

*Kolozsi Pál Péter*

# **Önfinanszírozási program: jegybanki eszközökkel az ellenállóbb magyar gazdaságért**

## **Self-financing Programme: With Central Bank Instruments for a More Resistant Hungarian Economy**



### *Összefoglalás*

A jegybank 2014-ben elindított önfinanszírozási programja a külső sérülékenység csökkentését tűzte ki céljául. Az MNB a jegybanki eszköztár átalakításával alkalmazkodásra ösztönözte a bankokat, amelyek jelentős forrásokat csoportosítottak át jegybanki eszközökből likvid értékpapírokba, azaz a magyar értékpapírpiac sajátosságai miatt elsősorban állampapírba. Az utóbbi két évben a banki állampapír-állomány több mint 2200 milliárd forinttal nőtt, a magyar gazdaság pedig a nemzetközi befektetői közösség szerint is ellenállóbb lett a külső sokkokkal szemben.

### *Summary*

The aim of the MNB's self-financing programme launched in 2014 was the reduction of Hungary's external vulnerability. By the transformation of the central bank's monetary policy instruments the MNB stimulated banks to go through an adjustment, and banks realigned significant sources from central bank's instruments into liquid securities, which means primarily government securities, due to the particularity of the Hungarian security market. In the last two years the stock of banks' government securities increased by more than HUF 2200 billion, and according to

---

DR. KOLOZSI PÁL PÉTER PHD, főosztályvezető, Magyar Nemzeti Bank,  
egyetemi docens, Nemzeti Közszolgálati Egyetem (kolozsip@mn.b.hu).

the international investment community the Hungarian economy has become more resistant against external shocks.

---

## BEVEZETÉS

A 2007–2008-ban kitört, de Európát azóta is sújtó gazdasági válság és az elmúlt évek feltörekvő piaci zavarai rámutattak, hogy egy-egy nemzetgazdaság megítélését és így piaci lehetőségeit is érdemben befolyásolja, hogy mit gondolnak a nemzetközi intézmények, a hitelminősítők és a bankházak az adott ország külső sérülékenységéről. A magas külső eladósodottság – ami gyakran jár együtt magas devizában denominált adóssággal – azért jelenthet problémát és kiemelt kockázati tényezőt, mert turbulens piaci környezetben a külső adósság refinanszírozása nehézségekbe ütközhet, illetve akár el is lehetetlenülhet, valamint mert a devizaadósság miatt az államadósság árfolyammozgásokra való érzékenysége is nagyobb, ami gátja lehet az adósságráta – fundamentális folyamatokból egyébként adódó – mérséklődésének. Az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának erősítése, a külső forrásokra való ráutaltság csökkentése ezért kiemelt gazdaságpolitikai célnak tekinthető.

Jelen elemzés azt mutatja be, hogy Magyarország miképp tudta az önfinanszírozási koncepciónak és kiemelten a Magyar Nemzeti Bank (MNB) önfinanszírozási programjának köszönhetően az utóbbi másfél évben jelentősen csökkenteni külső sérülékenységét. Az első rész azt összegzi röviden, hogy miért volt szükség az intézkedésekre, a második fejezet az önfinanszírozási koncepció alapösszefüggéseit mutatja be. A harmadik rész a jegybanki eszköztár átalakításának lépéseit veszi sorra, végül pedig az önfinanszírozási program eredményeiről számolok be.

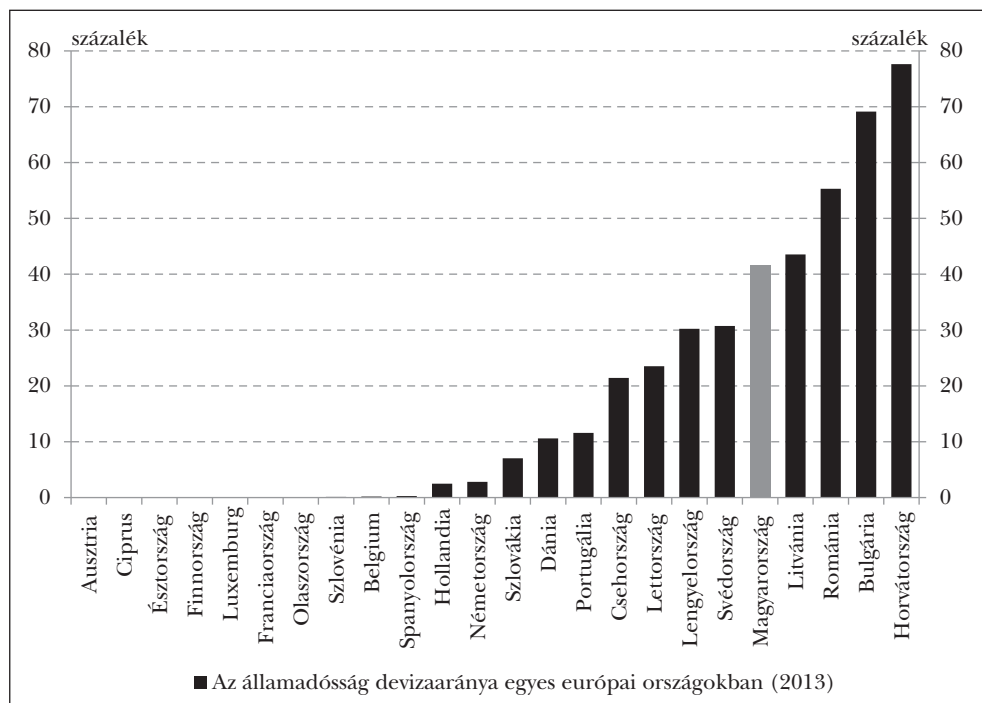
## EGÉSZSÉGTELEN FINANSZÍROZÁSI SZERKEZET

Magyarországot a magas külső és devizaadósság miatt sérülékeny állapotban érte el a 2007–2008-ban kitört globális válság. A válság hullámai olyan erősek voltak, hogy 2008 őszére az államadósság piaci refinanszírozása ellehetetlenült, Magyarország pedig – az Európai Unió tagállamai közül elsőként – arra kényszerült, hogy a Nemzetközi Valutaalaptól (IMF), a Világbanktól és az Európai Uniótól vegyen fel hitelt. A hitelcsomag átmenetileg megoldást jelentett, de előretekintve tovább növelte az ország külső sérülékenységét, hiszen jelentősen emelte mind a külső, mind a devizaadósságot. A helyzetet súlyosbította, hogy a válság éveiben a bankszektor rövid lejáratú külső adóssága is érdemben megnőtt, ami ugyancsak a külső sokkoknak való kitettség fokozódását okozta.

A válság kirobbanása előtt, illetve a válság első éveiben a magyar gazdaság finanszírozása egészségtelen szerkezetűvé vált, mégpedig két szinten is: egyrészt a gazdaság túlzottan devizaforrásokra, másrészt túlzottan külső forrásokra volt utalva. A devizaadósság államadósságon belüli részaránya még 2013-ban is meghaladta a 40 százalék

kot, aminél csak Horvátország, Bulgária, Románia és Litvánia arányszáma volt ekkor magasabb – miközben csaknem egy tucat európai államban gyakorlatilag nem volt nem hazai devizában denominált adósság.<sup>1</sup>

1. ábra: Az államadósság devizaaránya az Európai Unió egyes államaiban (2013)



Forrás: MNB.

A hazai folyamatokkal kapcsolatos aggodalmakat jogosan növelte, hogy az egyéb feltörekvő országokban a Magyarországon megfigyelhetővel ellenkező volt a trend: a Moody's tanulmánya szerint 2000 és 2014 között a feltörekvő világban a helyi valutában denominált államadósság sokkal dinamikusabban nőtt, mint a devizaadósság. A nemzetközi hitelminősítő kimutatása szerint a helyi valutában újonnan piacra került szuverén adósságállomány a felzárkózó régióban évente átlagosan 14,4 százalékkal, a devizában kibocsátott szuverén adósságésközök értéke ugyanakkor csak 2,3 százalékkal emelkedett 2000 és 2014 között. Mindeközben Magyarországon a devizaadósság több mint 250 százalékkal nőtt, azaz több mint megháromszorozódott, a forintadósság pedig ennél mintegy 50 százalékponttal alacsonyabb dinamikát mutatott. Ugyancsak problémát jelentett a magas magyar külföldi kitettség. 2012-ben a magyar államadósság csaknem 70 százaléka volt külföldiek kezében, aminél a Moody's már említett tanulmánya szerint a feltörekvő országok körében csak Peruban és Indonéziában volt magasabb az arányszám.

A fentiek jelentősen rontották a közelmúltban Magyarországról és a magyar gazdaság kilátásairól alkotott befektetői képet, a nemzetközi közösség ugyanis egyértelműen

aggasztónak találta a magyar gazdaság külső sérülékenységi mutatóit. 2012–2013-ban – a teljesség igénye nélkül – az Európai Bizottság, a Nemzetközi Valutaalap, a Standard & Poors és a Moody's is olyan hivatalos véleményt adott ki a magyar gazdaságról, miszerint a tetemes külső adósság, az adósság magas devizaaránya, a külföldiek adósságból való jelentős részesedése, valamint az érdemi külső finanszírozási szükséglet egyértelműen kockázatot jelent a fenntarthatóság és a gazdaság stabilitása szempontjából.

### AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI KONCEPCIÓ

A probléma felismerése után jogosan merül fel a kérdés: miképp segíthető elő a magyar gazdaság külső sérülékenységének csökkenése? Az állami beavatkozás ott lehet a leghatékonyabb, és ott kecsegtet a legtöbb sikerrel, ahol maga az állam a megoldandó probléma alanya – ez a terület a külső sérülékenység esetében az államadósság. A külső sérülékenység akkor csökkenhet, ha az Államadósság-kezelő Központ (ÁKK) a lejáró devizaadósságot forintból tudja megújítani, mégpedig lehetőleg belföldi szereplőkkel. Ehhez az szükséges, hogy a belföldi refinanszírozás miatt megnövekvő forint-állampapír-kínálatra legyen elégséges kereslet a háztartások és a bankok oldaláról. Az államadósság belső forrásokból történő sikeres finanszírozása csökkenti a bruttó külső adósságot,<sup>2</sup> amihez tehát a devizakibocsátás visszafogása és a forintállampapír-kibocsátások növelése vezet el.

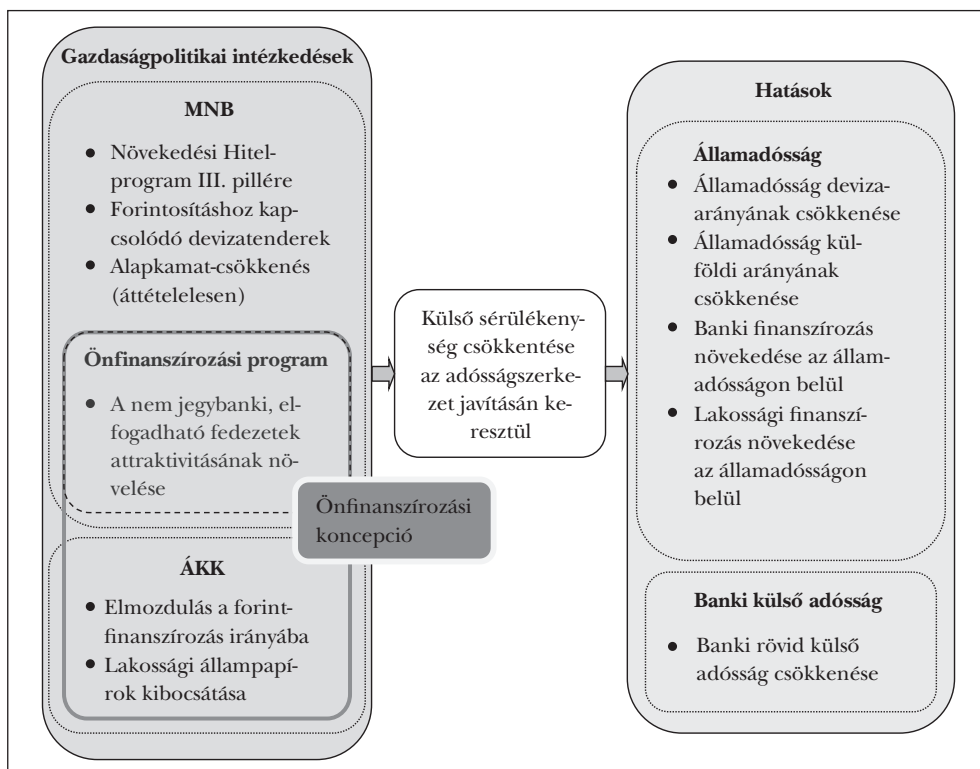
A fenti logika az önfinanszírozási koncepció magja. Amint látható, az önfinanszírozás ugyan nem közvetlenül a külső adósságra hat, de mivel a devizaadósság nagy része külföldi adósság, így a devizafinanszírozás csökkentése végső soron a külső adósságot is mérsékli. A forintfinanszírozás irányába való elmozdulás révén javul az államadósság deviza-összetétele, csökken a devizaárfolyamra való érzékenysége, a forint árfolyam-ingadozásai kisebb mértékben jelennek meg az adósságmutatókban.

Az utóbbi években több olyan gazdaságpolitikai döntés született, amely a külső sérülékenység csökkentését és az adósság szerkezetének javítását célozta, illetve azt segítette elő. Ilyen volt a lakossági állampapírok körének bővítése, a Növekedési Hitelprogram III. pillére, a forintosításhoz kapcsolódó devizatender-program, illetve áttételesen a jegybanki alapkamat csökkentése. Ebbe a keretbe illeszkedik az önfinanszírozási koncepció is, ami az ÁKK és az MNB kooperációján alapuló intézkedéscsomagnak tekinthető.

Az önfinanszírozási koncepció ezzel együtt nem egy központilag koordinált program, hanem sokkal inkább egymást kiegészítő állami intézkedések és döntések sorozata. Az MNB önfinanszírozási programja és az ÁKK negatív nettó devizakibocsátása együttesen és egymást kiegészítve segíti elő az önfinanszírozási koncepció megvalósulását, természetesen a bankszektor aktív és önkéntes részvétele mellett. Az ÁKK kiemelkedő szerepe abból adódik, hogy a külső sérülékenység csökkentése csak akkor reális, ha a lejáró devizaadósság refinanszírozására forintban kerül sor, azaz ha kevesebb a devizakibocsátás, mint a devizalejárata.

A Magyar Nemzeti Bank ehhez a „kínálati” pillérhez ad „keresleti” támogatást, hiszen a 2014 áprilisában meghirdetett önfinanszírozási program a jegybanki betétben

2. ábra: A külső sérülékenységet csökkentést célzó gazdaságpolitikai programok



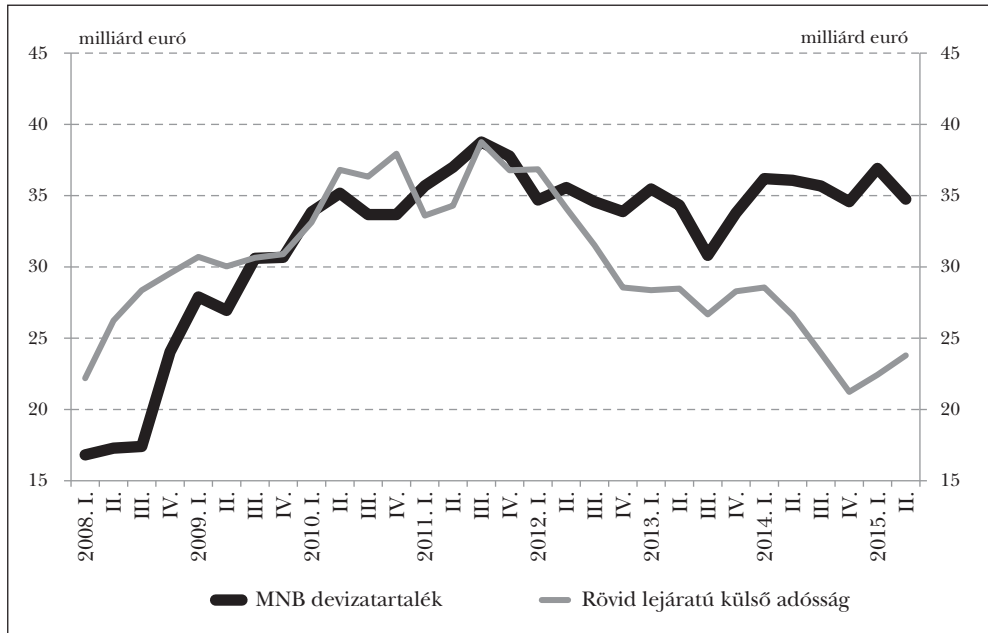
Forrás: MNB.

tartott banki likviditás csökkentését és a nem jegybanki elfogadható fedezetek állományának növelését tűzte ki célul. A program fókuszában a jegybanki fedezetek vannak, de a magyar értékpapírpiac sajátosságai miatt ez mindenekelőtt állampapírt jelent – feltételezve, hogy a banki kereslet az állampapírpiacra jelenik meg, a bankok forint-állampapír-vásárlása, majd az ÁKK ebből befolyó forintlikviditásának MNB-nél történő konvertálása lehetővé teszi a (külső) deviza-államadósság törlesztését, miközben az MNB mérlege is összehúzódik, ami mind jegybanki, mind nemzetgazdasági szinten megtakarítást jelent.

Az önfinszírozási koncepció megvalósulása jellegénél fogva csökkenti az MNB devizatartalékát (hiszen az ÁKK a jegybanknál, a devizatartalék terhére konvertálja a forintot devizára). Ez azt jelenti, hogy egy ilyen program elindítására csak akkor van mód, ha a jegybanki tartalékok szintje lehetővé teszi azt, azaz ha a devizatartalékok állománya a devizalejratok forintból történő refinanszírozása után és előretekintve is a piac és a nemzetközi szervezetek által elvárt szint felett marad. A tartalékgigényt meghatározó külső adósság, illetve kiemelten a rövid lejáratú külső adósság<sup>3</sup> csökkenése és a tartalékok jelentős emelkedése révén az MNB tartalékmegfelelése oly mértékű, hogy az önfinszírozás az egyéb programok – kiemelten a lakossági devizahitelek forintosí-

tása – mellett sem veszélyezteti a megfelelést. Sőt, mivel az elvárt szint feletti tartalékozás nemzetgazdasági szinten költségekkel jár, így az önfinanszírozási program nemcsak lehetséges volt, hanem érdemi megtakarítást is hozott a jegybankmérleg szűkítésével.

3. ábra: Az MNB devizataraléka és Magyarország rövid külső adósságának állománya



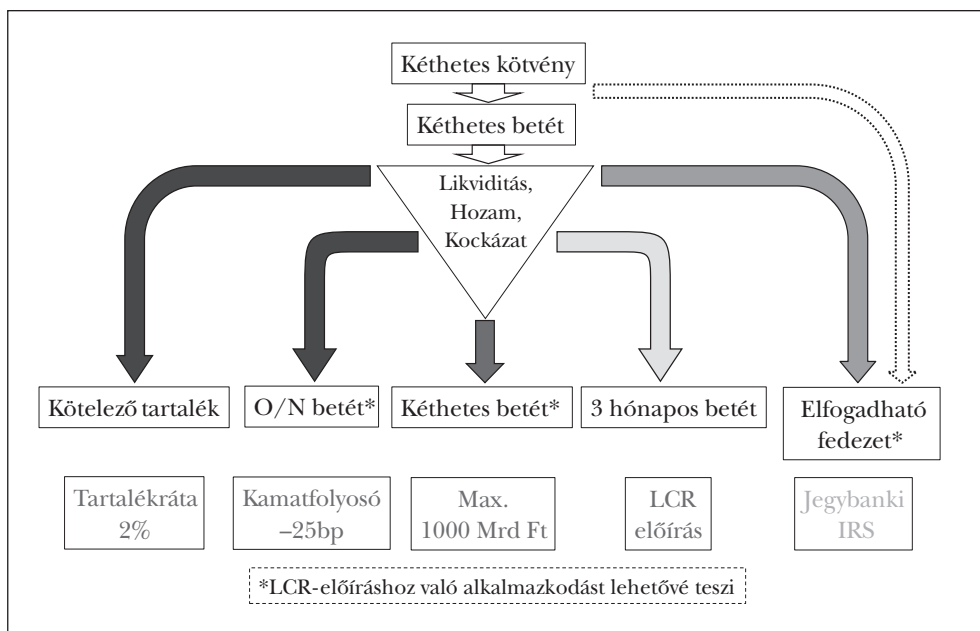
Forrás: MNB.

### A JEGYBANKI ESZKÖZTÁR ÁTALAKÍTÁSÁNAK LÉPÉSEI

Az MNB a fenti célok elérése érdekében átalakította monetáris politikai eszköztárát, hogy a jegybanki eszközök csökkenő attraktivitása felértékelje banki és likviditáskezelési szempontból a nem jegybanki, elfogadható fedezetnek minősülő értékpapírokat.

Az önfinanszírozási program két szakaszra bontható. Az első szakasz 2014 nyarán vette kezdetét, és a jegybanki kétéves irányadó eszköz betétesítését, illetve a feltételes kamatszerekeszköz (IRS) bevezetését jelentette. A program második szakaszát 2015. június 2-án jelentette be az MNB: a legfontosabb változtatás ekkor a jegybanki irányadó eszköz futamidejének hosszabbítása és a kétéves betéti eszköz fokozatos korlátozása volt. Ezt követően került sor a jegybanki kamatszereügyletek feltételeinek rugalmasabbá tételére, valamint a kamatfolyosó és a fedezett hiteleszközök feltételeinek módosítására. Áttételesen az önfinanszírozási programhoz kapcsolódik az is, hogy az európai uniós harmonizáció keretében az MNB átalakította – azaz az Európai Központi Bank gyakorlatához közelítette – a kötelező tartalékrendszert, aminek hatása volt a banki likviditáskezelésre, a jegybanki eszközök attraktivitására és így a nem jegybanki elfogadható fedezetek, kiemelten az állampapírok iránti keresletre.

4. ábra: A banki alkalmazkodás lehetséges csatornáit<sup>4</sup>



Forrás: MNB.

A következőkben az önfinszírozási program 2014. áprilisi bejelentését követő eszköztár-módosításokat eszközönkénti bontásban mutatom be. Az alábbi felsorolásból kitűnik, hogy az MNB a program keretében gyakorlatilag a teljes monetáris politikai eszköztárat átalakította, új eszközöket is bevezetett, illetve ha egy intézkedésre nem kifejezetten, vagy nem csak a program részeként került sor, az akkor is hatással volt a programra és a banki alkalmazkodásra.

#### Irányadó eszköz

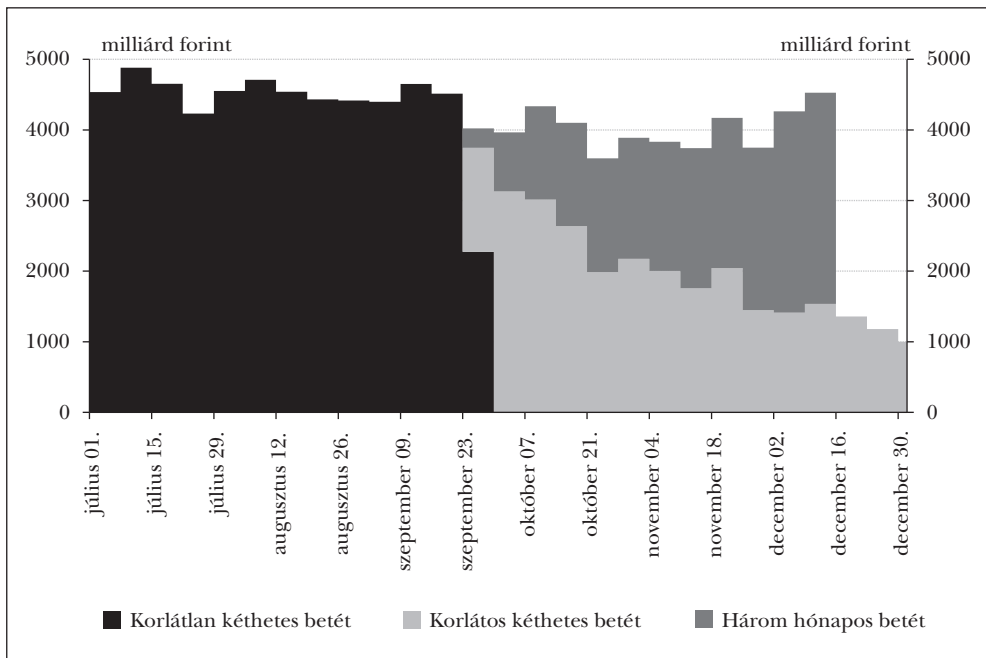
Mivel a magyar bankrendszert strukturális likviditástöbblet jellemzi, a jegybank irányadó eszköze passzív oldali, azaz likviditáslekötést szolgál (az utóbbi évek magyar gyakorlatában ez a jegybank által kibocsátott értékpapírt vagy betétet jelentett/jelent). A jegybank szempontjából a bankrendszer fölös likviditásának elvonása, az ún. jegybanki sterilizáció elengedhetetlen a pénzügyi stabilitás biztosítása és a hatékony monetáris transzmisszió szempontjából.

Az utóbbi szűk másfél évben az MNB irányadó eszköze két alkalommal is átalakult. Az önfinszírozási program első szakaszának részeként 2014 augusztusában az MNB által kibocsátott kéthetes kötvényt a kéthetes betéti konstrukció váltotta fel, 2015 szeptemberétől pedig három hónapra hosszabbodott az irányadó eszköz futamideje. Mind a két átalakítás azt célozta, hogy a fő jegybanki sterilizációs eszköz attraktivitása csökkenjen, azaz likviditási szempontból ne legyen olyan vonzó a

bankok számára – ezáltal relatív értelemben a nem jegybanksi, elfogadható fedezeti értékpapírok felértékelődnek, ami azt indukálja, hogy a banki források ezekbe az eszközökbe áramolnak, a jegybanksi eszközök használata pedig csökken. A betétesítés ezt azzal segítette elő, hogy a jegybanksi betét kevésbé likvid, mint a jegybanksi kötvény, hiszen a futamidő alatt nem törhető fel, nem használható fedezetként jegybanksi hitelműveletekhez, valamint csak a jegybanksi partnerkör tarthatja, más belföldi és külföldi befektető nem. A három hónapos futamidejű betét a hosszabb lekötés miatt tekinthető kevésbé likvidnek, mint a kéthetes, hiszen a bankok immár 14 nap helyett 90 napig nem férhetnek hozzá lekötött jegybanksipénzükhöz. Az irányadó eszköz kamata az átalakításoktól függetlenül a jegybanksi alapkamat, amiről a Monetáris Tanács dönt.

A jegybanksi eszközök likviditási profiljának megváltoztatása, „lerontása” első halálra talán szokatlan lépés, de rögtön érthetővé válik, ha elfogadjuk, hogy mindez egy anomáliát kezel: nem tekinthető ugyanis „egészséges” állapotnak, ha a bankrendszer különösebb likviditáskezelési indok nélkül, nagyon kedvező jegybanksi eszközökben tartja a forrásait. Végző soron ugyanis az indokolatlanul kedvező kondíciójú jegybanksi eszközök „kiszorítják” a nem jegybanksi likvid értékpapírokat a banki mérlegekből, ami természetesen nem lehet cél. Ebből a perspektívából nézve a jegybanksi eszközök és kiemelten az irányadó eszköz önfinanszírozási program keretein belül történt átalakítása a „normális”, kiegyensúlyozott banki állapotokhoz való visszatérést segíti elő.<sup>5</sup>

5. ábra: A jegybanksi sterilizációs állomány



Az irányadó eszköz megváltoztatásával párhuzamosan az MNB a banki likviditáskézelést segítő eszközként megtartotta a kéthetes betétet is. Az eszköz igénybevételenek összmenységét azonban korlátozza a jegybank, és aukciós versenyben dől el, melyik bank milyen mértékben részesül az összmenységből. A kéthetes MNB-betét állománya 2015 végére 1000 milliárd forintra csökken, a fokozatos mérséklés biztosítja, hogy az új irányadó eszköz bevezetése ne jelentsen likviditási sokkot a bankszektorban, és lehetővé teszi, hogy a bankok fokozatosan tudjanak alkalmazkodni az új likviditási környezethez. Az első két hónap tapasztalatai alapján a bankok probléma nélkül állnak át az új irányadó eszközre.

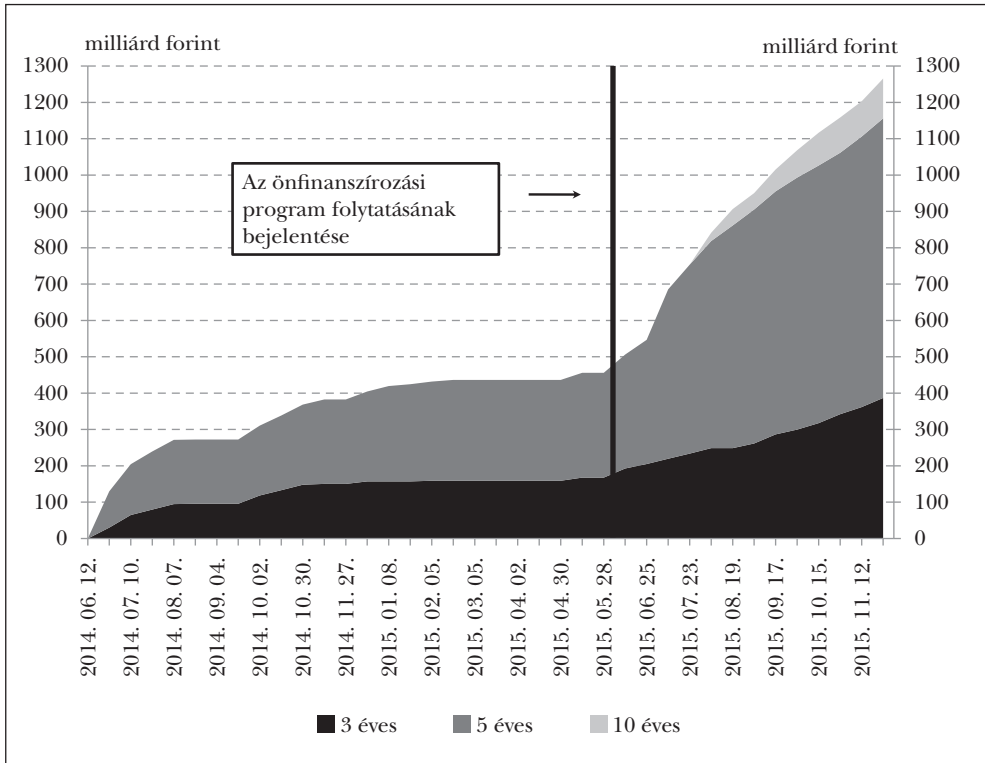
### *Kamatcsereeszköz*

Az irányadó eszköz átalakítása „kilöki” a jegybanki betétekből a banki likviditást, az önfelfinanszírozási program keretében bevezetett új, feltételes kamatcsereügyletek (IRS) pedig azt biztosítják, hogy ez a likviditás a nem jegybanki, fedezetként elfogadható értékpapírok felé „terelődjön”.

A jegybanki IRS-ek a banki kamatkockázat kezelését teszik lehetővé. Ennek azért van jelentősége, mert amennyiben egy bank a kéthetes, illetve három hónapos jegybanki betétből többéves lejáratú értékpapírba csoportosítja át a forrásait (ahogy azt a program célozza), akkor a hosszabb futamidő miatt a bankok kamatkockázata nő. Annak érdekében, hogy a növekvő kamatkockázat ne legyen akadálya a banki értékpapír- és állampapír-vásárlásnak, az MNB egy olyan kamatcsereügyletet tett az eszköztára részévé, amellyel a bankok változó kamatokra cserélhetik el az értékpapírok (állampapírok) jellemzően fix kamatait. A kamatcsereügyletek igénybeviteléhez kötött feltétellel az IRS-tendereken részt vevő bankok azt vállalják, hogy a megkötött kamatcsereügyletek volumenének megfelelően megemelik saját tulajdonukban lévő, elfogadható értékpapír-állományukat. A banki igények kielégítése érdekében az MNB 2015 nyarán az eredeti 3 és 5 éves futamidőket 10 éves lejáratra egészítette ki, illetve 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. Ez a két módosítás nem jelentett elmozdulást az MNB céljai tekintetében, a bankoknak azonban nagyobb rugalmasságot biztosított, így növelte a programban való banki részvétel esélyét és így a program effektivitását.

Az MNB 2014. június 26. óta kétheti gyakorisággal tart kamatcseretendereket, és 2015. novemberig összesen több mint 1100 milliárd forintnyi IRS-t kötött a bankokkal. Az ügyletek megkötésével a hitelintézetek értékpapír-állományuk több mint 1100 milliárd forintnyi növelése mellett áttételese az is vállalták, hogy a már a bázisidőszakban (azaz az esetek többségében 2014 első negyedévében) a tulajdonukban lévő összesen 1700 milliárd forintnyi elfogadható értékpapír-állományukat (nagyra részint állampapír-portfóliójukat) sem építik le a futamidő végéig, illetve legalább egy évig. Ez azt jelenti, hogy a jegybanki IRS-eszközzel „bebiztosított” értékpapír-állomány meghaladja a 2900 milliárd forintot.

6. ábra: A jegybanki kamatcsere-állomány alakulása



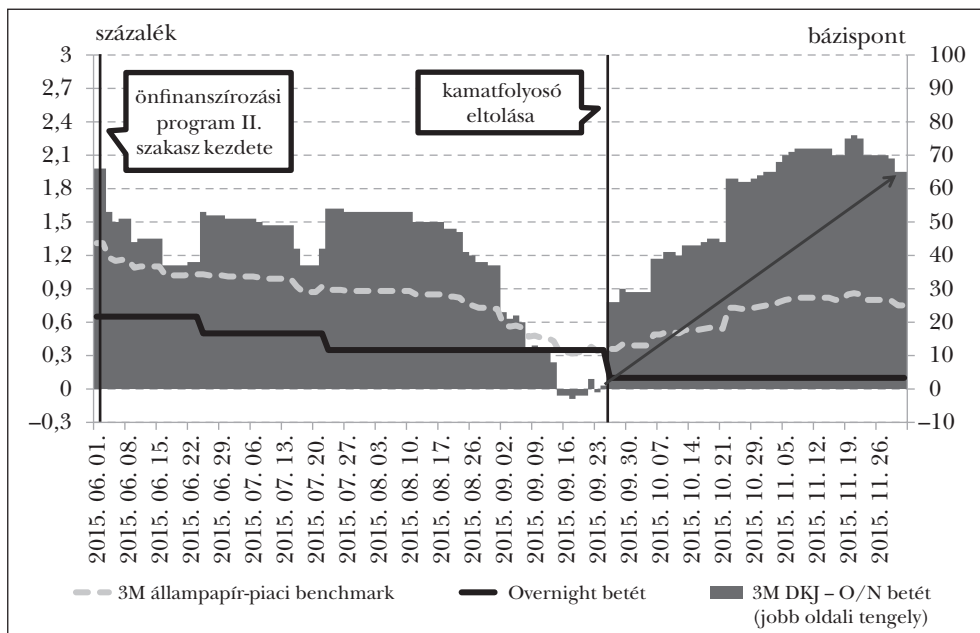
Forrás: MNB.

### Jegybanki kamatfolyosó és hiteleszközök

A bankközi kamatok volatilitásának csökkentése és a likviditási sokkok tompítása érdekében az MNB egynapos rendelkezésre állást biztosít a kereskedelmi bankok számára. Az egynapos betéti és hitellehetőség kamata kamatfolyosót képez az alapkamat körül. A korábbi  $\pm 100$  bázispontos alapkamat körüli kamatfolyosót 2015. szeptemberben aszimmetrikussá tette az MNB. Jelenleg az overnight (O/N) betéti rendelkezésre állás  $-125$ , az overnight (O/N) fedezett hitel kamata  $+75$  bázisponttal tér el az alapkamattól.<sup>6</sup>

A kamatfolyosó átalakítását az indokolta, hogy a rövid lejáratú állampapírok hozama jelentősen csökkent, és gyakorlatilag a jegybanki O/N betéti kamat szintjére mérséklődött. Ilyen hozamkörnyezetben a jegybanki O/N betét likviditási és hozamprofilja nem támogatta a banki források jegybankon kívülre terelését. A kamatfolyosó aszimmetrikussá tétele relatív értelemben felértékelte a nem jegybanki, likvid értékpapírokat, így összhangban volt az önfinanszírozási koncepcióval (ezt támasztja alá, hogy a kamatfolyosó eltolása után újra hozamelőnyre tettek szert a rövid kincstárjegyek az O/N betéthez képest).

7. ábra: Az O/N betét és a 3 hónapos DKJ hozamalakulása



Forrás: MNB.

A kamatfolyosó módosításával párhuzamosan az MNB a hetente meghirdetett, likviditásnyújtó fedezett hiteleszközeinek feltételrendszerét is módosította. Az O/N hiteleszköz kamatának csökkentése mellett a korábban kéthetes futamidejű hitelt egyhetes futamidejű fedezett hitel váltja fel, melynek kamata alapkamat +25 bázispontra csökkent. A hat hónapos futamidejű hitel helyett az MNB három hónapos futamidejű fedezett hitelt vezet be, mely továbbra is változó kamatú tenderen kerül értékesítésre. Ezek az intézkedések összhangban voltak a kamatfolyosó elmozdításával, illetve lehetővé tették a bankok alkalmazkodását az önfinszírozási program révén kialakult új likviditáskezelési környezethez.

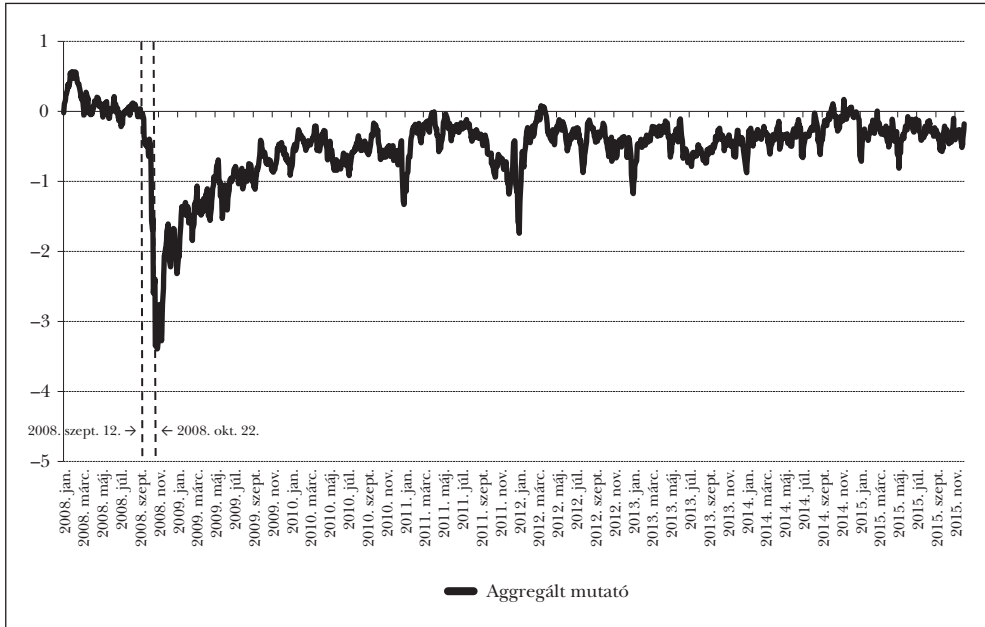
#### Kötelező tartalékrendszer

A kötelező tartalékrendszert eredendően (1) prudenciális okokból, azaz likviditási és fizetési kockázatok elleni védelem biztosítása érdekében, (2) monetáris ellenőrzés céljából, azaz a bankok mérlegének növekedését, illetve a kamatspreadek tágulását megakadályozandó, valamint (3) likviditáskezelés céljából alkalmazzák a jegybankok.<sup>7</sup> Ma már leginkább csak ez utóbbi cél érdekében írnak elő kötelező tartalékrátát a kereskedelmi bankok számára, ezzel is támogatva a kamatvolatilitás mérséklését és a likviditási sokkok elleni védekezést.

A kötelező tartalékráta mértéke Magyarországon 2015. decembertől 2 százalékon rögzített. Ezt megelőzően a hitelintézetek szabadon dönthettek – pénzforgalmi szük-

ségletüknek megfelelően – az általuk vállalt mértékről a 2 és 5 százalékos tartalékráta által behatárolt intervallumban. A módosításra elsősorban az európai uniós harmonizáció miatt volt szükség, a változtatást pedig az tette lehetővé, hogy az utóbbi években jelentősen nőtt a bankrendszer likviditása, és javult a pénzpiacok likviditási helyzete.

8. ábra: A fedezetlen overnight bankközi piacok aggregált likviditási mutatója



Exponenciális mozgóátlag. A mutató emelkedése a likviditás javulására utal. A mutatók a válság előtti hosszú távú átlagukkal és szórásukkal vannak standardizálva. Forrás: MNB.

A tartalékrendszer átalakítása ugyanakkor az önfinanszírozási program szempontjából is értelmezhető. A választható rátás rendszer, illetve a kötelező tartalékráta megemelésének ebből adódó lehetősége ugyanis számos bank számára a likviditási környezet változásához való alkalmazkodási csatornát jelentett. Az MNB tehát a 2 százalékos rögzített tartalékráta előírásával azt is megelőzte, hogy a jegybanki eszköztár megújulásából adódóan átalakuló likviditási környezethez egyes bankok a tartalékrendszeren (azaz egy jegybanki betéten) keresztül alkalmazkodjanak – hiszen az MNB célja nem ez volt, hanem a nem jegybanki, fedezetként elfogadható értékpapírok vonzerejének növelése.

#### AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAM EREDMÉNYEI RÖVIDEN

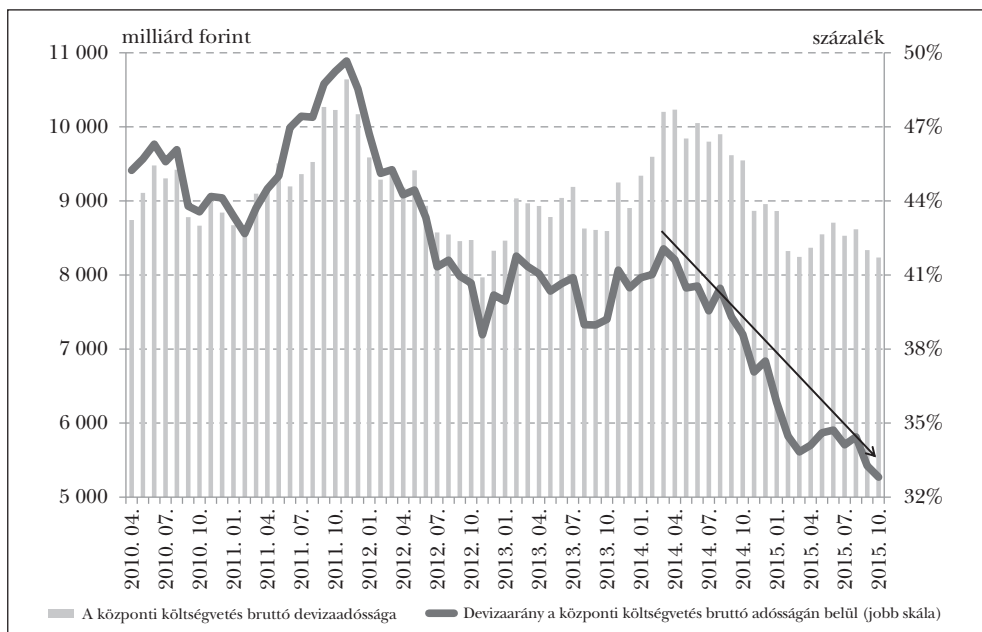
Az önfinanszírozási program azzal ér el bankrendszeri és makrogazdasági szinten is értelmezhető hatást, hogy a jegybanki eszköztár átalakításával alkalmazkodásra ösztönzi az egyes bankokat. Fontos hangsúlyozni, hogy az önfinanszírozási program nem egy szabályozói típusú program – az MNB „csak” a bankok számára felajánlott jegybanki

eszközök paramétereit módosítja, miközben azzal kapcsolatban nem ír elő kötelezően követendő szabályt, hogy az új helyzetre a bankoknak miképp kell reagálnia. Ez nem jelenti azt, hogy az önfinszírozási programtól független likviditási előírásokat ne kellene betartani a bankoknak, de ezek a szabályok természetesen akkor is követendőek lennének, ha nem módosulna a jegybanki eszköztár.

A közpolitikai programok értékelésénél mindenekelőtt a program meghirdetésekor kitűzött célokból indokolt kiindulni. Az önfinszírozási program esetében a cél az volt, hogy csökkenjen az ország külső sérülékenysége, mégpedig a nem jegybanki, fedezetként elfogadható értékpapírok bankrendszeri állományának növekedésével párhuzamosan.

Az önfinszírozási program legszembetűnőbb sikere, hogy az ÁKK 2014-ben és 2015-ben is a hozamok (azaz a befektetők által az adósság finanszírozásáért kért ár) csökkenése mellett volt képes a lejáró devizaadósság forintból történő refinanszírozására. Szintén pozitívum, hiszen a külső sérülékenység csökkenését jelenti, hogy a negatív nettó devizakibocsátásnak megfelelően a központi költségvetés devizaadósságának aránya érezhetően mérséklődött. A devizaadósság teljes adósságon belüli aránya 2014 tavaszától, azaz az önfinszírozási program meghirdetésétől fogva csökkenő pályára állt: 2013 decembere és 2015 szeptembere között 40,5 százalékról 33 százalékra mérséklődött a költségvetés bruttó adósságának devizaaránya. A mérséklődés különösen annak fényében impozáns, hogy a forint euróval szembeni árfolyama emelkedett (2013 végén 297 forint alatt volt az átlagos euróárfolyam, míg 2015 szeptemberében

9. ábra: A központi költségvetés bruttó devizaadóssága



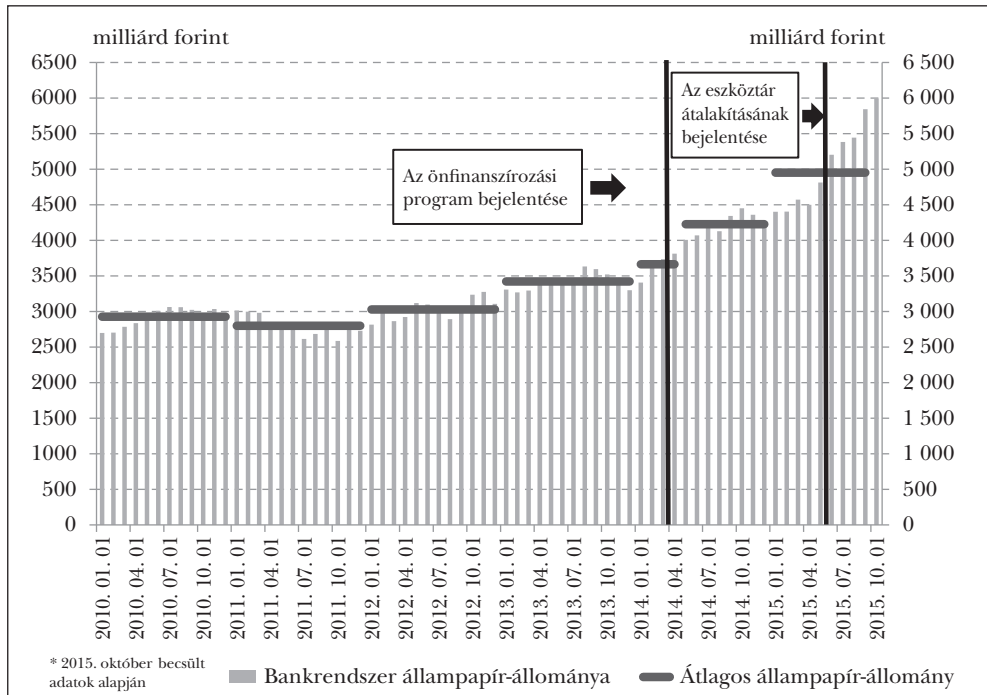
Forrás: MNB.

meghaladta a 312 forintot), tehát a devizaadósság forintban mérve nőtt, ami azt jelenti, hogy az árfolyamváltozást kiszűrve a fenténél is nagyobb mértékben csökkenhetett az államadósság devizaaránya 2014-ben és 2015 első kilenc hónapja alatt.

A jegybanki program hatásmechanizmusa szerint az eszköztár változásai a jegybanki betétben tartott banki forrásokat csatornázzák át – a bankok önkéntes döntése alapján – nem jegybanki, fedezetként elfogadható likvid értékpapírokba. A bankrendszer elfogadható fedezeti állományára nincs publikus adat, de a magyar értékpapírpiac sajátosságai miatt a banki állampapír-állomány alakulásával jól közelíthető a fedezeti állomány változása.

Az önfinanszírozási program eredményességét mutatja, hogy a banki tulajdonban levő állampapírok állománya 2014 első negyedévéhez képest több mint 2200 milliárd forinttal emelkedett 2015 októberéig, aminek következtében a bankok könyveiben immár mintegy 6000 milliárd forint értékben vannak magyar állampapírok. A jegybanki kamatcsereeszköz feltételeivel és kialakításával összhangban elsősorban a hosszabb lejáratú államkötvényeket vették a bankok, így a banki állampapír-állomány átlagos lejáratig hátralevő futamideje 2014 első negyedéve és 2015 ősze között 2,8 évről 3,8 évre emelkedett. Mindez önmagában is üdvözlendő, de az különösen kedvező, hogy egyfajta járulékos hatásként a forint-államadósságon belül ezzel a hazai bankrendszer vált a fő finanszírozóvá, megelőzve a külföldi befektetők csoportját is.

10. ábra: A bankrendszer állampapír-állományának alakulása



Forrás: MNB.

A fenti fejlemények, azaz a hazai makrogazdasági környezet javulása és kiemelten a külső sérülékenység jelentős csökkenése a magyar gazdaságról alkotott nemzetközi befektetői képet is érdemben javította. Az elmúlt időszakban a nemzetközi közösség is egyre inkább elismeri az önfinszírozási koncepció és program kedvező hatásait: az utóbbi hónapokban gyakorlatilag nem volt olyan hitelminősítői, banki vagy nemzetközi szervezettől származó elemzés, amely ne emelte volna ki a magyar gazdaság sérülékenységének csökkenését, ellenálló képességének javulását, külső sokkokra való érzékenységének mérséklődését, és mindennek az egész makrogazdasági környezetre és a nemzetgazdaság egészére való pozitív hatását.

## ZÁRSZÓ

A jegybanktörvény kimondja, hogy „az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenálló képességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a kormány gazdaságpolitikáját”. Az önfinszírozási program ebből a törvényi előírásból és mandátumból adódik, azaz az MNB jogszabályban rögzített feladatának tesz eleget a programmal, ami a pénzügyi rendszer stabilitását előmozdító hatáson túl a kockázati felárak mérséklésével a monetáris politika mozgásterét is bővíti.

A program makrogazdasági hasznosságát ma már nehéz kétségbe vonni, de a reálgazdasági hatások tekintetében még sok a félreértés. Hangsúlyozni kell, hogy rendszerszinten az állampapír-vásárlás és a hitelezés kiegészíti egymást, azaz minél sikeresebb az önfinszírozás, annál kevésbé romlik a banki likviditás, és annál kevésbé csökken a hitelezési hajlandóság. Sem a korábbi hazai, sem a nemzetközi tapasztalatokból nem következik ugyanis, hogy a dinamikus hitelezés feltételezi a magas jegybankpénzállományt – azaz az önfinszírozási program bizonyosan nem lesz hátráltatója a jegybank új Növekedéstámogató Programja által előmozdított banki hitelezésnek.

## JEGYZETEK

- <sup>1</sup> Ez természetesen nem független attól, hogy az Európai Unió államainak többsége közös devizát használ, és a közös deviza egy világpénz, de ettől még a kapcsolódó magyar sérülékenység fennállt.
- <sup>2</sup> A nettó külső adósság a belföldi szektorok megtakarítási folyamatai alapján adódik, azaz csökkentése csak reálgazdasági áldozatokkal lehetséges.
- <sup>3</sup> Lásd a jegybankok által széles körben használt Guidotti-szabályt, miszerint a devizatartalékok elvárt szintje a rövid (1 éven belüli) lejáratú külső adóssággal ragadható meg.
- <sup>4</sup> Az intézkedéscsomag hatásmechanismusa tekintetében kiemelt fontosságú változást jelent, hogy 2016 tavaszától 100 százalékra emelkedik a bankok likviditásfedezeti előírása (LCR). A nemzetközi előírás szerint az ezt számszerűsítő LCR-rátának 2018-tól kell 100 százalékra emelkednie, az MNB ugyanakkor a nemzeti hatáskörrel élve ezt két évvel megelőzve tenné kötelezővé. A likviditásfedezeti szabályozás célja annak biztosítása, hogy rövid távon (30 nap) megfelelő mennyiségű és minőségű likvid eszköz álljon a bankok rendelkezésére egy esetleges likviditási sokk esetén.
- <sup>5</sup> Magyarországhoz hasonlóan egy hónapnál hosszabb futamidőre hirdetnek meg alapkamatot Svájcban

is, a svájci alapkamat a három hónapos bankközi piac kamatával egyezik meg. Az MNB – előre rögzített tendernaptár szerint – hetente hirdeti meg fix kamatú (a futamidő során a meghirdetéskor érvényes alapkamatot fizető), korlátlan mértékben jegyezhető három hónapos betéti tenderét, melynek igénybevételét a kereskedelmi bankok likviditásmenedzsmentje határozza meg.

<sup>6</sup> Az aszimmetrikus kamatfolyosó nem példa nélküli. Kelet-Közép-Európában a cseh jegybank 2009 végétől tart fenn – a korábban alkalmazott szimmetrikus kamatfolyosó helyett – aszimmetrikus sávot az irányadó kamat körül, ami a betéti oldalról fokozatosan szűkült a döntést követő közel három évben. 2012 vége óta a 0,05 százalékos irányadó kamat szintje jelenti az egnapos betét kamatát, így a kamatfolyosó pedig egy  $+ 0,25 / 0$  százalékos sávnak felel meg.

<sup>7</sup> Simon Gray: *Central Bank Balances and Reserve Requirements*. IMF Working Paper, WP/11/36, 2011.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

*Az MNB önfinanszírozási programja – 2014. április – 2015. május*. Értékelés, Magyar Nemzeti Bank, 2015.

*Az ország adósságszerkezete tovább javítható. A bankok az állampapírok vásárlásával segíthetik az ország önfinanszírozását*. MNB Háttéranyag, Magyar Nemzeti Bank, 2014.

Simon Gray: *Central Bank Balances and Reserve Requirements*. IMF Working Paper, WP/11/36, 2011.

Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter: *Az önfinanszírozási program stabilabb állampapírpiacot eredményezett*. MNB szakmai cikk, 2014. szeptember.

Kolozsi Pál Péter: *Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei*. MNB szakmai cikk, 2014. június.

Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám – Vonnák Balázs: *A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivételése: időzítés és keretrendszer*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 3. szám, 2015. szeptember, 60–87. o.

Krekó Judit et al.: *Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei*. MNB-tanulmányok 100., 2012.

Nagy Márton: *Az önfinanszírozási program költségei eltörpülnek az előnyei mellett*. MNB szakmai cikk, 2015. október.

Nagy Márton – Palotai Dániel: *Az MNB eszközeinek megújításával tovább csökkenti az ország sérülékenységét*. MNB szakmai cikk, 2015. június.

*The Evolution of Emerging Market Sovereign Debt: Dramatic Growth in Local Currency Sovereign Debt Is Reducing Emerging Market Financial Vulnerabilities*. Moody's Investors Service, September 2, 2015.