

Kolozsi Pál Péter – Hoffmann Mihály

A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel

A Magyar Nemzeti Bank jegybanki eszköztárának megújítása (2014–2016)

ÖSSZEFOGLALÓ: A 2007–2008-ban kirobbant gazdasági válság világszerte átalakította a gazdaságpolitikáról, illetve azon belül is a monetáris politika szerepéről, feladatáról, felelősségéről alkotott nézeteket. Magyarországot kiemelten sérülékeny állapotban érte el a krízis, így a gazdaságpolitika átalakításának központi eleme volt a külső sérülékenység csökkentésének célja. Ezt szolgálta a Magyar Nemzeti Bank 2014-ben meghirdetett Önfinszírozási programja, amely a jegybanki eszköztár átalakításával segítette elő – a jegybanktörvény felhatalmazásának és előírásának megfelelően – a pénzügyi stabilitás erősítését és a külső sérülékenység csökkentését. Jelen tanulmány Mandl–Dierx–Ilzkovitz koncepcionális modelljét felhasználva mutatja be a jegybanki eszköztár átalakítását és a lépések hasznosságát. Az elemzés arra a következtetésre jut, hogy a program technikai-operatív értelemben hatékonyak bizonyult, hiszen 2014 tavasza óta az államadósság-kezelő forintból refinanszírozta a lejáró piaci devizaadósságot, miközben nőtt a bankok fedezeti értékpapír-állománya és szűkült a jegybank sterilizációs állománya. A program elérte a kitűzött makrogazdasági célokat is, hiszen csökkent a külső finanszírozás és az államadósság devizaaránya, illetve lazultak a monetáris kondíciók, miközben a monetáris transzmisszió nem sérült. Az önfinszírozás az MNB bejelentett intézkedései és a hatályos finanszírozási terv szerint 2016-ban is folytatódik.

KULCSSZAVAK: monetáris politika, monetáris politikai eszköztár, külső sérülékenység

JEL-KÓDOK: E52, E58, H63, G21

A jegybankok által alkalmazott monetáris politikai eszközök célja, hogy biztosítsák a monetáris politikai döntések hatékonyságát, effektivitását. A 2007–2008-ban kirobbant gazdasági válság előtti időszakban ez azt jelentette, hogy a monetáris politikai implementáció elsősorban arra fókuszált, hogy biztosítsa a monetáris transzmissziót, vagyis azt, hogy a pénzpiaci hozamok illeszkedjenek, igazodjanak az irányadó

kamatlábhoz. A pénzügyi piacok megfelelően működtek, kellően likvidek voltak, azaz az eszköztár feladata alapvetően technikai jellegű volt.¹

A válság, illetve a válság kezelése azonban új megvilágításba helyezte mind a monetáris politika egészét, mind pedig a monetáris implementációt.² A válság felülírta a monetáris politika korábbi konszenzusát.³ Bebizonyosodott, hogy az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás nem szinonimák, a rugalmas inflációkövetés

Levelezési e-cím: kolozsip@mnbb.hu

nem feltétlenül teremt szilárd monetáris kereteket, a nullaszázalékos kamatküszöb (ZLB) fontos monetáris politikai probléma lehet, a monetáris és a fiskális politikát pedig már rövid és középtávon is koordinált módon szükséges kezelni. A túlzott kockázatvállalás megelőzésén, a transzparencia biztosításán túl az is nemzetgazdasági érdek, illetve állami feladat, hogy a bankrendszer betöltse alapvető társadalmi szerepét, azaz juttassa el a megakarításokat a befektetőkhöz, kezelje az ebből adódó kockázatokat, illetve mindezt alacsony tranzakciós költségek mellett tegye. Mindez oda vezetett, hogy a válságot követő jegybanki stratégiák sok esetben szakítottak az „egy cél – egy eszköz” megközelítéssel, és a potenciális eszközök egyes és egymást kiegészítő, illetve akár együttes alkalmazását javasolják.⁴

A jegybanki implementáció tekintetében fontos felismerés volt, hogy az operatív cél és a monetáris kondíciókat meghatározó különböző pénzügyi hozamok, illetve a releváns pénzügyi mennyiségek közötti kapcsolat a korábbi nem stabil, ami logikusan elvezetett a „monetáris makroökonómia versus monetáris politikai implementáció” dichotómia elvetéséhez.⁵ Mivel a piacok nem hatékonyak és arbitrázsra adnak lehetőséget, a transzmisszió pedig nem effektív, valamint a piacokat tartós likviditási problémák jellemezhetik, így a monetáris politika által a klasszikus eszközökkel elsődlegesen befolyásolt rövid hozamok nem feltétlenül tükröződnek az egyéb piaci szegmensekben. Mindez azt jelenti, hogy a monetáris politikai eszköztár működtetése nem technikai feladat többé, hiszen a monetáris politika egészének hatékonyságát és effektivitását meghatározza, hogy a jegybank milyen eszközökkel éri el a kitűzött célokat. *Bindseil* (2014) szerint a monetáris politikai implementáció az ilyen turbulens időszakokban egyfajta „művészetté válik”.

A jegybanki eszközök kialakítását és alkalmazását – a vázolt elméleti alapvetésen túl – mindenekelőtt a jegybanktörvényekben lefek-

tetett célok determinálják, ennek megfelelően a Magyar Nemzeti Bank (MNB) monetáris politikai eszköztárának fő kontúrjait is a magyar jogszabályi környezet⁶ határozza meg. Bár a jegybanktörvényben rögzített célok stabilak, de a gazdasági-intézményi adottságok változhatnak, amiből adódóan a monetáris politikai eszköztárnak is folyamatosan alkalmazkodnia szükséges a változó környezethez. A globális pénzügyi válság ebből a szempontból is új korszakot nyitott, hiszen a jegybankoknak az árstabilitási cél veszélyeztetése nélkül egyre inkább egyéb céljaira is fókuszálniuk kell, és a korábban használt transzmissziós csatornák romló hatékonysága miatt mindezt – részben legalábbis – nem konvencionális (vagy nem hagyományos) jegybanki eszközökkel kell megtennie.

Az MNB által 2014-ben meghirdetett és a jelen tanulmány fókuszát adó Önfinszírozási program is ebbe a keretrendszerbe illeszkedik. A program a magyar gazdaság egyik fő strukturális gyengeségére koncentrálna, azaz azt célozza, hogy csökkenjen a magyar gazdaság külső forrásokra való ráutaltsága, javuljon a gazdaság és azon belül az államadósság finanszírozási szerkezete, hozzájárulva ezzel a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartásához és erősítéséhez – miközben a jegybank elsődleges célja továbbra is az árstabilitás elérése és fenntartása.

Jelen tanulmány az MNB Önfinszírozási programjával és a jegybanki eszköztár e programból adódó átalakításával foglalkozik.⁷ Cikkünk deklaráltan a program makrogazdasági, és kiemelten pénzügyi stabilitási és monetáris politikai hatásainak vizsgálatával foglalkozik, azaz nem tér ki a bevezetett eszközök jegybanki eredményt érintő esetleges hatásaira, illetve az ehhez kapcsolódó kockázatokra. Mivel a hatások sokrétűek, komplexek, időben egymástól elszakadva jelentkezhetnek, valamint a ráfordítások és a hasznok nem feltétlenül ugyanannál a gazdasági szereplőnél, illetve

makrogazdasági szektorban jelentkeznek, így a potenciális költségek és kockázatok mély elemzése és értékelése túlfeszítené jelen dolgozat kereteit. Ezek a kérdések egy külön kutatás témái lehetnek.⁸ Jelen dolgozat elfogadja Nagy (2015) következtetéseit, miszerint az egyes lépések kockázat-hozam elemzését komplexen, azaz a program egészéhez való hozzájárulásukat figyelembe véve kell elvégezni, illetve hogy az önfinanszírozási program előnyei makroszinten érvényesülnek és meghaladják a jegybanknál jelentkező, számszerűsíthető költségeket, miközben a jegybanki szinten jelentkező kockázatokat is ellensúlyozza az MNB mérlegének szűkülése.

A tanulmány felépítése a következő. Az 1. fejezet bemutatja, hogy miért releváns gazdaságpolitikai cél a külső sérülékenység csökkentése, illetve hogy ez miképp illeszkedik a jegybanki mandátumhoz és a jegybanki eszköztár nyújtotta lehetőségekhez. A 2. fejezet bemutatja a jegybanki eszköztár módosításával kapcsolatos döntéseket a 2014–2016 közötti időszakban. A 3. fejezet Mandl–Dierx–Ilzkovitz koncepcionális modelljét felhasználva a program hatásait összegzi. A tanulmány a konklúziók levonásával zárul.

A JEGYBANKI ESZKÖZTÁR ÉS A KÜLSŐ SÉRÜLEKENYSÉG

A külső sérülékenység jelentősége⁹

A külső sérülékenység (külső kitettség) a külföldi és nem hazai devizában fennálló megtakarításokra való túlzott ráutaltsággként definiálható, ami elsősorban akkor jelent valós és releváns gazdaságpolitikai problémát, ha a gazdaság finanszírozási szerkezetén belül a külföld részaránya tartósan dominánssá, a külföldi forrásokra való ráutaltság pedig túlzottá válik. A külső kitettség legjelentősebb hátránya, hogy válságos időszakban komoly megújítási

kockázatot jelent, illetve mivel a külső adósság sok esetben nem hazai devizában denominált, így a gazdaság devizalikviditásra való ráutaltsága is érdemben nőhet. A külső megtakarításokra és a devizapiacokra való ráutaltság felerősíti az árfolyam és a kamatfelárak volatilitását, ami válság bekövetkezése esetén alááshatja a gazdaság forrásszerzési lehetőségeit.

Piaci turbulenciákkal járó, válságos időszakban felerősödhetnek a külföldi függőségből adódó kockázatok az árfolyam és a kamatfelárak kedvezőtlen alakulása, vagy adott esetben a piaci megítélés romlása következtében. A külfölddel szembeni eladósodottságon belül különösen a rövid lejáratú kötelezettségállomány hordoz kockázatokat, hiszen válságos időkben annak megújítása ütközhet először nehézségbe. Egy tökehiányos gazdaságban a hazai megtakarítások elégtelensége esetén természetesen jelentkezik igény a külföldi források bevonására, különösen, ha azokat kedvezőbb feltételek mellett lehet megszerezni, mint a hazai (belföldi és hazai devizában denominált) forrásokat. Az olcsóbb forrás azonban nagyobb potenciális jövedelemkiáramlással jár együtt, ami szélsőséges árfolyam-ingadozás és kamatfelárak esetén a gazdasági teljesítmény visszaesését okozhatja.

A szakirodalomban a külső sérülékenységnek nincs egyértelmű mérőszáma: jellemzően a különböző eladósodottsági mutatók GDP-arányos vagy devizatartalékhoz viszonyított mértéke, az adósság devizaszervezetét megragadó mutatószámok, az adósság kifizetésének forrásaként szolgáló exportjövedelem nagysága, a külkereskedelmi mérleg egyenlege, illetve a közvetlen tőkebeáramlásból számított indikátorok segítségével mérik (IMF, 2012; Supriyadi, 2014). A szakirodalom három fontos tényezőt azonosít a külső sérülékenységgel szembeni biztosítékként: a magángazdaságban rejlő exportorientált növekedési potenciált, a hazai kötvénypiacok méretét és likviditását, illetve a devizatartalékokat (Dyson, 2014).

Ezek közül a jelen tanulmány szempontjából kiemelt jegybankok hagyományosan a devizatartalékok állományát tudják közvetlenül befolyásolni, de közvetetten a kötvénypiacokra is hatást gyakorolhatnak – részben a hagyományos hiteltendereknel fedezetként megkövetelt elfogadható értékpapírok körének meghatározása, részben és esetlegesen az ezen piacokon való közvetett, vagy közvetlen szerepvállalás, valamint egyéb, nem konvencionális eszközök alkalmazása révén.¹⁰

Mivel a legtöbb országban a jegybank feladata a nemzetközi tartalékok kezelése, a jegybankok számára elsődlegesen a rövid külső adósság mögött álló devizatartalékok megfelelése jelent biztosítékot külső gazdasági sokkokkal szemben. Ennek mérésére szolgál a Guidotti – Greenspan-mutató, amely a rövid külső adósságot vetíti a devizatartalékok állományára és akkor tekinti a tartalékmegfelelést biztosítottnak, ha a mutató eléri a 100 százalékos szintet (Palotai, 2014; Csávás, 2015). A nemzetközi trendeknek megfelelően a Magyar Nemzeti Bank devizatartalék-stratégiájában is a Guidotti–Greenspan-mutató az elsődleges indikátor (Nagy – Palotai, 2014).

Külső sérülékenység és jegybanki mandátum

A 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról kimondja, hogy

3. § (1) Az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása.

(2) 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.

A jegybanki mandátum és az MNB által követett inflációs célkövetési rendszer szerint

az MNB elsődleges célja az árstabilitást megtestesítő inflációs cél elérése, amit ugyanakkor egyéb célok egészítenek ki. Ezek az egyéb célok ugyanúgy a törvényi kötetelmek, azaz a jegybanknak ezeket a célokat is szem előtt kell tartania, illetve eszközeivel elő kell segítenie az elérésüket, amennyiben ezek nem ellentétesek az elsődleges céllal.

A jegybanktörvényben lefektetett egyéb célok, kiemelten a pénzügyi stabilitás, illetve a kormányzati gazdaságpolitikai célok támogatása tekintetében a Magyar Nemzeti Bank az Önfelfinanszírozási program meghirdetésekor, azaz 2014 áprilisában a külső sérülékenység csökkentését határozta meg elérendő célként (MNB, 2014). Ennek megfelelően a következőkben azt vizsgáljuk meg, hogy

- elősegíti-e a program céljaként rögzített külső sérülékenység csökkentése a pénzügyi stabilitást,
- összhangban van-e egy ilyen célkitűzés a kormányzati gazdaságpolitikai célokkal, valamint
- csökkenthető-e a külső sérülékenység jegybanki eszközökkel és
- mindez hogyan viszonyul a jegybank elsődleges céljához.

A külső sérülékenységi probléma magyarországi relevanciája

Nemzetközi összevetésben a viszonylag fejlett államok jelentős nettó és bruttó külső adóssággal rendelkeznek, és Európában is kifejezetten éles a határvonal az új (vagy leendő) és a régi EU-tagállamok között. A régi EU-tagállamok GDP-arányos bruttó külső adósságállománya jellemzően 100–400 százalék, a közép-európai feltörekvő gazdaságoké pedig 100 százalék körüli. Mindez ugyanakkor nem jelenti, hogy a kockázatok is ennek megfelelően oszlanának el, a stabil és tartalékvalutával rendelkező államok (például euróövezet tagállamai, Egyesült Királyság) esetében a magas érték nem jelent érdemi kockázatot, míg a kicsi és nyitott fel-

törekvő (fejlődő) gazdaságok esetében egy kisebb érték is rontja a piaci megítélést.

Magyar szempontból elsősorban a kelet-közép-európai régió releváns, és a térségen belül Magyarország a válságot követő években rossz helyzetbe került: 2013-ban, azaz az Önfinszírozási program meghirdetése előtt mind nettó, mind bruttó külső adóssága meghaladta a régiós államok többségének hasonló értékét, illetve a kiemelten kockázatosnak tekintett dél-európai országokhoz közelítő értékeket vett fel (lásd 1. ábra). Magyarország az Önfinszírozási program elindítása, azaz a jegybanki eszköztár megújítása előtt külső sérülékenységi szempontból nemzetközi összehasonlításban is veszélyeztetett országnak számított.¹¹

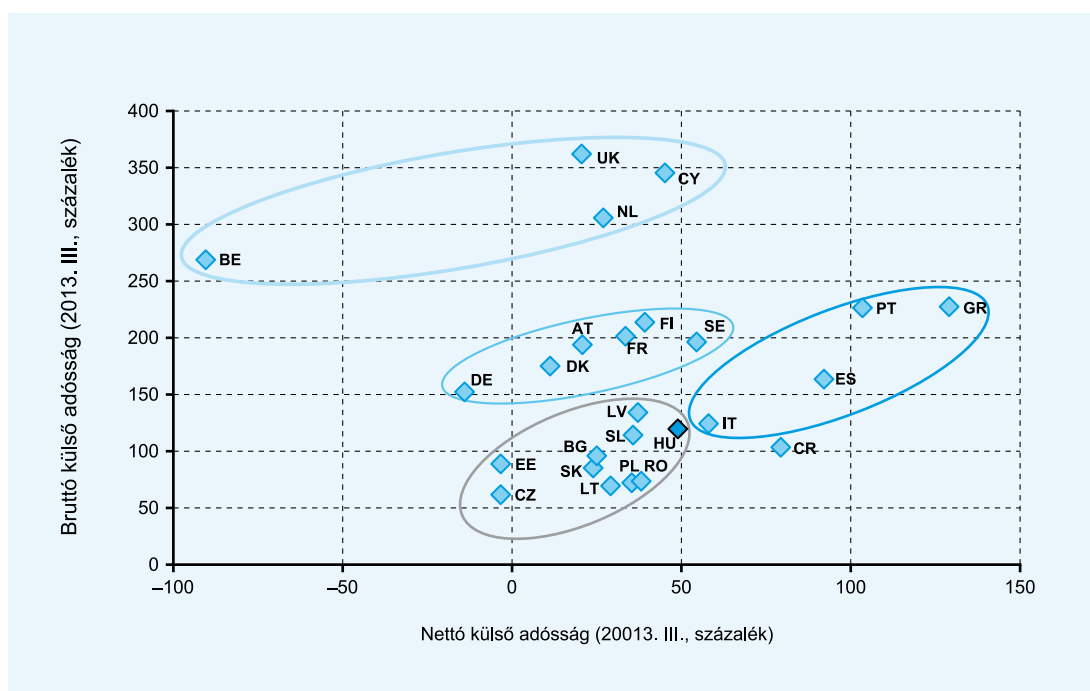
A külföld felé történő eladósodás felfutásához a lakossági devizahitelezés¹² térnyerésén túl Magyarországon az állami hitelfelvétel is jelentősen hozzájárult a 2000-es évek köze-

pétől kezdődően. Míg 2008 elején a bruttó államadósság kevesebb mint 50 százalékát finanszírozták a külföldiek, 2012-re ez a mérték csaknem 70 százalékra nőtt. Ugyancsak az érdemi külső sérülékenységre utal, hogy Moody's (2015)¹³ alapján 2014-ben a feltörekvő országok közül a teljes adósságon belüli külföldi részesedés csak Peruban és Indonéziában volt a magyar felett.

A finanszírozás szerkezete abból a szempontból is egészségtelen volt, hogy a magyar gazdaság túlzottan devizaforrásokra támaszkodott. Az Önfinszírozási program előtti utolsó évben, 2013-ban a magyar államadósság devizaaránya meghaladta a 40 százalékot, aminél az Európai Unióban mindössze négy állam hasonló mutatója volt magasabb. Fontos szempont, hogy e négy ország közül Bulgária valutatanácsi rendszert tart fenn, azaz gyakorlatilag nem szembesül árfolyamkockázattal, Litvánia pedig azóta már csatlakozott

1. ábra

A NETTÓ ÉS A BRUTTÓ KÜLSŐ ADÓSSÁG EGYES EURÓPAI UNIÓS ORSZÁGOKBAN (2013. III.)



Forrás: Európai Központi Bank

az euróövezetbe, ami az árfolyamkitettséget gyakorlatilag megszüntette.

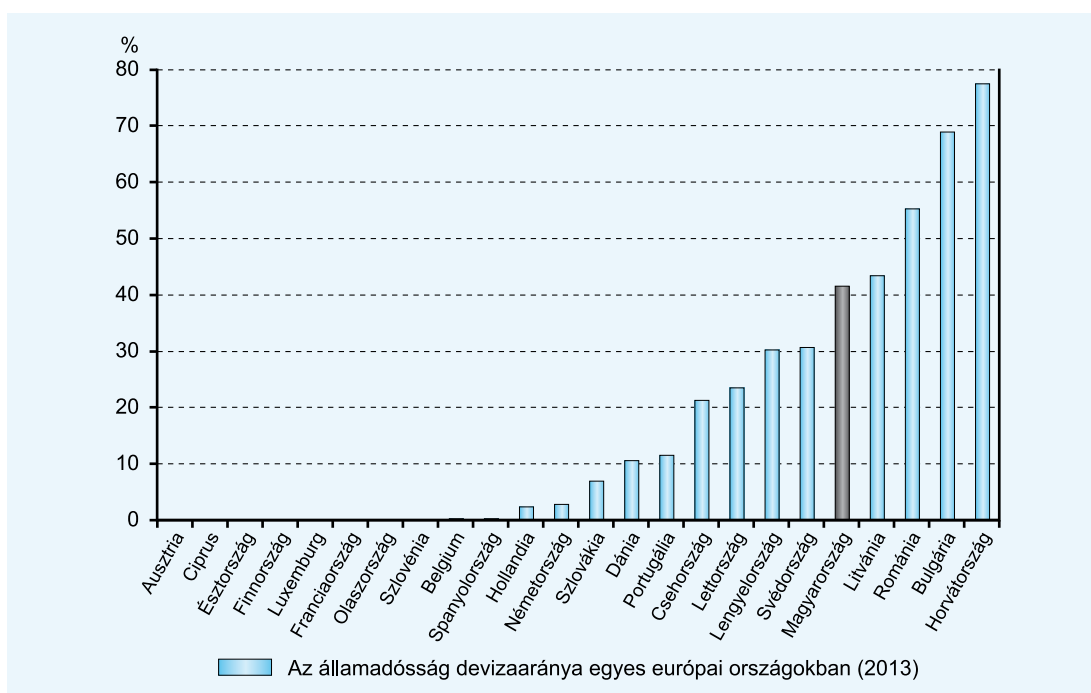
A probléma relevanciájára utal, hogy a magas külföldi kitettség számos Magyarországgal foglalkozó befektetői elemzésben, országjelentésben megjelent kiemelt kockázatként és kezelendő problémaként.¹⁴ A külső sérülékenység Magyarország egyik égető gazdaságpolitikai problémájává vált a válság után, aminek csökkentése releváns gazdaságpolitikai célnak volt tekinthető.

A magas külső sérülékenység definíció szerint kockázatot jelent pénzügyi stabilitási szempontból, így csökkentése illeszkedik ehhez a jegybanki mandátumhoz. Ugyancsak igazolható, hogy a sérülékenység mérséklése kormányzati gazdaságpolitikai cél, hiszen Magyarország 2013-as konvergenciaprogramja a négy kiemelt gazdaságpolitikai cél között nevesíti az ország pénzügyi sérülékenységéhez jelentős mértékben hozzájáruló magas külső adósság csökkentését.¹⁵

Kérdésként vetődhet fel ugyanakkor, hogy miképp illeszkedik mindez a jegybank elsődleges céljához. Itt nincs automatikusan adódó logikai kapcsolat, így a konkrét időszakot és programot szükséges értékelni. Fontos körülmény, hogy a gazdasági válságkezelés éveiben – 2010-et követően, de különösen 2013 után – a magyar jegybank tartósan alacsony inflációs környezettel szembesült (lásd 2. ábra), amiből adódóan, illetve inflációs céljának elérése érdekében monetáris lazítási politikába kezdett. Ez elsősorban az alapkamat-csökkentési ciklusokban öltött testet (2012 közepén még 7 százalékos volt a jegybanki alapkamat, ami 2015 végére 1,35 százalékra mérséklődött),¹⁶ de hangsúlyos szerepe volt a monetáris kondíciók enyhítésében a nem szokványos jegybanki eszközöknek is.¹⁷ Azok a nem konvencionális lépések tehát, amelyek a hozamok csökkentését, azaz monetáris lazítást jelentettek, a nyomott inflációs környezetből adódóan az árstabilitá-

2. ábra

AZ ÁLLAMADÓSSÁG DEVIZAARÁNYA EGYES EURÓPAI UNIÓS ORSZÁGOKBAN (2013)



Forrás: EUROSTAT, Government finance and EDP statistics database

si cél elérését is támogatták – a későbbiekben bemutatásra kerül, hogy a jelen tanulmány fókuszába helyezett Önfelfinanszírozási program ilyennek tekinthető. (Lásd 3. ábra)

A külső sérülékenység és a jegybanki eszköztár összefüggései

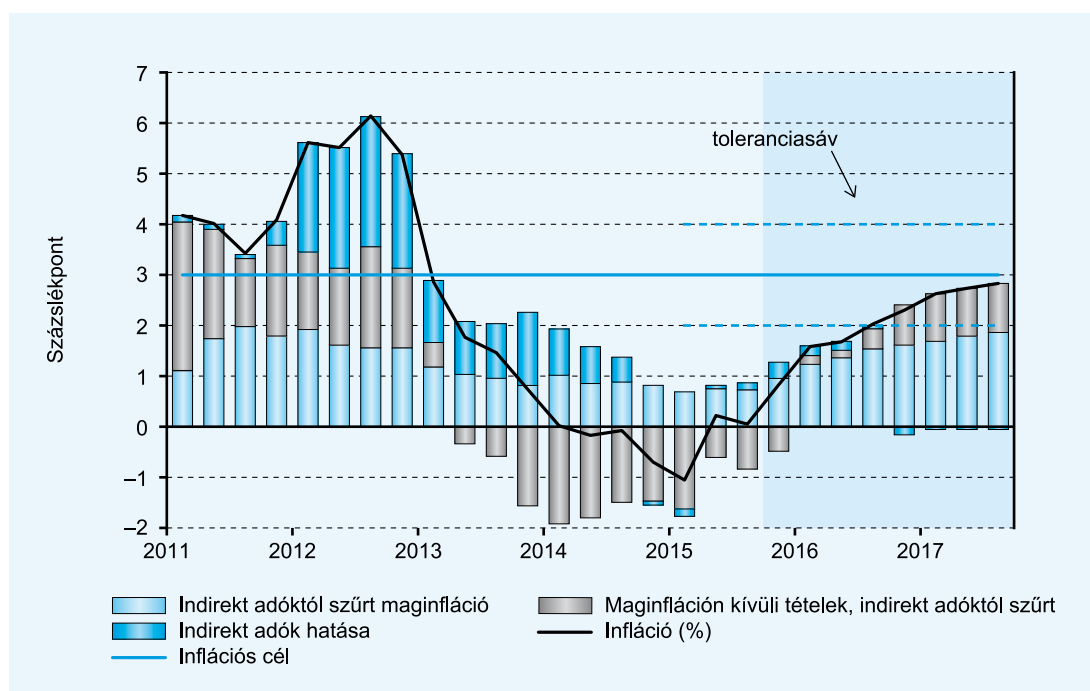
A külső sérülékenység említett mutatói közül Magyarország tekintetében a külső adósságműködésnek van kiemelt jelentősége. A külső kitétséget a nettó külső adósságállomány ragadja meg a legjobban, ennek alakulása ugyanakkor a folyó fizetési mérleg és a tökélmérleg függvénye,¹⁸ azaz makrogazdasági folyamatokból adódik, így alakítása csak érdemi reálgazdasági költségekkel lehetséges. A nettó külső adósság bruttó szárainak mérséklése ugyanakkor szintén csökkentheti a külső sérülékenységet, mivel a bruttó adósságból fakadó megújítási kockázat kisebb, miközben a nettó adósság szint változatlansága miatt reálgazda-

sági alkalmazkodással és költséggel nem kell számolni. Egy állami gazdaságpolitikai program tekintetében a bruttó külső adósságon belül is kiemelten az állam bruttó külső adóssága alakulásának van jelentősége, hiszen egy állami program erre tud a leginkább és legközvetlenebbül hatni.

Mindezek magyarázzák, hogy az „önfinanszírozási koncepció” szerint a bruttó külső adósság mérséklésével szükséges csökkenteni a külső sérülékenységet,¹⁹ és mindezt az állami forintfinanszírozás irányába való elmozdulásra fókuszálva indokolt megtenni. A bruttó külső adósság csökkentéséhez az államadósság belső forrásokból történő finanszírozása vezet el – amihez az állami devizakibocsátás visszafogása, a devizalejratok forintból történő refinanszírozása és a forint állampapír-kibocsátások felé fordulás (negatív nettó devizakibocsátás) vezet. Az önfelfinanszírozás ugyan nem közvetlenül a külső adósságra hat,

3. ábra

AZ INFLÁCIÓ ÉS AZ INFLÁCIÓS CÉL MAGYARORSZÁGON



Forrás: MNB, Inflációs jelentés, 2015. december

de mivel a devizaadósság nagy része külföldi adósság, így a devizafinanszírozás csökkenése végső soron a külső adósságot mérsékli. A forintfinanszírozás irányába való elmozdulás révén javul az államadósság deviza-összetétele, csökken az adósság devizaárfolyamra való érzékenysége, azaz a forint árfolyam-ingadozásai kisebb mértékben jelennek meg az adósságmutatókban, ami ugyancsak pozitív hozadéknak tekinthető.

A bankok, az államadósság-kezelő és a jegybank kooperációját feltételező önfinszírozási koncepcióhoz szorosan kapcsolódik, fogalmilag attól mégis elválnak az MNB által az önfinszírozás sikerének elősegítése érdekében elindított Önfinszírozási program. A jegybanki program a koncepció szerves része és abból indul ki, hogy az ismertetett önfinszírozási célok a jegybanki eszközök feltételeinek módosításával elérhetők. Ez feltételezi a jegybanki eszközök és a külső sérülékenység közötti kapcsolat meglétét (lásd 4. ábra).

A következő szemléltető ábra azt szemlélteti, hogy egy Magyarországhoz hasonlóan strukturális likviditástöbblettel jellemezhető gazdaságban²⁰ a jegybank és a kereskedelmi bankok (jegybanki partnerbankok) közötti betéti és hitelügyletek feltételrendszere milyen logikai kapcsolódásokon keresztül hat a bankok likviditáskezelésére és ezáltal végső soron a külső eladósodottságra, valamint a külső sérülékenységre.

A 4. ábra szemlélteti és leegyszerűsített összefüggésrendszere alapján a bankok kétféleképp

kezelhetik a likviditásukat: vagy jegybanki betéti eszközökkel, vagy pedig likvid értékpapírok ellenében felvett jegybanki hitelekkel. A jegybanki betéti és hiteleszközök relatív jellemzői meghatározzák, hogy a bankok milyen mértékben választják az egyik, illetve a másik lehetőséget. Feltételezve, hogy a fő jegybanki sterilizációs eszköz hozama az alapkamat, amihez illeszkednek a pénzpiaci hozamok, illetve hogy a jegybanki betét a hazai devizában gyakorlatilag kockázatmentes befektetést jelent, a likviditás marad az a változó, ami a banki döntéseket befolyásolja. Leegyszerűsítve tehát: amennyiben a jegybanki betéti eszközök magas likviditásúak, úgy banki szempontból preferáltak lesznek a likvid értékpapírokkal szemben, azaz a bankok feles likviditásukat jegybanki betétben fogják tartani. Ez azzal konzisztens, hogy az államadósság finanszírozásában a külföldi finanszírozóké lesz a domináns szerep (ahhoz képest, mintha a jegybanki eszközök likviditása rosszabb lenne), ez pedig a devizaarány növekedését jelentheti. Összességében tehát a kedvező likviditási tulajdonságú jegybanki betéti eszközök torz – a likvid értékpapírokra nem kellő mértékben támaszkodó²¹ – banki likviditáskezelést okozhatnak, és így több áttétellel, de *ceteris paribus* növelhetik a külső sérülékenységet. Fontos azt is megjegyezni, hogy amennyiben a külföldi kitettség fokozódó devizakibocsátással jár, akkor a jegybankmérleg is bővíülhet, ami a jegybanki sterilizáció költségei miatt nemzetgazdasági szinten is költséget jelent.

4. ábra

A JEGYBANKI ESZKÖZÖK ÉS A KÜLSŐ SÉRÜLÉKENYSÉG



Forrás: saját szerkesztés

AZ MNB MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁRÁNAK ÁTALAKÍTÁSA 2014–2016-BAN

Az eddigiek alapján belátható, hogy a külső sérülékenység releváns gazdaságpolitikai kihívást jelentett az évtized elején Magyarországon, annak csökkentése illeszkedett a jegybanki mandátumhoz és a jegybanktörvényhez, valamint a jegybanki eszköztár és a külső sérülékenység közötti összefüggések miatt a jegybanknak volt is módja a külső kitettség csökkentésének elősegítésére.

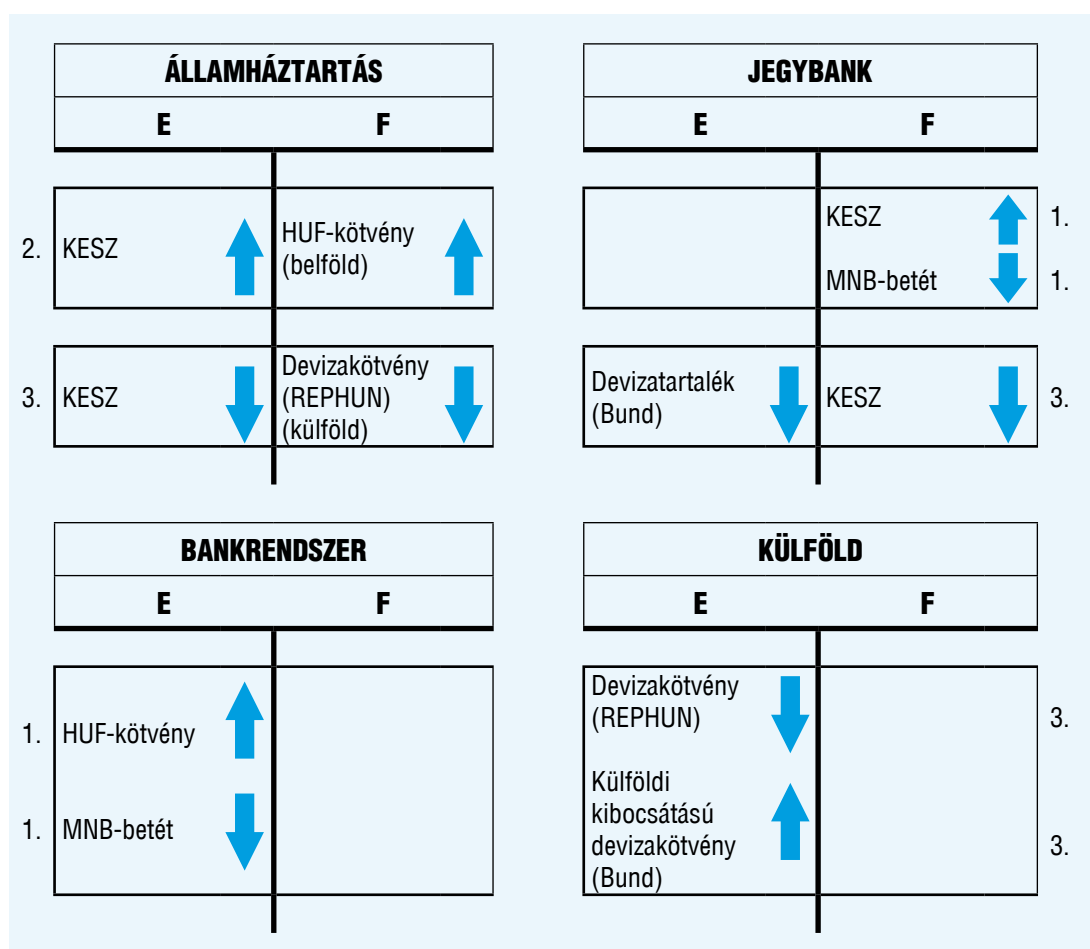
Mindebből adódóan monetáris politikai esz-

köztárának átalakításával az MNB megalapozottan és alátámasztottan tudta kitűzni azt a célt, hogy a jegybanki eszközök attraktivitásának csökkentésével felértékelje banki és likviditáskézelési szempontból a nem jegybanki, elfogadható fedezetnek minősülő értékpapírokat.²² Az MNB Önfinszírozási programja a következő hatásmechanizmust jelenti (lásd 5. ábra).

① A jegybanki eszközök likviditási profiljának módosítása (rontása) miatt a bankok a likviditási szempontból kedvezőbb likvid értékpapírok irányába mozdulnak el. Mivel a magyar értékpapírpiac sajátosságai miatt a likvid, jegybanki műveletek során fedezetként

5. ábra

AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAM HATÁSMECHANIZMUSA



Forrás: saját szerkesztés

elfogadható értékpapírok domináns szereplői a magyar állampapírok, így az átstrukturálódás elsősorban az állampapírpiacon érinti (lásd az ábrát: HUF-kötvény emelkedik, MNB-betét csökken a bankrendszer mérlegének eszközoldalán, illetve a jegybank forrásoldalán²³ a sterilizációs állományt jelentő MNB-betét csökken, a kincstári egységes számla (KESZ) pedig nő).

② A magyar állam az előzőekből adódó többletkeresletet kihasználva forintban újítja meg lejáró devizaadósságát, azaz a lejáratnak megfelelő mértékben többlet-forintkibocsátást hajt végre (HUF-kötvény emelkedik az államháztartás mérlegének forrásoldalán, illetve ezzel párhuzamosan az eszközoldalon emelkedik a kincstári egységes számla egyenlege),

③ A devizalejárat esedékességekor az állam a jegybanknál a többlet-forintkibocsátást devizára konvertálja, majd ezt visszafizeti a külföldi befektetőnek (a jegybank mérlegében a konverzió miatt csökken a KESZ és a devizatartalék, a törlesztés miatt az államháztartásnál a KESZ és a devizakötvény-tartozás, a külföldnél pedig a magyar devizakötvényt külföldi kibocsátású devizaeszköz váltja fel).

Az önfinanszírozási program keretében végrehajtott változások az ismertett hatásmechanizmuson keresztül támogatták a külső sérülékenységek csökkentését, hiszen végső soron a jegybanki betéti eszközök likviditási profiljának módosítása a devizaadósság, illetve a külső adósság²⁴ csökkenéséhez vezetnek.²⁵

Az Önfinanszírozási program lépései

Az Önfinanszírozási program három szakaszra bontható. Az első szakasz 2014 nyarán vette kezdetét,²⁶ és a jegybanki kéthetes irányadó eszköz betétesítését, illetve a feltételes kamatcsere eszköz (IRS) bevezetését jelentette. A program második szakaszát 2015. június 2-án jelentette be az MNB, ekkor került sor a jegybanki irányadó eszköz futamidejének 2015. szeptemberi

hatályú hosszabbítására és a kéthetes betéti eszköz fokozatos korlátozására.²⁷ Ezt követte a jegybanki kamatcsereügyletek feltételeinek rugalmasabbá tétele, valamint a kamatfolyosó és a fedezett hiteleszközök feltételeinek módosítása. Áttételesen az önfinanszírozási programhoz kapcsolódik az is, hogy az európai uniós harmonizáció keretében az MNB az Európai Központi Bank gyakorlatához közelítette a kötelező tartalékrendszer, aminek hatása volt a banki likviditáskezelésre, a jegybanki eszközök attraktivitására és így a nem-jegybanki elfogadható fedezetek, kiemelten az állampapírok iránti keresletre. A program harmadik, záró szakasza a kéthetes betét teljes kivételét jelenti, amire 2016 áprilisában kerül sor. (Lásd 1. táblázat)

AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAM HATÁSA

Az Önfinanszírozási program lépéseit Mandl-Dierx–Ilzkovitz (2008) koncepcionális modelljébe illesztve a következő struktúra adódik (lásd 6. ábra).

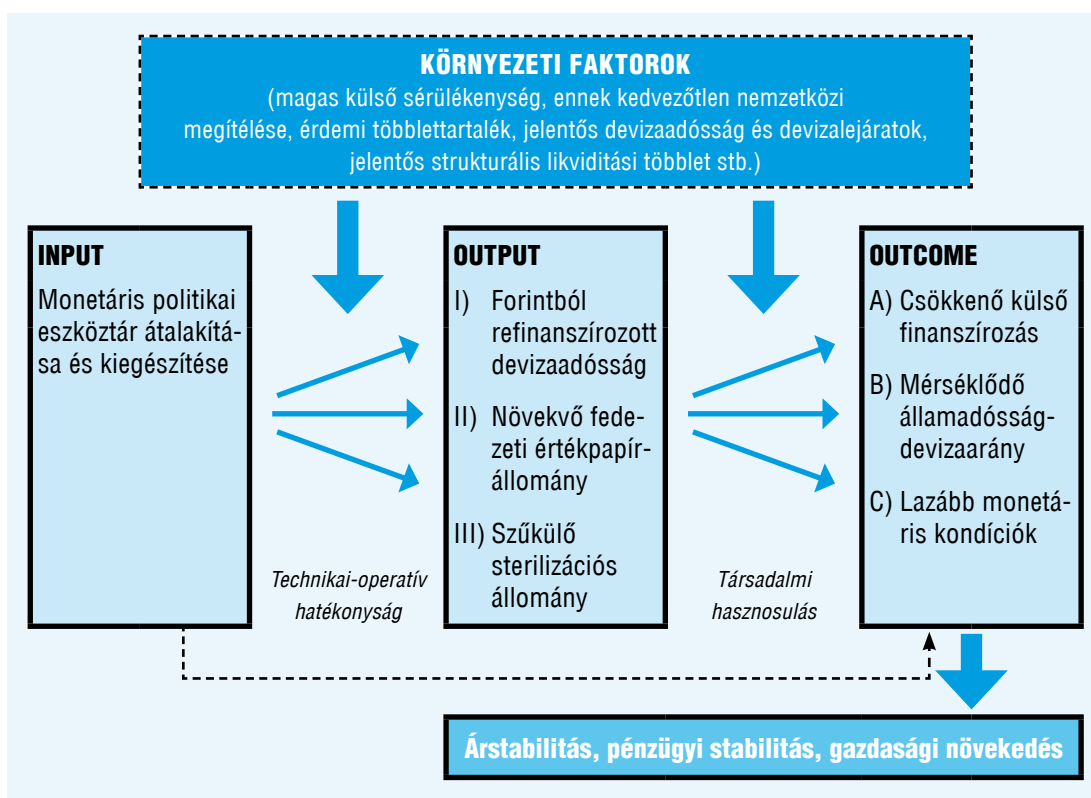
A modell különbséget tesz a rövidebb távon jelentkező és inkább technikai hatások (*output*), illetve hosszabb távon jelentkező és a makroszinten is értelmezhető hatások (*outcome*) között. A vázolt koncepcionális séma alapján mód van annak értékelésére, hogy az Önfinanszírozási program keretében végrehajtott eszköztár-változtatások milyen operatív-technikai hatékonyságot, illetve milyen mértékű hasznosulást értek el, elősegítve végső soron az árstabilitás elérését, a pénzügyi rendszer stabilitását és a fenntartható gazdasági növekedést.³⁸

A következőkben az Önfinanszírozási program keretrendszerét ábrázoló sematikus modell feltételezett output és outcome hatásainak realizálódását vizsgáljuk meg, kvantitatív és kvalitatív elemzési módszerek segítségével.

**AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAMMAL KAPCSOLATOS
ESZKÖZTÁR-MEGÚJÍTÁS LÉPÉSEI**

Érintett eszköz	Változás	Illeszkedés az Önfinanszírozási programhoz
Irányadó eszköz ²⁸	Kéthetes kötvény helyett háromhónapos betét	2014 augusztusában az MNB által kibocsátott kéthetes kötvényt a kéthetes betéti konstrukció váltotta fel, ²⁹ 2015 szeptemberétől pedig három hónapra hosszabbodott az irányadó eszköz futamideje. ³⁰ Az átalakítások célja az volt, hogy a fő jegybanki sterilizációs eszköz attraktivitása csökkenjen, amivel a nem jegybanki, elfogadható fedezeti értékpapírok felértékelődnek.
Kamatfolyosó ³¹	Szimmetrikus folyosó helyett aszimmetrikus folyosó	A korábbi ± 100 bázispontos alapkamat körüli kamatfolyosót 2015. szeptemberben aszimmetrikussá tette az MNB, így az overnight (O/N) betéti rendelkezésre állás -125 , az overnight (O/N) fedezett hitel kamata $+75$ bázisponttal tér el az alapkamattól. Az intézkedés célja az O/N betéti eszköz vonzerejének csökkentése volt. ³²
Kötelező tartalék	Választható ráták helyett egységes tartalékráta ³³	A kötelező tartalékráta mértéke Magyarországon 2015. decembertől 2 százalékon rögzített. Ezt megelőzően a hitelintézetek szabadon dönthettek az általuk vállalt mértékről a 2 és 5 százalék között. Az MNB a rögzített tartalékráta előírásával megelőzte, hogy az átalakuló likviditási környezethez a bankok a tartalékrendszeren ³⁴ keresztül alkalmazkodjanak.
Fedezett hitel	Kéthetes és hathónapos futamidő helyett egyhetes és háromhónapos futamidő	2015 szeptemberétől a kéthetes futamidejű hitelt egyhetes futamidejű hitellé váltotta fel, amelynek kamata alapkamat $+50$ bázisponttól alapkamat $+25$ bázispontra csökkent. A hat hónapos futamidejű hitel helyett az MNB három hónapos futamidejű hitelt vezetett be, amely továbbra is változó kamatú tenderen kerül értékesítésre. A módosítások vonzóbbá tették a bankok számára a fedezett hiteleszközöket.
Kiegészítő forintlikviditás-kezelést támogató eszköz	Korlátozott, kéthetes betét bevezetése	Az irányadó eszköz megváltoztatásával párhuzamosan az MNB a banki likviditáskezelést segítő eszközként 2015 szeptembere és 2016 áprilisa között, 1000 milliárd forintos mennyiségi korlátozás mellett megtartotta a kéthetes betétet is. Az Önfinanszírozási program harmadik szakasza keretében az MNB 2016 áprilisában kivezeti a kéthetes betéti eszközt.
Kamatkockázat-kezelési eszköz	Feltételes kamatcsere eszköz bevezetése	Az MNB 2014. június óta tart értékpapír-vásárláshoz kötött IRS-tendereket. ³⁵ Amennyiben egy bank a kéthetes, illetve három hónapos jegybanki betétből többéves lejáratú értékpapírba csoportosítja át a forrásait, akkor a hosszabb futamidő miatt nő a kamatkockázat. Ennek érdekében, hogy ez ne legyen akadálya a banki alkalmazkodásnak, az MNB a kamatkockázatok kezelésére alkalmas ³⁶ kamatcsereügyletet tett az eszköztára részévé. Az MNB 2015 nyarán az eredeti 3 és 5 éves futamidőket 10 éves lejáratúval 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. ³⁷

AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAM KERETRENDSZERE



Forrás: saját szerkesztés, Mandl–Dierx–Ilzkovitz (2008) alapján

Az Önfinanszírozási program operatív hatékonysága (output-hatások)

Az Önfinanszírozási program inputjainak a jegybanki eszköztár változásai tekinthetők. Az első körös, operatív-technikai hatékonyság ebben az esetben úgy értelmezhető, hogy ezek a lépések 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. Mindez végső soron két alapkérdéshez vezet vissza:

① Sikerült-e az ÁKK-nak az önfinanszírozás keretében forintforrások bevonásával refinanszírozni a lejáró devizaadósságot?

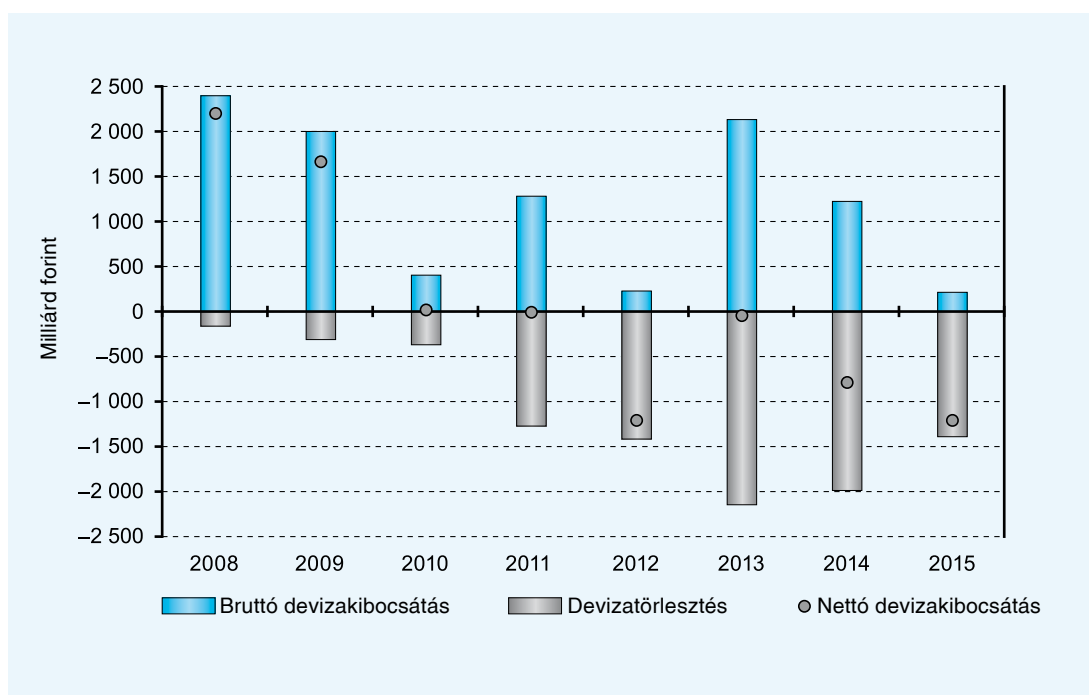
② A jegybanki eszköztár megújítása haté-

kony eszköznek bizonyult-e a banki források egy részének jegybaki eszközökből való kiszorítására, illetve e banki forrásoknak a likvid értékpapírok, kiemelten az állampapírok piacára való átterelésre?

A devizaadósság forintból való refinanszírozása

Az önfinanszírozási koncepció refinanszírozási hatása tekintetében indokolt az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) nettó devizakibocsátásából kiindulni (lásd 7. ábra), ez az összeg ugyanis azt ragadja meg, hogy mennyivel haladta meg az adott évi devizakibocsátás a devizalejáratokat. 2014-ben a nettó devizakibocsátás -766 milliárd forintot tett ki,³⁹ 2015-ben pedig -1186 milliárd forintot.⁴⁰

AZ ÁKK DEVIZAKIBOCSÁTÁSÁNAK ALAKULÁSA



Forrás: MNB

A teljes refinanszírozási hatás 2014–2015-ben 1952 milliárd forintra tehető, azaz ilyen forintértékben fizetett vissza devizaadósságot a magyar állam az MNB-nél konvertált forintforrásokból (a bruttó devizakibocsátás azért nem volt nulla 2014 tavasza után sem, mert a lakossági – azaz mindenképp belföldi jövedelemtulajdonosokhoz kerülő – devizapapírok kibocsátását az Önfinszírozási program nem érintette).

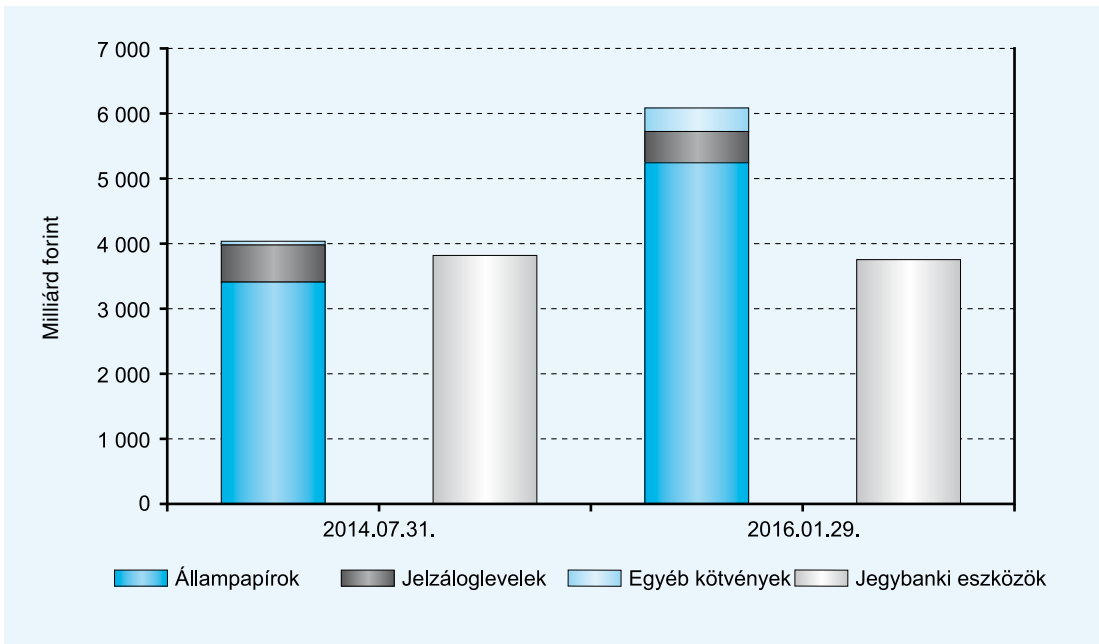
Növekvő fedezeti értékpapír-állomány

A lejárt deviza-államadósság forintból történő refinanszírozása abban az esetben köthető egyértelműen az Önfinszírozási programhoz, amennyiben a szükséges forintállampapír-keresletet a bankok biztosították. Ezt az igazolhatja vissza, amennyiben a banki likviditáskezelés átalakul, azaz ha a bankok a nettó devizakibocsátás mértékének megfelelően átcsoportosították a likviditásukat az állampapírpiacra. A 8. ábra

ezt támasztja alá, ugyanis egyértelműen mutatja, hogy 2014 nyara és 2016 februárja között a bankrendszerbe érkező többletlikviditás nagy részben a fedezeti értékpapírok piacán, és kiemelten az állampapírpiacra csapódott ki. Az Önfinszírozási program hatásmechanizmusa épp ebbe az irányba mutat, így a tényadatok alátámasztják, hogy a bankok átsztrukturálták likviditáskezelési eszközeiket.

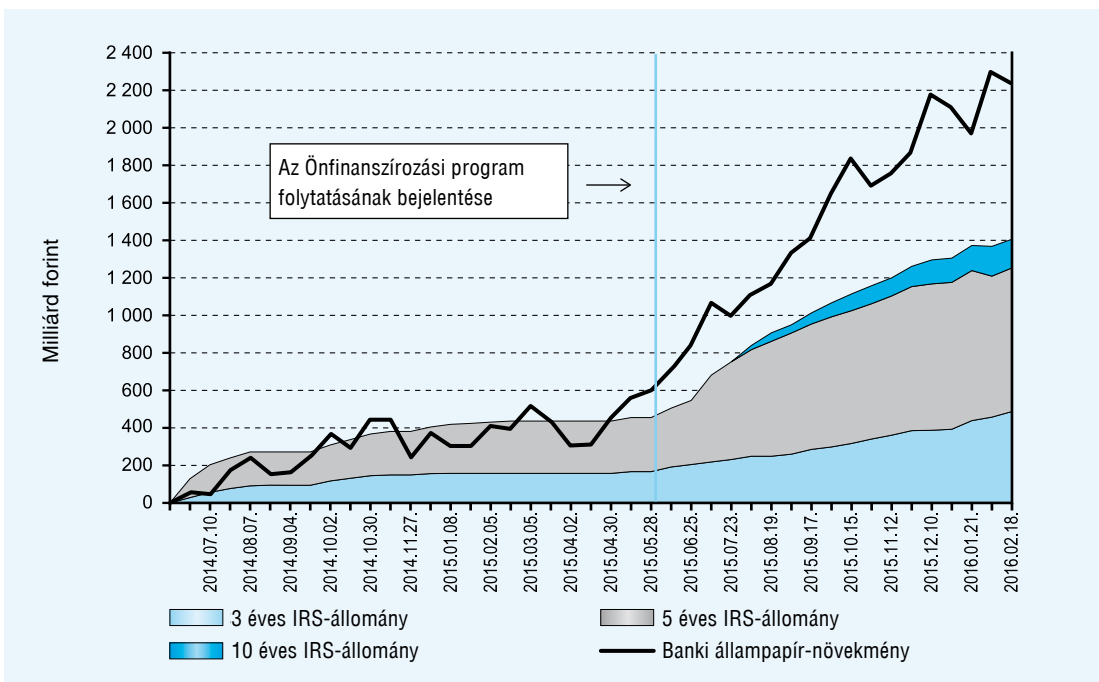
Ugyancsak az Önfinszírozási program eszközeinek hatására utal, hogy a jegybanksi IRS-állomány emelkedése és a banki állampapír-állomány emelkedése szoros együttmozgást mutat (lásd 9. ábra). Különösen szembevetendő, hogy a program második szakasza elindításának bejelentése után mind az IRS-felhasználás, mind az állampapír-állomány dinamikát váltott. Az IRS-állomány és a hitelintézetek állampapír-állományának növekménye közötti korrelációs együttható 0,9875,

A BANKOK JEGYBANKI ESZKÖZKÉBEN ÉS FEDEZETI ÉRTÉKPAPÍRBAN TARTOTT LIKVIDITÁSA



Forrás: MNB

A BANKRENDSZER IRS- ÉS ÁLLAMPAPÍR-ÁLLOMÁNYÁNAK ALAKULÁSA



Forrás: MNB

azaz az állampapír-állomány növekményét szinte teljes egészében magyarázza a jegybanki kamatcsere-eszköz használata (a Pearson-féle korrelációs együttható 0,9752, ami ugyancsak kiemelkedően magas). A két változó közötti lineáris függvény meredeksége pozitív tengelymetszet esetén 1,756, azaz egységnyi IRS-allokáció több mint másfézszeres növekményt hozott a banki állampapír-állományban.

Szűkülő sterilizációs állomány

Amennyiben az ÁKK forintból refinanszírozza a lejáró devizaadósságot, akkor *per definitionem* szűkül a jegybankmérleg. Mivel a jegybanki forrásköltség magasabb a devizataralékon elért hozamnál, a jegybankmérleg szűkülése az MNB számára kamatmegtakarítást jelent. Jellegéből adódóan az önfinanszírozási koncepció a jegybankmérleg szűkítésének irányába mutat, de mivel az MNB mérlegére számos tényező hat,⁴¹ így az önfinanszírozás egyedül nem képes az MNB mérlegének tényleges szűkítésére. A mérlegszűkülés mértékét ezért ebben az esetben úgy definiáljuk, hogy milyen mértékben fizetett vissza forintforrásból az ÁKK lejárt devizaadósságot, így *ceteris paribus* – a 7. ábrán bemutatott folyamatok alapján – az önfinanszírozásnak köszönhetően 2016 elején csaknem 2000 milliárd forinttal kisebb volt az a banki állomány, amin sterilizációs költséget fizet az MNB.⁴²

Össességében megállapítható, hogy a jegybanki eszköztár lépései olyan operatív következményekkel jártak, amelyek konzisztensek az Önfinanszírozási program hatásmechanizmusával.

Az Önfinanszírozási program makrogazdasági hatása (outcome-hatások)

Az Önfinanszírozási program deklarált célja a nemzetgazdaság külső sérülékenységének csökkentése, így a program eredményessége

(hasznosulása) elsősorban annak függvénye, hogy sikerült-e elérni az ismertetett célkitűzést.

Csökkenő külső finanszírozás

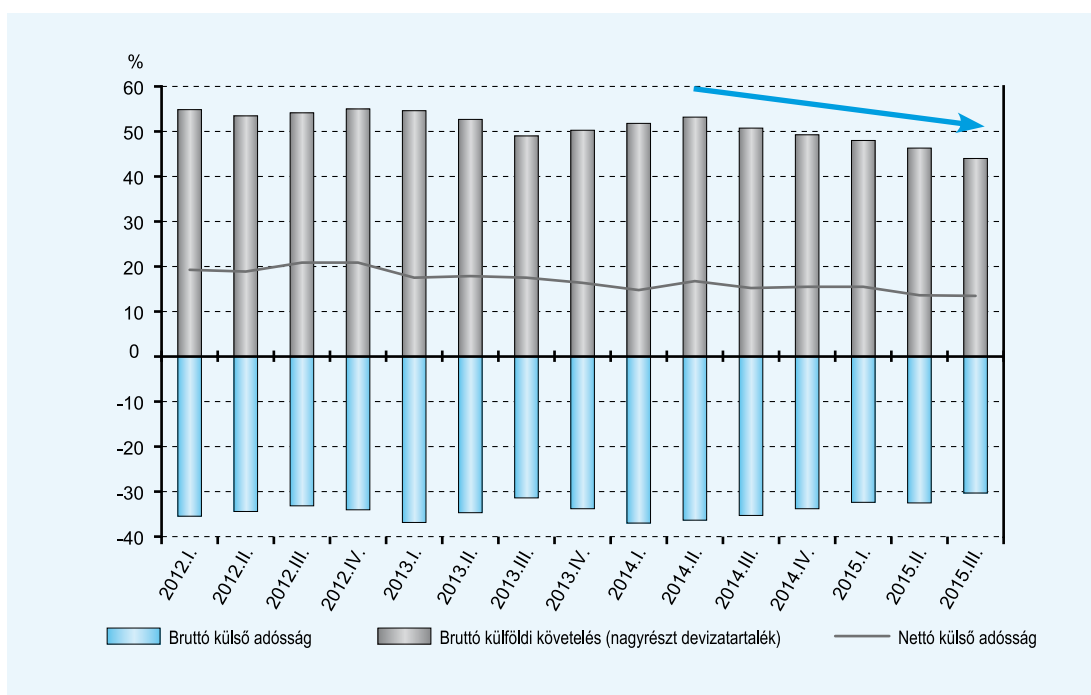
Mint korábban rögzítettük, az Önfinanszírozási program csak a bruttó külső adósságra képes hatni, hiszen a nettó adósság az egyes belföldi szektorok megtakarítási folyamatiból adódik. A program hasznosulását ezért nem elsősorban az jelenti, hogy 2014 óta tovább csökkent a nettó külső adósság, hanem az, hogy mindez a bruttó külső adósság utóbbi években nem tapasztalt intenzitású és tartós csökkenése mellett ment végbe (a nettó adósság mérséklődése a folyófizetési-többlet következményének tekinthető).

Az Önfinanszírozási program tekintetében kiemelt GDP-arányos bruttó külső adósság az államháztartás esetében a 2014. II. negyedévben mért több mint 53 százalékról 2015. III. negyedévére 43 százalék közelébe csökkent (lásd 10. ábra). Az önfinanszírozási program egyfajta közvetett hatásának tekinthető a negatív nettó devizakibocsátáson felül az is, hogy a fokozódó banki állampapír-piaci kereslet állampapír-pozícióik lezárására ösztönözhetette a külföldi befektetőket, és amennyiben az állampapírokat a belföldi szektorok (bankszektor) vették át, akkor a külső adósság ugyancsak mérséklődhetett. Ezen felül egyéb tényezők is hathattak az államháztartás bruttó külső adósságára (például a keresztárfolyamok mozgása), de az Önfinanszírozási program – a bemutatott hatásmechanizmus miatt – bizonyosan egyike volt a csökkenés fő okozójának.

Mérséklődő devizaarány az államadósságon belül

Az Önfinanszírozási koncepció és program hatásmechanizmusa szerint a program révén szignifikánsan esnie kell a devizaadósság teljes államadóssághoz viszonyított arányának, hiszen az önfinanszírozás mindenekelőtt azt

AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS BRUTTÓ KÜLSŐ ADÓSSÁGA (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Megjegyzés: a bruttó külső adósság korrigálva a külföldi swappartnernek által elhelyezett margintartozásokkal, a bruttó követelések pedig a margintartozással és a marginkövetelésekkel.

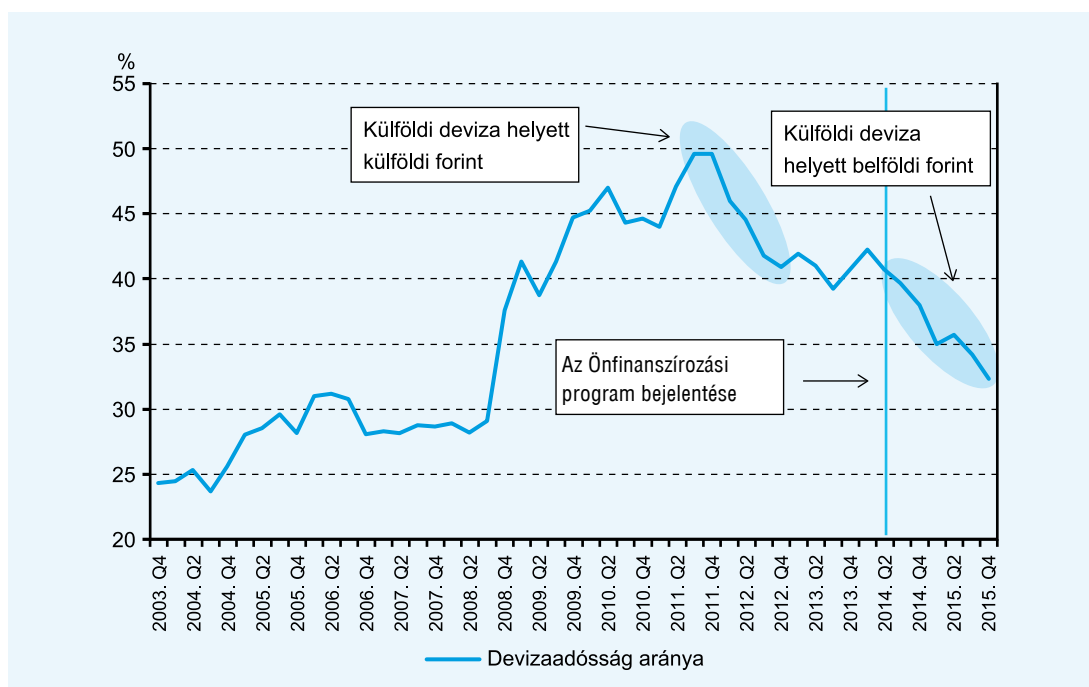
Forrás: MNB

jelent, hogy a jellemzően külföldiek által tartott devizaadósságot belföldiek (hazai bankok) által tartott forintadósság váltja fel. Az államadósság devizaarányának alakulása alátámasztja az előzetes feltételezést, az Önfelfinanszírozási program bejelentése óta ugyanis érdemi mértékben csökkent a mutató. A devizaarány 2013-ban meghaladta a 40 százalékot, 2015 végére pedig 33 százalék alá csökkent (lásd 11. ábra).

Az Önfelfinanszírozási program 2014-es bejelentését megelőzően is volt egy olyan időszak (2012), amikor jelentősen csökkent az államadósság devizaaránya. Az ÁKK devizakibocsátásának alakulását mutató 7. ábra szerint 2012-ben kiemelkedő, 1000 milliárd forintot is meghaladó volt a negatív nettó devizakibocsátás mértéke. Ez azt jelenti, hogy

az ÁKK 2012-ben is jelentős devizalejáratokat finanszírozott forintból. Az államháztartás bruttó külső adóssága és a devizatartalék alakulása (10. ábra) alapján detektálható a két időszak közötti különbség: 2012-ben a bruttó külső adósság jelentősen emelkedett, ami azt jelenti, hogy a megnövelt forintkibocsátásokat a külföldi befektetők vették meg, vagyis a devizaadósság csökkent, de a külső sérülékenység csak részben tudott mérséklődni. Ezzel szemben 2014–2015-ben mind az államadósság devizaaránya, mind a külföldiek részaránya csökkent, azaz a külső sérülékenység mind a két fontos paraméter szempontjából mérséklődött. Mindezekből adódóan az is, hogy a forintállampapír-piacon 2015 végére – a lakossági állomány 2012 óta tapasztalható emelkedése mellett – a magyar bankszektor lett a

AZ ÁLLAMADÓSSÁG DEVIZAARÁNYÁNAK ALAKULÁSA



Forrás: MNB

legfontosabb szereplő, megelőzve a 2011 óta domináns külföldi befektetőket is (lásd 12. ábra).

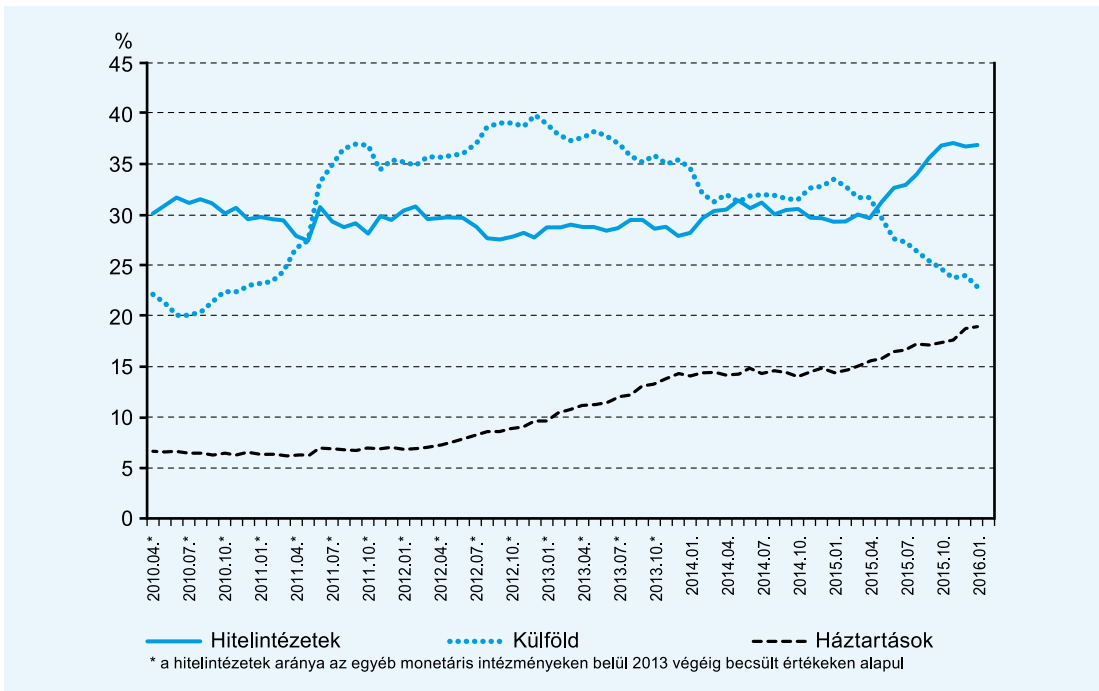
Lazább monetáris kondíciók

A nyomott inflációs környezet miatt az MNB az utóbbi két évben laza monetáris kondíciók kialakítására törekszik. Mivel az Önfelfinanszírozási program a likvid értékpapírcsok tereli a banki likviditást, és az így generálódó többletkereslet pedig a hozamok csökkenése irányába hat, így a program egyfajta monetáris lazításnak tekinthető. Az Önfelfinanszírozási program hatásmechanizmusa alapján a jegybanki eszköztár átalakításának és a banki állampapír-kereslet ebből adódó élénkítésének nemcsak a banki állampapír-állomány nagyságán, hanem a piaci hozamokon is nyomot kellett hagynia. Az MNB (2015a) által közzétett regressziós becslés szerint 2014 áprilisa és

2015 márciusa között a 3 és 5 éves lejáratokon a hozammérséklődés 230, illetve 214 bázispont volt, a teljes csökkenés nagyjából harmada pedig valamilyen formában az Önfelfinanszírozási programhoz volt köthető.

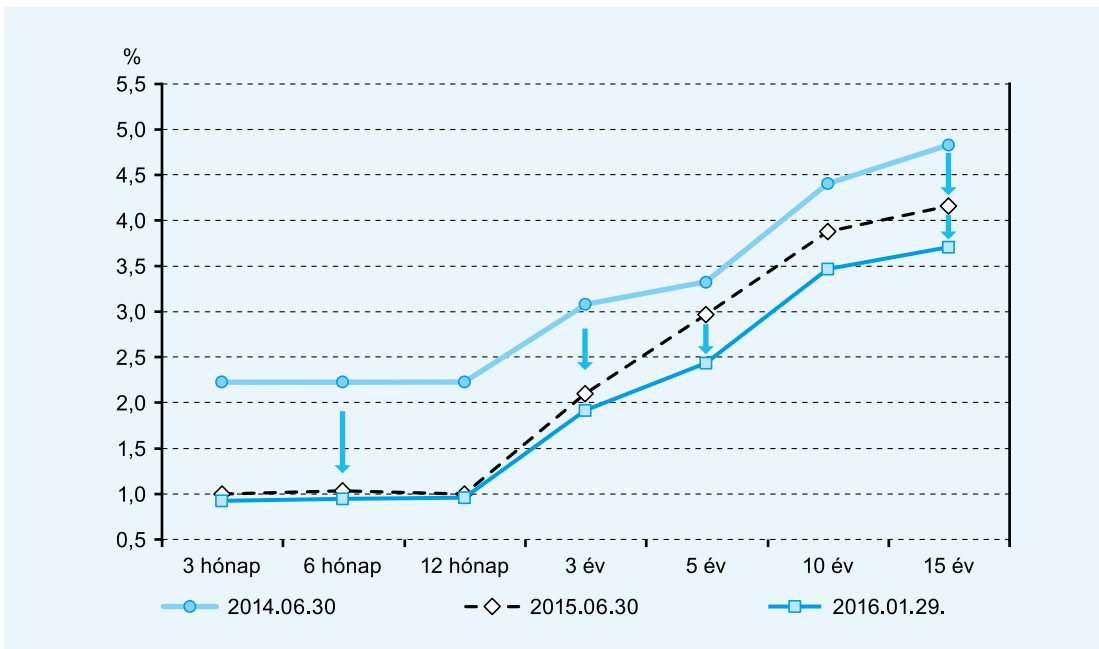
A hozamgörbe elmozdulásának kvalitatív elemzése ugyancsak arra a konklúzióra vezet, hogy az Önfelfinanszírozási program érdemben csökkentette a hosszabb lejáratú hozamokat (lásd 13. ábra). 2014 nyara és 2016 eleje között a teljes magyar hozamgörbe lejjebb tolódott, mégpedig nagyságrendileg 100–125 bázisponttal. A programot két részre bontva látható, hogy az első évben (2014 júniusa és 2015 júniusa között) a rövid hozamok csökkenése dinamikusabb volt, a görbe hosszabb vége azonban csak kisebb mértékben ereszkedett lejjebb. Ebben az időszakban tartott az MNB kamatcsökkentési ciklusa, ami önmagában 80 bázispontot magyarázhat a rövid hozamok

TULAJDONOSI SEKTOROK ARÁNYA A TELJES FORINTÁLLAMPAPÍR-ÁLLOMÁNYHOZ VISZONYÍTVA



Forrás: MNB

AZ ÁLLAMPAPÍR-PIACI HOZAMGÖRBE ALAKULÁSA



Forrás: MNB

csökkenéséből (az alapkamat 2,30 százalékról 1,50 százalékra jött le ebben az időszakban). A második szakaszban ugyanakkor – az Önfinszírozási program második szakasza meghirdetését jelentő 2015. június vége és 2016. január vége között – a hozamcsökkenés szinte kizárólag a hosszabb lejáratokat érintette, miközben az alapkamat mindössze 15 bázisponttal csökkent (1,50 százalékról 1,35 százalékra). Ez arra utal, hogy az Önfinszírozási program 2015 júniusában bejelentett második szakaszának volt nagyobb lazító hatása, amit az is alátámaszt, hogy ebben a szakaszban jóval intenzívebb volt a banki állampapír-vásárlás is, mint az első évben (9. ábra).

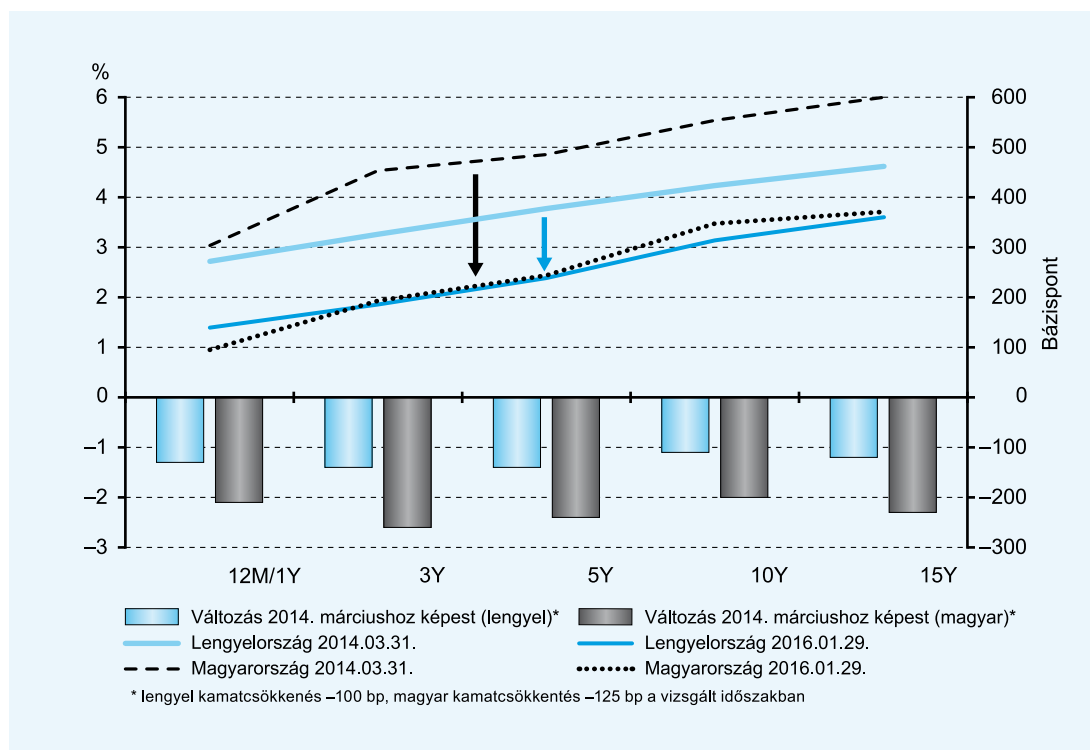
A hazai tényezők – és kiemelten az Önfinszírozási program – hatására utal az is, hogy a magyar szempontból egyfajta referenciának tekinthető lengyel hozamok a nagyságrendi-

leg hasonló mértékű (100, illetve 125 bázispontos) kamatcsökkentések ellenére a magyar hozamoknál sokkal kevésbé csökkentek. A hozamalakulások dinamikájában megfigyelhető eltérés következményeképp a két ország közötti, 2014. tavasz elején – azaz az Önfinszírozási program meghirdetését közvetlenül megelőzően – fennállt, 100–125 bázispontos hozamkülönbség 2016 elejére gyakorlatilag eltűnt a 3–5 éves szegmensben (lásd 14. ábra).

A monetáris politikai hatások tekintetében indokolt annak körüljárása is, hogy a jegybanki eszköztár átalakítása miképp hatott a monetáris transzmisszióra, ami a jegybanki implementáció és eszköztár egyik klasszikus feladata. A monetáris transzmissziós mechanizmus azt a folyamatot jelöli, amelynek révén a monetáris politika hatással van a monetáris politika végső céljára, az inflációra (illetve a gazdaság

14. ábra

A MAGYAR ÉS A LENGYEL ÁLLAMPAPÍR-PIACI HOZAMGÖRBE ALAKULÁSA



Forrás: MNB

kibocsátására). A transzmissziós mechanizmus első lépcsője a monetáris politika operatív céljának a teljesülése. Akkor teljesül az operatív cél, ha a pénzpiaci hozamok jól tükrözik az alapkamat szintjét, illetve az arra vonatkozó várakozásokat. A monetáris transzmissziót akkor tekinthetjük hatékonynak, ha a jegybanksi eszközök biztosítják, hogy elsősorban a rövid lejáratú pénzpiaci hozamok igazodjanak az ugyancsak jellemzően rövid lejáratú jegybanksi irányadó kamatlábhoz.⁴³ Ennek mérése nem evidens, de mivel a jegybanksi O/N betéti és hiteleszközök kamatszintje kamatfolyosót alkot, ami behatárolja az egynapos piaci kamatlábak mozgását, így indokolt e kamatok kamatfolyosón belüli mozgását elemezni. Elemzésünkben a következőkben abból a leegyszerűsítő, de a folyamatok megragadására alkalmas feltételezésből indulunk ki, hogy Magyarországon az egynapos fedezetlen kamatláb (HUFONIA)

alapkamat körüli mozgása a monetáris transzmisszió egyik jó közelítésének tekinthető.

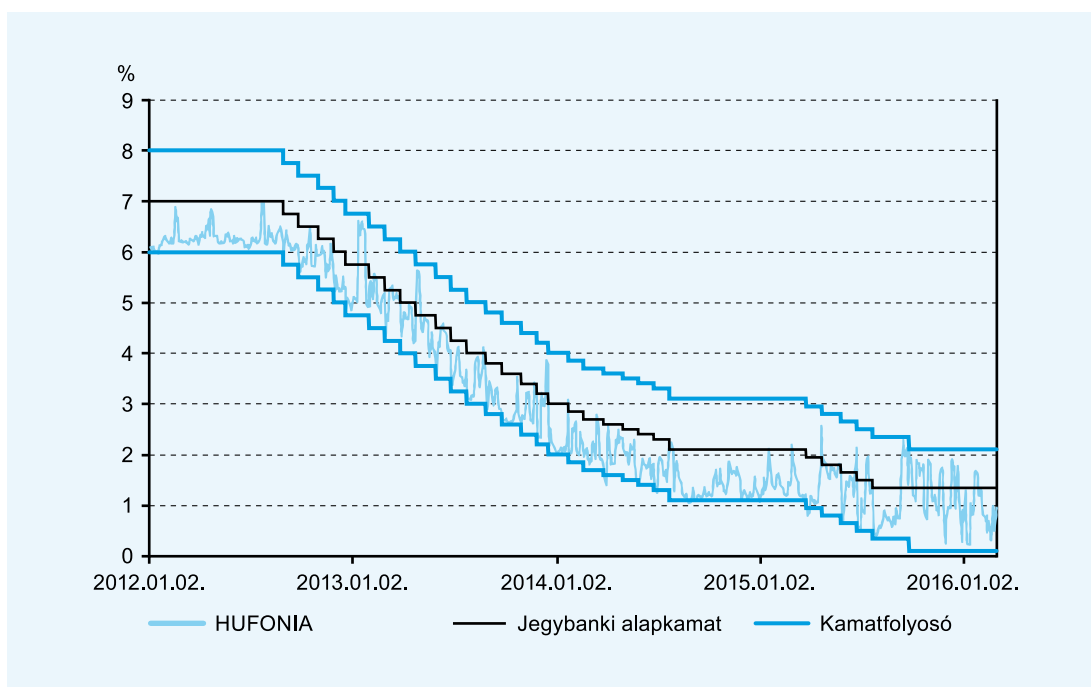
Magyarországon a monetáris transzmissziót alapjaiban határozza meg a bankrendszert jellemző strukturális likviditástöbblet, aminek következményeként a bankközi (piaci) kamatláb jellemzően az alapkamat és a jegybanksi O/N betéti kamat között alakul (lásd 15. ábra).

Az Önfinszírozási program, illetve a lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó jegybanksi devizanyújtó eszközök jelentősen csökkentették a bankrendszer jegybanksi likviditását 2014-ben és 2015-ben,⁴⁴ azaz a likvid eszközök állományának csökkentése⁴⁵ mellett az MNB intézkedései *ceteris paribus* mérsékeltek a monetáris transzmissziót strukturálisan rontó többletlikviditást és a banki likviditáskezelés kifeszítettebbé tételével emelték a hozamok volatilitását.

Magyarországon az egynapos bankközi ho-

15. ábra

AZ O/N BANKKÖZI KAMATSZINT ALAKULÁSA A JEGYBANKI KAMATFOLYOSÓBAN



Forrás: MNB

zamok alapkamattól való eltérését nem érintette tartósan és érdemben a jegybanki eszköztár átalakítása. Az O/N fedezetlen bankközi kamat és az alapkamat átlagos eltérése 2012-ben $-0,67$, 2013-ban $-0,41$, 2014-ben $-0,65$, 2015-ben pedig $-0,51$ százalék volt. A 2015-ös érték az Önfinszírozási program meghirdetése előtti két év átlagos szintjének felel meg. MNB (2015a) alapján az eltérés 2014-ben látható emelkedése arra vezethető vissza, hogy az augusztus–szeptemberi időszakban a kéthetes kötvény megszüntetése (betétesítés) miatt csökkent a likvid eszközök kínálata, miközben megnőtt a likvid eszközök iránti kereslet a bankrendszerben, ami lefelé irányuló nyomást fejtett ki a pénzpiaci hozamokra. A súrlódások ugyanakkor átmenetinek bizonyultak, amit jól mutat a monetáris transzmisszió 2015-ben tapasztalt javulása. A kamatok volatilitásának növekedése ugyancsak összhangban van a likviditás csökkenésével és az eszköztár átalakításával.

KONKLÚZIÓ

A külső sérülékenység a magyar gazdaság releváns kihívását jelentette a válság begyűrűzése után, így indokolt volt a magyar gazdaságpolitika egyik kiemelt céljává tenni a kitettség csökkentését. Az MNB ennek érdekében és a jegybanktörvényben lefektetett mandátumának megfelelően indította el az Önfinszírozási programot, ami a jegybanki eszköztár átalakításával ösztönözte a bankokat likviditáskezelésük átalakítására, miközben a jegybankban tartott banki forrásokat a likvid értékpapírpiacok, kiemelten az állampapírpiac felé terelte.

Az Önfinszírozási program az MNB monetáris politikai eszköztárának egészét érintette. A banki mérlegek eszköztároltala az Önfinszírozási program hatásmechanizmusának megfelelően alakult át. A tényleges folyamatok megfeleltek a Mandl–Dierx–Ilzkovitz-modell alapján adódó output-hatásoknak (devizaadósság forintból történő refinanszírozása, növekvő fedezeti értékpapír-állomány a banki mérlegekben, szűkülő sterilizációs állomány), illetve a kapcsolódó outcome-hatásoknak is (csökkenő külső finanszírozás, mérséklődő államadósság-devizaarány, lazább monetáris kondíciók). A program eredeti célkitűzésének megfelelően érdemben mérséklődött Magyarország külső sérülékenysége,⁴⁶ miközben a monetáris transzmisszió nem romlott.

Az Államadósság Kezelő Központ finanszírozási terve⁴⁷ szerint 2016-ban a forint állampapírok nettó kibocsátása 1800 milliárd forint körül alakulhat, azaz a korábbi évekhez hasonlóan magas marad. A nettó devizakibocsátás a 2015-ös évihez hasonló nagyságrendű lehet, közel -1000 milliárd forint értékű. Az ÁKK kibocsátási tervének megvalósulása és a megfelelő banki kereslet fennmaradása esetén tovább csökkenhet az államadósság devizaaránya, így tovább mérséklődhet a külső sérülékenység. Az államadósságon belül a deviza részaránya 2016 végére – a deviza lejáratok nagy részének forintforrásból történő visszafizetése esetén – akár 27 százalékra is csökkenhet. Ez azt jelentené, hogy öt év alatt a ráta a historikus csúcstól jelentősen csökkenne. Mind ezt az MNB az Önfinszírozási programhoz kapcsolódó eszköztár-átalakítás lezárásaként a kéthetes betét kivezetésével támogatja.⁴⁸

JEGYZETEK

¹ Bindseil (2014)

² Kolozsi (2015)

³ Erről lásd Blanchard, et al. (2012) Stiglitz (2012)

⁴ Erről részletesen lásd: Akerlof et al (2014)

- ⁵ Bindseil (2014)
- ⁶ Kiemelten az Alaptörvény és a 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról
- ⁷ A jegybanki eszköztár a gazdasági válság begyűrűzését követően nem csak az önfinanszírozási program révén változott, hiszen 2008 és 2012 között számos új eszközt vezetett be az MNB, majd 2013-tól meghirdetésre került a Növekedési Hitelprogram, 2014-től pedig megjelentek a lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó eszközök is.
- ⁸ Ezzel kapcsolatban lásd MNB (2015a) és Nagy (2015)
- ⁹ A külső sérülékenység makrogazdasági jelentőségével kapcsolatban lásd Kóczyán – Koroknai – Lénárt – Odorán – Sisak (2016)
- ¹⁰ A jegybank nem vállalhatja át a gazdaság adósságtérhét, ha a magángazdaság értékpapírpiaca nem kellőképpen fejlett, vállalati értékpapírokat csak korlátozott mértékben vásárolhat, állampapír-piaci beavatkozását pedig korlátozza a monetáris finanszírozás tilalma (lásd: Maastrichti Szerződés 123. és 125. cikke). Nem szokványos jegybanki eszközökkel azonban lehetősége van javítani a kötvénypiaci likviditást és támogatni a gazdaságpolitikát a belső megtakarítások terelésében. A jegybankok hitel-ösztönző eszközeik révén közvetetten segíthetik a magángazdaság hitelezését, például források biztosításával, illetve a hitelezési kockázatok részleges átvállalásával, kezeléssel elősegítésével.
- ¹¹ Részletesen lásd Matolcsy (2015)
- ¹² Lásd: Lentner (2015)
- ¹³ Moody's (2015)
- ¹⁴ Lásd például: IMF (2014), Európai Bizottság (2014), Moody's (2013)
- ¹⁵ A másik három cél: (1) a magas és emelkedő pályán lévő államadósság megfékezése és visszafordítása, (2) fordulat elérése a foglalkoztatottságban, és (3) a romló versenyképesség és a potenciális növekedés drámaian lassuló trendjének visszafordítása. Lásd: Magyarország kormánya (2013)
- ¹⁶ Erről lásd: Felcser – Soós – Váradi (2015)
- ¹⁷ A nem konvencionális lazításról lásd: MNB (2015b)
- ¹⁸ Lásd Csávás – Koroknai (2014)
- ¹⁹ Lásd MNB (2014)
- ²⁰ Strukturális likviditástöbblet alatt azt értve, hogy a bankszektor nettó jegybanki betétállománya pozitív.
- ²¹ Nem tekinthető „egészséges” állapotnak, ha a bankrendszer – különösebb likviditáskezelési indok nélkül – kiemelten kedvező jegybanki eszközökben tartja a forrásait.
- ²² A banki alkalmazkodás tekintetben fontos körülmény, hogy a szigorodó likviditási előírások életbelépésével ez az ösztönző tovább erősödik, hiszen 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. A 100 százalékos LCR-megfelelés 2016 áprilisában életbe lép, ami a szűkösebb likviditással rendelkező hitelintézeteket még inkább arra sarkallhatja, hogy állampapírba vagy más forgalomképes eszközbe fektessenek a jegybanki betéti eszközök helyett. Lásd. Nagy – Palotai (2015)
- ²³ Állampapír-vásárláson keresztüli banki alkalmazkodást feltételezve.
- ²⁴ Feltételezve, hogy a devizaadósság érdemi részét külföldi befektetők tartják.

- ²⁵ A levezetés és az 5. ábra is egyértelműen mutatja, hogy az önfinanszírozás feltételezi a jegybanki devizatartalék részleges felhasználását. Az MNB önfinanszírozási programjának bejelentése előtt, 2014. március végén a devizatartalékok mértéke 36,2 milliárd euro volt, 2014 végére pedig a devizatartalékok összességében 34,6 milliárd euróra csökkentek. Mindeközben a tartalékmegfelelés kiemelkedő indikátora, a rövid külső adósság mértéke a 2014. március végi 28,3 milliárd euróról 2014 végére 21 milliárd euróra apadt. A jegybanki tartalékok szintje 2014-ben jelentősen meghaladta a rövid külső adósság szintjét. Amint arra MNB (2014), illetve Csávás – Teremi (2015) elemzése is rámutat, előretételezve is megfelelő volt a tartalékok állománya, így kijelenthető, hogy az intézkedések végrehajtására mind a tényadatok, mind a prognózisok alapján volt mozgáster.
- ²⁶ Lásd: Kolozsi (2014), Hoffmann – Kolozsi (2014)
- ²⁷ Lásd: Nagy – Palotai (2015)
- ²⁸ A magyar bankrendszert strukturális likviditástöbblet jellemzi, a jegybank irányadó eszköze passzív oldali. A fölös likviditás elvonása elengedhetetlen a pénzügyi stabilitás biztosítása és a hatékony monetáris transzmisszió szempontjából. Az irányadó kamatról a Monetáris Tanács dönt.
- ²⁹ A jegybanki betét kevésbé likvid, mint a jegybanki kötvény, hiszen a futamidő alatt nem törhető fel, nem használható fedezetként jegybanki hitelműveletekhez, valamint csak a jegybanki partnerkör tarthatja, más belföldi és külföldi befektető nem.
- ³⁰ A hosszabb futamidő rosszabb likviditási profilt jelent.
- ³¹ A bankközi kamatok volatilitásának csökkentése és a likviditási sokkok tompítása érdekében az MNB egynapos rendelkezésre állást biztosít a kereskedelmi bankok számára. Az O/N betéti és hitelkamatok alkotják a kamatfolyosót.
- ³² A kamatfolyosó átalakítását az indokolta, hogy 2015 őszére a rövid lejáratú állampapírok hozama 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 felértékelte a nem-jegybanki, likvid értékpapírokat.
- ³³ Az európai uniós harmonizációba illeszkedő lépést az tette lehetővé, hogy az utóbbi években jelentősen nőtt a bankrendszer likviditása és javult a pénzpiacok likviditási helyzete.
- ³⁴ Azaz jegybanki betéten és nem likvid értékpapíron keresztül.
- ³⁵ A kamatcsere-ügyletek igénybevételéhez kötött feltétellel az IRS-tendereken részt vevő bankok azt vállalják, hogy a megkötött kamatcsere-ügyletek volumenének megfelelően megemelik a jegybanki műveletek során fedezetként elfogadható értékpapír-állományukat.
- ³⁶ A jegybanki IRS-ben a bankok változó kamatokra cserélhetik el az értékpapírok (állampapírok) jellemzően fix kamatait.
- ³⁷ A két utóbbi módosítás a bankoknak nagyobb rugalmasságot biztosított, így növelte a programban való banki részvétel esélyét és így a program hatékonyságát.
- ³⁸ A gazdaság felzárkózási potenciáljával kapcsolatban lásd Palotai – Virág (2016)
- ³⁹ Államadósság Kezelő Központ (2014)
- ⁴⁰ Államadósság Kezelő Központ (2015)
- ⁴¹ A mérleget növelő tényezők közül kiemelkedik az EU-transzferek beáramlása és az NHP, míg a devizahitelek törlesztése, az állam devizakiadásai, illetve a devizakamat-kiadások a mérleg szűkítése irányába hatnak.

⁴² Az 1952 milliárd forintos mérlegszűkülést, az 1,35 százalékos magyar alapkamatot és nulla közeli nemzetközi hozamkörnyezetet feltételezve ez évente csaknem 26,3 milliárd forintot jelent.

⁴³ Lásd a bevezetőt

⁴⁴ Lásd MNB (2015a) és Hoffmann – Kolozsi – Nagy (2014)

⁴⁵ A jegybanki eszköztár átalakítása, illetve kiemelten a kéthetes jegybanki körvény betétesítése révén érdemben csökkent a bankok számára elérhető likvid eszközök állománya.

⁴⁶ Részben az Önfinanszírozási program eredményeiből is adódhat, hogy az utóbbi 2–3 évben érdemben megváltoztak a magyar gazdaság külső sérülékenységével kapcsolatos nemzetközi befektetői, elemzői vélemények. Míg 2013 végén, 2014 elején az országértékelések visszatérő eleme volt, hogy az államadósság struktúrája és finanszírozási szerkezete,

illetve a devizarészesedés és a külső finanszírozás magas aránya kiemelkedő kockázat, addig 2015 végére, 2016 elejére alapjaiban változott meg a Magyarországgal kapcsolatos értékelések hangszíne. Jól mutatja ezt a Nemzetközi Valutaalap (IMF) példája. Az IMF 2014-ben azt emelte ki, hogy Magyarországon „a még mindig magas államadósság és külső finanszírozási igény, a külföldi forrásokra való nagymértékű ráutaltság, a fejlett gazdaságok monetáris politikájával kapcsolatos bizonytalanság és a feltörekvő piaci feszültségek újbóli megjelenése kockázatokat hordoznak”. A 2016. februári értékelésben azonban már az szerepelt, hogy „a magyar gazdaság nagyon jól teljesít és a külső sokkokra való érzékenysége is jelentősen mérséklődött”, illetve hogy „az Önfinanszírozási program hozzájárult ahhoz, hogy a gazdaság árfolyamkockázatnak való kitettsége jelentős mértékben csökkent”. Lásd IMF (2014) és IMF (2016)

⁴⁷ ÁKK (2016)

⁴⁸ MNB (2016)

IRODALOM

AKERLOF, G.– BLANCHARD, O. – ROMER, D. – STIGLITZ, J. (2014): What have we learned? Macroeconomic Policy after the Crisis. *MIT Press*. 2014

BINDSEIL, U. (2014): *Monetary Policy Operations and the Financial System*. September 2014. 336. oldal, ISBN: 9780198716907. *Bookseller Code (AG)*

BLANCHARD, O. et al. (2012): In the Wake of the Crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy. The MIT Press. International Monetary Fund. 2012

CsÁVÁS Cs. (2015): A devizatartalék-megfelelés értékelésének nemzetközi trendjei. MNB szakmai cikk. 2015. július. <https://www.mnb.hu/letoltes/csavas-csaba-a-devizatartalek-megfeleles-ertekelesenek-nemzetkozi-trendjei.pdf>

CsÁVÁS Cs. – TEREMI M. (2015): A devizatartalékok elvárt szintje: jóból is megárt a sok? MNB szakmai cikk. 2015. október. <https://www.mnb.hu/letoltes/csavas-csaba-teremi-marton-a-devizatartalekok-elvart-szintje-jobol-is-megart-a-sok.pdf>

CsÁVÁS Cs. – KOROKNAI P. (2014): Visszanyerni az egyensúlyt: Hol tartunk most? MNB szakmai cikk. 2014. <https://www.mnb.hu/letoltes/visszanyerni-az-egyensulyt-cikk-teljes-csavas-koroknai.pdf>

DYSON, K. (2014): States, Debt, and Power: ‚Saints’ and ‚Sinners’ in European History and Integration. *Oxford University Press*. 2014

FELCSER D. – SOÓS G. D. – VÁRADI B. (2015): A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra. *Hitelintézet* Szemle,

14. évf. 3. szám, 2015. szeptember, 39–59. o. <http://www hitelintezetiszemle.hu/letoltes/2-felcser-soosvaradi.pdf>

HOFFMANN M. – KOLOZSI P. P. (2014): Az önfiranszírozási program stabilabb állampapírpiacon eredményezett. MNB szakmai cikk, 2014. <https://www.mnb.hu/letoltes/hoffmann-mihaly-kolozsi-pal-peter-az-onfinanszirozasi-program-stabilabb-allampapirpiacot-eredmenyezett.pdf>

HOFFMANN M. – KOLOZSI P. P. – NAGY M. (2014): A forintosítás időben elnyújtva csökkenti a jegybank mérlegét és így a forintlikviditást. MNB szakmai cikk, 2014. <https://www.mnb.hu/letoltes/a-forintositas-idoben-elnyujtva-a-jegybank-merleget-es-igy-a-forintlikviditast.pdf>

KÓCZIÁN B. – KOROKNAI P. – LÉNÁRT-ODORÁN R. – SISAK B. (2016): Firanszírozási modellek makroszempontról. In: Palotai Dániel – Virág Barnabás: Versenyképesség és növekedés. Magyar Nemzeti Bank, 2016

KOLOZSI P. P. (2014): Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei. MNB szakmai cikk, 2014. <https://www.mnb.hu/letoltes/kolozsi-pal-peter-jegybanki-eszkozok.pdf>

KOLOZSI P. P. (2015): Útkeresés és megújulás a közgazdasági gondolkodásban. *Polgári Szemle*. 2015. június, 11. évfolyam 1–3. szám

LENTNER Cs. (2015): *A Devizahitelezés Nagy Kézikönyve*. Nemzeti Köszolgálati és Tankönyvkiadó. Budapest, 2015

MANDL, U. – DIERX, A. – ILZKOVITZ, F. (2008): The effectiveness and efficiency of public spending. *European Economy. Economic Papers*. 301. February 2008. Brussels. pdf. 36pp. Link: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication11902_en.pdf

MATOLCSY Gy. (2015): *Egyensúly és növekedés – Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon*. Kairosz kiadó, 2015

NAGY M. – PALOTAI D. (2015): Az MNB eszközeinek megújításával tovább csökkenti az ország sérülékenységét. MNB szakmai cikk, 2015. <https://www.mnb.hu/letoltes/150603-nagy-marton-palotai-daniel-az-mnb-eszkozeinek-megujitasaval-tovabb-csokkenti-az-oroszag-serulekenyseget.pdf>

NAGY M. (2015): Az önfiranszírozási program költségei eltörpülnek az előnyei mellett. MNB szakmai cikk, 2015. <https://www.mnb.hu/letoltes/nagy-marton-az-onfinanszirozasi-program-koltsegei-eltorpuhnek-az-elonyei-mellett-1.pdf>

PALOTAI D. – VIRÁG B. (2016): Versenyképesség és növekedés. *Magyar Nemzeti Bank*. 2016

STIGLITZ, J. (2012): Macroeconomics, Monetary Policy and the Crisis. In: Blanchard et al.: In the Wake of the Crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy. The MIT Press, International Monetary Fund, 2012.

SUPRIYADI, A. (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

Államadósság Kezelő Központ (2014): Éves jelentés az államadósság kezeléséről. 2014. <http://akk.hu/uploads/qwGY2g7B.pdf>

Államadósság Kezelő Központ (2015): Állampapírpiacon. Havi tájékoztató. 2015. december. <http://akk.hu/uploads/lr4JmOn2.pdf>

Államadósság Kezelő Központ (2016): Éves finanszírozási kiadvány 2016. <http://akk.hu/uploads/17bPO2wM.pdf>

Európai Bizottság (2014): Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the Eurogroup. Results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances. Brussels, 5.3.2014 COM(2014) http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/2014-03-05_in-depth_reviews_communication_en.pdf

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

IMF (2014): Statement at the Conclusion of the IMF's 2014 Article IV Consultation Mission to Hungary Press Release No. 14/115 March 20, 2014. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2014/pr14115.htm>

IMF (2016) Hungary – 2016 Article IV Consultation Concluding Statement of the IMF Mission February 15, 2016. <http://www.imf.org/external/np/ms/2016/021616.htm>

Magyar Nemzeti Bank (2014): Az ország adósságszerkezete tovább javítható. A bankok az állampapírok vásárlásával segíthetik az ország önfinanszírozását (Háttéranyag) 2014. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-hatteranyag-az-oroszag-adossagszerkezete-tovabbjavithato.pdf>

Magyar Nemzeti Bank (2015a): A Magyar Nemzeti Bank önfinanszírozási programja. Elemzés. 2015. <https://www.mnb.hu/letoltes/magyar-nemzeti-bank-onfinanszirozasi-programja-1.pdf>

Magyar Nemzeti Bank (2015b): Közlemény a Monetáris Tanács 2015. december 15-i üléséről. <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kozlemenyek/2015/kozlemeny-a-monetaris-tanacs-2015-december-15-i-ulesrol>

Magyar Nemzeti Bank (2016): A kéthetes jegybanki betét megszüntetésével kiteljesedik az MNB eszköztárfordulata. MNB-közlemény. 2016. január 12. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2016-evi-sajtokozlemenyek/a-kethetes-jegybanki-betet-megszuntetesevel-kiteljesedik-az-mnb-eszkoztafordulata>

Magyarország kormánya (2013): Magyarország Konvergencia Programja (2013 – 2016). http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/cp2013_hungary_hu.pdf

Moody's (2015): The Evolution of Emerging Market Sovereign Debt: Dramatic Growth in Local Currency Sovereign Debt Is Reducing Emerging Market Financial Vulnerabilities, Report, 2015