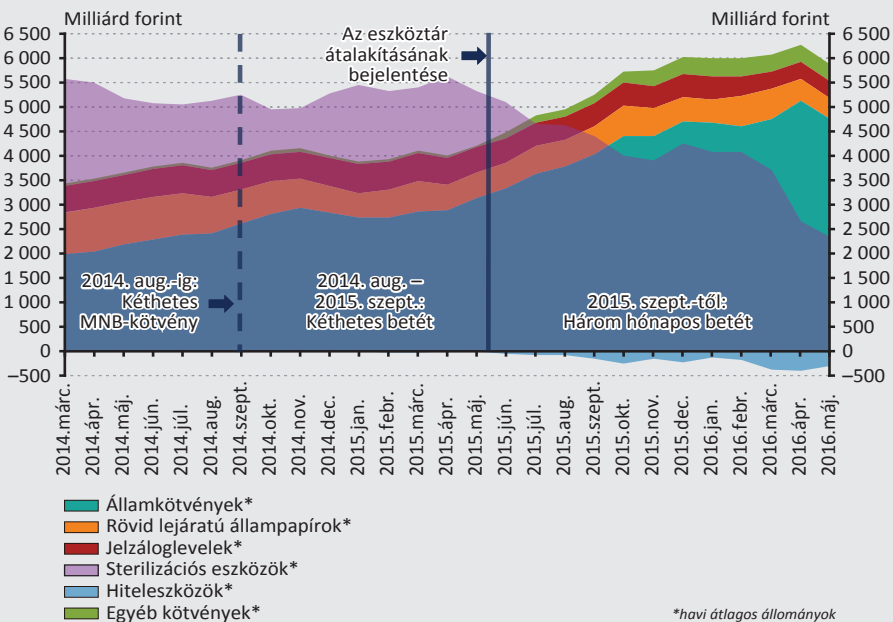
Hitelintézetek részesedése az államháztartás teljes értékpapír-adósságának finanszírozásában – nemzetközi összehasonlítás (EU26)



Forrás: EKB, Eurostat

8. ábra

Elfogadható fedezetek és jegybanksi eszközök a partnerkörbe tartozó intézményeknél



Forrás: MNB

Az Önfinszírozási program és a hitelezés alakulása

Az Önfinszírozási program hatásmechanizmusa szerint a jegybanki eszköztár átalakítása semleges a bankok magánszektorban nyújtott hitelezési tevékenységére. Az Önfinszírozási program célja, hogy a hitelintézeteket – a jegybanki hitelműveleteknél elfogadható – likvid értékpapírok vásárlására ösztönözze, azáltal, hogy a bankok többletlikviditását a releváns piacok felé csatornázza. Az Önfinszírozási program hatására így egyszerre csökkennek a bankok jegybanki betétei, illetve bővül a bankrendszer tulajdonában levő állampapír-állomány (9. ábra). Ebből következik, hogy az Önfinszírozási program nem befolyásolja a bankok konszolidált állami szektorral (államháztartás és jegybank) szembeni követeléseinek nagyságát, csak a struktúráját változtatja meg. Ez azt eredményezi, hogy az Önfinszírozási program nem hat a bankok hitelezési tevékenységére, hiszen a likviditás átrendezése nem hat a hitelkínálatra.

Az Önfinszírozási program – a fenti hatásmechanizmusnak megfelelően – az utóbbi két évben átrendezte a bankrendszer likvideszköz-állományát, de annak nagyságát érdemben nem befolyásolta. Az Önfinszírozási program keretében több alkalommal módosított jegybanki eszközök hatására tovább bővült a likvid eszközök iránti kereslet a bankrendszerben, miközben a bankok likviditási tartalékai folyamatosan megfeleltek a szabályozói elvárásoknak.

1. A bankrendszer likvideszköz-állománya az Önfinszírozási program első szakaszában, azaz 2014. áprilistól 2014. augusztus végéig 1500 milliárd forinttal emelkedett. A kéthetes futamidejű MNB-kötvény 2014. augusztus eleji kivezetése következtében a jegybank forrásoldali szerkezete átalakult, ami részben abban nyilvánult meg, hogy a bankrendszer több mint 900 milliárd forinttal növelte kéthetes betétben elhelyezett állományát. A kötvényből kiszoruló külföldi befektetők, illetve a belföldi nem banki pénzügyi közvetítők likviditása is a banki mérlegekbe került. Emellett a kéthetes kötvény kivezetésének banki portfólióra gyakorolt hatását ellensúlyozta a bankok növekvő állampapír-vásárlása is.

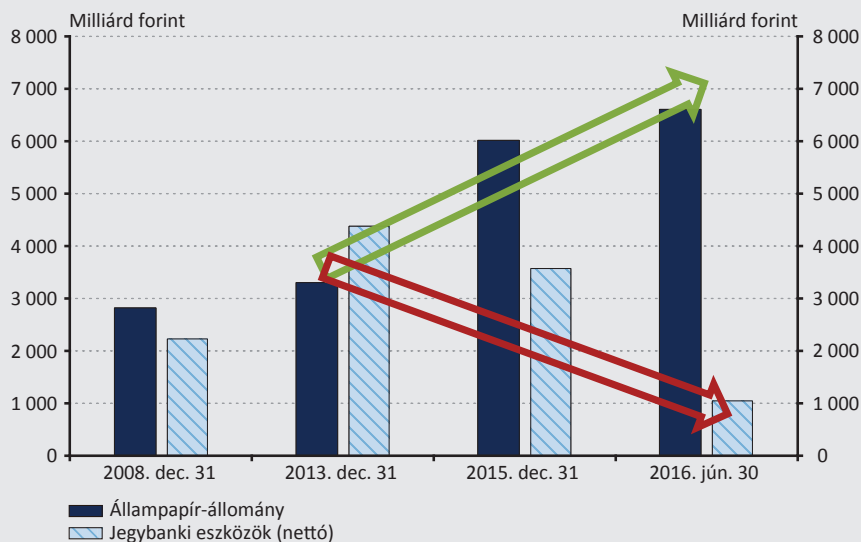
2. A három hónapos betét 2015. szeptemberi bevezetésének likviditásmérséklő hatását a bankok állampapír-vásárlással ellensúlyozták. Mivel a három hónapos jegybanki betéttel szemben az állampapírok likviditáskezelési és szabályozói szempontból (LCR-mutató) is sokkal vonzóbbak, a bankrendszer egy naposnál hosszabb lejáratú jegybanki betéteinek állománya összességében több mint 2300 milliárd forinttal csökkent az időszakban (amiben szerepet játszottak a hitelintézetek portfóliódöntésén felül a devizatartalék állományát csökkentő tényezők is). Ugyanezen időszak alatt a bankrendszer több mint 800 milliárd forint értékben vásárolt állampapírokat.

3. A kéthetes betét 2016. áprilisi kivezetése ugyancsak a jegybanki céloknak megfelelő banki alkalmazkodás mellett ment végbe. A három hónapos jegybanki betét bevezetésekor a kéthetes betét esetében mennyiségi korlátozás lépett érvénybe, a bankok csak aukció útján helyezhették el likviditásukat ebben az eszközben. A mennyiségi korlátozás lehetővé tette a kéthetes betétállomány fokozatos leépítését, így a kivezetés zökkenőmentesen zajlott le. A likviditási szabályok (LCR) teljesítését a kéthetes betét kivezetése nem érintette, a banki megfelelés folyamatosan biztosított volt.

Az Önfinszírozási program meghirdetésétől kezdődően megfigyelhető volt, hogy a bankrendszer állampapír-állományának emelkedése a sterilizációs állomány csökkenésével párhuzamosan ment végbe (9. ábra). A bankok mérlegében szereplő, 2014 márciusában még 3735 milliárd forintot kitevő állampapír-állomány 2016. június végére meghaladta a 6600 milliárd forintot, miközben a jegybanki eszközök állománya közel a negyedére csökkent. Az eszköztár átalakításának likviditásmérséklő hatását tehát az állampapír-állomány bővülése kompenzálta.

9. ábra

A jegybanki nettó követelések és az állampapír-állomány változása



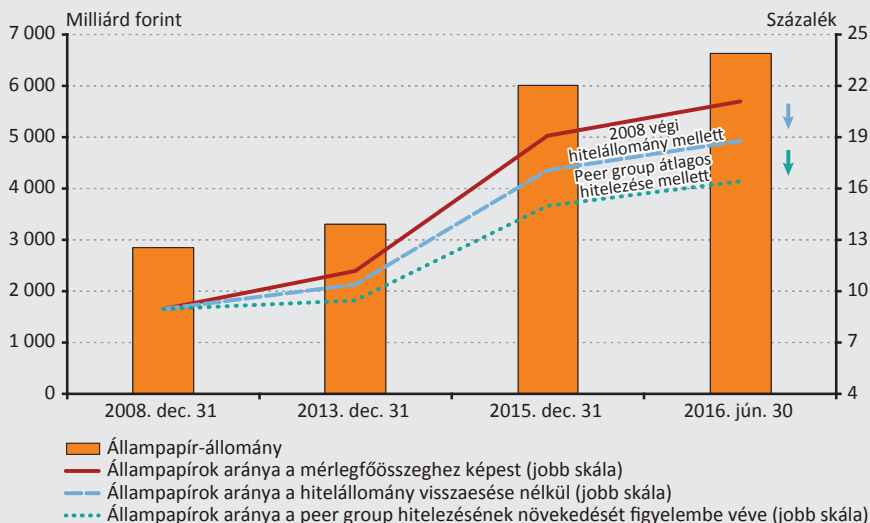
Forrás: MNB

A mérlegfőösszeghez viszonyított magas banki állampapírarány jelentős mértékben arra vezethető vissza, hogy a hitelintézetek visszafogott hitelezési aktivitása következtében szűkült a bankrendszer mérlegfőösszege. A 2016 közepén

jellemző közel 21 százalékos értékből mintegy 2 százalékpontot magyaráz, hogy a bankok a gazdasági válságot követően visszafogták hitelezésüket és leépítették hitelállományukat, amennyiben pedig feltételezzük, hogy a magyar banki hitelezés dinamikája az utóbbi hét évben elérte volna a régiós országok¹² átlagát, akkor az arány még 2,5 százalékponttal lenne kisebb (10. ábra).

10. ábra

A hazai bankrendszer állampapír-állománya a mérlegfőösszeg arányában



Forrás: MNB

A fentiekből következően amennyiben a banki hitelezés a következő években növekedni kezd, akkor az állampapírarány anélkül is csökkenni fog, hogy a banki tulajdonban levő állampapírok állománya csökkenne. Az MNB Növekedési Hítelprogramjának meghirdetése óta a kv-szegmens hitelállománya jelentősen növekedett, míg az MNB a Növekedéstámogató Programja keretében meghirdetett hitelezési IRS (HIRS) 780 milliárd forintos igénybevétele alapján a következő 1-3 évben nettó csaknem 200 milliárd forint lehet a kv-hitelállomány növekedése, azaz ennyivel bővíülhet a bankok mérlegfőösszege.

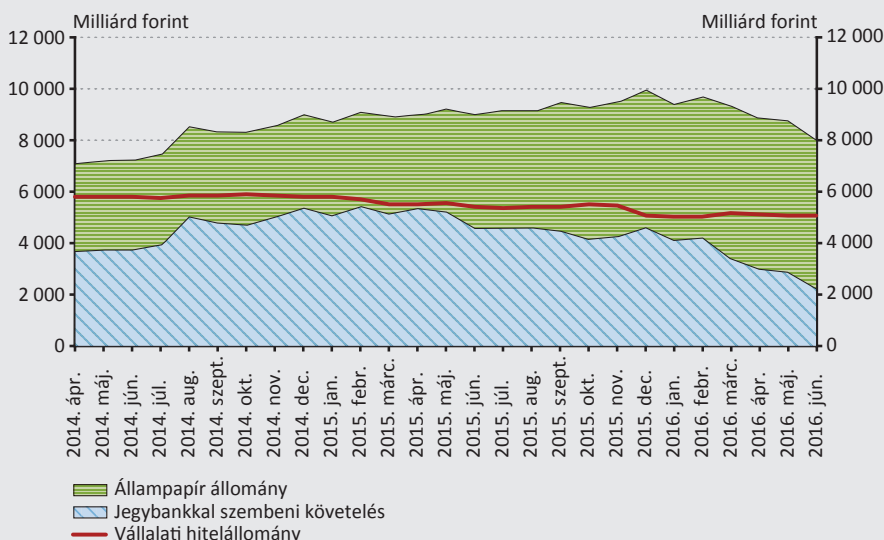
A hitelezés egyik feltétele a megfelelő likviditás rendelkezésre állása, ami az Önfinszírozási programhoz kötődő átalakításokat követően is biztosított. A hitelezés a megfelelő keresleten és tőkén felül likviditást igényel a bankok részéről. A jegybanki eszközökben tartott banki likviditás ugyan csökkent az

¹² A peer group esetében Lengyelország, Bulgária, Csehország, Szlovákia és Románia hitelezési dinamikáját vettük figyelembe.

Önfinszírozási program hatására, de a fedezeti értékpapírok (kiemelten az állampapírok) vásárlása ellensúlyozta ezt. Mindez azt jelenti, hogy a bankok most is képesek a megalapozott hiteligények finanszírozására, ebben az Önfinszírozási program nem hozott változást, vagyis a likviditási szempontból kiemelten kedvező állampapírok vásárlása nem akadályozza a bankokat a reálgazdaság finanszírozásában.¹³ Az utóbbi két évben ennek megfelelően nem is volt hatása a vállalati hitelállomány alakulására sem a sterilizációs állomány csökkenésének, sem pedig a banki állampapír-portfólió növekedésének (11. ábra).

11. ábra

A bankrendszer jegybankkal és kormányzattal szembeni kitettsége, valamint vállalati hitelállománya



Forrás: MNB

A vállalati hitelezés utóbbi évben tapasztalt visszaesését elsősorban a nagyvállalati hitelezés, azon belül pedig nagyobb egyedi tételek hatása okozta, a hitelezési dinamikára az Önfinszírozási program lépéseinek nem volt hatása. Amint a fentiekben bemutatásra került, nincs olyan releváns és igazolható hatásmechanizmus, amely szerint az Önfinszírozási program a hitelezés csökkenését okozhatná, sőt a külső sérülékenység csökkenésén keresztül, áttételesen a program a hitelezési dinamika emelkedésének irányába hathat. Ezt megerősítve a tényadatok alapján is egyértelműen kijelenthető, hogy nem az

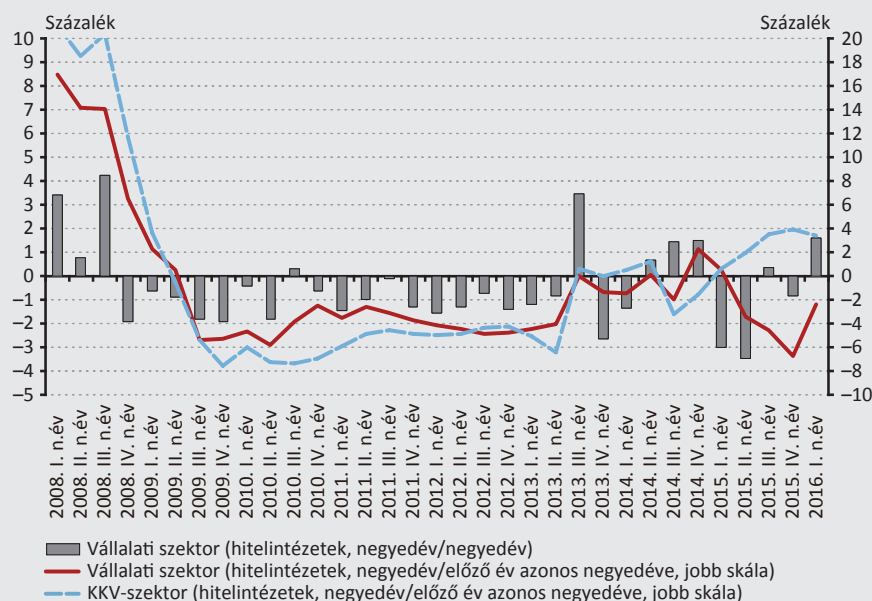
¹³ Azt is indokolt figyelembe venni, hogy a 2008-as pénzügyi krízist megelőzően a hitelezés növekedése annak ellenére volt dinamikus, hogy a bankrendszer többletlikviditása a jelenlegi szintnél jóval kisebb volt.

Önfinanszírozási program, hanem az egyedi nagyvállalati tételek hatása okozta a vállalati hitelezés visszaesését.

1. Az utóbbi évben a vállalati hitelállomány elsősorban a nagyvállalati hitelállományt érintő egyszeri tranzakciók következtében esett vissza. A meglévő hitelállomány csökkenése mind a rövid, mind pedig a hosszú lejáratú hiteleknel jelentkezett, de többségében néhány nagy volumenű, egyszeri nagyvállalati tranzakcióhoz kapcsolódott. 2016 első negyedévében pedig a vállalati hitelállomány újra növekedésnek indult.
2. A nagyvállalati szegmenssel ellentétben, a kis- és közepes vállalkozások hitelállománya az elmúlt két évben bővülést mutatott. Míg a teljes vállalati hitelállományban 2,4 százalékos éves csökkenés volt kimutatható 2015 és 2016 első negyedéve között, a kkv-hitelállomány közel 1,6 százalékkal emelkedett, miközben az Önfinanszírozási program ezen időszakra eső második szakasza hozta a legjelentősebb banki állampapír-vásárlást.¹⁴

12. ábra

A teljes vállalati szektornak és a kkv-szektornak nyújtott hitelállomány bővülése



Forrás: MNB

¹⁴ Fontos kiemelni, hogy az MNB NHP programja a bankok számára biztosított speciális refinanszírozási lehetőség révén jelentős szerepet játszott a kkv-hitelállomány bővülésében, de a bankok folyamatosan a mérlegükben tartják ezeket a kkv-hiteleket és viselik az ehhez kapcsolódó hitelkockázatot.

2.2. Az állam nettó devizafinanszírozása

A bankok megemelkedett állampapír-kereslete révén a magyar állam 2014-ben nettó 2,5 milliárd euro, 2015-ben 3,8 milliárd euro, 2016 első felében pedig további 3 milliárd euro devizaadósságot fizetett vissza forintból. Az önfinszírozási koncepcióhoz kapcsolódó magasabb forint állampapír-kínálatra – az erős lakossági kereslet mellett – nagyrészt a növekvő banki kereslet adott lehetőséget, melyet 2014 tavaszától kezdve az MNB Önfinszírozási programjainak különböző fázisai támogattak. Az ÁKK nettó devizakibocsátása (azaz a deviza forrásbevonás és törlesztések különbsége) 2014-ben –766 milliárd, 2015-ben pedig –1185 milliárd forintot tett ki (13. ábra). Ez éles váltást jelent a korábbi évekhez képest, az Önfinszírozási program bejelentése előtti években ugyanis az állam nettó devizakibocsátása nulla körüli, illetve pozitív volt.¹⁵ 2014-ben a nettó devizakibocsátás annak ellenére vált érdemben negatívvá, hogy 2014 márciusában még sor került mintegy 2,2 milliárd euro értékben szuverén dollárkötvény kibocsátásra, ami az éves szintű nettó kibocsátást növelte. 2015-ben a nettó devizakibocsátás mértéke tovább csökkent, az állam a lejáró adósság nagyobb részét törlesztette forintforrásokból. 2015 folyamán a növekvő banki kereslet mellett már a lakosság jelentősen emelkedő állampapír-kereslete is érdemben hozzájárult a devizalejáratok túlnyomó részének forintban való megújításához. 2016 első félévében az állam belső forrásokból történő finanszírozása tovább folytatódott, a nettó devizakibocsátás mértéke mintegy –950 milliárd forintot tett ki, melyhez legnagyobb részben az IMF/EU nemzetközi hitelcsomag utolsó részletének törlesztése járult hozzá.

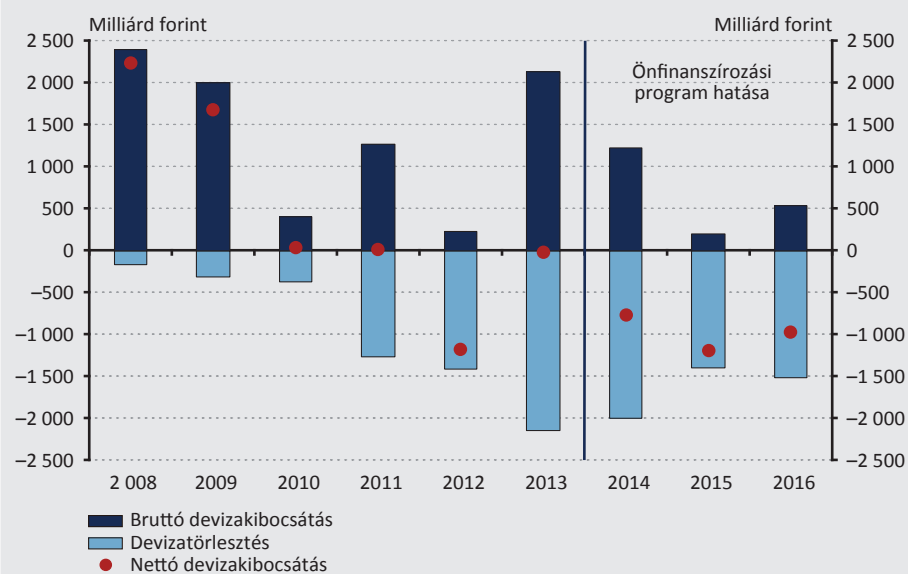
A megemelt forintkibocsátásoknak köszönhetően az állam a lejáró devizaadósságon felül a később lejáró devizaadósság egy részét is előtörlesztette. Az Önfinszírozási program által generált magasabb forintkereslet nemcsak azt segítette elő, hogy az ÁKK nemzetközi devizakötvény kibocsátása nélkül finanszírozza a devizában denominált kötvények és hitelek lejáratát, hanem későbbi években lejáró devizaadósság előtörlesztésekre is sor kerülhetett. 2014-ben a lejáró devizaadósságon felül még mintegy 0,8 milliárd euro értékben törlesztett elő az állam devizaadósságot, 2015-ben pedig az ÁKK az eredetileg lejáró devizaadósságnál közel 2,1 milliárd forinttal nagyobb mértékben fizetett vissza devizaadósságot. Ez utóbbi összeg magában foglalja az MNB által az Önfinszírozási programhoz kapcsolódóan a másodpiacon vásárolt magyar devizakötvényeket is, melyeket az ÁKK az év végén visszavásárolt az MNB-től, összesen mintegy 1 milliárd euro értékben.

Az Önfinszírozási program sikerét mutatja, hogy a program 2014. áprilisi bejelentése óta csak minimális mértékben került sor nemzetközi

¹⁵ Ez alól csak a 2013-as év jelentett kivételt, amikor az eurozóna periféria országainak válsága miatt devizakötvény kibocsátására csak kedvezőtlen feltételek mellett kerülhetett volna sor. Az ÁKK éves jelentése (ÁKK, 2013) a nemzetközi devizakötvény-kibocsátás elmaradását az IMF/EU-tárgyalások elhúzóódásával is magyarázta.

devizakötvény-kibocsátásra az állam részéről. Az ÁKK utoljára 2014 márciusában bocsátott ki jelentősebb összegben a nemzetközi piacokon, azóta csak 2016. áprilisban hajtott végre renminbi devizakötvény-kibocsátást, mintegy 140 millió euro értékben. A devizalejáratok megújítására tehát szinte kizárólag forint állampapírok, illetve lakossági devizakötvények kibocsátása jelentette a fedezetet. Az ÁKK tavaly év végén publikált, 2016-ra vonatkozó finanszírozási tervei szerint az idei év egészében mintegy –1000 milliárd forint lehet a nettó devizakibocsátás, azaz az önfinanszírozás idén is folytatódik (ÁKK, 2015). A tervezett nemzetközi kibocsátások elmaradása esetén a 2016-os év második felében is negatív lehet a nettó devizaforrás bevonás.

13. ábra
Az állam devizakibocsátásai és -törlesztései



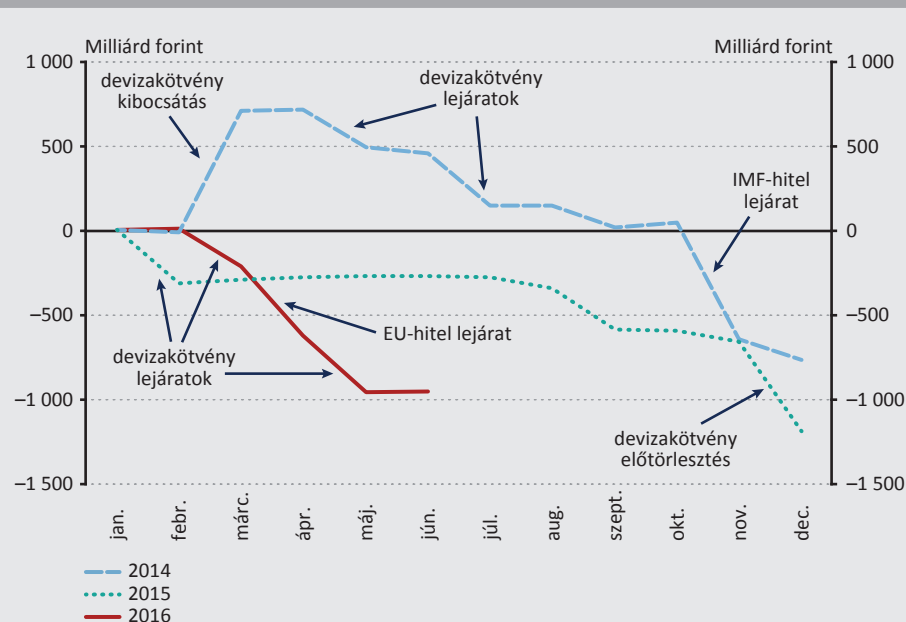
Forrás: ÁKK, 2016-ra vonatkozóan az ÁKK 2015. decemberi finanszírozási terve

Az állam devizatörlesztései és az annak fedezetéül szolgáló forint állampapír-kibocsátások időben elválnak egymástól. Az ÁKK nem feltétlenül ugyanabban az időszakban vonja be a lejáró devizaadósság törlesztéséhez szükséges forintforrást, mint amikor a devizaadósság törlesztése megtörténik. A forintkibocsátásokra jellemzően már a nagyobb lejáratok előtt felkészül az ÁKK. A magasabb forintkibocsátás a Kincstári Egységes Számla (KESZ) növekvő egyenlegében és a csökkenő sterilizációs állományban csapódik le. Amikor elérkezik a devizatörlesztés időpontja, az ÁKK az MNB-nél konvertál forintot devizára, és abból hajtja végre a törlesztést, ami a devizatartalékok és a KESZ szintjét is csökkenti, ezáltal szűkíti az MNB mérlegét.

Az állam nettó devizafinanszírozásának éven belüli alakulásában tetten érhető az Önf finanszírozási program egyes szakaszainak hatása. Az éves aggregálású adatoknál részletesebben mutatja a devizafinanszírozási folyamatokat a devizaadósság éven belüli lefutása. 2014-ben bár az év egészében a nettó devizafinanszírozás negatív volt, az év eleji dollárkötvény-kibocsátásoknak köszönhetően még nettó devizaforrás-bevonó volt az állam (14. ábra). A tavaszi kibocsátás biztosította a forrást az év közepi devizalejáratokhoz, a nettó devizafinanszírozás így csak ősztől vált negatívvá. Az Önf finanszírozási programnak a devizafinanszírozás tekintetében 2014-ben azért is volt kitüntetett jelentősége, mert az év során megemelt forint-kibocsátásból lehetett törleszteni az év végi lejáratokat. 2015-ben a nettó devizaforrás-bevonás az év során végig negatív volt, és különösen ősztől gyorsult fel, amikor elkezdődött az Önf finanszírozási program 2. szakaszának keretén belül az irányadó eszköz átalakítása, a kéthetes betét korlátozása. 2016 I. félévében pedig a tavaszi lejáratoknak köszönhetően a nettó devizakibocsátás még meredekebben csökkent, mint a korábbi években, részben a devizaadósság lejárat szerkezetének köszönhetően. Az Önf finanszírozási program 2016 januárjában bejelentett 3. szakasza is támogatta, hogy érdemi devizakötvény-kibocsátás nélkül tudja finanszírozni az állam az első félévi devizalejáratokat.

14. ábra

Az állam éven belüli nettó, kumulált devizaforrás-bevonása



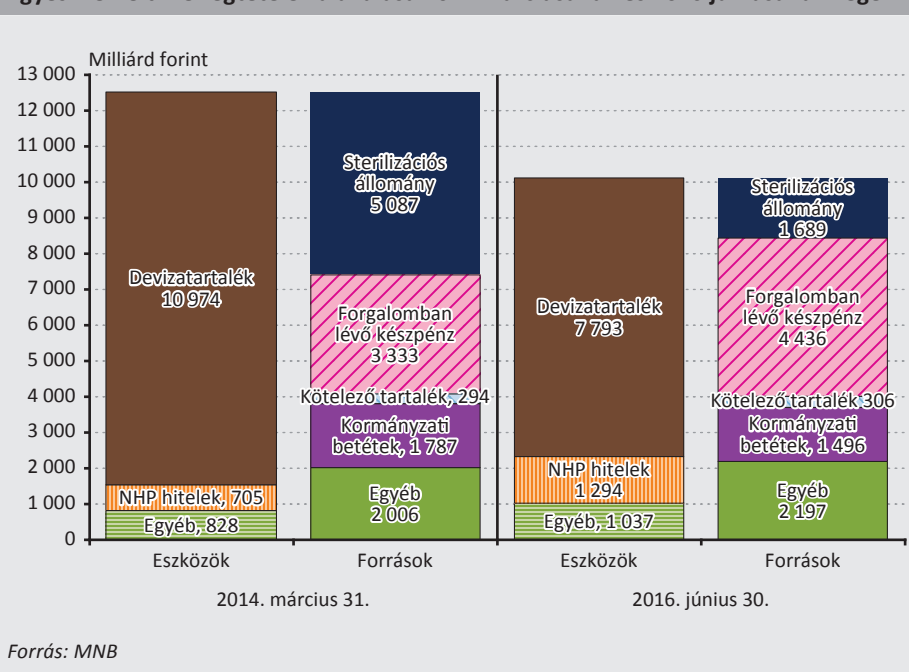
Forrás: ÁKK

2.3. A jegybankmérleg szűkülése

Az Önfinszírozási program az elmúlt közel két évben érdemben hozzájárult a jegybankmérleg szűküléséhez. A jegybank mérlegére számos tényező hat (kiemelten az európai uniós transzferek beáramlása, a devizaadósság törlesztése, az állam devizakiadásai, deviza kamatkiadások, a jegybank Növekedési Hitelprogramja), amelyek hatásától nem lehet elválasztani az Önfinszírozási program hatását. Az Önfinszírozási program hatásmechanizmusa ezzel együtt csökkenti az MNB mérlegének forrásoldalán a sterilizációs állományt, illetve az eszközoldalán a devizatartalékokat, azaz definíció szerint szűkíti a jegybank mérlegét. Az Önfinszírozási program hozzájárult ahhoz, hogy a jegybank mérlege a 2014. március végi 12 507 milliárd forintos értékéről 2016. június végére 10 124 milliárd forintra zsugorodott (15. ábra).

15. ábra

Egyes kiemelt mérlegtételek alakulása 2014 márciusának és 2016 júniusának végén



A lejáró devizaadósság forintból történő refinanszírozása révén ceteris paribus mintegy 2900 milliárd forinttal szűkült a jegybank mérlege, ami ennyivel kisebb kamatozó jegybanki forrást jelent. Az Önfinszírozási program által kiváltott mérlegszűkülés az ÁKK nettó devizakibocsátásával ragadható meg. A magyar állam 2014-től 2016. június végéig – az Önfinszírozási programnak köszönhetően – összesen 9,4 milliárd euro devizaadósságot fizetett vissza forintból, azaz a negatív nettó

devizakibocsátásból adódóan *ceteris paribus* az MNB mérlegfőösszege mintegy 2900 milliárd forinttal csökkent. Mivel a devizatartalékok mérséklődése a forrásoldalon az alapkamaton kamatozó sterilizációs állomány csökkenésével is együtt járt, így csökkent az MNB bankok felé teljesített kamatkiadása is.

Az Önf finanszírozási program és az MNB devizatartalékainak alakulása

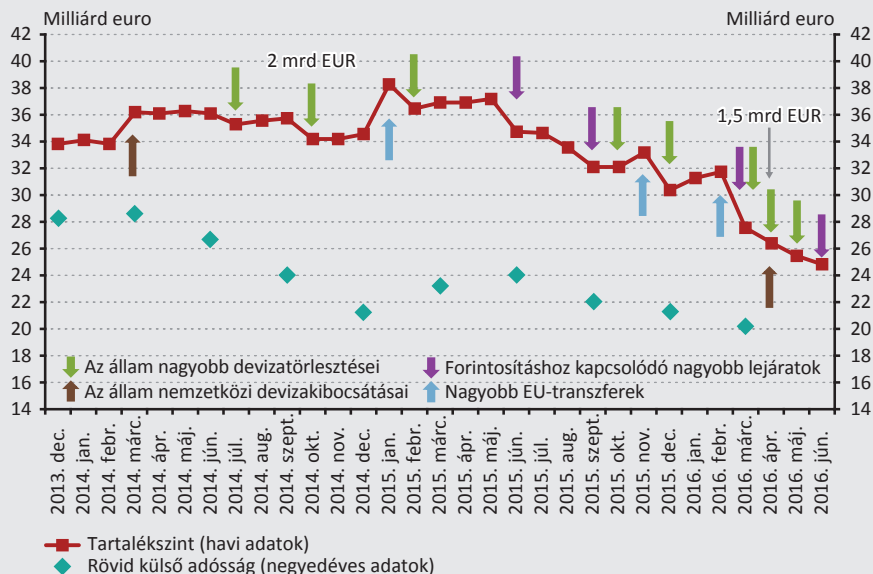
A devizatartalék-megfelelés folyamatos és előretekinthető biztosítása mellett az Önf finanszírozási program érdemi szerepet töltött be a devizatartalékok utóbbi két évben lebonyolított célzott felhasználásában. Az Önf finanszírozási programnak köszönhetően az állam devizaadóssága mérséklődött, ami együtt járt a devizatartalék csökkenésével. Az MNB devizatartalékai 2014. március végétől 2016. június végéig hozzávetőlegesen 11,4 milliárd euróval, 24,8 milliárd euróra mérséklődtek, a tartalékok célzott felhasználása mindenekelőtt a lakossági devizahitelek forintosításához és az Önf finanszírozási programhoz kötődött (16. ábra). Az Önf finanszírozási program bejelentését megelőzően a devizatartalékok mértéke 2014. március végén – az ÁKK 2,2 milliárd dollár értékű nemzetközi kötvénykibocsátását követően – 36,2 milliárd eurót tett ki. A tartalékok csökkenését 2014-ben főként a 2014 őszi, 2 milliárd euro értékű EU-hitel visszafizetése okozta, ezen felül a devizatartalékokra ható többi tényező nagyrészt kioltotta egymást. Az MNB devizatartalékai a 2014. december végi 34,6 milliárd eurós szintről 2015 év végéig mintegy 4,3 milliárd euróval, 2016. június végéig pedig további 5,5 milliárd euróval mérséklődtek, ami nagyrészt az MNB programjaihoz kötődött. A lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó devizaügyletek jelentős mértékű tartalékcsoökkentő hatása mellett – amely 2015-ben és 2016. június végéig egyaránt 3,8 milliárd euró tett ki –, az ÁKK 2015-ben bruttó mintegy 4,6 milliárd euro, 2016 első félévében pedig mintegy 3,2 milliárd euro értékű devizaadósságot törlesztett¹⁶ anélkül, hogy érdemi nemzetközi kötvénykibocsátásra került volna sor.¹⁷ A 2016-ban történt törlesztések közel felét tette ki a magyar állam EU-tól felvett hitelének utolsó, 1,5 milliárd eurós részletének április eleji lejáratát. A tartalékok növekedésének irányába hatott az európai uniós források beáramlása (2015-ben 4,4 milliárd euro, 2016 első hat hónapjában 1,4 milliárd euro), valamint több egyéb tényező – kiemelten a bankok számára nyújtott egyhetes euro likviditásnyújtó swapügylet év eleji lejáratát, valamint az NHP III. pilléréhez kötődő CIRS-lejáratok és -lezárások –, amelyek azonban csak részben ellensúlyozták a devizatartalékok MNB-programokhoz kötődő mérséklődését.

¹⁶ Az adatok csak a lejáratokat és törlesztéseket tartalmazzák, a kibocsátásokat nem.

¹⁷ A magyar állam 2016 áprilisában a régiós országok közül elsőként bocsátott ki renminbi-kötvényt a kínai offshore kötvénypiacon. Az ÁKK idei finanszírozási tervében is jelzett kibocsátás jelképes nagyságrendű, mindössze 140 millió euro.

16. ábra

Az MNB devizatartalékainak alakulása



Forrás: MNB

A devizatartalékok az Önfinszírozási program első két évét követően is érdemben meghaladták a befektetők és a jegybank által is kiemelten követett tartalékmegfelelési mutató, a rövid külső adósság szabály (Guidotti-mutató) által meghatározott szintet. A Guidotti-szabály alapján a devizatartaléknak el kell érnie legalább az ország éven belüli, rövid külső adósságának szintjét, ami a legutolsó publikált adatok szerint 2016. március végén 20,2 milliárd eurót tett ki¹⁸. A mutató feletti mozgástér – a 2016. márciusi 27,6 milliárd eurós tartalékszintet figyelembe véve – 7,4 milliárd euro volt. A rövid külső adósság jelentősen csökkent a vizsgált időszakban, a 2014. március végi 28,6 milliárd euróról 2016. március végére 21,2 milliárd euróra mérséklődött. 2014-ben a rövid külső adósság csökkenésében nagy szerepet játszott, hogy a visszafizetett EU-hitel rövid futamidejű volt, illetve fontos szerepe volt annak is, hogy a betétesítéshez kapcsolódóan a külföldiek MNB-kötvény állománya nullára csökkent. 2015-ben az államháztartás rövid külső adóssága – elsősorban az EU-hitel utolsó részletének berövidülő adóssággá válása miatt – közel 1 milliárd euróval emelkedett, amelyet a bankrendszer és a vállalati szektor rövid külső

¹⁸ A jegybank negyedévente a Fizetési mérleg jelentés keretében publikálja a tartalékmegfelelésre vonatkozó információkat. Jelen tanulmány zárásakor a legutolsó elérhető adatsor 2016 első negyedévére vonatkozott.

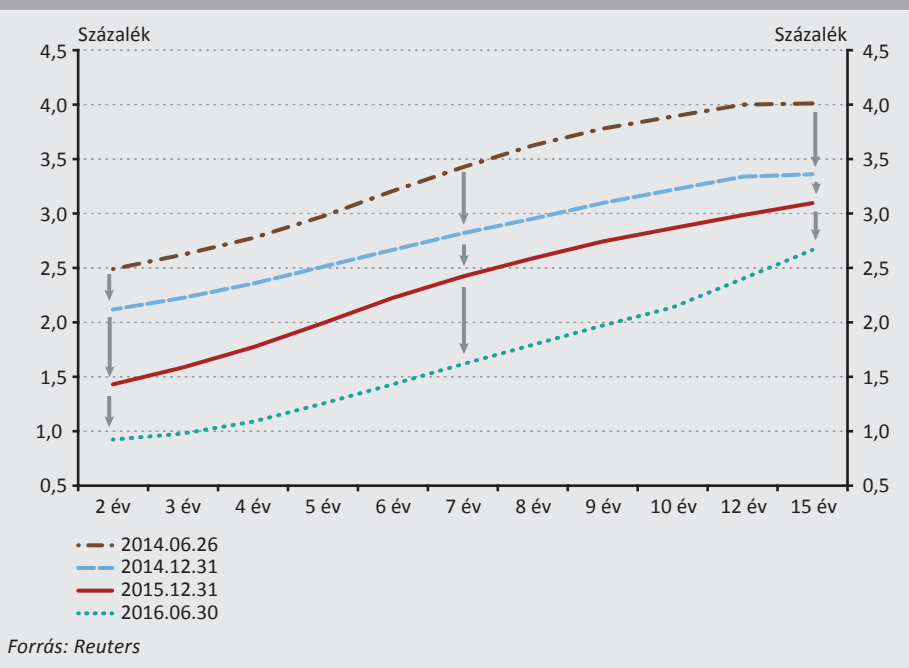
adósságának csökkenése ellensúlyozott, így év végén a rövid külső adósság szintje a 2014. decemberi szint közelében alakult. 2016. első negyedében az államháztartás és a bankrendszer mérsékelte az ország rövid külső adósságát. Tartalékmegfelelés szempontjából elmondható, hogy az MNB programjaihoz kötődő tartalékcsokkenés, illetve a rövid külső adósság mérséklését célzó törekvések előre tervezett folyamatok eredménye, így a devizatartalék mérséklődése nem veszélyezteti a tartalékmegfelelést (Csávás, 2016).

Az Önf finanszírozási program révén nőtt az MNB mérlegen kívüli IRS-állománya, de ezt egyrésztől túlkompenzálta a mérlegszűkülés, másrészt pedig az utóbbi évek hozamcsökkenései az IRS-állomány pozitív átértékelődését eredményezték.

Az Önf finanszírozási program ikonikus terelő eszköze volt a jegybanki kamatcsere-eszköz, amely érdemben elősegítette, hogy a bankok likvid értékpapír (állampapír) vásárlásával alkalmazkodjanak a jegybanki eszköztár reformjához. A banki állampapír-állomány növekedésével a bankok IRS-állománya is nőtt, aminek következtében a jegybank mérlegen kívüli tételei között az IRS-eszköz 2016. júliusi kivezetésekor 1731 milliárd forintos IRS-állomány állt fenn. Ez az állomány ugyanakkor egyrésztől érdemben kisebb, mint az Önf finanszírozási program révén megvalósult jegybanki mérlegszűkülés (2900 milliárd forint), azaz a kamatkiadások tekintetében pozitív az egyenleg, másrésztől pedig az utóbbi évek hozamalakulása (17. ábra) a jegybanki IRS-portfólió pozitív átértékelődését eredményezte. A jegybanki kamatcsere-tenderek elindulását követően az MNB 2014 júliusában egy alkalommal, ezen kívül pedig a 2015 márciusában, illetve a 2016 márciusában induló újabb kamatcsökkentési ciklusok keretében összesen 8 alkalommal csökkentette a jegybanki alapkamatot, ami így 2,3 százalékról 0,9 százalékra esett. Az alacsonyabb kamatkörnyezet révén az MNB a kamatcsökkentéseket megelőzően kötött IRS-ügyleteken – az eszköz feltételes jellegéből fakadó, piactól eltérő árazás ellenére is – pozitív átértékelődési hatást realizálhat. Ez a kamatcsere-ügyletek esetében úgy jelenik meg, hogy az ügyletben részt vevő hitelintézet az ügylet megkötésekor megállapított magasabb fix kamatot fizeti a jegybanknak, az MNB ugyanakkor a kezdetben meghatározott kamatnál alacsonyabb változó kamatot fizet a hitelintézetnek.

17. ábra

Az IRS-hozamok alakulása 2014 júniusa és 2016 júniusa között



2.4. Az Önfinszírozási program hatása a külső és a devizaadósságra

Makrogazdasági szinten az Önfinszírozási program az állami devizaadósság csökkenését és a belföldi szektorok adósságfinanszírozásban betöltött szerepének erősítését segíti elő. Feltételezve, hogy az állam nem lakosság felé fennálló devizaadósságának döntő része külföldi befektetők kezében van, a devizaadósság csökkentése az állam bruttó külső adósságának mérséklődését is jelenti egyben.

2.4.1. Az Önfinszírozási program hatása az államadósság devizaarányára

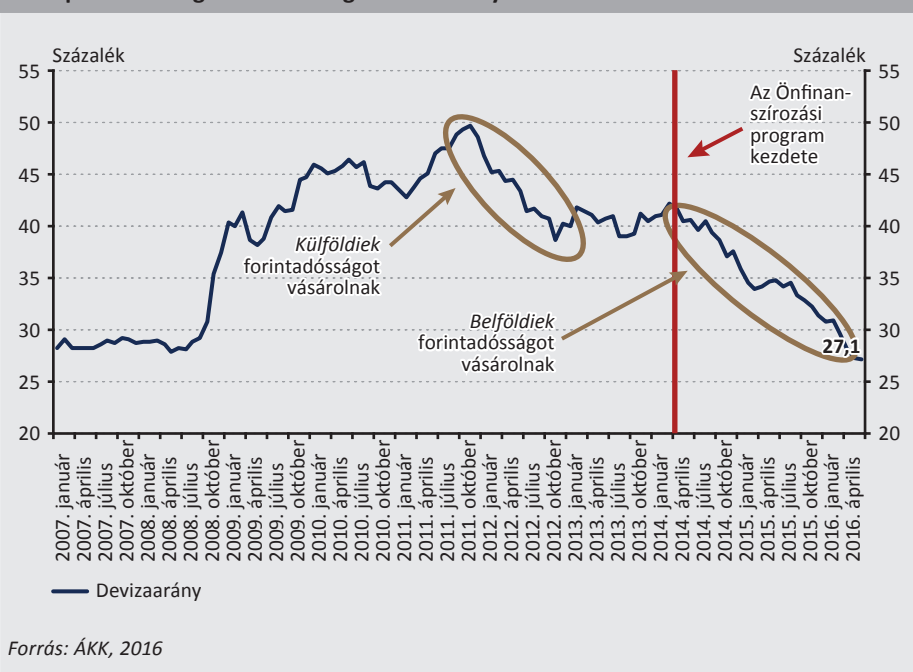
Az önfinszírozási koncepció definíció szerint csökkenti az államadósság devizaarányát, hiszen a lejáró devizaadósságot forintadóssággal refinanszírozza. Az államadósság belső forrásokból történő finanszírozása elsősorban a devizakibocsátások visszafogásával, a devizakötvény-, illetve devizahitel-lejáratok forintból történő kifizetése, illetve a forint állampapír-kibocsátások növelése (negatív nettó devizakibocsátás) révén valósult meg. Mindezt a hazai bankok állampapírpiacon tapasztalható többlettereslete tette lehetővé.

Az Önfinszírozási program külső sérülékenység csökkentő hatása az állam adósság szerkezetének megváltozásában közvetlenül tetten érhető. A 2008-as válságot követően – a nemzetközi intézményektől felvett hitelek következtében – felhalmozódó külső adósságállomány 2012 folyamán az IMF–EU-hitel törlesztéseinek

köszönhetően már mérséklődni kezdett, az állam külső finanszírozásában ezzel párhuzamosan ugyanakkor emelkedett a külföldi forintfinanszírozás szerepe, valamint 2013-tól újra sor került devizakötvény-kibocsátásra is. Az Önfinszírozási program hatására 2014 közepétől kezdődően a magyar államnak a nemzetközi hitelek törlesztéséhez, valamint a devizakötvény-lejáratok refinanszírozásához nem volt szüksége nettó értelemben devizaforrás bevonásra,¹⁹ hiszen a forintforrások képesek voltak az államháztartás finanszírozásának biztosítására.

Az önfinszírozási koncepció megvalósulásával 2016. június végére 27 százalékra²⁰ csökkent a devizaadósságnak a központi költségvetés adósságához mért aránya. Az Önfinszírozási program keretében a külföldiek devizaadóssága csökkent, a belföldi szektorok (elsősorban a hazai bankok, illetve a háztartások) forintadóssága azonban emelkedett, ennek megfelelően mérséklődött az ország külső sérülékenysége. Az államadósságon belüli devizaarány a 2014. márciusi 42 százalékról 2016 márciusában 30 százalék alá esett vissza, majd júniusban 27,1 százalékra csökkent,

18. ábra

A központi költségvetés adóssága devizaarányának alakulása²¹

¹⁹ Lakossági deviza-állampapír (PEMÁK) kibocsátásra ugyan 2014-ben és 2015-ben is sor került, a nettó devizafinanszírozás ezt figyelembe véve is negatív volt.

²⁰ A központi költségvetés forintadósságának aránya a teljes adósság összegéhez képest, a mark-to-market betétek nélkül.

²¹ Az ÁKK honlapján közzét, a központi költségvetés adósságára vonatkozó adatsora alapján.

ami az ÁKK által meghatározott 25-35 százalék közötti célsáv alsó felében található, és azonos szinten van a 2008-as, válság előtti értékekkel (18. ábra). A 2016-os nagy összegű, 1520 milliárd forint körüli devizalejáratok nagy részét forintforrásból fizeti vissza a magyar állam, aminek következtében az államadósság devizaaránya tovább mérséklődhet, visszatérve a válságot megelőző évekre jellemző arányokhoz.

2.4.2. Az Önfinanszírozási program hatása a bruttó külső adósságra

Az Önfinanszírozási program alatt az állam külső adósságának csökkenése felgyorsult és folytatódni tudott a nemzetgazdaság bruttó külső adósságának elmúlt években megfigyelt mérséklődése. Míg korábban a bankszektor mérlegalkalmazkodása és külső forrásainak nettó törlesztése tükröződött a külső adósság csökkenésében, 2014 közepe óta az államháztartás külső adóssága csökkent érdemben. Az Önfinanszírozási program ideje alatt a gazdaság bruttó külső adóssága a 90 százalék körüli GDP-arányos szintről 2016 első negyedévének végére 75 százalék alá csökkent, ebből az árfolyamok elmozdulása miatti átértékelődési hatástól szűrt tranzakciók szerint a konszolidált állam bruttó külső adósságcsökkenése 10 milliárd eurót tett ki. Emellett ugyanakkor folytatódott a bankszektor alkalmazkodása is, amelyben meghatározó szerepe lehetett a jelzáloghitelek forintosítása miatt csökkenő banki devizaigénynek, valamint az egyéb makroprudenciális intézkedéseknek.²² A bankszektor további 4 milliárd euróval járult hozzá az elmúlt másfél év (2014 második negyedétől 2016 első negyedévéig terjedő időszak) bruttó külső adósságcsökkenéséhez.²³

Az Önfinanszírozási program révén az állam külföldi deviza- és forintadóssága egyszerre tudott csökkenni. Az államháztartás bruttó külső adóssága 2014-ben elkezdett mérséklődni, és 2015 folyamán indult erőteljes csökkenésnek. Folytatódott a külföldi devizaadósság nettó törlesztése, emellett ugyanakkor a külföldi szereplők (döntően egy meghatározó befektető) forint állampapír-portfóliójuk leépítésébe kezdtek. Az államháztartás finanszírozása ugyanakkor nem ütközött nehézségekbe, hiszen az MNB Önfinanszírozási programjának banki állampapír-vásárlást ösztönző hatásával és a lakossági állampapír-kereslet emelkedésével a belföldi szereplők a korábbiakban megfigyeltnél is erőteljesebb állampapír-kereslettel jelentek meg (Fizetési mérleg jelentés, 2016. március). Így az állam külföldi deviza- és forintadóssága egyszerre tudott csökkenni. Az Önfinanszírozási program ideje alatt az állam bruttó külső adóssága a GDP 50 százalékáról 40 százalék közelébe csökkent.

²² DEM (devizaegyensúlyi mutató) bevezetése és a DMM (devizafinanszírozás-megfelelési mutató) szigorítása 2016. január 1-jétől. A DEM a mérlegen belüli devizális eltérést hivatott korlátozni a mérlegfőösszeg 15 százalékában, ezzel mérsékelve a bankok swappiaci ráutaltságát. A DMM szigorítása során stabil forrásként már nem lehet figyelembe venni a swapállományt és a DMM elvárt szintje 100 százalékra emelkedett.

²³ A külső adósságfolyamatokról bővebben lásd a 2016. júniusi Fizetési mérleg jelentést (MNB, 2016b)

Konklúzió

Az Önfinszírozási program 2014 tavaszi meghirdetése óta a bankok – a jegybanki céloknak megfelelően – sterilizációs állományuk leépítésével és fedezeti értékpapír-állományuk, kiemelten állampapír-állományuk növelésével alkalmazkodtak a monetáris politikai eszköztár többszakaszos átalakításához. Mindez lehetővé tette az állami devizaadósság forintból történő refinanszírozását, illetve az államadósság devizaarányának mérséklődését és a bruttó külső adósság csökkenését, aminek köszönhetően 2014 és 2016 tavasza között érdemben mérséklődött Magyarország külső sérülékenysége.

Az MNB természetesen a magyar gazdaság adottságaihoz igazította az Önfinszírozási program eszköztár-átalakításait, de ezzel együtt az utóbbi két év lépései illeszkedtek abba a nemzetközi trendbe is, hogy a válságot követően a világ jegybankjai egyre aktívabban avatkoztak be a gazdaságok működésébe, illetve az alkalmazott eszköztárban a hagyományos eszközök mellett egyre hangsúlyosabban jelentek meg a nem hagyományos intézkedések is.

Az Önfinszírozási program egyfajta külső visszaigazolásának lehet tekinteni, hogy a program révén jelentősen javult a magyar gazdaság külső megítélése is. Az Önfinszírozási program elindulását, majd a további eszköztár-átalakítások bejelentését követően számos pozitív reakció érkezett a nemzetközi befektetők,²⁴ valamint a nemzetközi szervezetek részéről is.²⁵ Az intézmények főként a külföldi befektetőktől való függés mérséklődését, a külső sokkokkal szembeni sérülékenység csökkenését, az adósságszerkezet pozitív irányú átalakulását, illetve a belső finanszírozás erősödését emelték ki elemzéseikben. Az Önfinszírozási program eredményeképpen bekövetkezett külső egyensúlyjavulás kulcsszerepet játszott az ország adóssószáztályzati besorolásának 2016. májusi befektetési kategóriába emelésében is.²⁶

A külső egyensúlyi, makrogazdasági mutatók egyértelmű javulása mellett, a pénzügyi stabilitást erősítő hatások között azt indokolt kiemelni, hogy az Önfinszírozási program révén a külföldi befektetők helyett egyre nagyobb mértékben Magyarországon működő bankok tulajdonába kerülnek a magyar állampapírok. A válságot követő évek fontos tapasztalata volt, hogy a hazai bankok tulajdonosai elkötelezték a magyar gazdaság stabilitása és fenntartható növekedése iránt, így a külső finanszírozással szemben a kockázatvállalási hajlandóság megváltozása esetén is stabilabb befektetői kört jelentenek. A hazai bankok növekvő állampapírpia

²⁴ Lásd: Goldman Sachs, 2016; Nomura, 2016

²⁵ IMF, 2016

²⁶ A Fitch Ratings 2016. május 20-án egy fokozatot („BB+”-ról „BBB-”-ra) javítva, stabil kilátással visszaemelte a befektetési kategóriába Magyarország hosszú távú, külföldi devizában denominált adósságbesorolását. A Fitch közleményében kiemelte, hogy döntésében fontos szerepet játszott, hogy Magyarország külső egyensúlya jelentősen javult, és az ország külső sérülékenysége csökkent, melyhez – mások mellett – az Önfinszírozási program, valamint a devizában denominált jelzáloghitelek forintosítása is hozzájárult.

szerepvállalásának értékelésekor azt a körülményt is figyelembe kell venni, hogy a banki állampapír-állomány növekedését a bankok jegybanki IRS-portfóliójának kiépülése kísérte. Ez azért fontos, mert a jegybanki IRS-ek feltételes eszközök, azaz a tendereken részt vevő bankok vállalják, hogy a jegybanki IRS-állományuknak megfelelő mértékben növelik a jegybanki hiteleszközök igénybevétele során elfogadható értékpapírjaik (elsősorban állampapírjaik) állományát, ami ugyancsak hozzájárul az állampapírpiac stabilitásához. A hazai bankokat a szűkülő jegybankmérleg és a csökkenő likviditás,²⁷ valamint a likviditásfedezeti előírások szigorodása is arra ösztönzi, hogy a korábbinál több, a jegybanki hitelműveletek során elfogadható értékpapírt tartsanak, ami szintén növeli az állampapírpiac sokkellenálló képességét.

Az Önfinszírozási program ikonikus elemévé vált jegybanki IRS-ek utolsó tenderét 2016. július 7-én tartotta az MNB. Az eszköz kivezetését a strukturális banki kereslet csökkenése, illetve az IRS-ek hozzáadott értékének apadása indokolta,²⁸ ami ugyanakkor nem jelentette az önfinszírozási koncepció, azaz a devizaadósság és a külső sérülékenység csökkentésének elvetését. Mindezt alátámasztja, hogy az MNB 2016 augusztusától az eddiginél ritkábban, 2016 októberétől kezdve pedig mennyiségi korlátozás mellett hirdeti meg a három hónapos betéti eszközt, ezzel is támogatva a hitelösztönzés mellett az Önfinszírozási programot.

Felhasznált irodalom

ÁKK (2013): Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2012. 2013. október

ÁKK (2015): Éves finanszírozási kiadvány 2016. 2015. december

ÁKK (2016): A központi költségvetés finanszírozása és adósságának alakulása. Havi monitoring jelentések, 2016. január–június

Bloomberg (2016): Franklin Templeton Cuts Polish Bond Stake to Five-Year Low. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-22/franklin-templeton-cuts-polish-bond-holding-to-lowest-since-2010>

Csávás Csaba (2015): A devizatartalék-megfelelés értékelésének nemzetközi trendjei. MNB szakmai cikk, 2015. július

Csávás Csaba (2016): A terveknek megfelelően tovább csökken a többlet-devizatartalék és a likviditás. MNB szakmai cikk, 2016. március

Csávás Csaba – Teremi Márton (2015): A devizatartalékok elvárt szintje: jóból is megárt a sok? MNB szakmai cikk, 2015. október

²⁷ Lásd bővebben: MNB, 2015

²⁸ Lásd bővebben: Nagy, 2016, MNB, 2016c

- Goldman Sachs (2016): CEEMEA Views: Hungary: More rate cuts as the NBH continues to transform policy framework. 2016. április. 25.
- Gór-Holecz Fatime – Lakatos Melinda (2015): A belföldi szereplők nagyobb aktivitása hosszabb távon is növelheti a hazai állampapír-piac stabilitását. MNB szakmai cikk, 2015. december
- IMF (2016): 2016 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 16/107, 2016. április
- Kolozsi Pál Péter– Hoffmann Mihály (2016): A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel. Pénzügyi Szemle, 2016/I. 9-34. o.
- Lengyel Pénzügyminisztérium (2015): State budget borrowing requirements' financing plan and its background. November 2015
- MNB (2015): A jegybanki devizatartalékok és a bankrendszer forintlikviditása: középtávú kitekintés. Háttérbeszélgetés, 2015. november 19. <http://www.mnb.hu/letoltes/a-jegybanki-devizatartalekok-es-a-bankrendszer-forintlikviditasa-kozeptavu-kitekintes-2015-november-19.pptx>
- MNB (2016a): Fizetési mérleg jelentés, 2016. március
- MNB (2016b): Fizetési mérleg jelentés, 2016. június
- MNB (2016c): A 2016. februárban megkezdett csendes kivezetési szakaszt követően júliustól végleg lezárulnak az MNB kamatcsere-tenderei. MNB szakmai cikk, <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlomenyek/2016-evi-sajtokozlomenyek/a-2016-februarban-megkezdett-csendes-kivezetesi-szakaszt-kovetoen-juliustol-vegleg-lezarulnak-az-mnb-kamatcsere-tenderei>
- Nagy Márton (2016): Szükség van-e még az MNB kamatcsere-eszközére? MNB szakmai cikk, <https://www.mnb.hu/letoltes/nagy-marton-szakmai-cikk-finalmnbhonlapra.pdf>
- Nomura (2016): Hungary: The story has suddenly gotten very complicated. 2016. május 5.

Az Önfinszírozási program hatása a monetáris kondíciókra

Csávás Csaba – Kollarik András¹

Absztrakt

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2012 nyarán kamatcsökkentési ciklusba kezdett, melyet azóta két újabb ciklus követett, aminek következtében 2016 júniusára 610 bázisponttal, 0,9 százalékra csökkent a jegybanki alapkamat. Ezt kiegészítve az MNB 2014 tavaszán meghirdette az Önfinszírozási programot, melynek elsődleges célja az ország külső sérülékenységének mérséklése volt, de az intézkedések deklarált szándéka volt a monetáris kondíciók nemkonvencionális eszközökön keresztüli lazítása is. Tanulmányunkban megvizsgáljuk az Önfinszírozási program hatását a monetáris kondíciókra és a monetáris transzmisszió egyes csatornáira. A különböző lejáratú bankközi és állampapírhozamok, illetve az MNB mérleg egyes tételeinek vizsgálata alapján a fő konklúzióink az alábbiak. (i) A kamatfolyosó aszimmetrikussá tétele javította a monetáris transzmissziót az egynapos bankközi piacon. (ii) A limitált kéthetes betéti eszköz aukcióin nem volt tapasztalható jelentős verseny, így a tenderek átlagos elfogadott kamatlába közel maradt az alapkamathoz. (iii) Az Önfinszírozási program mérsékelte mind a rövid, mind a hosszú lejáratú állampapírhozamokat, így a célzott nemkonvencionális monetáris lazítás megvalósult.

Bevezetés

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2012 augusztusa és 2016 júniusa között összesen 610 bázisponttal csökkentette a jegybanki alapkamatot. A jegybank három kamatcsökkentési ciklust hajtott végre, így 32 lépésben 7 százalékról 0,9 százalékra mérsékelte az irányadó kamatlábat. A kamatcsökkentéseket az alacsony inflációs környezet, a középtávon is mérsékelt inflációs nyomás, a gazdaság kihasználatlan kapacitásai, illetve a csökkenő külső sérülékenység révén javuló kockázati megítélése indokoltta, illetve lehetővé.

¹ A szerzők köszönettel tartoznak Kocsis Zalánnak a tanulmány megírásához nyújtott segítségéért és Mátrai-Pitz Mónikának a hosszú hozamokat magyarázó modell korábbi verziójának kidolgozásáért.

Az MNB 2014. április 24-én Magyarország külső sérülékenységének csökkentése érdekében meghirdette az Önfinszírozási programot. Ennek lényege, hogy a külfölddel szembeni, devizában denominált államadósság nagyobb részben belföldi tulajdonban lévő és forintban denominált adóssággá konvertálódjon. Mindeközben a jegybank mérlege is összehúzódik, és a külfölddel szembeni nettó követelések a sterilizációs állománnyal egyenlő mértékben mérséklődnek.² Ahogy az Önfinszírozási program a hazai bankrendszert a belföldi, jegybanki hiteleszközök fedezetétől elfogadható értékpapírok (elsősorban forint állampapírok) felé tereli, úgy egyúttal monetáris lazító hatása is lehet, hiszen hozzájárulhat az állampapírhozamok csökkenéséhez. Az Önfinszírozási program így illeszkedik a jegybank kamatcsökkentési politikájához is.

Jelen tanulmány célja annak vizsgálata, hogy az Önfinszírozási program ténylegesen milyen mértékben járult hozzá a monetáris kondíciók lazításához, illetve hogyan befolyásolta a monetáris politika transzmisszióját. Hipotézisünk szerint a likviditás irányadó eszközből való kiszorítása és a bankok állampapírpiac felé terelése lazította a monetáris kondíciókat, illetve hatással lehetett a jegybanki eszközök igénybevételére, valamint a monetáris transzmisszióra. Ezért elemeztük a különböző lejáratú bankközi és állampapírhozamokat, illetve az MNB egyes mérlegtételeit, így vizsgálva a monetáris transzmisszió két csatornájának hatékonyságát. A tanulmány szerkezete a következő: az 1. fejezetben a monetáris politikával kapcsolatos egyes fogalmakat definiáljuk; a 2. fejezetben röviden bemutatjuk az MNB alapkamat-csökkentési ciklusait; a 3. fejezetben pedig az Önfinszírozási programot ismertetjük tömören. A 4. fejezet képezi elemzésünk gerincét, itt ismertetjük a transzmisszióra és a monetáris kondíciókra vonatkozó eredményeinket. Végül megfogalmazzuk a tanulmány fő következtetéseit.

1. A monetáris politika irányultsága, a monetáris kondíciók és a monetáris transzmisszió

A monetáris politikai irányultság (monetary policy stance) a monetáris politika egyes elemeinek együttes alkalmazását és azok jellegének meghatározását jelenti, aminek segítségével a monetáris politika hozzájárul a gazdasági, pénzügyi és monetáris folyamatok alakulásához. Az irányultságot elsődlegesen a jegybanki alapkamatláb határozza meg (relatív magas kamatláb: szigorú monetáris politika, relatív alacsony kamatláb: laza monetáris politika). Ugyanakkor amennyiben a monetáris politikai eszköztár több elemből áll, akkor ezek együttes alakulása határozza meg az irányultságot. Az MNB hagyományos monetáris politikai eszköztárának nemcsak az irányadó eszköz képezi részét, hanem például az egynapos kamatfolyosó is. Így az

² Az Önfinszírozási program hatásmechanizmusáról részletesebben lásd jelen kötet első tanulmányát.

irányadó kamat, illetve a kamatfolyosónak az alapkamathoz viszonyított helyzete együttesen fejezi ki az MNB irányultságát.

A monetáris kondíciók azokat a pénzügyi változókat jelölik, melyekre a monetáris politika hatással van, és melyek befolyásolják a monetáris politika célváltozóit, azaz az inflációt és a kibocsátást. Ilyen pénzügyi változók a bankközi és állampapírpiazi hozamok, illetve a devizaárfolyam. Mivel a makrogazdasági teljesítményt elsősorban a reálváltozók befolyásolják, ezért kitüntetett jelentőségű a reálkamatlábak, illetve a reálárfolyam alakulása. A reálkamatláb és a reálárfolyam lineáris kombinációját *monetáris kondíciós indexnek* nevezzük (Bofinger, 2001, 416. o.). Lazább monetáris kondíciókat jelent, ha alacsonyabb a reálkamatláb, vagy ha gyengébb a reálárfolyam.

A monetáris politikai transzmisszió hidat képez a monetáris irányultság és a monetáris kondíciók között. A transzmissziós mechanizmus a monetáris irányultság és a monetáris kondíciók, illetve a jegybank végső célja közötti átmenetet ragadja meg. Akkor nevezzük hatékonynak a transzmissziót, ha a monetáris kondíciók, illetve a végső cél alkalmazkodik az irányultsághoz. Ha magasabb alapkamat (szigorúbb irányultság) mellett a bankközi kamatlábak is magasabbak, illetve a (megfelelően késleltetett) infláció is alacsonyabb, akkor hatékony a transzmisszió. A transzmisszióknak több lépcsője van: elsőként a pénzügyi piacok reagálnak az irányultságra, majd a pénzügyi közvetítők által az ügyfelek számára meghatározott árak és egyéb feltételek következnek, végül pedig a makrogazdasági változók válaszolnak a monetáris politikára. Ebben a tanulmányban az MNB Önfinszírozási programjának a monetáris transzmisszió két meghatározó csatornájára, a bankközi és állampapírpiazi hozamokra gyakorolt hatásával foglalkozunk.

2. Az MNB monetáris lazítási ciklusai 2012 óta

„Az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenállóképességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a Kormány gazdaságpolitikáját.”

(2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról 3. §)

Az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A magyar monetáris rendszer 2001 óta inflációs-cél-követő, azaz a jegybank egy nyilvános inflációs célt tűz ki végső célként, és nem alkalmaz formálisan meghatározott közbülső célt (illetve az inflációs előrejelzés tekinthető közbülső célnak). 2007 óta 3 százalékos az MNB inflációs célja. Az MNB közvetlen, operatív céljának tekinti, hogy a rövid lejáratú (kiemelten a három-hat hónapos) piaci kamatok összhangban legyenek a jegybanki alapkamattal és az arra vonatkozó várakozásokkal.

Az MNB inflációs céljának elérése, illetve a reálgazdaság megfelelő mértékű ösztönzése érdekében 2012 augusztusa óta 7 százalékról 2016. júniusra 0,9 százalékra csökkentette a jegybanki alapkamatot (1. ábra). Míg a fogyasztóiár-index korábban meghaladta az MNB inflációs célját, 2012 őszén csökkenésnek indult, 2013 elején a jegybanki 3 százalékos célértékre mérséklődött, azóta pedig a cél alatt tartózkodik. Eközben az MNB három kamatcsökkentési ciklust hajtott végre (2012. augusztus–2014. július között, 2015. március–július között és 2016. március–május között). A 2016. márciusi kamatcsökkentés következtében az egynapos jegybanki betéti kamatláb enyhén negatív tartományba, $-0,05$ százalékra süllyedt. A kamatcsökkentéseket az alacsony inflációs környezet, a középtávon is mérsékelt inflációs nyomás, a gazdaság kihasználatlan kapacitásai, illetve a csökkenő külső sérülékenységek révén javuló kockázati megítélés tették indokolttá, illetve lehetővé.

3. Az MNB Önfinanszírozási programja

Az MNB 2014. április 24-én Magyarország külső sérülékenysége, valamint a sterilizációs állomány csökkentése érdekében meghirdette az Önfinanszírozási programot. Ennek lényege, hogy a külfölddel szembeni, devizában denominált államadósság nagyobb részben belföldi tulajdonban lévő és forintban denominált adóssággá konvertálódjon. Mindeközben a jegybank mérlege is összehúzódik, és a külfölddel szembeni nettó követelések a sterilizációs állománnyal együtt mérséklődnek.³

Az Önfinanszírozási program 2014 és 2016 nyara között hozott intézkedései három szakaszra bonthatóak. A monetáris politikai hatás tekintetében releváns és fontos jegybanki lépéseket az alábbiakban foglaljuk össze vázlatosan.

Az Önfinanszírozási program első szakasza

2014. április 24-én az MNB bejelentette, hogy

- a) a jegybank irányadó instrumentumának formája megváltozik, a kéthetes MNB-kötvény kéthetes lejáratú, lekötött betétként alakul át (az intézkedés 2014. augusztus 1-jén lépett hatályba);
- b) 2014. június 16-ától bevezet egy forint kamatcsere-eszközt (interest rate swap, IRS), amelyen az MNB változó kamatot fizet fix kamat ellenében.

Az Önfinanszírozási program második szakasza

2015. június 2-án az MNB meghirdette a program második szakaszát. Ennek értelmében:

³ Az Önfinanszírozási programról bővebben lásd jelen kötet további tanulmányait.

- a) 2015. szeptember 23-tól az irányadó eszköz az akkori kéthetes betét helyett a fix kamatozású, három hónapos jegybanki betét lett, amely mennyiségi korlátozás nélkül áll a bankok rendelkezésére;
- b) az elsődlegesen likviditáskezelési céllal megmaradó kéthetes jegybanki betét igénybevételét korlátozta az MNB, 2015 végétől legfeljebb 1000 milliárd forintot tarthattak a bankok ebben az eszközben;
- c) az MNB folytatta a jegybanki kamatcsere-tendereket, amelyek támogatták a bankokat kamatkockázatuk kezelésében, a rövid helyett a hosszabb futamidejű értékpapírok irányába terelve a banki keresletet.⁴

2.1 Szintén a második szakaszhoz kapcsolódva az MNB 2015. szeptember 24-én további két bejelentést tett:

- a) 2015. szeptember 25-től a korábban az alapkamat körül +/-100 bázisponton elérhető egynapos jegybanki rendelkezésre állások árazása aszimmetrikussá vált: az egynapos jegybanki betét alapkamat – 125 bázisponton, az egynapos jegybanki fedezett hitel pedig alapkamat + 75 bázisponton volt elérhető;
- b) 2015. szeptember 30-tól változtak a hagyományos hiteltenderek feltételei is: a futamidejük megfelelőződött (kéthetes helyett egyhetes, illetve hat hónapos helyett három hónapos hitel), és az egyhetes hitel árazása is kedvezőbbé vált (alapkamat + 50 bázispont helyett alapkamat + 25 bázispont).

2.2 Majd a második szakasz további folytatásaként 2015. október 6-án az MNB bejelentette, hogy a 2015. decemberi tartalékperiódustól fogva megszűnik a 2010-ben bevezetett választható kötelező tartalékráta-rendszer (Varga, 2010), és minden hitelintézetre egységesen 2 százalékos kötelező tartalékráta vonatkozik.

Az Önfinszírozási program harmadik szakasza

A program harmadik szakaszát 2016. január 12-én hirdette meg az MNB. Eszerint a kéthetes betét 2016. áprilisban két lépésben kivezetésre került.

3.1 2016. május 10-én az MNB bejelentette az IRS tenderek megszüntetését 2016. július 7-től.

Az Önfinszírozási program deklarált szándéka volt, hogy kiegészítse az MNB lazítási ciklusait, így illeszkedve a konvencionális monetáris politika pályájához.

⁴ Az MNB 2016. áprilistól 100 százalékra emelte a bankok likviditásfedezeti előírását (liquidity coverage ratio, LCR). A lépésre nem az Önfinszírozási program részeként került sor.

4. Az Önfinszírozási program hatása a monetáris transzmisszióra

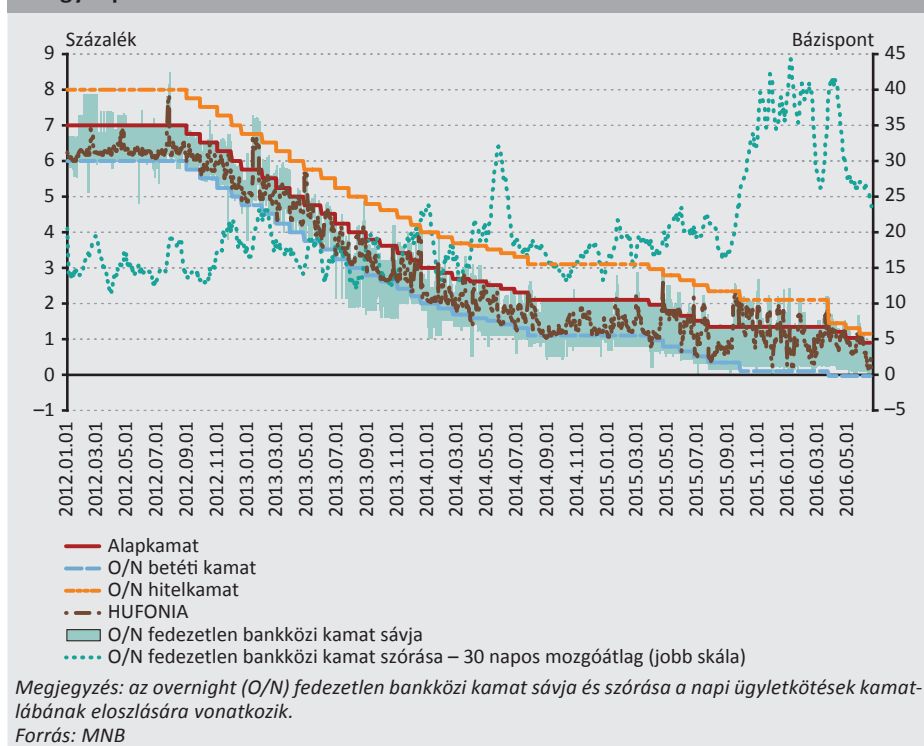
Az alábbiakban azt vizsgáljuk meg, hogy az MNB Önfinszírozási programja hogyan befolyásolta a hazai monetáris politika transzmisszióját, illetve a monetáris kondíciókat. E tanulmány keretében a transzmisszióknak csak két csatornájával foglalkozunk, a bankközi, illetve állampapírpiazi (nominális) hozamoknak, illetve kondícióknak (egynapos bankközi piac likviditása, jegybanki eszközök igénybevétele) a reakciójával. A tudományos megalapozottság és a közérthetőség között egyensúlyozva a transzmisszió bizonyos csatornáit (például a legrövidebb lejáratú hozamok) inkább kvalitatív, más csatornáit (hosszabb hozamok) pedig inkább kvantitatív módszerrel elemezzük.⁵ A monetáris transzmisszió árfolyamcsatornáját, illetve a piaci kamatok banki kamatokba való átglyűrését nem vizsgáljuk.

4.1. A rövid lejáratú hozamok alakulása

Míg az egynapos fedezetlen bankközi kamatláb, a HUFONIA korábban a kamatfolyosó alsó felében tartózkodott, 2015 szeptemberétől az alapkamat közelébe emelkedett, ami a transzmisszió javulására utal ebben a szegmensben (1. ábra).

1. ábra

Az egynapos fedezetlen bankközi kamat alakulása



⁵ Az egyes ábrákhoz, illetve elemzésekhez felhasznált adatok időszora az esetek többségében 2012. január 1-jétől 2016. június 17-ig tart.

A 2008-as pénzügyi válság óta az óvatos banki likviditáskezelésnek (egynapos jegybanki betétfelhalmozásnak) köszönhetően a HUFONIA a kamatfolyosó alsó felében ingadozott. 2015 szeptemberében azonban, ahogy aszimmetrikussá vált a kamatfolyosó, és így relatív kedvezőbbé vált az egynapos jegybanki hitelfelvétel az overnight betételhelyezéssel szemben, csökkent a nettó egynapos jegybanki eszközök állománya (overnight betét mínusz overnight hitel). A csökkenő nettó overnight betétállomány pedig ahhoz vezetett, hogy a HUFONIA az alapkamat közelébe emelkedett, ami kedvező a monetáris transzmisszió hatékonysága szempontjából.

2015 szeptemberét követően az overnight bankközi kamat napon belüli szórása megemelkedett, 2016 tavaszán pedig a kamatfolyosó szűkülésével újra mérséklődött. Míg korábban éveken keresztül 10-20 bázispont között ingadozott a napi ügyletkötések kamatlábjának szórása, addig ez a mutató 2015 őszén 40 bázispont környékére emelkedett. A jobban szóródó ügyletkötések az egynapos bankközi piac likviditásának átmeneti romlására utalnak.

- **A szórás emelkedése részben a kététhes betét aukcionálására vezethető vissza:** ahogy a kététhes kamatok jobban szóródtak (4. ábra), úgy az egynapos kamat szórása is megemelkedhetett.
- **Másrészt pedig önmagában az a tény, hogy a HUFONIA eltávolodott a kamatfolyosó szélétől, szintén a szórás emelkedése irányába hathatott.** Ez a sávós árfolyamrendszerekre jellemző „S-görbéhez” hasonló jelenségből adódhat (Krugman, 1991). Az S-görbe lényege, hogy a jegybanki sávszéli intervenció miatt az árfolyam (itt: a bankközi kamat) kevésbé érzékenyen reagál a fundamentum alakulására. Így viszont a fundamentum egységnyi szórása egységnél kisebb szórást eredményez a sávszéleken.

2016 júniusában az overnight bankközi kamat napon belüli szórása a korábbi években tapasztalt sáv közelébe csökkent. A szórás 2016. júniusban 25 bázispont körül tartózkodott, amivel megközelítette a korábbi 10-20 bázispont körüli értékeket. Így a szórásban tapasztalt 2015-ös növekedés átmeneti jelenség volt. A szórás 2016. tavaszi csökkenését a kamatfolyosó szűkülése magyarázhatja.

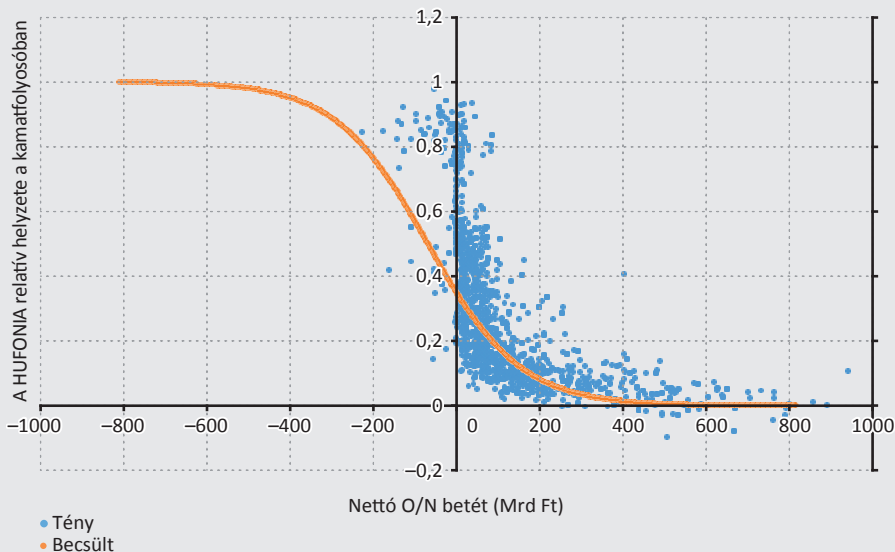
2015 áprilisa óta, amióta szűkül a bankrendszer forintlikviditása (3. ábra), ritkán fordul elő kamatfolyosó alatti ügyletkötés, ami szintén kedvező a transzmisszió szempontjából. Elméletileg az arbitrázsmentesség miatt a kamatfolyosó korlátozza a bankközi kamatokat. Ugyanakkor a gyakorlatban az arbitrázs bizonyos korlátokba ütközik, így előfordulhatnak kamatfolyosón kívüli ügyletek is. A kamatfolyosó alatt tipikusan akkor kötnek ügyletet a szereplők, ha a fölös likviditással rendelkező bank nem képes vagy nem hajlandó a likviditást overnight betétbe helyezni. Ilyen előfordulhat akkor, ha az adott bank nem része az MNB partnerkörének, vagy ha betelnek az MNB-re vonatkozó partnerlimitjei. Kamatfolyosó feletti ügyletek pedig abban az

esetben születhetnek, ha a hitelfelvevő fél nem rendelkezik az MNB számára zároltatható megfelelő mennyiségű fedezettel, illetve ha ez a szereplő nem része az MNB partnerkörének. A vizsgált időszakban előfordult kamatfolyosón kívüli ügyletkötés a fedezetlen bankközi piacon (például 2013. július–november között a kamatfolyosó alatt vagy 2015. novemberben a kamatfolyosó felett), de összességében nem volt jellemző (1. ábra). Ráadásul 2015 áprilisa óta, amióta – többek között az Önfinanszírozási programnak köszönhetően – szűkül a bankrendszer forintlikviditása, még kevésbé fordul elő kamatfolyosó alatti ügyletkötés. Ennek egyik magyarázata lehet az is, hogy a likviditás szűkülése következtében oldódtak az MNB-re vonatkozó limitkorlátok. Megjegyezzük, hogy bár 2016 márciusa óta az overnight betéti kamat negatív, a bankközi piacon nem történt negatív kamaton ügyletkötés a vizsgált időszakban.

A nettó overnight betétállomány tipikusan pozitív volt az elemzett periódusban, de 2015 szeptembere óta nulla közelébe csökkent, és azóta sok esetben vett fel negatív értéket. A nettó overnight betétállomány növekedésével a bankközi kamat közelebb kerül az overnight betéti kamathoz (Bindseil, 2014, 54–59. o.). Így egy logisztikus függvény írja le a kapcsolatot a nettó overnight betétállomány és a HUFONIA kamatfolyosón belüli helyzete között (2. ábra). Igaz, a magyar adatokon az

2. ábra

A HUFONIA kamatfolyosón belüli relatív helyzete és a nettó egynapos jegybanki betétállomány közötti kapcsolat



Megjegyzés: a HUFONIA kamatfolyosón belüli helyzete 0 értéket vesz fel, ha a HUFONIA megegyezik a jegybanki egynapos betéti kamattal, és 1-et, ha a jegybanki egynapos hitelkammattal esik egybe. A becült érték logisztikus függvény, mely a következő formában került felírásra: $y = \frac{1}{\exp(\beta_0 + \beta_1 x) + 1}$, ahol x jelöli a nettó overnight betétállományt, y a HUFONIA kamatfolyosón belüli helyzetét, $\beta_0 = 0,620595$ és $\beta_1 = 0,008973$.

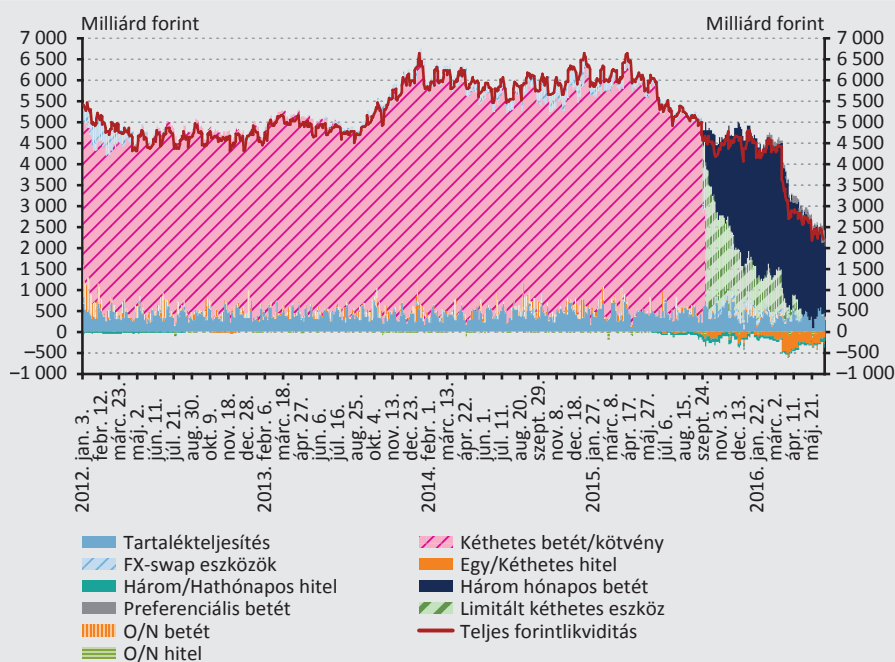
Forrás: MNB

illesztés nem teljesen szimmetrikus: ha a nettó overnight betét nulla, a HUFONIA akkor is valamivel az alapkamat alatt tartózkodik. Ez többek között abból adódhat, hogy a HUFONIA helyzete egyéb tényezőktől is függ (például a kumulált túltartalékolási pozíciótól, a szabad tartalékok szintjétől, illetve saját késleltetettjétől, Erhart, 2004).

A bankrendszer teljes jegybanki likviditása a korábbi 4500-6500 milliárd forint körüli szintről 2016 júniusára 2200 milliárd forintra mérséklődött (3. ábra). A teljes likviditás⁶ 2015 áprilisa óta csökkent, ami mögött részben az Önfinszírozási program, részben az MNB-nek a lakossági devizahitelek elszámolásához és forintosításához kapcsolódó devizatenderei, részben pedig a forgalomban lévő készpénzállomány bővülése húzódik meg. Míg korábban a kéthetes kötvény dominálta a jegybanki forintlikviditást befolyásoló tételeket, és emellett minimális volt a jegybanki hiteleszközök igénybevétele, az időszak végére már az új irányadó eszköz, a három hónapos betét a legfajslúyosabb elem, illetve fokozottabbá vált a hiteleszközök igénybevétele. A kéthetes betétállomány 2015. szeptember–december között fokozatosan csökkent 1000 milliárd forintra, majd 2016 áprilisában megszűnt.

3. ábra

Az MNB-mérleg egyes forintlikviditást befolyásoló tételei



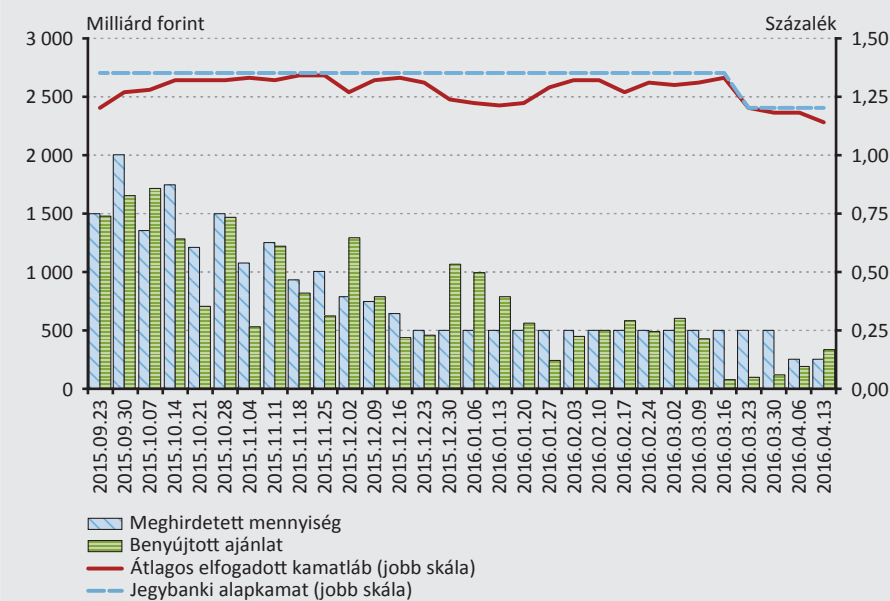
Forrás: MNB

⁶ Teljes likviditás alatt a swapokkal bővített strukturális likviditási pozíciót értjük. A strukturális likviditási pozíció megegyezik a jegybank bankrendszerrel szembeni nettó kötelezettségével (Balogh, 2009).

Az overnight betétállomány az Önfinszírozási program első szakaszában csak átmenetileg nőtt meg, hosszabb távon pedig gyakorlatilag eltűnt. Az állomány 2014. augusztus–szeptember között több alkalommal is 400 milliárd forint fölé emelkedett, miközben korábban tipikusan 200 milliárd forint alatt tartózkodott. Mindez arra utal, hogy a folyamatok az Önfinszírozási program kitűzött céljának megfelelően alakultak, hiszen az irányadó eszközből kiszoruló likviditás csak átmenetileg maradt a jegybank mérlegében. A negatív overnight betéti kamat 2016. márciusi bevezetése óta gyakorlatilag megszűnt az egynapos jegybanki betételhelyezés, ami annak köszönhető, hogy az MNB a túltartalékolásra ugyanazt a kamatot fizeti (illetve negatív kamat esetén számolja fel), mint az overnight betétre, ezért nem éri meg külön betétbe elhelyezni a fölös likviditást.⁷

Az Önfinszírozási program keretében bevezetett, limitált kéthetes betét aukción jellemzően nem volt tapasztalható jelentős verseny, így az átlagos elfogadott kamatláb az alapkamat közelében maradt (4. ábra). A kéthetes betét állománya 2015 szeptembere és decembere között fokozatosan csökkent 1000 milliárd forintra, majd 2016 márciusáig az MNB hetente 500 milliárd forintot hirdetett meg az eszközön. Általában nem volt érdemi verseny a kéthetes betétért, ami az aukciók

4. ábra
A limitált kéthetes betét tendereinek eredménye



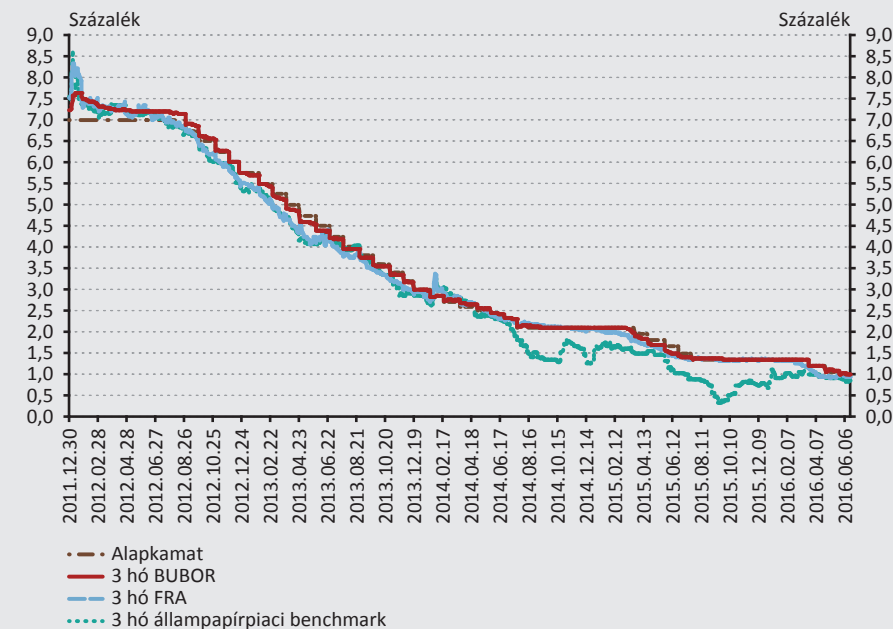
Forrás: MNB

⁷ Az időszak végén egy-egy napon előfordult 70-100 milliárd forintos overnight betételhelyezés, ami feltehetően annak tulajdonítható, hogy egyes szereplők a első jelentéseikben igyekeznek különválasztani a kötelező tartalékot a szabad tartaléktól.

túljegyzéséből és az átlagos elfogadott kamatlábából is látszik. Az intuíciónak megfelelően azon néhány alkalommal, amikor a bankok túljegyezték az eszközt, az átlagos elfogadott kamatláb is valamelyest lefelé eltávolodott az alapkamattól. A legnagyobb különbség a két kamatláb között 15 bázispont volt, mely az első tenderen alakult ki, amikor a bankok feltehetően még bizonytalanok voltak azzal kapcsolatban, hogy mekkora lesz a verseny az eszközért. A két kamatláb közti átlagos különbség 5,3 bázispontot tett ki a limitált kéthetes betét 30 tenderén. 2016 márciusában az MNB devizatendereihez kapcsolódó devizaswapok lejáratára miatt erős negatív forintlikviditási sokk érte a bankrendszert, amit az jelentős részben a kéthetes betéttel kezelt (aluljegyezte a tendert). 2016 áprilisában két egyenlő lépésben került kivezetésre az instrumentum, majd a hónap végére megszűnt az állomány.

A három hónapos referenciahozamok összességében jól követték az alapkamat-csökkenési ciklusokat, illetve az alapkamatra vonatkozó várakozásokat (5. ábra). Az alacsony likviditás és a korábbi jegyzési rendszer sajátosságai miatt a három hónapos BUBOR a pénzügyi válság óta hagyományosan megegyezik az alapkamattal (Kuruc–Pintér, 2009). Igaz, a 2016-os BUBOR reformnak köszönhetően megemelkedett a likviditás a hosszabb lejáratú fedezetlen bankközi piacon, így a BUBOR is realisabb képet mutat a bankközi hitelkondíciókról. 2016 májusát követően a BUBOR

5. ábra
A három hónapos forinthozamok alakulása



Megjegyzés: az FRA-hozam a kéthetes BUBOR-ból és a különböző futamidejű FRA-kból számított spot hozamgörbe három hónapos pontja.

Forrás: MNB, Bloomberg, ÁKK

kissé felfelé eltávolodott az alapkamattól, hiszen ajánlati kamatlábról van szó, illetve a kereskedelmi bankok hitelkockázata is nagyobb lehet az MNB-énél. A kéthetes BUBOR-ból és a különböző határidős kamatláb-megállapodásokból (forward rate agreement, FRA) illesztett spot hozamgörbe három hónapos pontja („FRA-hozam”) ezzel szemben jól megragadta az alapkamatra vonatkozó várakozásokat: az alapkamatnál és a BUBOR-nál simább pályát járt be, és előre jelezte a kamatcsökkentési ciklusokat.

A diszkontkincstárjegy-hozam (DKJ-hozam) a vizsgált 2014–2016-os időszakban két alkalommal átmenetileg lefelé eltávolodott a többi hozamtól. A DKJ-hozam 2014 júniusáig megegyezett az FRA-hozammal, azt követően viszont kétszer is átmenetileg lefelé eltávolodott tőle. Regressziót becsültünk az FRA–DKJ-hozamkülönbség magyarázatára, melyben magyarázó változóként szerepeltettük többek között az Önfinszírozási program egyes szakaszait (dummy változók, illetve az irányadó eszköz futamideje, lásd az A. függelékét). Eredményeink szerint a szpred erősen autoregresszív folyamatot követ, tehát jelentős részben a múltja magyarázza az alakulását. Ezenfelül azonban kimutatható az Önfinszírozási program egyes lépéseinek a hatása is: a program majdnem minden szakasza megemelte a szpredet – azaz mind abszolút, mind relatív értelemben csökkentette a rövid lejáratú állampapírpiazi hozamszintet –, ami összhangban van az intuíciónkkal. Ugyanakkor a várakozásunkkal ellentétben egyéb potenciális magyarázó változók nem befolyásolják a szpredet (DKJ-másodpiaci relatív likviditása az MNB-kötvény másodpiaci likviditáshoz képest, DKJ-aukciókon a túlkereslet, VIX-index). A FRA–DKJ-hozamkülönbség átmeneti megemelkedése nem jelentette a transzmisszió tartós erodálódását, 2016 tavaszára újra összezárt a két hozam.

4.2. A hosszú lejáratú hozamok alakulása

Az Önfinszírozási program egyes szakaszainak meghirdetését követően a hosszú állampapír-hozamok érdemben csökkentek (6. ábra). Az Önfinszírozási program 2014. áprilisi bejelentését követően a hosszú forint állampapír-hozamok jelentős mértékben csökkentek. Kisebb mértékben, de szintén csökkenést figyelhattunk meg a 2015. júniusi és 2016. januári bejelentéseket követően is. Ugyanakkor az időbeli egybeesés még nem feltétlenül jelent oksági összefüggést, így ebben a fejezetben empirikus eszközökkel is megvizsgáljuk, hogy mekkora lehetett az Önfinszírozási program számszerű hatása a hosszú hozamokra.

Az Önfinszírozási program meghirdetése óta a magyar benchmark állampapír-hozam minden lejáraton jobban csökkent, mint a viszonyítási pontként szolgáló lengyel benchmark hozam (7. ábra). Míg a program meghirdetése előtt a magyar hozamgörbe a lengyel fölött helyezkedett el, az időszak végére a magyar görbe elérte a lengyel szintjét, illetve a rövidebb lejáratokon még a lengyel alá is mérséklődött. Eközben valamelyest csökkent a magyar görbe meredeksége is. A rövid hozamok csökkenését elsősorban az alapkamat-csökkentések és az Önfinszírozási program, a hosszú hozamok mérséklődését pedig többek között a jegybanki IRS tenderek magyarázhatták.

6. ábra

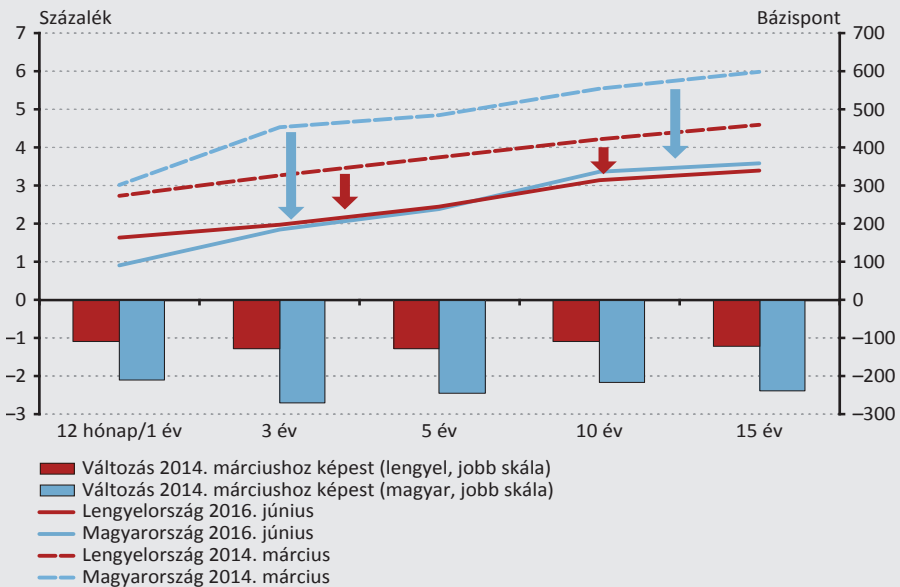
Az ÁKK benchmark hozamok alakulása



Forrás: ÁKK

7. ábra

A lengyel és a magyar állampapírpiazi benchmark hozamok alakulása



Megjegyzés: a két vizsgált időpont 2014. március 31. és 2016. június 17. A lengyel alapkamat-csökkentés 100 bázipont, a magyar alapkamat-csökkentés 170 bázipont volt a vizsgált időszakban.

Forrás: Thomson Reuters Datastream, ÁKK

Az Önfinszírozási program a jegybani IRS-ügyleteken keresztül közvetlenül, illetve a csökkenő kockázatokon keresztül közvetve is hozzájárult az állampapír-hozamok csökkenéséhez. Az Önfinszírozási program bejelentésétől kezdve az IRS tenderek lezárásáig a hosszú államkötvényhozamok 260–280 bázisponttal csökkentek. Regressziós modellekkel megbecsültük, hogy a jegybani IRS-ek és számos más kontrollváltozó hogyan hatott a 3-5-10 éves állampapírhozamokra (részletesen lásd a B. függelékben). Azt is vizsgáltuk, hogy hogyan változott az állampapírhozamok érzékenysége a globális tényezőkre, mint az EMBI-szpred, illetve hazai változókra, mint az euro árfolyam vagy a hazai CDS.

- Eredményeink alapján az Önfinszírozási program első szakaszának hozamcsökkentő hatása mutatható ki legszignifikánsabb módon. A hosszú állampapír-hozamokra az IRS tenderek közvetlen hatása futamidőtől függően mintegy 30-60 bázispont volt a program első, 2015 nyaráig tartó szakaszában.
- A 2–3. szakaszban a fenti modell csak alacsony hatást számszerűsít, amit több tényező is magyarázhat. Egyrészt ebben az időszakban a külföldi befektetői szektor (azon belül is kiemelten egy nagy szereplő) jelentős mértékben adott el államkötvényeket, ami *ceteris paribus* a hozamok emelkedésének irányába hatott. Az Önfinszírozási program ezt a nehezen számszerűsítható hozamemelő hatást ellensúlyozhatta, azaz a program tényleges hozamcsökkentő hatása a kimutatott-nál nagyobb lehetett. További magyarázatot jelent, hogy a piac az Önfinszírozási program ismeretében előre beárazhatta a jegybani IRS-ek hatását, így az már nem a modellben kiemelt szerepet betöltő tendernapokon jelent meg.
- Fontosak és jelentősek voltak a program közvetett hatásai is. Az állampapír-hozamoknak a globális tényezőkre, az EMBI-felár és a hosszú euro hozamokra való érzékenysége csökkent az Önfinszírozási program bejelentése utáni időszakban a korábbi időszakhoz képest. Az EMBI-felár esetén ez mintegy 10-15 bázispontos csökkenést jelentett a program egészében.
- Emellett fontos figyelembe venni egyéb közvetett hatásokat is: a program a javuló külső sérülékenységen keresztül csökkenthette az állampapírok nemfizetési kockázatát, illetve a stabilabb, hazai szereplők által biztosított finanszírozás az államkötvények likviditását is javíthatta. Attól függően, hogy a program mekkora részben csökkentette ez utóbbi prémiumokat, a teljes közvetett hozammérséklő hatás a program egészében elérhette a 20-60 bázispontot (a hatás mértéke ugyanakkor bizonytalan).
- A számszerűsítható hozamhatáson túlmenően kiemelendő, hogy becsléseink szerint az állampapír-hozamok egyes változókra való érzékenysége (EMBI-felár, forint/euro árfolyam) a program mindhárom szakaszában nulla közelébe csökkent, ami arra utal, hogy a program hozzájárult az állampapír-hozamok stabilitásához is, az állampapírcsökkentés ellenállóbba vált a külső sokkokra, és ez a hatás a program későbbi szakaszaiban is tartósan bizonyult.

Regresszióink alapján az Önfinszírozási program 30-60 bázisponttal bizonyosan csökkentette a megfigyelt hozamokat, de a teljes hatás akár a 75-90 bázispontot is elérhette. Az alapkamat-csökkentés eközben 170 bázispontos volt (2,6 százalékról 0,9 százalékra), azaz az Önfinszírozási program a jegybanki kamatcsökkentések hozamhatását nagyságrendileg annak felével-negyedével egészítette ki. A módszer-tannal és a részletes, számszerű hatásokkal kapcsolatban lásd a B. függelékét.

1. táblázat					
Az Önfinszírozási program becsült hatása az állampapírhozamokra (bázispont)					
	Közvetlen hatás			Közvetett hatás	Összesen
	1. szakasz	2. szakasz	3. szakasz		
3 éves hozam	-35	-	-	-57	-92
5 éves hozam	-50	-15	-	-27	-92
10 éves hozam	-56	-	-	-19	-75

Közvetlen hatás: a jegybanki IRS tendereken allokált mennyiség hatása. Közvetett hatás: az EMBI-felár-ra és a hosszú euro hozamokra való érzékenység mérséklődésének hatása, melyhez hozzáadtuk a kamatswapszpredek és a CDS változásának hatását (utóbbi két tényező alapján a likviditási, illetve nemfizetési prémium változását becsültük).

Konklúzió

Tanulmányunkban megvizsgáltuk, hogy az Önfinszírozási program hogyan befolyásolta a monetáris transzmissziót, illetve a monetáris kondíciókat Magyarországon.

- 1) Az egynapos bankközi piacon összességében javult a transzmisszió. 2014. augusztus–szeptember között jelentősen megemelkedett az overnight betétállomány, de ez csak átmenetinek bizonyult. 2015 szeptembere, a kamatfolyosó aszimmetrikussá tétele óta a nettó overnight betétállomány nulla körül ingadozott, és ennek megfelelően a HUFONIA is az alapkamat közelébe emelkedett. A bankközi kamat szórása átmenetileg megnőtt, majd a kamatfolyosó 2016. tavaszi szűkítésével csökkenésnek indult a szórás. A likviditás szűkülésével, 2015 áprilisa óta ritkábbá váltak a kamatfolyosó alatti ügyletkötések.
- 2) A limitált kéthetes betéti tendereken nem volt tapasztalható éles verseny, aminek köszönhetően az aukciók átlagos elfogadott kamatlába általában közel maradt az alapkamathoz.
- 3) A három hónapos referenciahozamok közül az FRA-hozam az Önfinszírozási program meghirdetése óta is az alapkamatra vonatkozó várakozások jó indikátora, a DKJ-hozam viszont átmenetileg kétszer is eltávolodott az FRA-hozamtól, ami azt mutatja, hogy az Önfinszírozási program a DKJ-piacon monetáris lazító hatású volt.

4) Az éven túli lejáratú állampapírhozamok minden lejáraton jobban csökkentek a program meghirdetése óta, mint a lengyel hozamok. Emellett kimutattuk, hogy a hosszú hozamok csökkenése részben az Önfinszírozási programnak volt köszönhető.

Az Önfinszírozási program tehát lazította a monetáris kondíciókat az állampapírok piacán. Mind a rövid lejáratú, mind a hosszú lejáratú állampapírhozamok mérséklődtek a program hatására, kiegészítve az MNB alapkamat-csökkentési ciklusait. A program hosszú távon nem rontotta a transzmissziót, összességében támogatta a monetáris politikai irányultság hatékony megvalósulását.

Felhasznált irodalom

Aussenegg, Wolfgang – Lukas Götz – Ranko Jelic (2016): European Asset Swap Spreads and the Credit Crisis. The European Journal of Finance, Vol. 22, Iss. 7, 2016.

Balogh Csaba (2009): Részletesen a monetáris politikai eszköztárról. Kézirat. <https://www.mnb.hu/letoltes/eszkoztar-reszletes.pdf>

Bindseil, Ulrich (2014): Monetary Policy Operations and the Financial System. Oxford University Press.

Bofinger, Peter (2001): Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments. Oxford University Press.

Ebeke, Christian – Yinqiu Lu (2015): Emerging Market Local Currency Bond Yields and Foreign Holdings – A Fortune or Misfortune? Journal of International Money and Finance, Elsevier, vol. 59(C), 203-219. o.

Erhart Szilárd (2004): Az egynapos bankközi kamatszint alakulását befolyásoló tényezők – A magyarországi tapasztalatok. MNB Műhelytanulmányok 34.

FitchRatings (2016): Fitch Upgrades Hungary to 'BBB-'; Outlook Stable. 20 May 2016 <https://www.fitchratings.com/site/pr/1004883>

Gadanecz, Blaise – Ken Miyajima – Chang Shu (2014): Exchange Rate Risk and Local Currency Sovereign Bond Yields in Emerging Markets. BIS Working Papers, No. 474, Bank for International Settlements.

Krugman, Paul R. (1991): Target Zones and Exchange Rate Dynamics. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No. 3. (Aug., 1991), 669-682. o.

Kuruc Emese – Pintér Klára (2009): A bankközi forintpiacok likviditásának és a bankközi referenciakamatok információtartalmának alakulása. Pénzpiaci Konzultatív Fórum vitaanyag.

Varga Lóránt (2010): A választható tartalékráta bevezetésének indokai Magyarországon. MNB-szemle, 2010. október.

Függelék

A. A három hónapos FRA–DKJ-hozamkülönbözet magyarázata

I. táblázat				
A becsült regresszió				
Függő változó: _3M_FRA_DTB_DIFF Módszer: legkisebb négyzetek Dátum: 2016.07.08 Idő: 14:26 Minta (korrigált): 2012.01.06–2016.06.17 Megfigyelések száma: 1103 korrekciók után Konvergencia elérése 29 iteráció után HAC standard hibák & kovariancia (Bartlett kernel, Newey-West rögzített sávzélesség = 7,0000) MA visszatekintés: 2012.01.04–2012.01.05				
Változó	Együttható	Std. hiba	t-statisztika	p-érték
C	8,862522	9,733077	0,910557	0,3627
TURNOVER_DIFF_MA	−0,007338	0,081165	−0,090414	0,9280
POLICY_TENOR	0,194402	0,074049	2,625312	0,0088
LOG_BID_TO_AUCTION	−0,120467	1,322514	−0,091089	0,9274
VIX	0,150497	0,103948	1,447812	0,1480
DUMMY1	5,932937	3,496046	1,697042	0,0900
DUMMY2	10,55657	4,372092	2,414535	0,0159
DUMMY3	12,18237	4,802011	2,536931	0,0113
DUMMY5	4,904097	1,951504	2,512984	0,0121
DUMMY6	1,575774	2,168363	0,726711	0,4676
DUMMY7	7,308024	2,305504	3,169817	0,0016
AR(1)	0,663885	0,081038	8,192292	0,0000
AR(2)	−0,456854	0,086741	−5,266851	0,0000
AR(3)	0,602668	0,088616	6,800875	0,0000
AR(4)	0,147760	0,043494	3,397227	0,0007
MA(1)	0,156806	0,065882	2,380096	0,0175
MA(2)	0,790797	0,087370	9,051095	0,0000
R-négyzet	0,963499	Függő változó átlaga		19,61188
Korrigált R-négyzet	0,962961	Függő változó szórása		27,08363
Regresszió std. hibája	5,212382	Akaike infó kritérium		6,155243
Maradéktag-négyzetösszeg	29505,45	Schwarz kritérium		6,232395
Log likelihood	−3377,617	Hannan–Quinn kritérium		6,184426
Log likelihood	1791,654	Durbin–Watson stat.		1,983400
F-statisztika valószínűsége	0,000000	Wald F-statisztika		22,74881
Wald F-statisztika valószínűsége	0,000000			
Inverz AR gyökök	0,98	−0,06+0,86i	−0,06−0,86i	−0,20
Inverz MA gyökök	−0,08+0,89i	−0,08−0,89i		

A függő változó a három hónapos FRA–DKJ-hozamkülönbség, bázispontban. (FRA alatt a kéthetes BUBOR-ból és FRA-kból származtatott spot hozamgörbe 3 hónapos pontját értjük. Ez lényegében a következő három hónapra várt átlagos alapkamatot ragadja meg.)

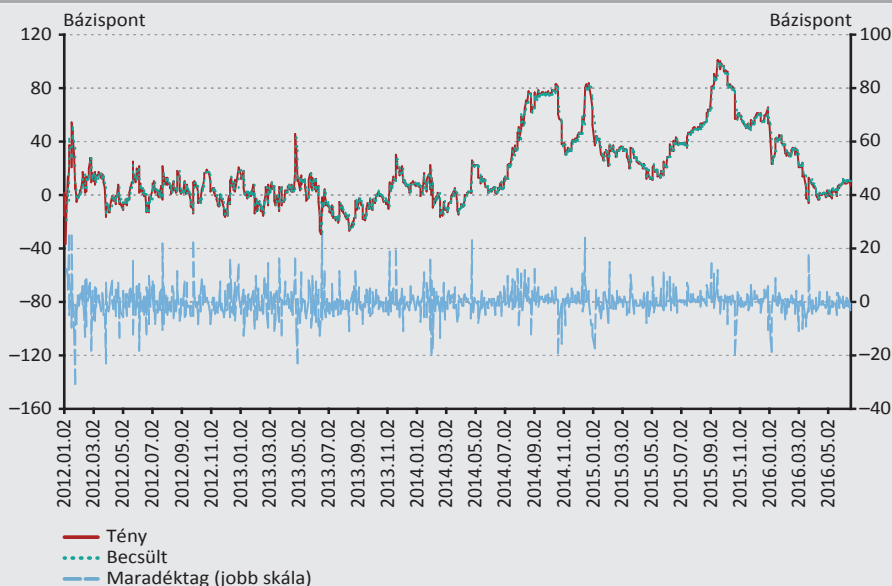
A magyarázó változók:

- Konstans. Nem különbözik szignifikánsan nullától.
- TURNOVER_DIFF_MA: DKJ napi másodpiaci forgalom és MNB-kötvény napi másodpiaci forgalom különbözetének 30 napos mozgóátlaga, milliárd forintban (forrás: KELER). Intuíciónk szerint minél nagyobb ez az érték, relatív annál likvidebb a DKJ-piac, és így annál nagyobb lehet az MNB-kötvény likviditási prémiuma, tehát az FRA–DKJ-hozamkülönbség. Nem tér el nullától szignifikánsan az együttható.
- POLICY_TENOR: az irányadó eszköz futamideje, napban (forrás: MNB). Intuíciónk szerint ez minél hosszabb, annál kevésbé likvid az irányadó eszköz, így annál nagyobb a likviditási prémiuma, tehát az FRA–DKJ-hozamkülönbség. Ennek megfelelő az együttható (szignifikáns statisztikailag és közgazdaságilag is). 100 nappal hosszabb irányadó eszköz 19 bázisponttal nagyobb szpredet tesz indokolttá.
- LOG_BID_TO_AUCTION: 3 hónapos DKJ-aukciókra benyújtott ajánlatok összege osztva a meghirdetett mennyiséggel („bid-to-auction” ráta, forrás: ÁKK). Mivel hetente vannak aukciók, ezért a hét többi napjára a legutóbbi aukció értékét szerepeltetjük. Ennek a természetes alapú logaritmusát vettük (tehát egyfajta százalékos túljegyzést jelent). Elvileg felmerül, hogy ez endogén változó lehet (szimultaneitás lehet, tehát a DKJ-kereslet egyszerre okozhatja a LOG_BID_TO_AUCTION-t és az FRA-DKJ-szpredet). Hausman-tesztel beláttuk azonban, hogy nem endogén a változó. (A teszt során az instrumentum a LOG_BID_TO_AUCTION változó egyhetes késleltetettje volt.) Intuíciónk szerint minél nagyobb a túljegyzés, annál alacsonyabb a DKJ-hozam, és annál nagyobb az FRA-DKJ-szpred. Azonban inszignifikáns együtthatót kaptunk.
- VIX: a VIX index (százalékpontban, forrás: Thomson Reuters Datastream). Intuíciónk értelmében minél magasabb a VIX, annál nagyobb a kockázatkerülés a DKJ-piacon, és ez emeli a DKJ-hozamot, ezáltal csökken az FRA-DKJ-szpred. Az együttható azonban nem szignifikáns.
- DUMMY1: önfinanszírozás dummy, 2014. 04. 23.–2014. 08. 05. között vesz fel 1-et (önfinanszírozás 1. szakaszának meghirdetése). Szignifikánsan pozitív, ami megfelel az intuíciónknak (a program meghirdetése a DKJ felé terelte a bankokat).

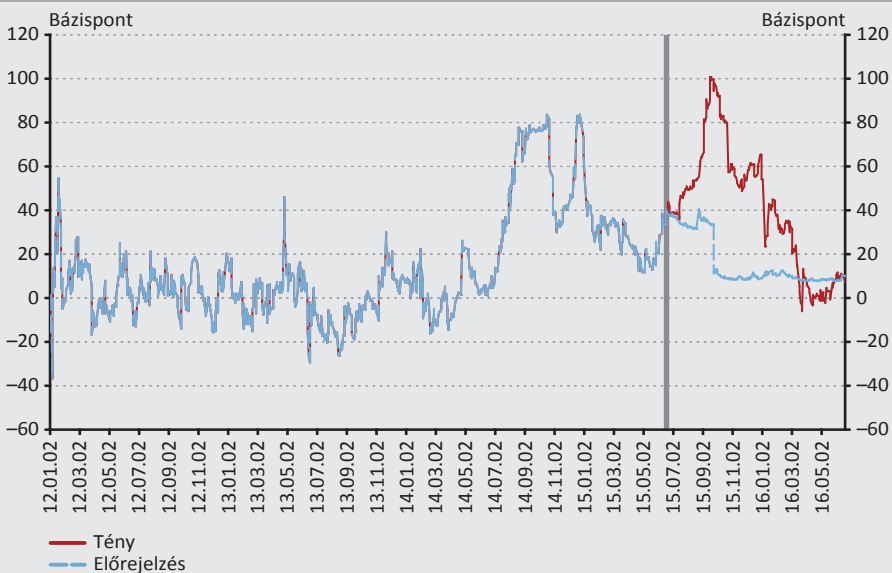
- DUMMY2: önffinanszírozás dummy, 2014. 08. 06.–2015. 06. 01. között vesz fel 1-et (betétesítés). Szignifikánsan növeli a szpredet. Tehát a betétesítés hatására nőhetett a DKJ-kereslet, megfelel az intuíciónknak.
- DUMMY3: önffinanszírozás dummy, 2015. 06. 02.–2015. 09. 22. között vesz fel 1-et (önffinanszírozás 2.0 meghirdetése). Szignifikánsan növeli a szpredet. Tehát a program 2. szakaszának bejelentése is lefelé húzta a DKJ-hozamokat, ami megfelel az intuíciónknak.
- DUMMY4: önffinanszírozás dummy, 2015. 09. 23.–2016. 01. 11. között vesz fel 1-et (három hónapos betét). Ez erősen korrelál a POLICY_TENOR változóval, ezért nem szerepel a regresszióban.)
- DUMMY5: önffinanszírozás dummy, 2016. 01. 12.–2016. 04. 05 között vesz fel 1-et (önffinanszírozás 3. szakaszának meghirdetése). Szignifikánsan növeli a szpredet, ami szintén megfelel az intuíciónknak.
- DUMMY6: önffinanszírozás dummy, 2016. 04. 06.–2016. 05. 09. között vesz fel 1-et (kéthetes betét kivezetése). Inszignifikáns.
- DUMMY7: önffinanszírozás dummy, 2016. 05. 10-től vesz fel 1-et (IRS tenderek kivezetésének meghirdetése). Szignifikánsan növeli a szpredet. Ez összhangban lehet az intuícióval, hiszen az MNB már nem ösztönzi a hosszú állampapírok vásárlását, ezért a DKJ-k felé terelődik a kereslet.
- Autoregresszív és mozgóátlagolású tagok: mind szignifikáns együttthatójú. Az AR és az MA tagokból is legfeljebb 4-et szerepeltettünk, és az így becsült regressziók közül az ARMA (4;2) bizonyult a legjobbnak (a bayesi információs kritérium és a korrigált R^2 , valamint a mintán kívüli előrejelzés alapján is).

A maradéktag heteroszkedasztikus volt, ezért a HAC (Newey-West) módszerrel becsültük az egyenletet. A korrigált R^2 96%, ami jó illeszkedést jelent.

I. ábra
Az FRA–DKJ-különbözet alakulása



II. ábra
Az FRA–DKJ-hozamkülönbözet mintán kívüli előrejelzése az utolsó egy évre (bázispont)



Megjegyzés: $RMSE = 35,81232$.⁸

⁸ RMSE = root mean squared error (átlagos négyzetes hiba gyöke).

B. A hosszú állampapírhozamok változásának magyarázata

A függő változók a 3, 5 és 10 éves forint benchmark államkötvényhozamok bázipontban kifejezett, napi változásai. Mindhárom futamidő elemzését indokolja, hogy az MNB ezeken a futamidőkön hirdetett meg IRS tendereket. A mintaidőszak kezdete 2013. jan. 1., így az Önfinszírozási program kezdetét megelőző elegendően hosszú kontrollidőszak áll rendelkezésre. A mintaidőszak vége 2016. július 7., az utolsó IRS tender időpontja.

A vizsgált magyarázó változók és használatuk motivációja:

- IRS: a jegybanki IRS tendereken allokált mennyiség kötésnap szerint (forrás: MNB). Nem teszünk különbséget futamidők szerint, mivel az IRS-ek feltételének teljesítése érdekében tartott értékpapír-portfólió egyes eszközeinek futamidejére vonatkozóan nincsen külön megkötés.
- EMBI: JP Morgan Emerging Market Bond Index mint a kockázatvállalási hajlandóság proxyja (Forrás: Thomson Reuters Datastream). Gadanecz et al. (2014) is ezt a mutatót használja a hazai devizában denominált hozamok egyik magyarázó változójaként.
- 3YEUR/5YEUR/10YEUR: 3/5/10 éves euro AAA minősítésű állampapírhozam mint a kockázatmentes hozam proxyja (forrás: EKB). Pl. Ebeke–Lu (2015) szintén használt fejlett piaci kötvényhozamot a hazai devizában denominált, feltörekvő piaci hozamok magyarázatához.
- 3M: 3 hónapos DKJ benchmark hozam, mellyel az alapkamatra, illetve az alapkamatra vonatkozó várakozásokra kontrollálhatunk (forrás: ÁKK). Ebeke–Lu (2015) például alapkamatot használ negyedéves frekvencián, napi frekvencián a piaci hozamot megfelelőbbnek tartjuk.
- IMPL: 6 hónapos forint/euro FX-swap hozamok implikált forintkamata. Növekvő implikált kamat növeli az FX-swap ügyletekkel történő fedezés költségét. 6 hónapos futamidőt használunk, ami kevésbé zajos, mint a rövidebb futamidők (forrás: Bloomberg).
- 3YSZPRED/5YSZPRED/10YSZPRED: 3/5/10 éves kamatswapszpred, állampapírhozam és kamatswaphozam különbsége (forrás: Bloomberg). Az állampapírok likviditási prémiumának közelítésére használjuk, ilyen célból használja Aussenegg (2016) is.
- EUR: forint/euro árfolyam fixing. Az árfolyam leértékelődésével párhuzamosan a külföldiek magasabb hozamot várhatnak el (forrás: MNB). A kötvények árfolyam-kockázati prémiumaként devizaárfolyamot használ többek között Gadanecz et al. (2014).

- CDS: 5 éves, Magyar Államra vonatkozó CDS. Az államkötvények nemfizetési prémiumaként alkalmazott proxy mutató (forrás: Thomson Reuters Datastream). A lengyel hozamok modellezéséhez használja Ebeke–Lu (2015).
- 3YPOL/5YPOL/10YPOL: 3/5/10 éves lengyel államkötvényhozam, mellyel a regionális faktorokra kontrollálhatunk (forrás: Thomson Reuters Datastream).
- BEJEL1: Önfinszírozási program 1. szakasza, 2014. 04. 24.–2015. 06. 01. között értéke 1.
- BEJEL2: Önfinszírozási program 2. szakasza, 2015. 06. 02.–2016. 01. 11. között értéke 1.
- BEJEL3: Önfinszírozási program 3. szakasza, 2016. 01. 12.–2016. 07. 07. között értéke 1.

A hozamokból származtatott változóknál a függő változóval megegyező futamidőt használunk, a többi esetben a paraméterek összehasonlíthatósága érdekében egy kitüntetett futamidőt.

II. táblázat			
A becslt regresszió			
Függő változó: 3/5/10 éves hozam			
Módszer: Legkisebb négyzetek			
Minta: 2013/01/03 - 2016/07/07			
Megfigyelések száma: 784 / 782 / 831			
Newey-West HAC sztenderd hibák és kovariancia			
	3 éves hozam	5 éves hozam	10 éves hozam
Policy változók			
BEJEL1*IRS	-0,077*** (0,028)	-0,11*** (0,025)	-0,123*** (0,036)
BEJEL2*IRS	–	-0,018* (0,01)	–
Globális változók			
D(EMBI)	0,248*** (0,074)	0,294*** (0,095)	0,344*** (0,101)
BEJEL1*D(EMBI)	-0,282*** (0,09)	-0,286*** (0,108)	-0,294** (0,119)
BEJEL2*D(EMBI)	-0,186** (0,084)	-0,224** (0,106)	-0,241** (0,111)
BEJEL3*D(EMBI)	-0,358*** (0,081)	-0,37*** (0,108)	-0,471*** (0,116)
D(3YEUR) \ D(5YEUR) \ D(10YEUR)	0,455*** (0,114)	0,635*** (0,099)	0,546*** (0,095)

A táblázat a következő oldalon folytatódik

A II. táblázat folytatása

	3 éves hozam	5 éves hozam	10 éves hozam
BEJEL2*[D(3YEUR) \ D(5YEUR) \ D(10YEUR)]	-0,333** (0,13)	-0,296** (0,116)	-0,212** (0,106)
BEJEL3*[D(3YEUR) \ D(5YEUR) \ D(10YEUR)]	–	-0,513** (0,231)	-0,441*** (0,169)
Hazai változók			
D(3M)	0,18*** (0,036)	0,128*** (0,038)	–
D(IMPL)	0,362*** (0,072)	0,236*** (0,042)	0,25*** (0,053)
BEJEL1*D(IMPL)	-0,312*** (0,088)	-0,118* (0,069)	-0,122* (0,074)
BEJEL2*D(IMPL)	-0,335*** (0,08)	-0,155** (0,065)	-0,149** (0,072)
BEJEL3*D(IMPL)	-0,222** (0,094)	–	–
D(3YSZPRED) \ D(5YSZPRED) \ D(10YSZPRED)	0,657*** (0,062)	0,68*** (0,043)	0,716*** (0,032)
BEJEL1*[D(3YSZPRED) \ D(5YSZPRED) \ D(10YSZPRED)]	0,183** (0,081)	0,17*** (0,065)	–
BEJEL3*[D(3YSZPRED) \ D(5YSZPRED) \ D(10YSZPRED)]	–	–	-0,196* (0,106)
D(EUR)	1,132*** (0,189)	1,521*** (0,242)	1,654*** (0,276)
BEJEL1*D(EUR)	–	-0,576* (0,329)	-0,66* (0,361)
BEJEL2*D(EUR)	-0,893*** (0,277)	-1,214*** (0,364)	-0,91** (0,41)
BEJEL3*D(EUR)	–	-1,393** (0,686)	-1,417** (0,642)
D(CDS)	0,202*** (0,035)	0,224*** (0,046)	0,253*** (0,047)
BEJEL2*D(CDS)	-0,195* (0,115)	–	–
Regionális változó			
D(3YPOL) \ D(5YPOL) \ D(10YPOL)	0,391*** (0,076)	0,296*** (0,061)	0,356*** (0,075)
Korrigált R-négyzet	0,669	0,657	0,673
Zárójelben a becült sztenderd hibák. ***,**: 1, 5 és 10 százalékon szignifikáns koefficiens. A D() operátor napi változást jelöl. Mértékegység bázispont, kivéve IRS (milliárd forint) és EUR (forint).			

Az eredmények interpretációja:

- A program első szakaszában az IRS tendereken allokált mennyiséggel párhuzamosan a hozamok minden lejáraton csökkentek. A második szakaszban csak az 5 éves hozamra lett szignifikáns a hatás.
- A globális, hazai és regionális változók paramétereinek mindegyike szignifikáns és a vártnak megfelelő, pozitív előjelű.
- A globális és a hazai változók dummy változókkal vett keresztszorzata a legtöbb változóra és a szakaszok többségében negatív lett. Ez azt jelenti, hogy az Önfinszírozási program egyes szakaszaira becsült paraméterek (a keresztszorzat nélküli és az adott keresztszorzattal együtt vett két paraméter összege) kisebbek lettek, mint a program bevezetése előtti időszakban.⁹ A legtöbb paraméter becsült értéke nulla közelébe csökkent az Önfinszírozási program egyes szakaszaiban, tehát a kockázati tényezőkre való érzékenység nagyrészt megszűnt. Egyes változóknál a csökkenés mértéke nagyobb volt a 2. és 3. szakaszban, mint az elsőben, azaz a hatás erősödött.
- A 3 hónapos DKJ-hozam a 3 és 5 éves államkötvényhozam regressziójában lett szignifikáns, a 10 éves hozam esetében – vélhetően a hosszabb futamidő miatt – nem.
- A magyarázóerő mindegyik regresszió esetében 2/3 körüli, és a váltók közül a legnagyobb magyarázóereje a kamatswapszprednek volt.

Az Önfinszírozási program hozamhatásának becslése:

- A közvetlen hatást az IRS-változó és a becsült paraméterek szorzatával számszerűsítjük. Az 1. szakaszban allokált IRS-ek mennyisége közel 450 milliárd forint, míg a 2. szakaszban 860 milliárd forint volt.
- A közvetett hatást négy változó – EMBI, euro állampapírhozam, kamatswapszpred és CDS – értékei és az Önfinszírozási program különböző szakaszaira becsült paraméterek alapján becsüljük.
- Az EMBI és az euro állampapírhozam esetén azt feltételezzük, hogy a paraméterértékeknek a vizsgálat egyes szakaszaiban kimutatható csökkenését az Önfinszírozási program okozta. A feltételezést arra alapozzuk, hogy a lengyel hozamokra ugyanezeket a regressziókat megbecsülve a keresztszorzatok az esetek túlnyomó részében inszignifikánsak lettek, így a paraméterek csökkenését valamely ország-specifikus tényező okozhatta; a legjelentősebb, hazai állampapírpiacot érintő változás pedig az Önfinszírozási program bevezetése volt.

⁹ Kivéve a kamatswapszpred együtthatója, ami az 1. szakaszban emelkedett a korábbi időszakhoz képest.

- A paraméterek Önfinszírozási program előtti időszakhoz viszonyított csökkenése, valamint az EMBI és az euro állampapírhozam változása alapján becsülhető, mennyivel változott volna az állampapírhozam, ha nem módosultak volna a paraméterek.¹⁰ Az EMBI az 1. és a 2. szakaszban nőtt, így a becsült hozamhatás negatív, a 3. szakaszban viszont csökkent, így a becsült hozamhatás pozitív. Az euro állampapírhozam mindegyik szakaszban csökkent, ugyanakkor csak a 2. és 3. szakaszban változott szignifikáns mértékben a paraméter.
- A kamatswapszpred és CDS esetén a becslés abból indul ki, hogy e két tényező az állampapírok likviditási és nemfizetési kockázatát tükrözi. A likviditási prémium illetve a kamatswapszpred esetében azért feltételezzük, hogy annak csökkenése az Önfinszírozási programhoz kötődött, mivel a vizsgált időszakban azt figyeltük meg, hogy a külföldi szereplők jelentős államkötvény-eladása a korábbinál kisebb hozamhatással bírt; a hazai szereplők stabilizálták a kötvényárfolyamokat, ami a piac likviditásának javulására utal (a külföldiek állampapírpiaci aktivitásáról lásd a kötet második fejezetét). A CDS esetében még tisztábban jelzi a program hatását, hogy a Fitch hitelminősítő 2016. májusi felminősítése mögött az egyik fő indok az Önfinszírozási program külső sérülékenységet csökkentő hatása volt (FitchRatings, 2016). A döntést a piacok már korábban beárazták, ami csökkentette a hazai CDS-felárat.
- A kamatswapszpred és CDS hatását úgy számszerűsítettük, hogy azokban a szakaszokban, amikor e változók csökkentek, a vizsgált időszakra vonatkozó paraméterrel (a keresztszorzat nélküli és az adott keresztszorzattal együtt vett két paraméter összegével) beszoroztuk a változók csökkenését. Azon szakaszokban viszont, amikor e két változó értéke emelkedett, nem feltételezzük, hogy azt a program okozta volna. A kamatswapszpredek például az 1. szakasz 20-40 bázispontos csökkenését követően a 2. szakasz során 30-45 bázisponttal emelkedtek, miközben az IRS tendereken értékesített mennyiség nagyobb is volt, mint az 1. szakaszban, és az IRS tendereken kialakult kamatok piacitól való átlagos eltérése hasonló volt a két időszakban.
- A 4 tényezőtől eredő teljes közvetett hatás becsült értéke futamidőtől függően 19-57 bázispont. A számszerűsítésnél figyelembe vettük, hogy az egyes szakaszokban eltérő lehetett a hatás iránya és mértéke. Bár a 2. és 3. szakaszban kaptunk pozitív előjelű hatásokat is, az eredmények értelmezésénél a teljes program hatását érdemes figyelni, mivel az egyes szakaszok hatása nem különíthető el, a szakaszok külön-külön való kezelése csak a számszerűsítéshez szükséges.

¹⁰ Hasonló feltételezés a többi változó esetén nem alkalmazható, mert csak a globális változókról, az euro állampapírhozamról és az EMBI-ről feltételezhetjük, hogy a program szempontjából egzogének, a többi változóra hathatott a program. Az EMBI-indexen belül a magyar államkötvényhozamok súlya elenyésző, 5 százalék körüli, így arra minimális hatást gyakorolnak a hazai folyamatok.

- A becslt hatás lineáris, azaz ha az Önfinanszírozási program például csak felerészben járult volna hozzá a paraméterek csökkenéséhez és a prémiumok mérséklődéséhez, akkor a becslt hatás feleakkora lenne, így a becslés egy felső korlátnak tekinthető.

III. táblázat			
A becslt közvetett hatás komponensei (bázispont)			
	EMBI		
	1. szakasz	2. szakasz	3. szakasz
3 éves hozam	-17	-18	25
5 éves hozam	-17	-22	26
10 éves hozam	-18	-23	33
	euro hozam		
3 éves hozam	-	6	-
5 éves hozam	-	5	27
10 éves hozam	-	1	37
	kamatswapszpred		
3 éves hozam	-35	-	-
5 éves hozam	-18	-	-8
10 éves hozam	-24	-	-1
	CDS		
3 éves hozam	-17	-	-1
5 éves hozam	-19	-	-1
10 éves hozam	-22	-	-1
	3 éves hozam	5 éves hozam	10 éves hozam
Összesen	-57	-27	-19
Az EMBI felár és a hosszú euro hozamok esetén a becslés az adott változók egyes szakaszokban bekövetkezett változásának és a becslt paraméter változásának szorzataként készült. A kamatswapszpred és a CDS esetén a becslés az adott változók egyes szakaszokban bekövetkezett változásának (ha az negatív) és az adott szakaszra vonatkozó becslt paraméternek a szorzataként készült.			

Az Önfinszírozási program hatása a hazai pénzügyi infrastruktúrára

Bodnár László – dr. Luspay Miklós

Absztrakt

Az MNB által 2014-ben elindított Önfinszírozási program intézkedései számos csatornán keresztül érintették a hazai fizetési rendszerben üzemelő rendszertagok likviditáskezelését. Az MNB irányadó eszközének 2014. augusztusi változtatásával (az MNB-kötvény betétesítése) a pénzforgalmi likviditás jelentős része kikerült az elfogadható jegybankképes fedezetek köréből, a választható tartalékráta eltörlése pedig számos bank számára csökkentette a pénzforgalom lebonyolítására szolgáló számlaegyenleget. A jegybanki lépésekhez való banki alkalmazkodás eredményeként a pénzforgalom számára rendelkezésre álló likviditás 2015 év végére ugyanakkor újból elérte a 2014 augusztusát megelőző szintet, így ez a rendszertagok által is biztonságosnak vélt állomány ismét stabilizálódott. Elemzésünkben részletesen bemutatjuk, hogy milyen módon alkalmazkodtak a fizetési rendszer szereplői az Önfinszírozási program egyes lépéseihez, és hogy az egyes fontosabb pénzforgalmi likviditási mutatószámok hogyan alakultak az intézkedéssorozat következtében.

1. A pénzforgalmi likviditás összetevői¹

Elemzésünkben az MNB által 2014-ben indított Önfinszírozási program pénzforgalmi hatásvizsgálatával foglalkozunk. Bemutatjuk, hogy a rendszertagok milyen eszközökkel, milyen módon alkalmazkodtak, hiszen az Önfinszírozási program egyes lépései a teljes pénzforgalmi likviditást érintették, annak minden elemében változást eredményeztek. Mielőtt azonban a konkrét hatásvizsgálatra rátérnénk, fontosnak tartjuk bemutatni a pénzforgalmi likviditás egyes összetevőit.

Ahhoz, hogy a hitelintézetek a fizetési és elszámolási rendszerekben² teljesíteni tudják fizetési megbízásaikat, elégséges likviditással kell rendelkezniük. A hazai fizetési rendszerek szempontjából meghatározó a VIBER, mivel mind a pénz-, mind pedig az értékpapírpiazi tranzakciók nagy része itt teljesül. A VIBER-résztvevő bankok esetén a pénzforgalmi likviditás két összetevőből áll: 1. az MNB-nél vezetett számlán lévő számlapénzállományból (számlaegyenleg), valamint 2. az MNB

¹ Részben: Bodnár et al. (2014) alapján.

² A hazai pénzügyi infrastruktúráról részletesen ld. az MNB Fizetési rendszer jelentés c. kiadványait. Honlap: <http://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/fizetesi-rendszer-jelentes>

kedvezményezettségével zároltatott jegybankképes értékpapír ellenében biztosított *hitelkeretből*. A pénzforgalom lebonyolítása elsősorban a VIBER-tag számlaegyenlegének felhasználásával valósul meg, azonban ha a hitelintézet MNB-nél vezetett számlaegyenlege nem elégséges ahhoz, hogy a fizetési forgalmát lebonyolítsa, akkor napközben a jegybanktól automatikusan napközbeni („*overdraft*”) hitelt vehet igénybe (ezt nevezzük hitelkeretnek), megfelelő jegybankképes értékpapír fedezete mellett. Fedezetként különböző (jegybankképes) értékpapírok szolgálhatnak, így pl. megfelelő minősítéssel bíró állampapírok, jelzáloglevelek, egyes vállalati kötvények. A napközbeni hitelkeret (megfelelő fedezet zárolása esetén) ingyenesen áll a bankok rendelkezésére – annak ára tulajdonképpen a zárolt fedezet lehetőségköltsége –, azonban ha azt nap végéig nem rendezik, akkor automatikusan átalakul napon túli, egynapos *overnight* hitellé, melynek már költsége van, többletkiadást okozva ezáltal az érintett banknak. A napközbeni overdraft hitel a napon belüli likviditás része és elsősorban pénzforgalmi célokat szolgál, míg a jegybanki egynapos hitel már a napon túli likviditás része, így nem feltétlenül kötődik a pénzforgalomhoz.

A napközbeni hitel fedezetét az MNB kedvezményezettségével zárolt értékpapír-állomány biztosítja. Fontos azonban megkülönböztetnünk egymástól a teljes *zárolt állományt* és azt az állományt, mely ténylegesen *pénzforgalmi célra felhasználható*. A teljes zárolt állomány ugyanis nemcsak a napközbeni hitelnek szolgál fedezetül, hanem többek között az MNB monetáris hiteleinek, valamint a Növekedési Hitelprogram (NHP) által folyósított hitelek egy részének is. A teljes zárolt állomány tehát egy bővebb, nagyobb halmaz és annak csupán egy része az, amely ténylegesen fedezetül szolgál a napközbeni overdraft hitelnek (1. ábra). A hazai fedezetkezelési gyakorlat ún. *összevont állományi („pool”)* alapon működik, ami azt jelenti, hogy egyetlen állományban van összegyűjtve az összes, jegybank számára elfogadható értékpapír, melynek fedezete mellett vehet fel adott bank hitelt, vagyis nincsenek az egyes zárolt értékpapírok külön-külön „megcímkézve”, hogy azok mire lettek felhasználva. Nem lehet tehát egy bizonyos célra zároltatni értékpapírt, hanem azok állománya együttesen biztosítja a fedezetet. Jegybanki szempontból az a fontos, hogy a fedezeti állomány értéke elérje a szükséges fedezeti összértéket. Ha például a monetáris műveletek és az NHP program a bank zárolt értékpapír-állományának 20 százalékát lefoglalja, akkor csak a fennmaradó 80 százalék áll rendelkezésre a napközbeni és a napon túli hitelek fedezetére.

A banki likviditáskezelési gyakorlatban egyedi szinten jelentős különbségek vannak. Egyes résztvevők gyakorlatilag csak számlaegyenlegük felhasználásával képesek teljes pénzforgalmukat gördülékenyen lebonyolítani, míg mások számára nem elégséges a számlaegyenlegük, hanem szükségük van az MNB által nyújtott napközbeni hitel igénybevételére. A résztvevők egyedi likviditáskezelési stratégiájától és mérlegfőösszegétől, illetve a mérlegükben szereplő jegybankképes értékpapírok állományától is függ, milyen arányban támaszkodnak számlaegyenlegükre, illetve

hitelkeretükre VIBER-forgalmuk teljesítése során. Napközbeni hitel felvétele elsősorban a kis mérlegfőösszegű, de nagy fizetési forgalmat lebonyolító bankok esetében jellemző. Általánosságban is megállapítható, hogy mivel a fizetési forgalom nagyságrendekkel meghaladja az egyes hitelintézetek nap eleji pénzforgalmi likviditását³, a hitelintézetek részéről aktív és hatékony likviditásmenedzsment szükséges ahhoz, hogy egy esetleges likviditáshiányos állapot ne okozzon fennakadást pénzforgalmuk lebonyolításában. A jegybankok éppen ezért világszerte (és Magyarországon is) számos eszközzel segítik a banki likviditáskezelést, hogy a bankok számára minden időpillanatban rendelkezésre álljon a pénzforgalom gördülékeny lebonyolításához szükséges likviditás. Ilyen eszköz például az egynapos overnight hitel nyújtása, az RTGS-monitor használatának biztosítása stb. Léteznek azonban egyéb olyan „endogén” eszközök is, melyek alkalmazásával a VIBER-rendszertag aktívan is képes változtatni pénzforgalmi célra felhasználható likviditását, így pl. addicionális értékpapír zárolásán, a hitelkeret-módosításán vagy éppen a tételidőzítés rugalmas alakításán keresztül.

Pénzforgalmi szempontból potenciális likviditásnak nevezzük azt az addicionális értékpapír-állományt, amely az egyedi banki mérlegekben szerepel, de nem került még zárolásra az MNB javára. Pénzforgalmi szempontból potenciális likviditás a VIBER-rendszertag MNB-nél vezetett pénzforgalmi számláján lévő számlaegyenleg, a jegybanki kedvezményezettséggel zárolt értékpapírok ellenében kapott napközbeni hitelkeret, valamint a hitelintézet mérlegében szereplő egyéb, opcionálisan zároltatható értékpapírok összessége. Vagyis a pénzforgalmi likviditáson felül ide tartozhatnak azon eszközök is, melyek adott pillanatban nem képezik a pénzforgalmi likviditás részét, de megfelelő banki döntés alapján könnyen azzá tehetők. Értékpapír esetében egyértelmű, miért tekinthető a potenciális likviditás részének, hiszen annak MNB javára történő zárolásával a likviditás azonnal módosítható. 2014 augusztusát követően, az MNB-kötvény betétesítésével azonban a betét jellegű eszközök aránya és értéke is lényegesen megnőtt. Ezen instrumentumok közvetlenül nem tekinthetők a likviditás és a potenciális likviditás részének, egyedi banki döntés függvényében viszont könnyen olyan formába konvertálhatók, ami már lehetővé teszi a pénzforgalmi likviditási célú felhasználást.

A hitelkeret módosításán felül a bankok a likviditás másik tényezője, a számlaegyenleg változtatásán keresztül is befolyásolhatják pénzforgalmi likviditásukat. A pénzforgalmi számlaegyenlegeket alapvetően a jegybanki tartalékkötelezettségi szabályok határozzák meg, vagyis hogy mekkora az elvárt szint, illetve hogy a kötelező tartalékszint felett történik-e kamatfizetés, vagy sem. 2015. december 1. előtt választható kötelező tartalékráta-rendszer működött, ahol a bankok dönthettek arról, mekkora tartalékrátát választanak – 2, 3, 4, illetve 5 százalékot –, ami az adott

³ A VIBER forgalma például 2015-ben 44-szerese volt a hazai GDP-nek.

hitelintézet tartalékalapjának szorzatával együtt adta ki a kötelező tartalékszintet, amit havi átlagban kell teljesíteniük a bankoknak. A ráta alapján kalkulált számlaegyenlegszinthez képest magasabb számlaegyenleget is tarthatnak a szereplők, erre a többletre azonban már nem kapnak kamatot, ráadásul 2016 áprilisa óta ezen egyenleg után negatív kamatot terhel az MNB, így ennek az opciónak az attraktivitása lényegesen kisebb.⁴ Jellemző, hogy a bankok a hónap elején túltartalékolnak (a kötelező szintnél magasabb számlaegyenleget tartanak), míg a hónap végén alultartalékolnak (a kötelező szintnél alacsonyabb számlaegyenleget tartanak), és így teljesítik a kötelezőtartalék-előírást.



2. A pénzforgalmi likviditási helyzetet befolyásoló jegybanki intézkedések 2013 és 2016 között

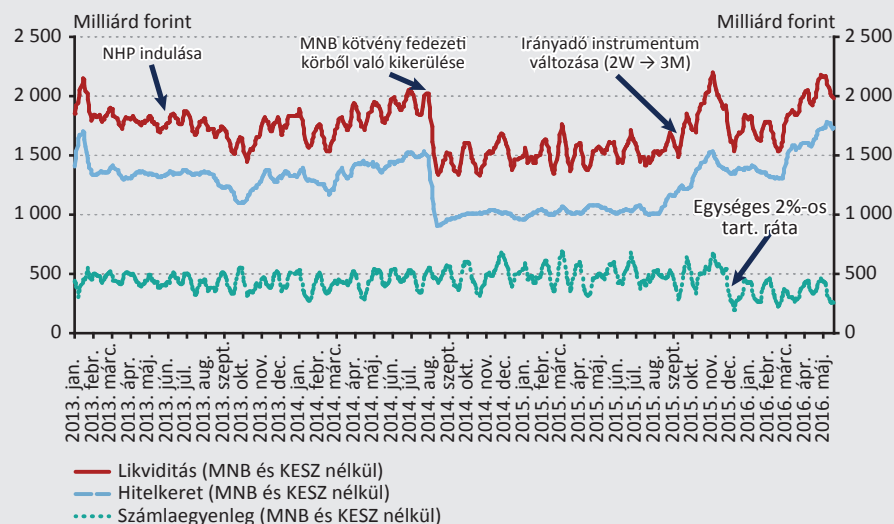
2.1. Az Önfinszírozási program intézkedései

A fizetési rendszer résztvevői rendszerszinten az elégséges likviditás szintjét a 2008-as válságot követően úgy határozták meg, hogy az a pénzforgalom lebonyolítására bőségesen elegendő legyen, így minden likviditást érintő jegybanki intézkedés után alkalmazkodás érzékelhető. Az Önfinszírozási program

⁴ Korábban az MNB a kötelező tartalékon felüli, „túltartalékolt” részre nem fizetett kamatot, ez azonban a módosítás után a következő képlet szerint változott: MIN [O/N betéti kamat; 0 százalék]. Vagyis az aktuális O/N betéti kamat és a 0 százalékos kamat közül az alacsonyabb érték lesz érvényes túltartalékolás esetén, tehát a jelenlegi kamatfolyosó-szerkezet mellett –0,05 százalék. Bővebben ld. később.

pénzforgalomra gyakorolt hatásvizsgálatánál a fizetési rendszerekben lévő likviditás rendszerszintű alakulását érdemes először elemeznünk, ehhez a 2013. január 1-je és 2016. május 31-e közötti idősort használtuk. Historikus adatok alapján elmondható, hogy aggregált szinten a rendszerszereplők pénzforgalmi likviditásuknak egy „kényelmes” szintjét igyekeznek tartani, amely mellett fizetési kötelezettségeiknek zavartalanul eleget tudnak tenni. Ez azt jelenti, hogy a rendszerben hozzávetőlegesen 2000 milliárd forint pénzforgalmi likviditás van, amelyből 500 milliárd forint számlapénz, a maradék 1500 milliárd forint napközi hitelkeret formájában áll rendelkezésre. A pénzforgalmi likviditás e megoszlása a 2008-as pénzügyi válságot követően alakult ki és stabilizálódott, azóta ha lényeges változás történt a jegybanki eszköztárban, akkor egy bizonyos idő elteltével a bankok ismét visszaálltak erre a rendszerszinten biztonságosnak tekinthető szintre (2. ábra).

2. ábra
Pénzforgalmi likviditás alakulása (számlaegyenleg és hitelkeret bontásban)
(2013–2016)



Forrás: MNB

2.1.1. A kéthetes MNB-kötvény betété alakítása (2014. augusztus)

2014 augusztusában az MNB-kötvény betétesítésének hatására a VIBER-résztevők jelentős állampapír-vásárlásba és -zárolásba kezdtek. Az elmúlt évek likviditást érintő fontosabb jegybanki lépései mind tetten érhetőek a pénzforgalmi likviditás, illetve annak összetevőinek alakulásában. 2014 augusztusában az Önffinanszírozási program keretében a kéthetes MNB-kötvény kikerült az elfogadható jegybankképes fedezetek köréből, a kötvény helyett pedig a kéthetes betét lett az MNB irányadó instrumentuma. Korábban az MNB-kötvény képezte aggregált szinten a fedezetek

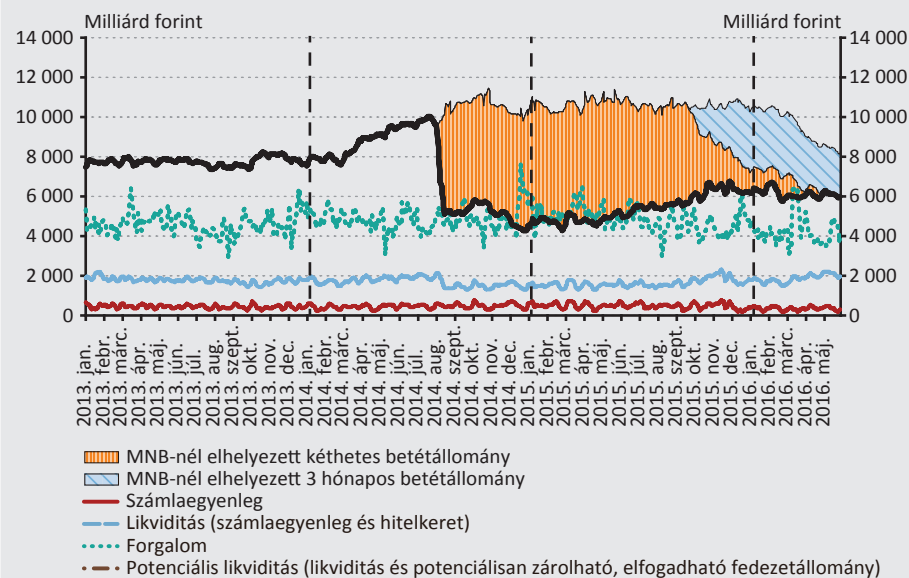
jelentős részét (átlagosan 43 százalékát), így a változtatás a bankrendszer nagy részét – a bankok közel 40 százalékát – alkalmazkodásra készítette, hiszen a forgalom érdekmében nem változott, miközben a fedezeti kör szűkült. A betétesítés következtében a pénzforgalmi likviditás rendszerszinten 2000 milliárd forintról mintegy 1350-1700 milliárd forintra csökkent. A fizetési rendszerben rendelkezésre álló és felhasználható likviditás mellett a potenciális likviditás egyaránt visszaesett a rendszerszintű VIBER-forgalom szintjére (3. ábra). Az alkalmazkodási folyamat azonban a jegybanksi kommunikációnak köszönhetően már jóval a tényleges betétesítés előtt elindult, a fedezetek köréből kieső eszköz helyettesítésére pedig érdemi állampapír-vásárlás kezdődött annak érdekében, hogy a bankok a korábban pénzforgalmuk lebonyolításához szükséges likviditási szintet fenn tudják tartani. A konverzió kapcsán felszabaduló likviditásnak tehát át kellett terelődnie máshova, ami elsősorban állampapírok vásárlásán keresztül valósult meg. Következésképpen a jegybanksi kedvezményezettiséggel zárolt állampapírok állománya 2013. január és 2016. május között mintegy 1800 milliárd forinttal nőtt (ld. később a 6. ábra felső grafikon).

A betétesítés a zárolt értékpapír-állomány összetételét jelentősen megváltoztatta, lényegesen megnövelve az állampapírok arányát. Amíg korábban a zárolt értékpapír-állománynak átlagosan 15-25 százalékát tette ki az államkötvény, addig az esz-köztár 2014. augusztusi módosítását követően ez az arány 45-50 százalékra bővült.

3. ábra

A VIBER-tagok számlaegyenlegének és likviditásának, potenciális likviditásának, valamint forgalmának alakulása

(2013–2016)



Forrás: MNB

A fizetési rendszerek likviditása szempontjából a magasabb állampapír-részarány a felhasználható likviditás szempontjából lényegesen kedvezőbb, mivel ezek hosszú lejáratú eszközök – szemben a korábbi kéthetes kötvénnyel –, így a teljes likviditási szint kevésbé volatilis és jóval kiszámíthatóbb. A fizetési forgalom számára rendelkezésre álló pénzforgalmi likviditás a gyors alkalmazkodás ellenére összességében szűkülte 2014-ben (3. ábra), de még így is megfelelő mértékű volt rendszer- és egyedi banki szinten egyaránt.

Bár a kéthetes betét közvetlenül nem képezte részét a pénzforgalmi likviditásnak, lejáratkor a fizetési forgalom fedezeteként ismét felhasználhatóvá vált. A kéthetes MNB-kötvény betétté alakítása nem szüntette meg a jegybanki eszköz iránti keresletet, hiszen az eszköz 2016. április végi kivezetéséig⁵ a VIBER-rendszertagok továbbra is aktívan használták. A betét már nem volt része a fizetési forgalom fedezetének számító állománynak, a potenciális likviditásnak ugyanakkor továbbra is részét képezhette, hiszen a lejáratot követően át lehetett alakítani olyan eszközzé, amely már elfogadható fedezetnek minősült. Az MNB kéthetes betétet két sorozatban lehetett elhelyezni – azok elcsúsztatva hetente jártak le –, így a betétként lekötött állomány egy része hetente ismét a fizetési forgalom fedezeteként felhasználhatóvá vált. Amennyiben a résztvevők potenciális likviditási szintjét kiegészítjük a rendszer szinten lekötött MNB-betétek állományával, akkor a potenciális likviditás trendje 2014 augusztusát követően emelkedést mutat (3. ábra).

2.1.2. Az irányadó eszköz futamidejének hosszítása

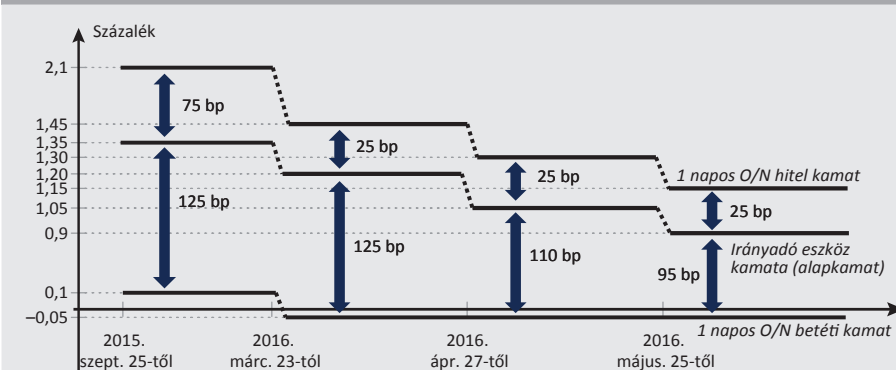
Az Önffinanszírozási program részeként 2015 szeptemberében a jegybank irányadó instrumentumának futamideje két hétről három hónapra nőtt, ami hatására az állampapír-vásárlás és az MNB javára történő zárolás tovább emelkedett. 2015 nyarán jelentette be az MNB, hogy újabb eszköztár-átalakítást tervez, melynek eredményeként 2015. szeptember 23-án a korábbi kéthetes betét helyett a három hónapos betét lett az MNB irányadó eszköze, továbbá a kéthetes betétállomány 2015 végével 1000 milliárd forintban maximálásra került. A három hónapos betét a kétheteshez hasonlóan nem tartozik az elfogadható jegybanki fedezetek körébe, így ad hoc jellegű, azonnali likviditási igény kielégítésére nem használható fel. A kéthetes betétállománya 2015 év végére a célul kitűzött plafon, 1000 milliárd forint alá csökkent, miközben a felszabaduló likviditást a résztvevők részben az új, három hónapos eszközbe, részben pedig állampapírba helyezték. A jelentős banki állampapír-vásárlásnak köszönhetően rendszerszinten a pénzforgalmi likviditás 2015 év végére meghaladta a betétesítés előtt jellemző 2000 milliárd forintos értéket (2–3. ábrák).

⁵ Az irányadó eszköz átalakításával a jegybank 2015. szeptember 23-tól aukciók keretében, korlátozott mennyiségben hirdette meg a kéthetes betétet annak 2016. április végi kivezetéséig.

2.1.3. A kamatfolyosó módosítása

Az alapkamat csökkentése, valamint a kamatfolyosó szerkezetének átalakítása következtében a jegybanki egynapos hitel kamata jelentősen csökkent, lényegesen olcsóbbá téve ezáltal a hiteleszközt. Az Önfinszírozási program keretében több lépésben változott meg a kamatfolyosó szerkezete. Korábban a jegybanki alapkamat ± 100 bázispont jelentette a kamatfolyosó széleit. A 2015. szeptemberi eszköz-tár-átalakítást követően a kamatfolyosó aszimmetrikus lett, annak alsó sávja 125 bázispont, felső sávja 75 bázispont szélessé vált. 2016 márciusában az alapkamat mellett ismét változott a kamatfolyosó szerkezete is. A kamatfolyosó alsó sávja maradt 125 bázispont, felső sávja azonban a korábbi 75-ről 25 bázispontra csökkent. A változtatások következtében az egynapos betéti kamat negatív lett, a jegybank által nyújtott egynapos hitel kamata szintén csökkent, lényegesen olcsóbbá téve ezáltal az egynapos hiteleszközt. Később, a 2016. áprilisi és májusi kamatcsökkentések során is változott a kamatfolyosó struktúrája: míg az egynapos jegybanki fedezett hitel kamatlába követte az alapkamat változását, az egynapos jegybanki betét kamatlába nem változott, és továbbra is a negatív sávban maradt (4. ábra). A kamatfolyosó átalakításával a bankok számára olcsóbbá vált az egynapos jegybanki hitel, ezáltal a napközi és a napon túli hitel közötti finanszírozási különbség csökkent. Ilyen kamatfeltételek mellett a bankok könnyebben dönthetnek úgy, hogy nem töltik fel nap végén a számlaegyenlegüket 0-ra (pl. bankközi piacról történő O/N hitelfelvételen keresztül), hanem inkább vállalják az immár jóval kisebb költségű egynapos jegybanki hitel terheit.

4. ábra
A kamatfolyosó szerkezetének változtatása



Forrás: MNB, saját szerkesztés

2.1.4. Az összes rendszertagra egységesen érvényes fix 2 százalékos tartalékráta bevezetése

A 2015. decemberi egységesen 2 százalékos tartalékráta bevezetése következtében az értékpapír-zárolások száma, valamint a napközibeli hitelkeret-használat egyaránt megnövekedett. 2015 decemberében az MNB bevezette a kötelező fix 2 százalékos tartalékráta-rendszert, melynek hatására a korábban magasabb tartalékrátát választó résztvevők átlagosan alacsonyabb számlaegyenleget kezdtek el beállítani az MNB-nél vezetett pénzforgalmi számláikon, hiszen az MNB a számlaegyenleg tartalékkötelezettségen felüli részére nem fizet kamatot⁶, így a túltartalékolás veszteséget eredményezne. A szabadon választott tartalékráta eltörlése miatt lecsökkent számlaegyenlegek miatt az értékpapír-zárolás és hitelkeret használat egyaránt megnövekedett 2015 utolsó hónapjában, ily módon korrigálták a bankok a kieső likviditásukat. A lecsökkent tartalékráta szint 16 résztvevőt érintett, melyek többsége az alkalmazkodás részeként megemelte hitelkeretét.

2.2. Az Önffinanszírozási program mellett a pénzforgalmi likviditást érintő egyéb hatások

A vizsgált időszakban az Önffinanszírozási program mellett több olyan intézkedésre is sor került, amelyek ugyancsak érintették a bankok pénzforgalmi likviditását. Ezek közül a következőkben az NHP-t és a BKR ciklussúritést mutatjuk be vázlatosan.

2.2.1. A Növekedési Hitelprogram (NHP) indulása 2013-tól

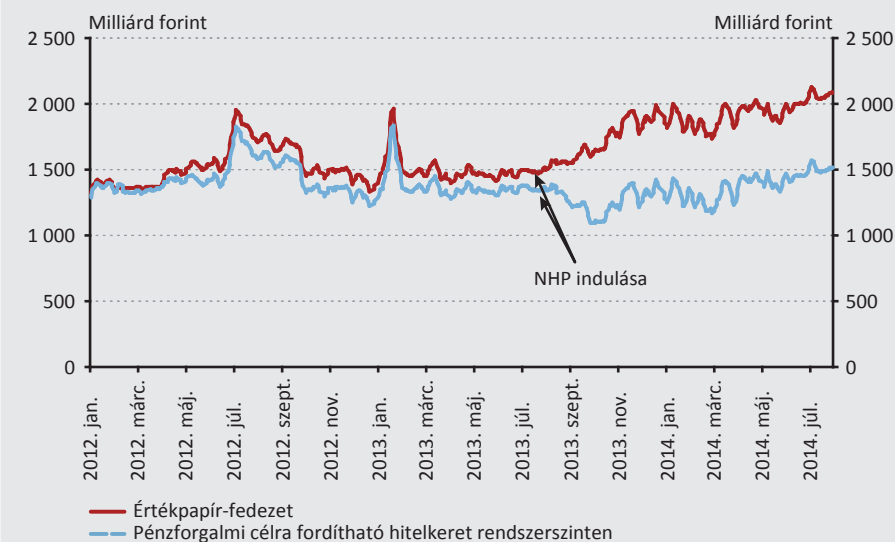
Az NHP indulását követően a pénzforgalmi célra felhasználható hitelkeret részaránya a teljes zárolt állományon belül fokozatosan csökkent 2013 második felében. 2013 közepén vezette be a jegybank hitelösztönző programcsomagját, amely a bankok számára megfelelő jegybankképes értékpapír fedezete mellett vehető igénybe, de magát a nyújtott hitelt is betehetik a bankok fedezetként. Korábban írtuk, hogy a jegybank javára zárolt értékpapír-állomány „pool” rendszerben működik, így gyakorlatilag az NHP is (részben) ugyanazt a likviditást használja, mint a pénzforgalom. 2013 második felében – mivel a zárolt állománynak egyre nagyobb részét foglalta le az NHP-hitelek fedezete – a pénzforgalmi célra fordítható hitelkeret részaránya a zárolt értékpapír-állományon belül fokozatosan csökkent. Míg korábban a zárolt fedezetek 90–95 százaléka volt pénzforgalmi célra ténylegesen felhasználható, addig az NHP bevezetését követően ez az arány az év második felére 65–75 százalékra esett vissza (5. ábra).

⁶ Továbbá – ahogyan már korábban jeleztük –, 2016 áprilisa óta az MNB negatív kamatot terhel a kötelező tartalék feletti egyenlegre.

5. ábra

A pénzforgalmi célra fordítható hitelkeret és a teljes zárolt értékpapír-fedezet kapcsolata

(2012–2014. július)



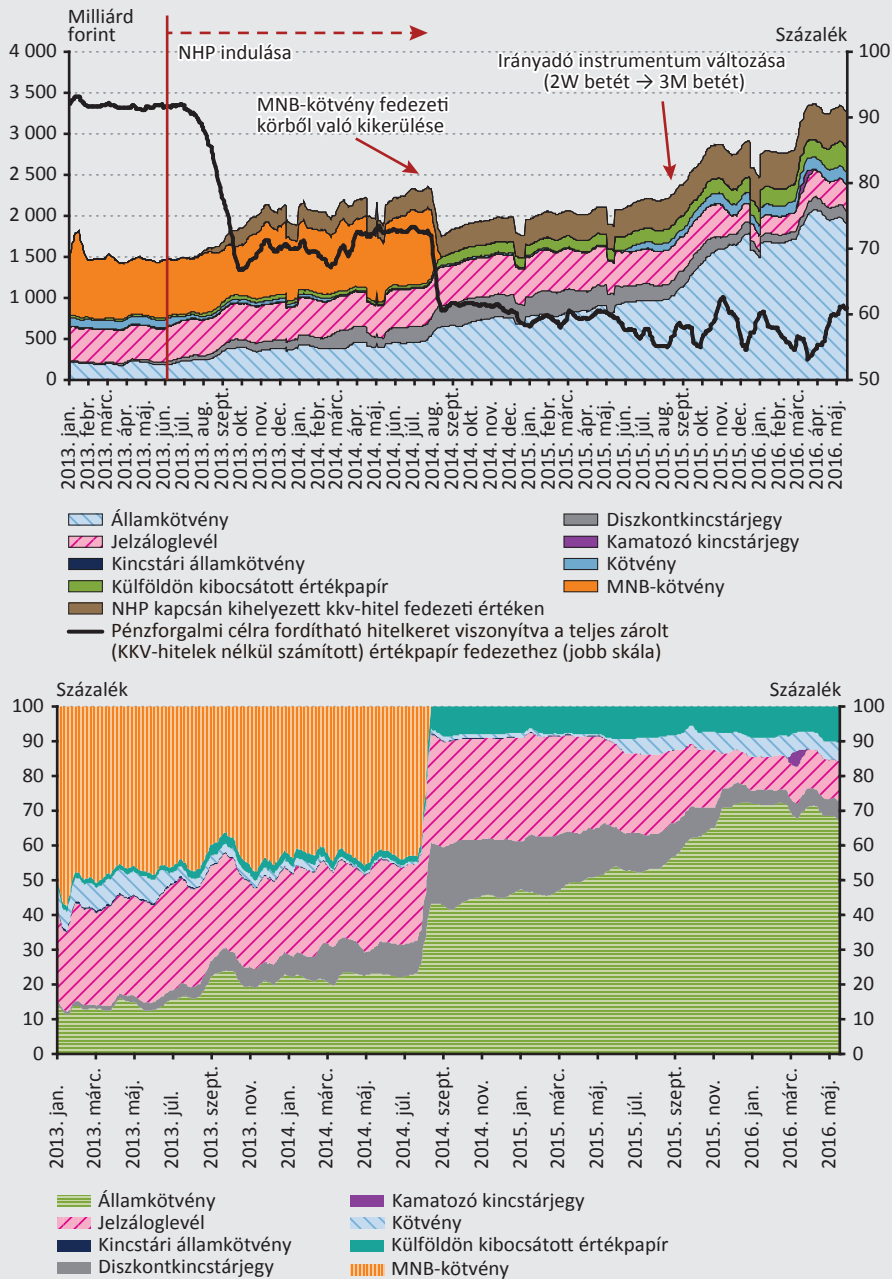
Forrás: MNB

Annak érdekében, hogy a bankok fenntartsák likviditásuk korábban meghatározott szintjét, 2013 augusztusától folyamatosan növelték a zárolt értékpapírjaik állományát, elsősorban diszkontkincstárjegyek és államkötvények zárolásával (6. ábra).

6. ábra

A pénzforgalmi célra fordítható hitelkeret állomány aránya a zárt értékpapír-fedezethez képest (felső ábra), valamint a zárt értékpapír-állomány alakulása és összetételének megoszlása (felső, illetve alsó ábrák)

(2013–2016. május)



Forrás: MNB

2.2.2. A BKR-ciklussűrítés bevezetése

A 2015. szeptemberi BKR-ciklussűrítés következtében csökkent az egy ciklusra jutó forgalom, segítve ezzel a bankok napon belüli likviditáskezelését. 2015. szeptember 7-től a korábbi 5 helyett 10-re bővült a napközbeni elszámolási ciklusok száma, aminek köszönhetően a BKR elszámolással kapcsolatos likviditási igény egyenletesebben oszlik el a nap folyamán. Míg korábban egy adott ciklusban átlagosan 54 milliárd forintnyi forgalom teljesült, addig 2015. szeptember 7-től ez közel megfeleződött, vagyis azóta mintegy 34 milliárd forintnyi tranzakció kerül kiegyenlítésre. A BKR-ciklussűrítésnek köszönhetően enyhült a napközbeni elszámolás kapcsán egy adott rendszertagot ciklusonként érintő likviditási igény, ennek megfelelően csökkent a napon belüli likviditási sokkok mértéke.

2.3. Az Önfinszírozási program fizetési rendszerekre gyakorolt hatásának bemutatása az egyes pénzforgalmi indikátorokon keresztül

Az Önfinszírozási program pénzforgalomra gyakorolt hatásainak elemzéséhez azokat az indikátorokat kell megvizsgálnunk, melyek alakulásából jól láthatóak és felismerhetőek a fizetési rendszerben zajló folyamatok. Felvigyázói minőségében a jegybank számos olyan mutatószámot használ, amelyek segítségével pontosan látni lehet, milyen folyamatok zajlanak le a fizetési rendszerekben, hogyan alakulnak a rendszerek kockázatai. Ha a likviditás nem elégséges a forgalom lebonyolításához, az könnyen tetten érhető, egyrészt a pénzforgalmi indikátorok alakulásában, másrészt pedig a különböző MNB által is nyújtott, likviditáskezelést segítő eszközök használatában. Megnőhet például a napon belüli zárolások száma/értéke, a VIBER-monitoron keresztül a likviditás nyomon követése aktívabbá válhat, az MNB körbetartozást lebontó algoritmusai révén teljesülhetnek bizonyos tranzakciók, módosulhat a benyújtott tranzakciók prioritása, hosszabb ideig vehetik igénybe a hitelkeretet a résztvevők stb. Az alábbiakban ezen mutatószámok alakulásán és a jegybank által nyújtott likviditáskezelési lehetőségek használatán keresztül mutatjuk be az Önfinszírozási program következtében megvalósult banki alkalmazkodási folyamatot.

2.3.1. A maximális hitelkeret-kihasználtság (MHKK) trendjének alakulása

A maximális hitelkeret-kihasználtság azt mutatja, hogy napon belül mikor használja a legnagyobb mértékben egy bank az MNB javára zárolt értékpapír-állományát fizetési forgalmának lebonyolításához. Az egyik legfontosabb mutatószám, amely a fizetési rendszer tagjainak likviditási helyzetét mutatja, az ún. *maximális hitelkeret-kihasználtság*, melynek segítségével azt lehet mérni, hogy napon belül legfeljebb mekkora részét használja fel egy bank a pénzforgalom számára rendelkezésre álló hitelkeretének. Ha pl. adott hitelintézet napon belüli legalacsonyabb számlaegyenlege +2 egység, akkor az MHKK 0 százalék, vagyis hitelkeret felhasználásra nem került sor. Ellenben, ha egy hitelintézet adott napi legkisebb számlaegyenlege -3 egység, hitelkerete pedig 10 egység, akkor az MHKK 30 százalék, vagyis fizetési

forgalmának lebonyolítása közben volt olyan időpillanat, amikor a rendelkezésre álló hitelkeretének 30 százalékát felhasználta. Mivel a mutató a napon belüli *legalacsonyabb* számlaegyenleget viszonyítja az adott időpillanatban rendelkezésre álló hitelkerethez, ez csupán egy pillanatfelvételnek számít. Arról az időpillanatról ad képet, amikor a bank rendelkezésre álló likviditását a legnagyobb mértékben megterhelte a fizetési forgalom, tehát likviditáskezelési szempontból a *szűk keresztmetszetet* vizsgálja. Fontos megjegyezni, hogy a maximális hitelkeret-kihasználtság mutatójában nem jelenik meg a bankok által a mérlegükben tartott és még nem zároltatott, de potenciálisan zároltatható értékpapír-állomány.

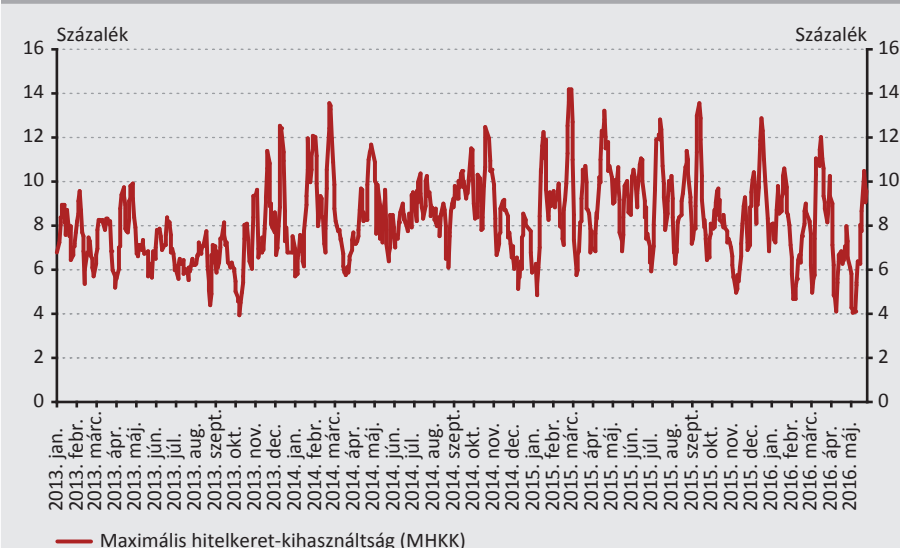
Az Önffinanszírozási program keretében végrehajtott jegybanki eszköztár-átalakítások idején az MHKK értékében rendszerszinten enyhe növekedés figyelhető meg, érdemi változás azonban nem volt tapasztalható 2014 és 2016 között (7. ábra).

A bankok jelentős része (átlagosan mintegy 70 százalékuk) nem, vagy csak elvétve használta hitelkeretét pénzforgalmának lebonyolításához, vagyis az eszköztár-átalakításnak rájuk nézve nem volt érdemi hatása. Ezek általánosságban a relatíve alacsonyabb mérlegfőösszeggel rendelkező, kisebb forgalmat generáló pénzügyintézetek. A tipikusan nagy forgalmat bonyolító, vagy a többi szereplőhöz képest magasabb mérlegfőösszeggel bíró rendszertagok esetén – amelyek korábban is aktívan éltek a jegybank által biztosított hitelkeret lehetőségével –, a kéthetes kötvény fedezeti körből történő kikerülése kapcsán lecsökkent hitelkeretszintek miatt a maximális

7. ábra

A maximális hitelkeret-kihasználtság alakulása rendszerszinten

(2013–2016)



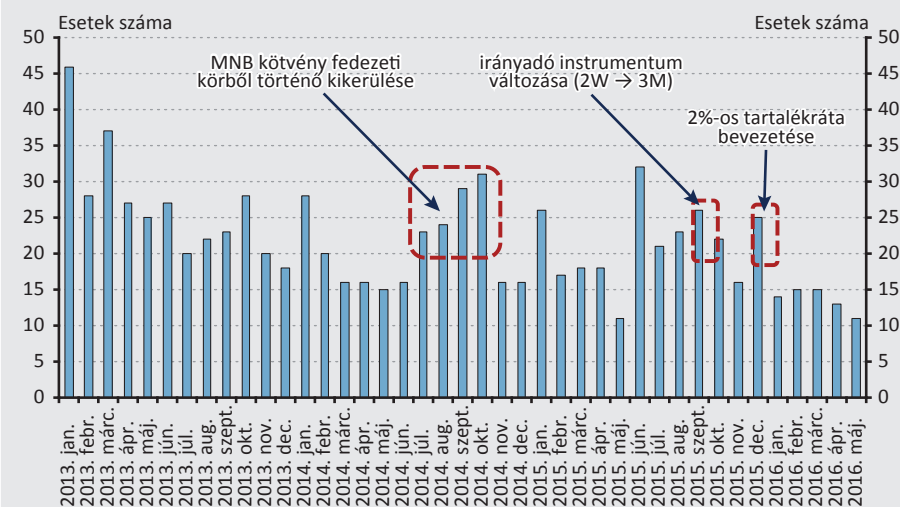
Forrás: MNB

hitelkeret-kihasználtság nőtt. Ez a növekmény ugyanakkor visszafogottnak tekinthető, hiszen az MHKK szintje a vizsgált időszakban végig 6 és 14 százalék között ingadozott aggregált szinten.⁷

Az eszköztár-átalakítások egyes lépéseinek hatására a 90 százaléknál magasabb MHKK-val jellemezhető esetek száma kismértékben nőtt, azonban hamar korrigálódott a korábbi szintekre. Amennyiben egy hitelintézetnél az MHKK értéke tartósan magas (pl. 90 százalék feletti), akkor ez arra utalhat, hogy előfordulhat olyan helyzet, amikor fizetési forgalmának teljesítéséhez nem fog rendelkezésére állni elégséges mennyiségű likviditás. Azon esetek száma, amikor az MHKK értéke meghaladta a 90 százalékot, kismértékű növekedést mutat az Önfinszírozási program egyes lépéseinek hatására. Az MNB-kötvény kivezetésének 2014. augusztusi életbe lépését közvetlenül megelőző, illetve az augusztust követő időszakban is nőtt a 90 százalékot meghaladó MHKK-val jellemezhető esetek száma, vagyis több esetben előfordult, hogy a VIBER-rendszertag hitelkeretét 90 százaléknál is nagyobb mértékben kihasználta napon belül. 2014 novemberére azonban már korrekció észlelhető, a folyamatos banki alkalmazkodásnak köszönhetően a 90 százaléknál magasabb MHKK-jú esetek számossága visszakorrigálódni látszik a korábban jellemző

8. ábra

A 90 százalék feletti maximális hitelkeret-kihasználtságú esetek száma⁸ a vizsgált időszakban



Forrás: MNB

⁷ Ezek átlagos értékek, tehát előfordulhatott olyan nap, amikor a tényleges hitelkeret-kihasználtság ezeket meghaladta.

⁸ Esetszám alatt a következőt értjük: adott hónapra vettük az értéknapokat, majd értéknapon belül vizsgáltuk azt, hogy hány rendszertag esetén volt 90 százalék feletti a maximális hitelkeret-kihasználtság. Ezeket az értékeket aggregáltuk adott hónapra.

szintekhez. Hasonló mértékű növekedés érzékelhető az eszköztár 2015. szeptemberi átalakításakor is, de az is jól látható, hogy az alkalmazkodásnak köszönhetően ezen értékek ekkor is gyorsan korrigálódtak, sőt 2016 januárjától 2013 óta nem látott kis számossággal fordulnak csak elő (8. ábra).

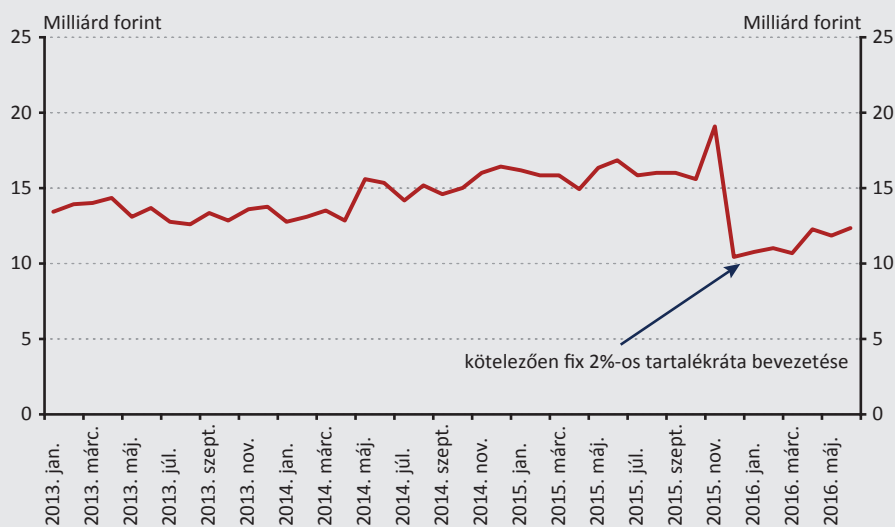
A vizsgált időintervallumban összesen 28 olyan rendszertag volt, melyek MHKK-ja legalább egyszer meghaladta a kritikus 90 százalékos küszöbértéket. Az érintett 28 résztvevő azonban nem egyforma mértékben járult hozzá a 90 százalékot meghaladó MHKK esetek számához, így a 2 legnagyobb VIBER-forgalmat lebonyolító szereplő a vizsgált esetek több mint 50 százalékában vette igénybe 90 százaléknál nagyobb mértékben a hitelkeretet. E két rendszertag tipikusan a legnagyobb fizetési forgalmat lebonyolító, aktív likviditásmenedzsmenttel bíró bankok közé sorolható, a többi rendszertag esetében érdemben nem nőtt a 90 százalék feletti MHKK-val jellemezhető esetek száma.

Mivel a magas MHKK-val üzemelő hitelintézetek jellemzően a legaktívabb pénzforgalmat lebonyolító rendszertagok is egyben, ezért a tartalékráta-szabály 2015. decemberi változása ezeket a bankokat érintette legnagyobb mértékben. A vizsgált 28 rendszertagból 12-nek érdemben csökkent a tartalékrátája, mivel a szabadon választható tartalékráta-rezsimben 2 százaléknál magasabb rátát választva határozták meg a havi szinten átlagosan tartandó számlaegyenlegük mértékét. A bevezetett

9. ábra

90 százalék feletti hitelkeret-kihasználtságú rendszertagok VIBER záró számlaegyenlegeinek átlaga, havi szintre aggregálva

(2013–2016)



Forrás: MNB

kötelező 2 százalékos ráta tehát esetükben egyértelműen likviditásszűkítést jelentett, azaz a korábbiaknál is nagyobb mértékben kellett a hitelkeretükre támaszkodniuk pénzforgalmuk lebonyolítása érdekében. Az érintett rendszertagoknak nem érte meg a kötelező tartalék megfelelésnél magasabb számlaegyenleget tartani, így számlaegyenlegük érdemben csökkent⁹ (9. ábra).

A tartalékrendszer-módosítás hatására nemcsak a napközben maximálisan igénybe vett hitelkeret nagysága, hanem a napközbeni hitelkeret-használat ideje is megnőtt. A folyamatos banki alkalmazkodásnak köszönhetően (állampapír-vásárlás, értékpapír-zárolás útján hitelkeretek növelése stb.) azonban a 90 százalék feletti MHKK-val bíró esetek számossága 2016 tavaszán ismét csökkent.

2.3.2. Az átlagos hitelkeret-kihasználtság trendjének alakulása

A maximális hitelkeret-kihasználtság mellett fontos likviditást mérő mutatószám az átlagos hitelkeret-kihasználtság, amely azt mutatja meg, hogy mennyi időt töltöttek a bankok a negatív számlaegyenleg állapotában fizetési forgalmuk lebonyolítása során. Az MHKK gyakorlatilag egy napon belüli „szűk keresztmetszetet” mutat, azt az időpontot, amikor a rendszer, illetve egy egyedi bank likviditásának igénybevétele a lehető legnagyobb mértéket éri el, míg az átlagos hitelkeret-kihasználtság ezzel szemben a banki pénzforgalmi működésről és gyakorlatról ad általános képet, miszerint a bankok a hitelkeretüket *milyen gyakran, átlagosan mekkora mértékben és milyen hosszan* veszik igénybe adott értéknapon.

Az Önfinszírozási program hatására kismértékben nőtt a napon belüli overdraft hitel értéke és időbeni hossza. A napon belül maximálisan igénybe vett hitelkeretek átlagos értéke 2013–2014-ben 245–250 milliárd forint környékén alakult rendszer szinten, az eszközt a résztvevők naponta átlagosan közel 2,5 órán keresztül használták.¹⁰ 2014 után a hitelkeret-használati szokások tekintetében enyhe változás érzékelhető. A résztvevők a hitelkeretüket likviditásmenedzsmentjükben aktívabban használták 2015-ben, a napi szinten igénybe vett hitelkeret értéke ugyanis 11 százalékkal (mintegy 26 milliárd forinttal) emelkedett 2014-hez képest, 2016 tavaszán pedig szintén hasonló mértékű növekedés tapasztalható. Amellett, hogy a hitelkeretek átlagos értéke nőtt, hosszabb ideig is támaszkodtak rá a hitelintézetek fizetési kötelezettségeik teljesítése során. Egynapos időablakra vetítve mintegy 20 perccel nőtt a hitelkeret-használat ideje 2015-re 2014-hez képest, 2015-ről 2016 tavaszára pedig hasonló mértékű növekedés volt tapasztalható. Összességében érdemi hatást azonban az eszköztár-átalakítás nem gyakorolt a hitelkeret-használatra, ami első sorban a gyors banki alkalmazkodásnak köszönhető (10. ábra).

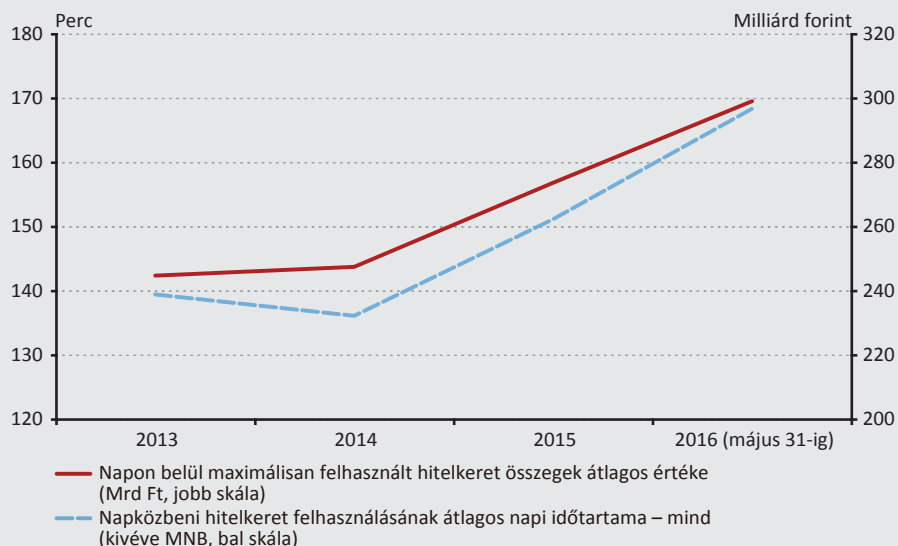
⁹ Ezt jelzi, hogy a 90 százaléknál nagyobb MHKK-val jellemezhető esetek száma nőtt 2015 decemberében.

¹⁰ Ezek az értékek csak azokra a bankokra vonatkoznak, akik pénzforgalmuk lebonyolítására ténylegesen igénybe is vették hitelkeretüket.

10. ábra

Napközbeni hitelkeret felhasználásának átlagos napi időtartama percben, illetve a napon belül maximálisan felhasznált hitelkeret összegek átlagos értéke, adott évre vetítve

(2013–2016)



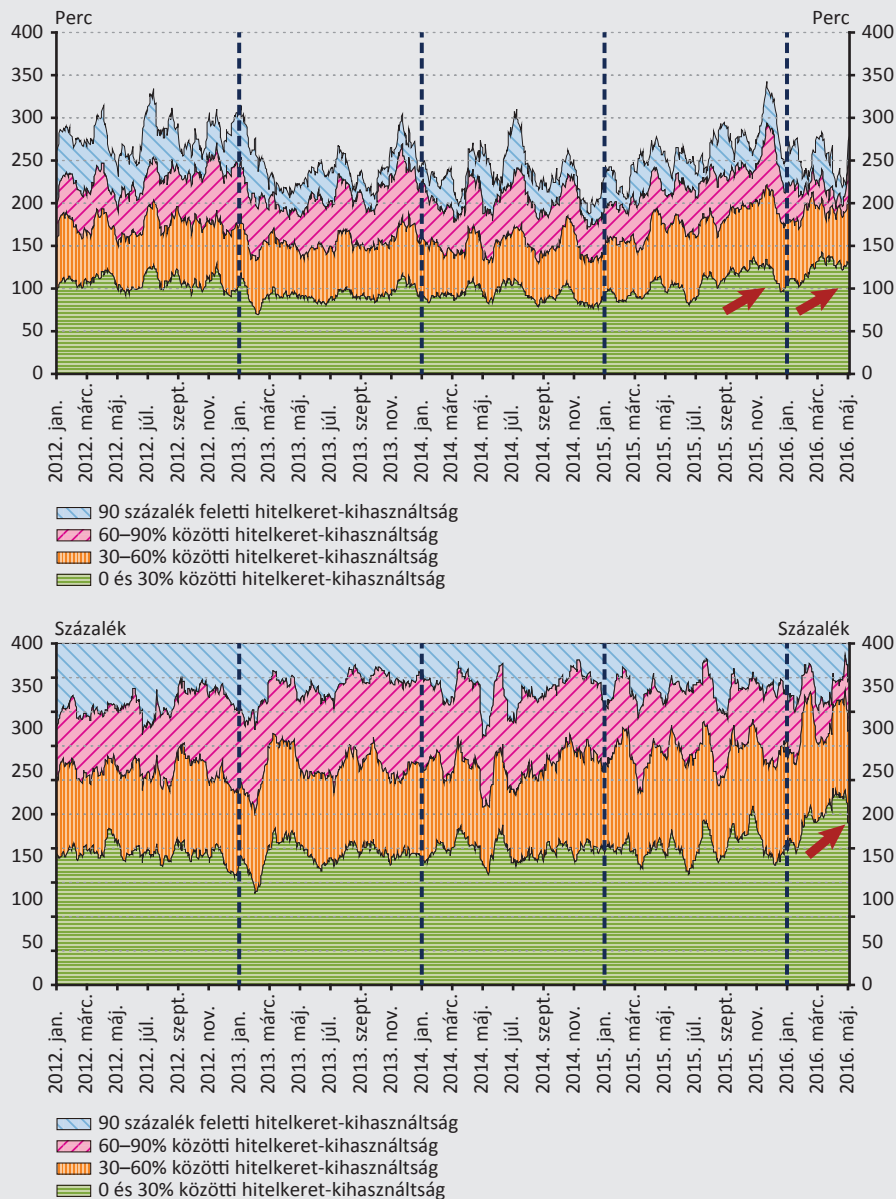
Forrás: MNB

A magas hitelkeret kihasználtságban töltött idő hossza sem az Önffinanszírozási program, sem pedig az NHP felfutásának következtében nem változott érdemben. Az átlagos hitelkeret-használat értelmezéséhez hasznos, ha sávokra bontjuk a különböző hitelkihasználtsági szinteket. Ezek alapján elkülöníthető a legfeljebb 30 százalékos, mérsékelt; 30–60 százalék közötti, közepes mértékű; 60–90 százalék közötti, nagymértékű; valamint a 90 százalék feletti, feszített hitelkeret-használat. A hitelkeret-használat ilyen bontása mellett részletesen meg lehet vizsgálni, hogy egy átlagos napon adott rendszertag mennyi ideig tartózkodik egy bizonyos hitelkeret-kihasználtság állapotában. Természetesen itt is a kritikusnak tekinthető, 90 százalék feletti hitelkeret-kihasználtságnak van igazán jelentősége, ami azt mutatja, hogy a rendszertag könnyen elérheti zártlított értékpapír-állományának maximumát. A kéthetes betét három hónapossá alakítását követően, 2015 második felében átlagosan mintegy 40 perccel növekedett az az időtartam, amikor a VIBER-részrtvevők hitelkeretüket *legfeljebb* 30 százalékos mértékben ugyan, de használták. Rendszer-szinten összességében mintegy 20 perccel nőtt a hitelkeret-használat ideje a 30–60 százalékos sávban 2015-ben, bár ez 2016 tavaszára korrigálódni látszik. Az igazán feszített, 90 százalékos és annál nagyobb mértékű hitelkeret-kihasználtság állapotában eltöltött idő hossza azonban érdemben nem változott az elmúlt években,

így összességében elmondható, hogy a jegybanki eszköztár változása és a növekvő NHP kihelyezés nem okozott jelentős változást a hitelkeret-használatban (11. ábra).

11. ábra

Adott hitelkeret-kihasználtság állapotában eltöltött napi átlagos időtartam
(MNB nélkül, felső ábra: percben, alsó ábra: százalékos megoszlásban, 2012–2016)



Forrás: MNB

A jegybank irányadó eszközének betétesítése miatt lecsökkent zárolt értékpapír-állomány és a megváltozott tartalékráta-szabályozás hatására a bankok nagyobb mértékben kezdték használni a hitelkeretüket, de ez egy esetben sem volt kritikus mértékű. A nagyobb hitelkeret-kihasználás természetes következménye az Önffinanszírozási program intézkedéseinek, mivel a teljes zárolt állomány értéke csökkent a betétesítést követően, ezért – változatlan forgalom mellett – ez csakis azzal járhatott, hogy a bankok nagyobb arányban kénytelenek hitelkeretükre támaszkodni pénzforgalmuk lebonyolításához. A hitelkeret-használatot az Önffinanszírozási program keretében módosított kötelező tartalékráta szintén ösztönözte, mivel ezzel az intézkedéssel a pénzforgalmi likviditás másik összetevője, a számlaegyenleg csökkent, amely változatlan forgalom mellett ugyancsak a hitelkeret-kihasználtság növekedéséhez vezetett. A bankok a tranzakciók jobb összehangolásával és időzítési „játékkal” képesek tovább enyhíteni, illetve „finomhangolni” hitelkeret-használatuk mértékét. Ezen felül, 2015 augusztusában a VIBER-üzemidő is módosult: a reggel 8 órai helyett 1 órával korábbi, 7 órai nyitásra váltott a rendszer, ami azt is jelenti, hogy több idő áll rendelkezésre a rendszertagoknak ugyanakkora forgalom teljesítésére, amely szintén enyhítheti a rendszertagok likviditásmenedzsmentjének feszítettségét, kedvezően hatva ezáltal a hitelkeret-kihasználtságra.

2.3.3. Jegybanki egynapos hitelfelvételek alakulása¹¹

Amennyiben egy VIBER-rendszertag nap végén negatív számlaegyenleggel zár, automatikusan egynapos overnight hitelt kap a jegybanktól. Ha egy bank napközben hitelkerete terhére teljesíti fizetési forgalmát, akkor az így kialakuló negatív számlaegyenleget legkésőbb nap végéig nullára fel kell töltenie. A napközben felhasznált hitelkeretet a VIBER-résztvevők tehát igyekeznek megszüntetni. Optimális eset az, ha elegendő mennyiségű bejövő tétel érkezik a hitelintézethez nap végéig, melynek finanszírozó hatása már elegendő lehet ahhoz, hogy a bank napközben elhasznált hitelkeretét rendezni tudja. Amennyiben a VIBER-résztvevő nem számít elégséges összegű bejövő tételre, akkor pénzforgalmi kötelezettségeinek teljesítéséhez O/N fedezetlen hitelt vehet fel a bankközi piacon, mely tehát szintén opció lehet a hiányzó likviditás megszerzésére. Ha így sem tud időben forrást találni a hitelintézet, akkor kapja a jegybank automatikus, fedezett hitelét. Exogén adófizetési sokkok esetén (amikor a Magyar Államkincstár irányába történik jelentős pénzkiáramlás a rendszerből) a rendszertagok kevésbé tudnak egynapos fedezetlen bankközi hitelhez jutni a piacon, ilyenkor jellemzően megnő a jegybank által biztosított egynapos fedezett hitelek számossága és összege.

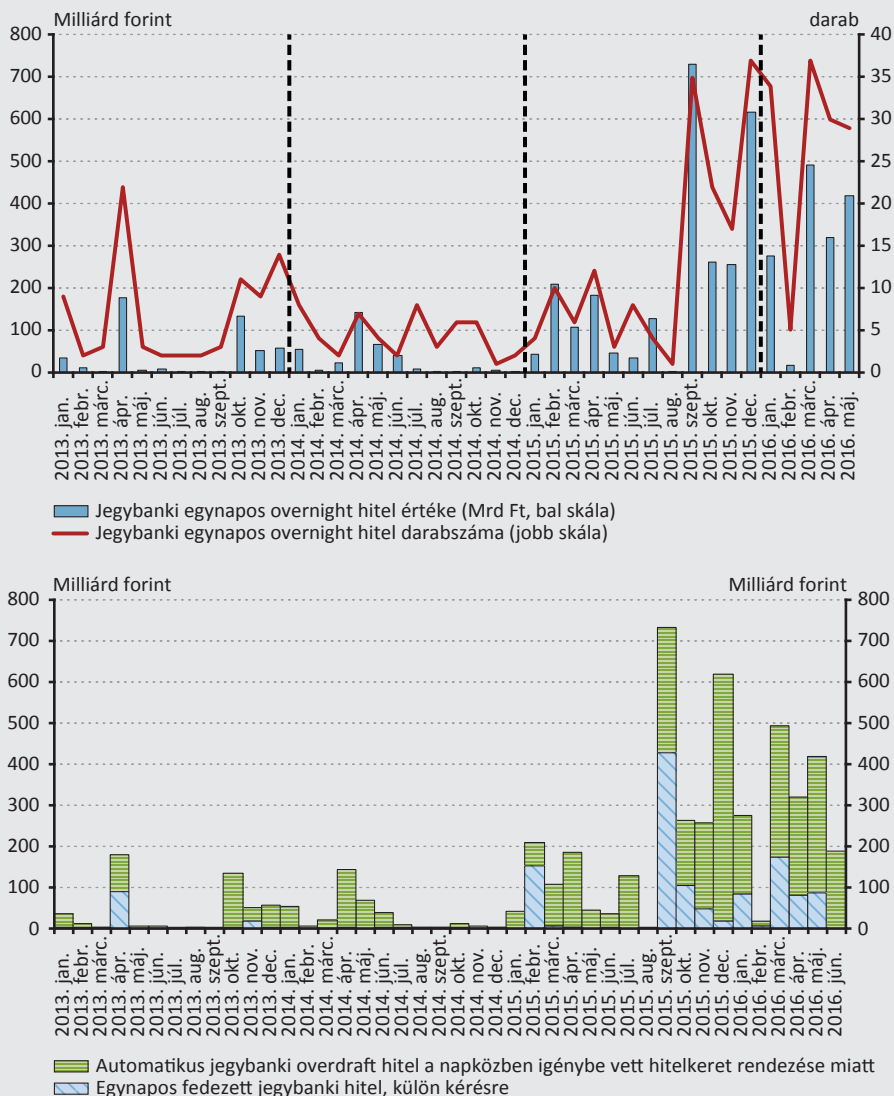
Az automatikusan nyújtott jegybanki overnight hitel mellett a VIBER-rendszertagoknak lehetőségük van egynapos hitelt felvenni külön kérésre is. Negatív nap végi számlaegyenleg mellett tehát a jegybank automatikusan egynapos fedezett

¹¹ Részben Bodnár et al. (2015) alapján

hitelt nyújt, melyet az érintett rendszertagnak legkésőbb másnap rendeznie kell. Ez a „normál”, sztenderd banküzemi folyamat része. Ezen automatikusan nyújtott hitel mellett ugyanakkor a bankoknak lehetőségük van *külön kérésre* is igénybe

12. ábra

Jegybanksi egynapos O/N hitelek számossága / értéke (felső ábra), jegybanksi egynapos fedezett hitelek megoszlása aszerint, hogy mekkora arányban volt rájuk szükség banküzemi okokból (hitelkeret igénybevétele miatt elégtelen napvégi számlaegyenleg feltöltése), avagy egyéb, külön speciális kérés kapcsán történtek-e (alsó ábra)



Forrás: MNB, 2013-2016-os adatok alapján

venniük az egynapos hiteleszközt. Ez azt jelenti, hogy bár a bank nap végi likviditási pozíciója nem indokolja a jegybanki hitel automatikus felvételét, egyéb okból mégis igénybe veszi azt (pl. tartalékrendszernek való megfelelés vagy egyéb üzleti megfontolások miatt).

A kamatfolyosó 2015. szeptemberi átalakítása után lényegesen nőtt mind az automatikusan, mind a külön kérésre nyújtott jegybanki overnight hitelfelvételek száma és értéke. Az Önffinanszírozási program keretében végrehajtott kamatfolyosó-módosítás 2015 szeptemberében nagymértékben hozzájárulhatott az O/N hitelfelvételek gyakoriságának és értékének növekedéséhez (12. ábra, felső grafikon). Az eszköz aktívabb igénybevétele 8 VIBER-résztvevőnek tulajdonítható. A módosítás hatására lényegesen olcsóbbá vált az MNB által nyújtott egynapos hitel, a jegybanki hiteleszközök kedvezőbb árazása révén a rendszertagok hatékonyabban tudták kezelni likviditásukat (Nagy – Hoffman, 2016), ami miatt csökkent a piacról történő hitelfelvétel attraktivitása is. Pénzforgalom szempontjából az alacsonyabb O/N hitelkamatok kevésbé feszített likviditásmenedzsmentre ösztönzik a VIBER-résztvevőket, hiszen az olcsóbb forrásköltség kisebb terhet jelent az egyedi intézmények részére. Az olcsóbb jegybanki egynapos hiteleszköz miatt tehát a fizetési rendszer résztvevői nem feltétlenül törekednek a napközben felvett overdraft hitel visszafizetésére. Az automatikusan nyújtott egynapos fedezett hitelek mellett azonban a külön kérésre igénybe vett jegybanki egynapos hiteligénylések számossága, illetve értéke is lényegesen megnőtt 2015 szeptemberében, illetve az azt követő hónapokban (12. ábra, alsó grafikon). Ezen hitelek felvételét nem feltétlenül a normál pénzforgalom indokolta – szemben a 2015 előtti időszakkal –, hanem jórészt egyéb üzleti döntések állhattak a háttérben. Míg korábban jellemzően pénzforgalmi okokkal is magyarázhatóak voltak az O/N hitelfelvételek (a bank nap végi forgalmát nem jól becsülte meg, vagy egyéb külső, nem várt hatások léptek fel, emiatt a bank nap végén negatív számlaegyenleget ért el, amelyet automatikus jegybanki hitelfelvételen keresztül tudott nullára zárni), addig az eszköztár-átalakítással és a kamatfolyosó aszimmetrikussá tételével ez a szempont háttérbe szorult (abban az esetben is előfordult jegybanki hitelfelvétel, ha pozitív záró számlaegyenleggel zárt a rendszertag). A hitelfelvételek kétharmadára jellemzően hónap vége felé kerül sor, ami összhangban van a korábbi tendenciákkal és a BKR-ben jelentkező (az adófizetési napokkal összefüggő) exogén hatásokkal, illetve a tartalékteljesítési szokásokkal (hónap eleji túltartalékolás, hónap végi alultartalékolás).

2.3.4. Sorban állás

Amennyiben egy rendszertagnak nincs adott pillanatban elégséges likviditása a nagy értékű fizetési rendszerekben, a teljesülésre váró tranzakciók sorba állításra kerülnek. Ha egy banknak nincs elégséges fedezete a számlaegyenleg és a hitelkeret (=likviditás) alapján egy adott tranzakció lebonyolításához, akkor a VIBER sorba állítja a megbízásokat, egészen addig, amíg a kérdéses bank ismét nem jut

elégséges likviditáshoz. A tranzakciók beküldését követően történik meg tehát a fedezetvizsgálat, amikor is kiderül, hogy az adott bank likviditása elegendő fedezetet biztosít-e a teljesítéshez. Egy bank ugyanis szembesülhet azzal a problémával, hogy kimenő tranzakcióinak nem tudja ezt a fedezetet biztosítani, így a tétel kiegyenlítése nem történik meg azonnal. Amint rendelkezésre áll a szükséges fedezet, a rendszer elkezd kiegyenlíteni a tételeket. A sorba került tranzakciók sorrendjén a rendszertag is módosíthat (pl. aktív prioritáskezelés útján, ld. később). A sorban állás önmagában nem feltétlenül okoz gondot, hisz ez a nagy értékű fizetési rendszerek velejárója. Inkább egyfajta indikátor arra vonatkozólag, hogy egyedi szinten a bankok hogyan működnek, milyen likviditáskezelési gyakorlatot preferálnak. Problémát a sorban állás alapvetően csak akkor okoz, ha rendszerszinten több résztvevőnél alakul ki. A körbetartozás elkerülése érdekében a VIBER folyamatosan monitorozza a sorba került tranzakciókat. Tízpercenként automatikusan lefut az ún. sorlebontó algoritmus, mellyel elejét lehet venni annak, hogy ha egy hitelintézet elégséges likviditás hiányában nem teljesíti a tranzakcióit időben, akkor egy másik hitelintézet pénzforgalmában is fennakadások jelentkezzenek.¹²

A hitelintézetek között jelentős különbségek vannak a sorban maradt tételek időtartama szerint, ami elsősorban nem konkrét likviditási helyzetükre, sokkal inkább eltérő likviditáskezelési gyakorlatukra vezethető vissza. Néhány bank esetén nem ritka az extrém, 7-8 órás sorban állás. Ez elsősorban a kis forgalmú, kevésbé professzionális likviditáskezeléssel rendelkező pénzügyintézeteknél fordul elő, ahol egy-egy váratlan és jelentős összegű tranzakció okozza a problémát. A magasabb szintű kockázatkezeléssel, jelentős forgalommal bíró hitelintézetek esetében a sorban állások ideje ugyanakkor ritkán haladja meg a két órát. A bankok többségénél a fizetési forgalom sorban állások nélkül, azonnal teljesül. Amennyiben sorban állásra kerül sor, akkor ez az állapot jellemzően rövid ideig marad fenn.¹³ Egyes tételek sorba állítása (és így lebontása) sok esetben egyedi banki döntéstől függ, azaz hogy mennyire tartja kritikussnak a bank az adott fizetési tranzakció teljesítését.

Az Önfinszírozási program intézkedéseinek hatására lényeges változás nem tapasztalható a nagy értékű fizetési rendszer sorban állásokra vonatkozó statisztikaiban. Bár a vizsgált időszakban lényegesen változott a likviditás szintje (és összetétele), pénzforgalmi szempontból a likviditás rendszerszinten továbbra is bőséges volt. Ezt jól jelzi, hogy a VIBER-ben teljesült összforgalomnak átlagosan mindössze 0-3,5 százalékát tették ki a sorban álló tételek az elmúlt 3 éves időablakban, ami nem jelent érdemi növekedést a korábbi időszakokhoz képest. A banki alkalmazkodásnak és a professzionális likviditáskezelési gyakorlatnak köszönhetően az Önfinszírozási

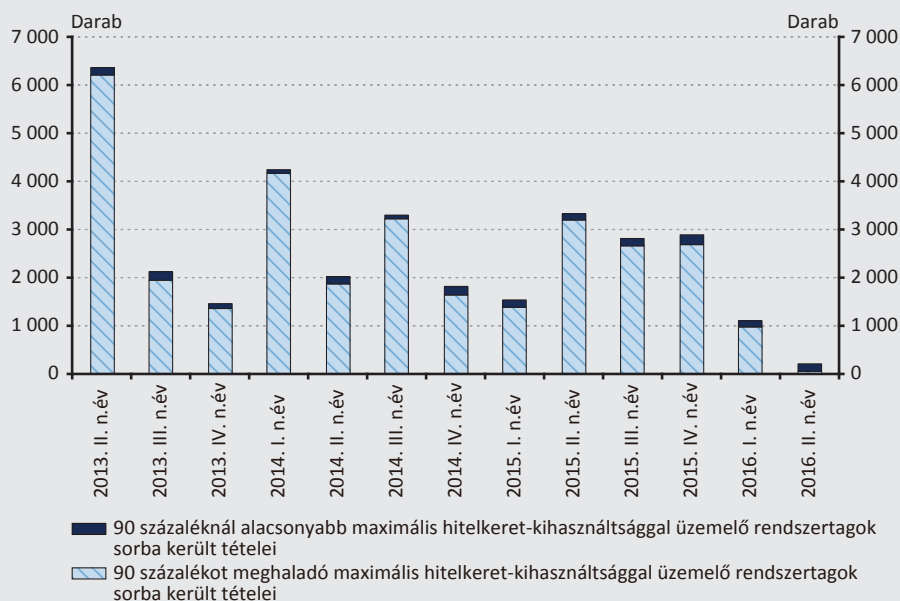
¹² A 2008-as válságot követően a pénzpiacokon kialakult jelentős bizonytalanság és turbulencia miatt az MNB sűrítette a körbetartozást lebontó alkalmazás futási gyakoriságát azért, hogy likviditásszűke esetén segítse a fizetési forgalom gördülékeny lebonyolítását.

¹³ A sorban állások többsége az MNB és a VIBER által biztosított likviditásegítő eszközök teljes körű használatával elkerülhető lett volna.

program intézkedései hatására a sorban állások száma érdemben nem nőtt a rendszerben, negyedéves bontásban sem mutat jelentős változást (13. ábra), sőt 2016 első negyedévében a sorban állások számossága az elmúlt 3 éves időablakot tekintve rekord alacsony szintre csökkent. A sorban állások jelentős (80 százalékot meghaladó) része a VIBER-rendszertagok egy szűk köréhez volt köthető. Az esetek döntő többségében treasury hiba állt a háttérben, ugyanis a bankok mérlegében lett volna elégséges jegybankképes értékpapír a fizetési forgalmuk zavartalan teljesítéséhez, annak zárolására azonban nem került sor.

13. ábra

Sorba került VIBER-tételek száma negyedéves bontásban



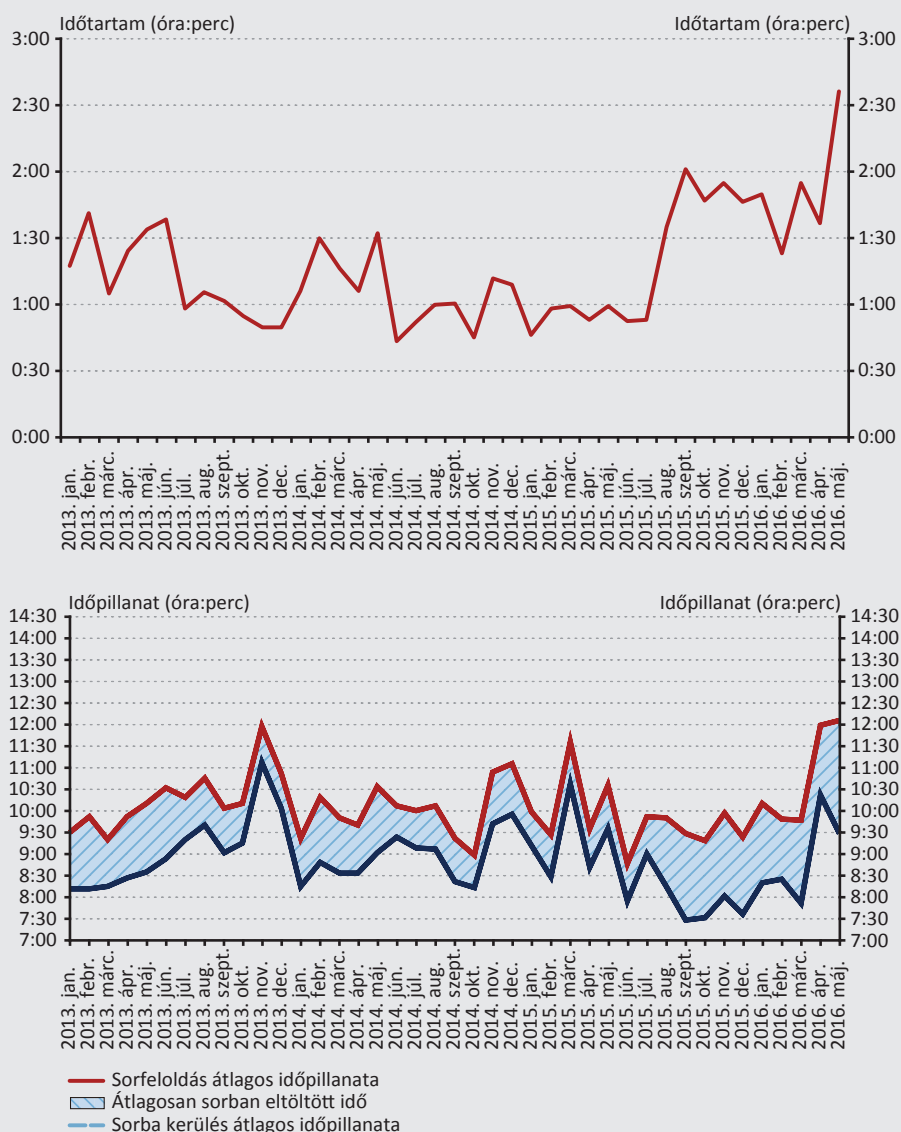
Forrás: MNB

Minimális számú esetben alakult ki körbetartozás, a sorban állások időtartama továbbra sem okozott fennakadást a fizetési forgalomban. A sorba került tranzakciók száma mellett fontos indikátor az is, hogy egyes tranzakciók mennyi ideig álltak sorban likviditáshiány miatt, mielőtt teljesültek. 2015 augusztusa előtt rendszerszinten mérve egy VIBER-tranzakció sorban töltött ideje átlagosan 1-1,5 órára tehető, ezt követően azonban ez a szint mintegy 50 perccel nőtt (14. ábra). A jelenség vélhetően a 2015. augusztusi VIBER-üzemidő hosszabbításnak köszönhető. A magyar forint CLS-hez való csatlakozásához szükségessé vált a hazai nagy értékű fizetési rendszer üzemidejének bővítése, melynek következtében a reggel 8 órai helyett 1 órával korábbi, 7 órai nyitásra váltott a rendszer. Bizonyos rendszertagok pedig – bár likviditásszűkében vannak, mégis – már korán reggel benyújtják tételeiket

teljesítésre, arra számítva, hogy később a napon belül beérkező tételek finanszírozó hatásának következtében már lesz elegendő likviditásuk fizetési műveleteik teljesítéséhez. Az így benyújtott tranzakcióik azonban hosszabb ideig fognak sorban állni. Az esetek többségében tehát nem tényleges likviditáshiány állt a háttérben (hiszen

14. ábra

Egy VIBER-tranzakció átlagos sorban eltöltött ideje (felső ábra), sorba kerülés illetve sorfeloldás átlagos napon belüli időpillanata (alsó ábra)



Forrás: MNB

a potenciális likviditás jellemzően bőven lefedi az adott rendszertag fizetési forgalomból eredő pénzforgalmi kötelezettségeit), ezért az említett időbeni növekedés semmiképpen nem nevezhető rendszerszintű problémának, csupán egyedi banki döntés következményének. A vizsgált időszakban minimális számú esetben alakult ki körbetartozás, ami a sorlebotó algoritmus futtatását indokolta. Összefoglalva, a sorban állások száma és azok időtartama továbbra sem okozott rendszerszintű fennakadást a pénzforgalom működésében.

2.3.5. Prioritásváltoztatás

A bankok aktív likviditásmenedzsmentjének egy másik eszköze lehet a VIBER-be benyújtott fizetési tranzakciók prioritásának módosítása. Sorban állás esetén aktív megoldást jelenthet a rendszertag részéről az adott tranzakció prioritásának változtatása. Amikor egy bank benyújt egy fizetési tételt a VIBER-ben teljesítésre, akkor ehhez hozzá kell rendelni egy prioritásszámot, ami gyakorlatilag a tranzakció „fontosságát” adja meg. A prioritás a VIBER-ben 0-tól 98-ig terjedhet, de ezek között nem szabad a választás, hiszen a 0-10 közötti értékek már jegybanki célra foglaltak¹⁴, ezen tranzakciók teljesítése előnyt élvez a normál fizetési tranzakciókkal szemben. Mindezek alapján egy rendszertag 11 és 98 közötti prioritásszámot adhat a fizetési műveletének, ahol az alacsonyabb prioritásszámmal ellátott fizetési megbízások teljesítése elsőbbséget élvez a magasabb számmal ellátott fizetési megbízás(ok)hoz képest.¹⁵ A prioritásváltoztatás elsősorban az időkritikus tranzakciók teljesítésében játszik fontos szerepet, illetve amikor egy nem tervezett nagy összegű tranzakció blokkolja a több kisebb összegű tranzakció teljesítését. A fizetési rendszerben, ha sok prioritásváltoztatás történik, az utalhat arra, hogy rendszerszinten / egyedi banki szinten nem elégséges a likviditás, ami miatt aktív likviditásmenedzsmentre van szükség a VIBER-résztevő részéről a fizetési forgalom lebonyolításához.

Az Önfinszírozási programhoz történő sikeres banki alkalmazkodást mutatja, hogy a program indulásától kezdődően nem nőtt meg a prioritásmódosítások száma. Vizsgálatunk szerint 2013-ban mindössze 2 alkalommal, 2015 áprilisa és 2016 májusa között pedig összesen 5 alkalommal történt prioritásmódosítás. Vagyis csak ritkán fordult elő olyan szituáció, ami miatt ezt az eszközt használni kellett volna. Ez azt is jelenti, hogy a bankok nem kerültek olyan helyzetbe, hogy ne lett volna elégséges a likviditásuk, valamint hogy az MNB és VIBER által nyújtott likviditást

¹⁴ Monetáris célú jegybanki követelések, hatósági átutalások, BKR napközbeni többszöri elszámolás, egyéb jegybanki műveletek stb.

¹⁵ Tegyük fel, hogy egy bank 5 millió forint értékű, 20-as prioritással rendelkező tranzakciója sorba kerül, mivel nincs rá elég fedezete. Ez azért okozhat gondot, mert ez blokkolhatja az összes többi, alacsonyabb prioritású (mondjuk 50-es prioritásszámú) tranzakciójának a teljesítését (amelyek lehet, hogy sokkal alacsonyabb összegűek, pl. mindössze 1-1 millió forintosak, így akár teljesülhetnének és volna rájuk fedezet, de mivel csak 50-es prioritásszámmal bírnak, ezért nem egyenlítőzhetnek ki hamarabb a 20-as prioritásszámú tételhez képest). Ezen a helyzeten azonban a bank változtathat oly módon, hogy az egyik 50-es prioritású tételét 15-összé módosítja, vagy a sor elején lévő és „beragadt” 5 millió forintos, 20-as prioritásszámú tételét 50-es prioritásszámúvá „gyengíti”, ily módon segítve azon tranzakciók teljesülését, melyekhez elégséges likviditással rendelkezik.

segítő eszközök ne lettek volna elegendőek egyes időkritikus tételeik teljesítéséhez. A prioritáskezelés olyan eszköz, amivel a bank megváltoztathatja beküldött tételeinek fontosságát, azaz egyes tranzakciók teljesítését előtérbe helyezheti mások hátrányára. Éppen emiatt kritikus helyzetre utal, ha a prioritásmódosítások száma lényegesen megnő. Ez akkor is igaz, ha egy fizetési rendszer esetében normálisnak tekinthető, sőt kifejezetten hasznos, ha történnek prioritásváltoztatások, mert ez azt mutatja, hogy a rendszertagok tudatosan használják a jegybanki likviditást segítő eszközöket és tudatos likviditáskezelést folytatnak.

2.3.6. Nap végi tételtörlések

Az Önfinszírozási program bevezetését követően nem nőtt meg érdemben a nap végi tranzakciótörlések száma és értéke sem. Nap végén a nem teljesült tranzakciókat a VIBER automatikusan törli, ezen tranzakciókat a rendszertagoknak másnap újból be kell nyújtaniuk. A nap végi tételtörlések a VIBER elszámolási és kiegyenlítési kockázatát növelhetik, amennyiben a tételek számossága és egyedi értéke magas, illetve ha gyakran fordul elő tételtörlés ugyanannál a résztvevőnél, így ezek növekedése utalhat arra, hogy nem elégséges a rendszerben a pénzforgalmi likviditás. A nap végi tételtörlés nagy banki koncentrációja egyedi résztvevői likviditási problémára, illetve rossz likviditáskezelésre is utalhat. A vizsgált időszakban a VIBER-ben előforduló tételtörlések mellett, hogy egyedi esetek, elsősorban kis forgalommal jelentkező, rendszerkockázati szempontból kis súllyal bíró rendszertagok esetén fordultak elő. Fontos kiemelni, hogy ezek a résztvevők – részben alacsony forgalmuk miatt – jellemzően nem foglalkoznak likviditásmenedzsmentjükkel olyan professzionális szinten, mint a nagyobb szereplők, így nem is figyelik napközbeni fizetési forgalmukat. A pénzforgalom szempontjából jelentős szereplők esetében nem nőtt meg a nap végi tételtörlések száma, az előfordult esetek többsége pedig treasury hibára vezethető vissza és nem tényleges likviditáshiánynak tudható be.

Konklúzió

Az Önfinszírozási program meghirdetése óta számos olyan intézkedés történt, amelyek alapvető hatással voltak a hazai fizetési rendszerek likviditására. Az eszköztár-átalakítás egyes lépései a teljes pénzforgalmi likviditást alapjaiban érintették, jelentősen megváltoztatva a bankok korábbi gyakorlatát. Az MNB mint a fizetési rendszerek felvigyázásáért felelős intézmény folyamatosan nyomon követte az alkalmazkodás pénzforgalmi vetületét.

Az Önfinszírozási programhoz való banki alkalmazkodás gyorsan és nagyobb turbulencia nélkül valósult meg. A pénzforgalom lebonyolítására rendelkezésre álló zárolt értékpapír-állományon belül minden korábbi szintet meghaladóan nőtt az állampapír-állomány, ami stabilabb és kiszámíthatóbb likviditási helyzetet eredményezett. A kötelező tartalék megfelelésben bekövetkezett változások hatására

a lecsökkent számlaegyenleget megfelelően ellensúlyozta az MNB kedvezményezetttségével bíró értékpapírok zárolásának (és ily módon a fedezetek) növekedése. A bankok a pénzforgalmuk lebonyolítására a korábbiaknál nagyobb mértékben és hosszabb ideig vették igénybe a napközbeni hitelkeretüket, de ez a szint nem volt kiugró sem rendszer-, sem egyedi banki szinten. Érdemben nem nőtt a 90 százaléknál feletti napközbeni hitelkihasználások száma és időtartama sem. Jól mutatja az Önffinanszírozási programhoz való alkalmazkodás gördülékenységét, hogy a bankok az értékpapír-zárolásokkal, illetve időzírt magatartásuk rugalmas változtatásával sikeresen tudták menedzselni pénzforgalmukat, így az MNB és VIBER által biztosított alternatív likviditáskönnyítő eszközök (prioritás-módosítás, körbetartozás lebontás) alkalmazására csak elvétve került sor.

Összességében elmondható, hogy a pénzforgalom számára rendelkezésre álló likviditás 2015 év végére a 2014. augusztusi betétesítést megelőző, a rendszertagok által is biztonságosnak vélt szintre emelkedett és ott is stabilizálódott.

Felhasznált irodalom

Bodnár László – Luspáy Miklós – Madarász Annamária (2014): MNB-kötvény betétesítésének hatása a pénzforgalomra. MNB-szemle, 36–44. o. <https://www.mnb.hu/letoltes/bodnar-laszlo-luspay-miklos-madarasz-annamaria.pdf>

Bodnár László – László – Luspáy Miklós – Pintér Cecília (2015): Az egynapos fedezetlen bankközi ügyletek időzírt jellegzői a VIBER-ben. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 4. szám, 124–154. o.

MNB (2012): Jelentés a fizetési rendszerről. <http://www.mnb.hu/letoltes/jelentes-a-fizetesi-rendszerrol-2012.pdf>.

MNB (2015): Fizetési rendszer jelentés. <http://www.mnb.hu/letoltes/mnb-fizetesi-rendszer-jelentes-2015.pdf>.

MNB (2016): VIBER Üzleti Feltételek. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-szamlavez-uzleti-feltetelek-egys-szerk.pdf>.

Nagy Márton – Hoffmann Mihály (2016): A kéthetes jegybanki betét megszüntetésével kiteljesedik az MNB eszköztár-fordulata. Szakértői prezentáció, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlomenyek/2016-evi-sajtokozlomenyek/a-kethetes-jegybanki-betet-megszuntetesevel-kieljesedik-az-mnb-eszkoztar-fordulata>.

**AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAM ELSŐ KÉT ÉVE
TANULMÁNYKÖTET**

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

