KOLOZSI PÁL PÉTER – NOVÁK ZSUZSANNA

# A MONETÁRIS POLITIKA ESZKÖZEI A XXI. SZÁZADBAN – AZ MNB PÉLDÁJA

**ABSZTRAKT** • Tanulmányunkban egy rövid nemzetközi kitekintést követően a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikájának változását mutatjuk be a 2008-as globális pénzügyi válságra adott jegybanki válaszoktól a napjainkig alkalmazott nemkonvencionális eszközökig. A Magyar Nemzeti Bank a világ vezető jegybankjaihoz hasonlóan aktívan élt a nem hagyományos jegybanki eszközökkel mind a válságkezelés, mind pedig a hitelösztönzés terén. A 2014 tavaszán meghirdetett önfinanszírozási koncepció keretében bevezetett új eszközei, valamint hagyományos eszköztárának átalakítása révén pedig nagyban hozzájárult a magyar gazdaság külső sérülékenységének csökkenéséhez és általában a makrogazdasági stabilitás erősödéséhez.
**KULCSSZAVAK:** monetáris politika, nemkonvencionális eszköztár
**JEL** kód: E52, E58

## 1. BEVEZETÉS

A monetáris politikai eszköztár és a monetáris politikai implementáció a jegybanki működés kevéssé ismert, de fontos részterülete. A reálgazdasági és inflációs előrejelzés, a pénzpiaci helyzet és a pénzügyi stabilitási szempontok alapján a döntéshozók határoznak a kamatszintről, a hagyományos eszköztár (az irányadó eszköz, a kötelező tartalék, a kamatfolyosót képező egynapos betéti és hitellehetőség, valamint a fedezett hitel) feladata pedig az, hogy a pénzpiaci hozamok „igazodjanak" az irányadó kamat szintjéhez, az aktuális szintet és a kamatváltoztatási várakozásokat tükrözzék. Normál időkben a monetáris politikai implementáció alapvetően technikai feladat, a monetáris makroökonómia és a monetáris politika implementációja (eszköztár) elválik egymástól. A 2007–2008-ban kirobbant válság óta azonban

ez a dichotómia nem tartható, az operatív cél és a monetáris kondíciók közötti kapcsolat ugyanis nem stabil.[1]

A Magyar Nemzeti Bank (a továbbiakban: MNB) jegybanki eszköztárának kialakítása és alkalmazása a jegybanktörvényben lefektetett célokból adódik. Az eszköztár fő kontúrjait ezért meghatározza, hogy (1) az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, valamint hogy (2) 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.

A célok stabilitása mellett a gazdasági-intézményi adottságok változhatnak, amiből adódóan a monetáris politikai eszköztár folyamatosan alkalmazkodik a változó gazdaságpolitikai környezethez. A 2007–2008-ban kitört globális pénzügyi válság ebből a szempontból is új korszakot nyitott. A krízis kitörését követő erőteljes dezinflációval járó időszak egyrészről lehetővé tette, hogy számos jegybank az árstabilitási cél veszélyeztetése nélkül fókuszáljon egyéb céljaira, másrészről pedig szükségessé tette az ún. nemkonvencionális (vagy nem hagyományos) jegybanki eszközök bevezetését és alkalmazását. Ebbe a „trendbe" illeszkedik a jelen tanulmány fókuszát jelentő, az MNB által 2014-ben meghirdetett önfinanszírozási program, amely a magyar gazdaság egyik fő strukturális gyengeségére koncentrálva azt célozza, hogy a bevezetett eszközök és intézkedések révén 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.

Jelen elemzés egy összegző nemzetközi kitérőt követően röviden bemutatja az MNB monetáris politikai eszköztárának 2014 előtti módosulását és kiegészülését, majd részletezi az eszköztár 2014 és 2016 közötti megújulását, elemenként ismertetve a lakossági devizahitelek kivezetéséhez és az önfinanszírozási programhoz kapcsolódó változtatásokat. A dolgozat az eredmények bemutatásával, illetve rövid összegzéssel és kitekintéssel zárul.

## 2. A MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁR MEGÚJÍTÁSA – NEMZETKÖZI KITEKINTÉS

A gazdasági válság kitörése óta eltelt években a világ vezető és feltörekvő jegybankjai sorban folyamodtak a nem hagyományos eszközök alkalmazásához. A nemkonvencionális eszközök alkalmazása akkor bizonyult a leghatásosabbnak, amikor

[1] Bindseil, Ulrich: *Monetary policy implementation – Theory, past and present,* 2004, Oxford University Press.

szegmentált piacok alakultak ki, és felborultak a piaci arbitrázsviszonyok.[2] Az új intézkedések bevezetésekor a jegybankokat két fő cél vezérelte: (1) helyreállítsák a pénzügyi piacok működését és a pénzügyi közvetítést, (2) javítsák a monetáris transzmisszió hatásosságát a nulla közeli kamatszinteken.[3] Az első esetében jelentősebb szerepet kapott a pénzügyi közvetítőrendszernek célzottan nyújtott likviditás és a magángazdasági szereplők kötelezettségét megtestesítő eszközök vásárlása; a második esetében pedig a *forward guidance*[4] és a kötvényvásárlás. A jegybankok nem hagyományos eszközökkel történő beavatkozása monetáris politikai és pénzügyi stabilitási célokat is szolgálhat.[5] A következőben a négy vezető jegybank, azaz a Federal Reserve, az Európai Központi Bank, a Bank of Japan és a Bank of England eszköztárában bekövetkezett fontosabb módosításokat, változtatásokat mutatjuk be.

## 2.1. FEDERAL RESERVE (FED)

A 2008-as válságot követően a Fed két fő nemkonvencionális eszközét a mennyiségi könnyítés programja,[6] valamint az alapkamat pályájának egyre explicitebb és előremutatóbb előrevetítése – *forward guidance* – jelentette.[7] A pénzügyi közvetítőrendszerben megjelenő zavarok hatására a Fed először likviditásbővítő intézkedésekhez folyamodott, *Term Auction Facility (TAF)* programja keretében a meghirdetések gyakoriságának növelésével, kibővített lejáratra és eszközkategóriákra vonatkozó fedezeti kör mellett nyújtott likviditást a hitelintézetek számára. A Fed 2008 tavaszán – kibővítve ügyfélkörét – az elsődleges piaci ügyletkötők részére két programot is meghirdetett: a *Term Securities Lending Facility (TSLF)* program

[2] Lásd Habermeier, Karl (et al.): *Unconventional monetary policies – recent experience and prospects,* 2013, IMF, elérhető: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf (2016.03.06.).

[3] Uo.

[4] A forward guidance vagy előretekintő iránymutatás a jegybank a magángazdaság felé történő nyilatkozataiban kifejezett elköteleződését jelenti egy adott kamatmérték fenntartása mellett általában valamilyen makrogazdasági feltételhez kötve a kamatszint várható fenntartásának időhorizontját. 2012-től a Fed számszerűsített makrogazdasági céloktól tette függővé az alapkamat alacsony szintjének fenntartását.

[5] Lásd Svensson, Lars E. O.: Monetary Policy after the Crisis. Speech held at the conference „Asia's role in the post-crisis global economy". Federal Reserve Bank of San Francisco, 29. November 2011. Elérhető: http://www.bis.org/review/r111201a.pdf (2016.03.06.).

[6] Azokat a programokat szokás mennyiségi enyhítésnek is nevezni, amennyiben azok nem kifejezetten egy piaci szegmensre, hanem kifejezetten a jegybank mérlegének növelésével általában a pénzügyi piacok élénkítésére irányulnak.

[7] Engen, Eric M. – Laubach, Thomas – Reifschneider, David: The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies, in *Finance and Economics Discussion Series,* 2015-005.

hosszú lejáratú hiteleket nyújtott kincstárjegyek megvásárlására egyéb elfogadható értékpapír fedezete mellett, és a *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) keretében a diszkontablakot is megnyitotta az elsődleges kereskedők számára. A Lehman Brothers bukását követően a Fed létrehozta az *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF) programot, hogy segítse a pénzpiaci alapok működését és az eszközzel fedezett kereskedelmi papírok (ABCP) piacát, amit 2010-ben a *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF) és a *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) követett, hogy az USA-beli pénzpiaci befektetőket és a kereskedelmi papírok kibocsátóit is megfelelő likviditáshoz juttathassa. Az ABS-ek piacának újraélesztése érdekében a Kincstárral együttműködve a Fed elindította a *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) elnevezésű programját is 2009-ben. FX-swappiaci beavatkozásai révén árazási korlátot is biztosított a piac számára.

A *forward guidance* mellett a Fed eszközvásárlási programjai révén is igyekezett a monetáris transzmissziót javítani. A *Large-Scale Asset Purchases* (LSAP) programot (más elnevezésén QE) 2008 és 2012 között három szakaszban hirdette meg, az első és a harmadik szakaszban mindenekelőtt jelzáloggal fedezett értékpapírokat és a közreműködő ügynökségek hiteleszközeit vásárolta, míg a második program keretében a korábbiaknál hosszabb lejáratú állampapírokat vezetett be a mérlegébe. 2011-től *Operation twist*ként elnevezett művelete keretében kiigazította portfólióját részben a lejáratok kiterjesztésével és ügynökségi értékpapírok törlesztőrészleteinek jelzáloggal fedezett értékpapírba történő befektetésével. Lejáratot bővítő programja során (*Maturity Extension Program,* MEP) pedig rövidebb lejáratú állampapírokat cserélt hosszabb lejáratúakra. A felduzzadt jegybanki mérleg kockázatai miatt a jegybank mérlegének bővülését előbb-utóbb korlátok közé kellett szorítani. A Fed 2013 decemberében jelentette be az első csökkentést az eszközvásárlásban.

## 2.2. EURÓPAI KÖZPONTI BANK (EKB)

A hitelintézetek állandó finanszírozási problémáiból okulva időszakos, nemszokványos intézkedésként az EKB kibővítette a hiteltámogatást *(Enhanced Credit Support):* először a három és hat hónapos *Long Term Refinancing Operations*t (a továbbiakban: LTRO), a Lehman Brothers csődje után pedig az egyéves LTRO-t vezette be, ezenkívül átállt a fix kamatú teljes igényt kiszolgáló *(full allotment)* tendereztetési eljárásra. Az LTRO révén a szuverén válság banki kockázatokra gyakorolt hatását igyekezett részben ellensúlyozni és a hitelezés összeomlását elkerülni.[8] Kibő-

[8] Komlóssy Laura – Lehmann Kristóf – Vadkerti Árpád: Nemzetközi kitekintés a jegybanki hitelösztönző eszközökre, in *Növekedési Hitelprogram – Az első 18 hónap. Tanulmánykötet a Növekedési Hitelprogram eddigi eredményeiről,* 2014, MNB, Budapest, 7–16. o.

vítette az elfogadható fedezetek körét, a Feddel kötött FX-megállapodások alapján dollár devizacsere-ügyleteket kötött az euróövezet hitelintézeteivel. A piac kiszáradásának megakadályozása és a hosszú hozamok mérséklése érdekében fedezett kötvényvásárlási programot hirdetett: az első szakaszban 2009 májusa és 2010 júniusa között vásároltak fedezett kötvényeket az euróövezeti jegybankok, majd 2011-ben a második, 2014-ben pedig harmadik kötvényvásárlási programra is sor került.

Főként a magas euróövezeti államadósságra való tekintettel és a hosszú lejáratú kamatokra vonatkozó várakozások csillapítása érdekében az EKB 2010 májusában bevezette az értékpapírpiaci programot (*Securities Market Program,* SMP), majd 2012 őszén azon tagországok rövidebb lejáratú állampapírjainak vásárlását hirdette meg az *Outright Monetary Transaction* (a továbbiakban: OMT) programja[9] keretében, melyek megfelelő makrogazdasági és fiskális kiigazítást hajtanak végre. Az EKB 2010-et követően további hitelösztönző műveletekkel segítette a kereskedelmi bankok likviditásszerzését. A fix áras tender keretében lehívható LTRO-t 2011 decemberében hároméves futamidőre hirdette meg, majd 2014-ben bevezette a hitelfelvételkori aktuális MRO kamat + 10 bázisponton nyújtott *Targeted Longer-term Refinancing Operations* (TLTRO) elnevezésű célzott hosszú lejáratú refinanszírozási hitelt. Az EKB közvetlen hitelpiaci beavatkozásként folytatta fedezett kötvényvásárlási programját, valamint 2014 októberében eszközfedezetű értékpapír-vásárlási programot indított (*Asset-backed Securities Purchase Programme,* ABSPP). 2015 elején az EKB mennyiségi enyhítési programot hirdetett meg (*Public Sector Purchase Programme,* PSPP), melynek keretében 2016 őszéig havi gyakorisággal vásárol befektetésre ajánlott kategóriába sorolt – szuverén, ügynökségi és szupranacionális intézményi – kötvényeket. Ezekkel a beavatkozásokkal az EKB élénkíti a hitelezést, és jelenlétével hozzájárul a diverzifikáltabb befektetői kör kialakulásához.[10] 2013 júliusa óta az EKB is él a *forward guidance* eszközével.[11]

### 2.3. BANK OF JAPAN (BOJ)

A japán jegybank már az 1990-es évek végétől alkalmazta a zéró kamatláb politikáját és a mennyiségi enyhítést. Elsők között folyamodott a *forward guidance* eszközéhez is. A válság kitörését követően dollár-likviditásnyújtó műveleteket, valamint három hónapos lejárattal vállalati hitelezést támogató hitelműveletet hajtott végre. 2010 októberében pedig megkezdte átfogó monetáris könnyítés (*Comprehensive Monetary Easing,* CME) elnevezésű programját a kormányzati kötvények mellett

[9] Az OMT nem vált az aktív eszköztár részévé.

[10] Komlóssy – Lehmann – Vadkerti: *i. m.*

[11] EKB (2014): The ECB's forward guidance, in *ECB Monthly Bulletin,* April, 2014, 65–73. o.

kereskedelmi papírok, vállalati kötvények, tőzsdén kereskedett befektetési alapok jegyei, ingatlanbefektetési alapok részesedései vásárlásával. A mennyiségi könnyítéssel azonban a BoJ nem tudott a teljes hozamgörbére hatást gyakorolni, csak a hozamgörbe rövidebb szegmensére.[12]

A BoJ 2012 végén indította el hiteltámogató programját, melynek keretében a jegybank hosszú távú (négy év), alacsony kamatozású (0,1%), korlátlan forrást biztosít vállalati és háztartási hitelek refinanszírozása céljából. A bank az *Abenomics*ként ismertté vált gazdaságpolitika egyik pilléreként, 2013 áprilisában meghirdette a Mennyiségi és Minőségi Lazítás programját (*Quantitative and Qualitative Monetary Easing,* QQE), melynek keretében értékpapírcserét is folytat, azaz mérlegében lévő likvidebb eszközöket kevésbé likvidekre cseréli a piaci szereplők mérlegének tisztítása érdekében. A program egyik eleme az inflációs céllal szembeni világos és erős elkötelezettség. A BoJ továbbá kitűzte, hogy megduplázza a monetáris bázist két éven belül, és erőteljes államkötvény-vásárlásba kezd, beleértve a hosszabb lejáratú értékpapírokat is.

## 2.4. BANK OF ENGLAND (BOE)

A BoE rövid lejáratú fonthitelek és dollárhitelek, valamint -swapok nyújtásával, értékpapírcserével (jelzáloggal fedezett értékpapírok cseréje kincstárjegyekre), majd 2009-től eszközvásárlással igyekezett a válság okozta likviditási és árazási feszültségeken enyhíteni. Kibővítette az elfogadható fedezetek körét is. Eszközvásárlási programját (*Asset Purchase Facility,* APF) 2015-ben újabb 375 milliárd fontos kerettel hirdette meg, és még 2016-ban is fenntartja. Az eszközvásárlás a vállalati kötvények piacára és az állampapírpiacra *(giltek)* irányul.
2012-ben, a szuverénadósság-válság súlyosbodásával a BoE bevezette a *Funding for Lending* (FLS) programját, melynek keretében a KKV-k hitelállományának bővülését kívánta elérni a bankok forrásköltségének csökkentésén keresztül.[13] Az eszközért fizetett díj csökkent a kihelyezett hitelállomány növekedésével, és az FLS keretében a hitelezés alapkamat mellett valósult meg. A BoE a több fázisban meghirdetett program révén hozzájárult a banki forrásköltségek csökkentéséhez, a hitelkondíciók javulásához, és ezen keresztül a vállalati hitelezés stabilizálásához. 2013 augusztusától az angol jegybank is alkalmazza a számszerűsített előretekintő iránymutatást.

[12] Kuroda, Haruhiko: The Practice and Theory of Unconventional Monetary policy. Speech at the 17th World Congress Hosted by the International Economic Association (IEA) Held in Jordan. June 7. Elérhető: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/ko140608a.htm/ (2016.03.06.).

[13] Komlóssy – Lehmann – Vadkerti: *i. m.*

## 3. AZ MNB JEGYBANKI ESZKÖZTÁRÁNAK MÓDOSÍTÁSA, KIEGÉSZÍTÉSE 2014 ELŐTT

A 2008-as globális pénzügyi válság az árfolyam leértékelődését, az országkockázati felárak megnövekedését, a növekedési kilátások romlását hozta magával, aminek következtében a külső adósság fenntarthatósága is kockázatot hordozott.[14] Első lépésben a bankrendszer devizakitettsége, a bankrendszerben kialakuló bizalmi válság, valamint az állampapírpiaci likviditási környezet romlása ösztönözte cselekvésre az MNB-t. 2008 végén az MNB egynapos *devizalikviditást nyújtó FX-swapok* meghirdetésével oldotta a swappiaci feszültségeket. A swappiac forgalmának visszaesése együtt járt az implikált forinthozamok jelentős csökkenésével is, ami megkönnyítette a forint elleni spekulatív pozíciók felvételét. Az MNB 2008-ban először kétoldali egynapos EUR/HUF FX-swapot hirdetett meg, majd egynapos EUR/HUF FX-swap rendelkezésre állást is bevezetett. A devizakitettség fedezésének megkönnyítése érdekében, valamint az implikált forinthozamok alapkamat közelében tartása végett 2009-ben az MNB egyhetes svájci frank likviditást nyújtó, majd három hónapos és hat hónapos futamidőre[15] eurólikviditást nyújtó ügyletekre is kiterjesztette a swaplehetőségek körét. 2011 végétől az év végi pozíciózárások miatt megemelkedő swapfelárak csillapítására egy-két hetes swaplehetőséget hirdetett meg. Az *overnight swap* rendelkezésre állás és a három hónapos eurónyújtó FX-swap máig az MNB rendszeresen meghirdetett eszközei közé tartozik, az egy-kéthetes eszközt pedig átmeneti swappiaci feszültségek oldása érdekében alkalmazza.

A hitelezés túlzott visszaesését megakadályozandó és a bankok hitelezési tevékenységének ösztönzése érdekében 2008 végén az MNB *hosszabb lejáratú refinanszírozási hiteleket* vezetett be. Meghirdetésükre heti rendszerességgel került sor kéthetes és hat hónapos futamidőkön. A hitelösztönző műveletek megjelenésével egyidejűleg az MNB bővítette az elfogadható fedezetek körét, és csökkentette a kötelező tartalékrátát, ami tovább növelte a bankok likviditását.[16] A hat hónapos hiteleszköz változó kamatú hiteltenderként mennyiségi korláttal, a kéthetes hiteleszköz pedig az alapkamathoz kötött kamatozású (alapkamat + 50 bázispont) fixáras tenderként állt a hitelintézetek rendelkezésére likviditásszerzés céljára egészen 2015 szeptemberéig.[17]

A hosszabb lejáratú hitellehetőségek bevezetésével a bankok hitelezési képessége 2008 után javulhatott, de 2011 végén a devizalikviditási feszültségek felerősödése,

[14] Krekó Judit (et al.): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei, in MNB-tanulmányok, No. 100. (2012).

[15] A hat hónapos eszközt 2010-ben kivezette az MNB.

[16] A fedezetek köre 2008 októberétől sorra bővült a kapcsolt vállalkozások jelzálogleveleivel, az önkormányzati kötvényekkel, valamint a minimális minősítést „BBB”-ra csökkentették. A kötelező tartalékrátát 2%-ra mérsékelte a jegybank 2008-ban.

[17] Ekkor váltotta fel ezeket a jegybank egyhetes és három hónapos hiteltendere.

a végtörlesztés és a nem teljesítő hitelállomány hitelportfólión belüli súlyának növekedése következtében ismét gyengülni kezdett. 2012-ben ezért az MNB – az Európai Központi Bankhoz hasonlóan – alapkamathoz rögzített változó kamatozású éven túli refinanszírozási hitellehetőséget hirdetett meg. A tendereken azon hitelintézetek vehettek részt, melyek vállalták, hogy a hitel futamideje alatt a leírással és eladott problémás hitelekkel korrigált, a devizaárfolyam-változástól tisztított nem pénzügyi bruttó vállalatihitel-állományuk féléves átlagban nem csökken a 2011. december végi érték alá.[18] A kétéves hitellehetőség végül a Növekedési Hitelprogram beindulásával 2013 áprilisában kivezetésre került.

2008 végén az MNB meghirdette első *eszközvásárlási programját* is, és közvetlenül megjelent a másodlagos állampapírpiac szereplőjeként. A piacon 2008 őszén jelentkező likviditási zavarok oldása érdekében az MNB állampapírokat vásárolt, majd a jegybanki partnerekkel kötött megállapodás értelmében a hitelintézetek a tőlük vásárolt állományt meghaladó mértékben növelték állampapír-portfóliójukat. A beavatkozást a likviditási mutatók átmeneti romlása indokolta, de erőteljes, a költségvetés finanszírozási terheinek könnyítését célzó állampapírpiaci szerepvállalásra a jegybank részéről nem került sor.[19] 2010-ben az MNB jelzálogvásárlási programmal segítette a piaci likviditást: másodlagos és elsődleges piaci vásárlással is igyekezett a piaci szegmens árazási viszonyain javítani.

Az MNB 2013 júniusában indította el a Növekedési Hitelprogramot (a továbbiakban: NHP) a kis- és középvállalkozások hitelezésében megfigyelt zavarok enyhítése és a pénzügyi stabilitás megerősítése érdekében. Míg a program első szakasza nagymértékben élénkítette a hitelintézetek közti versenyt, a második szakaszban a hangsúly az új hitelekre, ezen belül is a gazdasági növekedést leginkább elősegítő beruházási hitelekre terelődött. A program első két szakaszában együttvéve több mint 26 ezer vállalkozás jutott finanszírozáshoz, közel 1800 milliárd forint összegben. Ennek eredményeképp a kkv-hitelállomány éveken át tartó, évi 5-7%-os csökkenése megállt. Az NHP a GDP növekedéséhez már 2013–14-ben is több mint 1%-kal járulhatott hozzá. 2015-ben a jegybank további lépéseket tett annak érdekében, hogy a program a kkv-k még szélesebb körének hitelhez jutását segítse elő, növelve annak gazdasági növekedésre gyakorolt kedvező hatását. Ezek közül a legfontosabb az NHP+ elindítása volt, amely egy az NHP-val számos feltétel tekintetében megegyező, azzal párhuzamosan futó, de különálló konstrukció. Ennek keretében a jegybank korlátozott mértékben, korlátozott ideig részlegesen hitelkockázatot vállal át a hitelintézetektől, ezzel ösztönözve a közepes hitelkockázatú kkv-k hitelezését. 2016-ban indul az NHP harmadik, kivezető szakasza, amiben az MNB 600 milliárd forintos kedvező forrást bocsát a kkv-kat hitelező bankok rendelkezésére.

[18] MNB (2012): *Tájékoztató a kétéves fedezett hitel feltételeiről,* 2012, MNB. Elérhető: https://www.mnb.hu/letoltes/tajekoztato-2-eves-120926.pdf (2015.11.25.).

[19] Krekó (et al.): *i. m.*

## 4. A MAGYAR NEMZETI BANK MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁRÁNAK MEGÚJÍTÁSA (2014–2016)

A magyar bankrendszert strukturális likviditási többlet jellemzi, így a *jegybank irányadó eszköze* passzív oldali, azaz likviditáslekötést szolgál. A jegybank szempontjából a bankrendszer fölös likviditásának elvonása, az ún. jegybanki sterilizáció elengedhetetlen a pénzügyi stabilitás biztosítása és a hatékony monetáris transzmisszió szempontjából.

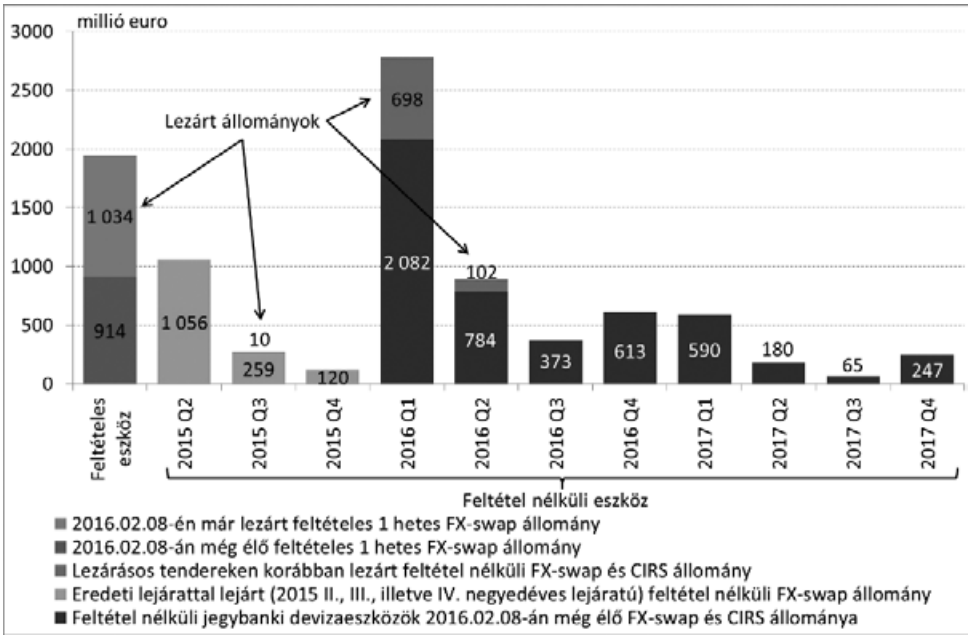
### 4.1. A LAKOSSÁGI DEVIZAHITELEK KIVEZETÉSÉHEZ KAPCSOLÓDÓ ESZKÖZTÁR-MÓDOSÍTÁSOK

A devizaalapú, valamint devizában denominált lakossági jelzáloghitel-állomány forintleértékelődés miatt megnövekedett törlesztőrészleteire való tekintettel az MNB a kormányzat egyéb gazdaságpolitikai intézkedéseihez kapcsolódóan (árfolyamgát, eszközkezelő felállítása, jogszabály-módosítások stb.) szerepet vállalt a hitelek végtörlesztésében 2011 végén és 2012 elején. A jegybank a devizahitelezésben érintett bankok számára rövid külső adósságcsökkentési feltételhez kötött euróeladási tendereket hirdetett meg, hogy megvédje az árfolyamot a számottevő leértékelődéstől, mely a gazdaságot abban az esetben sújthatta volna, ha a bankok a devizapozíciójuk lezárásához szükséges devizát a piacról vásárolják meg.

A lakossági devizaalapú és deviza jelzáloghitelek végleges kivezetésekor, 2014 őszén az MNB két szakaszban ugyancsak devizaeladási tendereket hirdetett. A tenderek első köre a fogyasztói hitelszerződések jogosulatlan, egyoldalú módosításából és az árfolyamrés alkalmazásából adódó banki kötelezettségek elszámolásából, második köre pedig az érintett hitelállomány végleges forintra váltásából adódó árfolyamkitettség fedezéséhez szükséges devizát biztosította a bankrendszer számára. Mindkét szakaszban – alkalmazott fedezési technikájuknak és mérlegstruktúrájuknak megfelelően – kétféle eszköz közül választhattak a bankok: a feltételes euróeladási eszköz keretében szerzett eurót hetente megújított FX-swapban görgethették a pozíció zárásának időpontjáig a jegybanknál, a feltétel nélküli euróeladási eszköz keretében pedig CIRS-ügyleteket[20] köthettek az MNB-vel 2016–2017-es lejáratokra.[21]

[20] A CIRS-ügylet keretében a felek kicserélik az alapul szolgáló devizaösszegeket, majd az elcserélt devizának megfelelő változó kamatot fizetik egymásnak a futamidő végéig egy díj fizetése (bázisswapszpred) ellenében. A fizetett díj a partner kockázatossága és az adott deviza iránti kereslet függvényében pozitív vagy negatív. Lásd Gereben Áron – Mák István: *Külföldi nem állami forintkötvény-kibocsátások lehetőségei és korlátai,* in MNB-szemle, 2010/október, 29–39. o.

[21] A forintosításhoz kapcsolódó tendereket legkésőbb 2015. január végéig, az elszámoláshoz kapcsolódóakat március végéig lehetett igénybe venni.




*1. ábra • Az elszámoláshoz és forintosításhoz kapcsolódó swapügyletek állománya. Forrás: MNB.*

(A forintosításhoz kapcsolódó feltétel nélküli eszköz esetében 2015-ben lejáró FX-swapok kötésére is lehetőség nyílt.) A feltételes eszköz esetében a tenderen részt vevő hitelintézetek vállalták, hogy a (hátralévő futamidő szerint) rövid (éven belül lejáró) külső adósságukat az igénybe vett euróösszeg 50%-ának erejéig csökkentik. Az euróeladási tendereken az MNB partnerkörébe tartozó azon hitelintézetek vehettek részt, melyek rendelkeztek devizában denominált lakossági hitelállománnyal. A konverzió az árfolyamra gyakorolt érdemi hatás nélkül ment végbe.

2015 augusztusától a jegybank svájci frank eladási tendereket tartott a jelzáloghiteleken kívüli fogyasztói hitelek forintosításához kapcsolódóan, melyeken a partnerkörébe tartozó hitelintézetek és azok kapcsolt vállalkozásai vehettek részt. A tenderek feltétele az volt, hogy a hitelintézetek az igénybe vett deviza összegével megegyező mértékben csökkentsék devizában fennálló fogyasztói hitelállományukat. A tendereken allokált deviza ebben a hitelkörben is elegendő volt a bankok fedezési igényének kielégítésére.

## 4.2. A MAGYAR NEMZETI BANK ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAMJA[22]

A válság kirobbanása előtt, illetve a válság első éveiben a magyar gazdaság finanszírozása egészségtelen szerkezetűvé vált, mégpedig két szinten is: egyrészről a gazdaság túlzottan devizaforrásokra, másrészről túlzottan külső forrásokra volt utalva. A devizaadósság államadósságon belüli részaránya még 2013-ban is meghaladta a 40%-ot, 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.[23]

A gazdaság külső sérülékenységére való tekintettel a jegybank törekszik arra, hogy a gazdaság és azon belül az állam külső adósságállománya csökkenjen és a gazdaság finanszírozási szerkezetében meghatározóakká váljanak a hazai szektorok forrásai, azaz megvalósuljon *az önfinanszírozási koncepció.*[24] A MNB 2014 áprilisában hirdette meg az önfinanszírozási programot, amely azt a célt szolgálja, hogy a bankok hazai kibocsátású értékpapír-vásárlását ösztönözze, és ezzel hozzájáruljon a gazdaság külső adósságállományának csökkenéséhez, valamint a finanszírozás devizaszerkezetének javulásához.[25] Az MNB a fenti célok elérése érdekében átalakította monetáris politikai eszköztárát, hogy a jegybanki eszközök csökkenő attraktivitása felértékelje likviditáskezelési szempontból a nem-jegybanki, elfogadható fedezetnek minősülő értékpapírokat.

Az önfinanszírozási program három szakaszra bontható. Az első szakasz 2014 nyarán kezdődött, 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: a legfontosabb változtatás ekkor az irányadó eszköz futamidejének hosszabbítása és a kéthetes betéti eszköz fokozatos korlátozása volt. Ezt követően került sor a jegybanki kamatcsere-ügyletek 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 az Európai Központi Bank gyakorlatához közelítette a kötelező tartalékrendszert, aminek hatása volt a banki likviditáskezelésre, a jegybanki eszközök attraktivitására és így a nem-jegy-

[22] A fejezet nagyban támaszkodik Kolozsi Pál Péter tanulmányára. Lásd Kolozsi Pál Péter: Önfinanszírozási program: jegybanki eszközökkel az ellenállóbb magyar gazdaságért, in *Polgári Szemle,* 2015/december.

[23] 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.

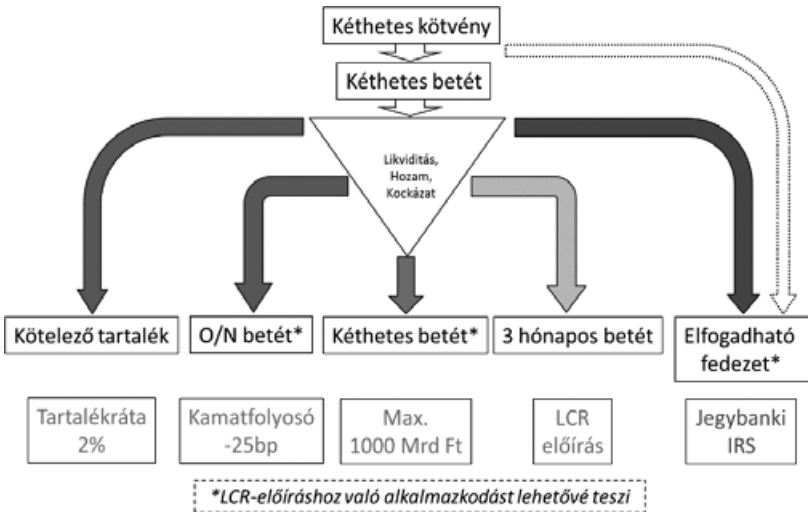
[24] Az önfinanszírozási programot az MNB 2014. április 23-án hirdette meg.

[25] Kolozsi Pál Péter: *Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei,* 2014, MNB. Elérhető: https://www.mnb.hu/letoltes/kolozsi-pal-peter-jegybanki-eszkozok.pdf (2015.11.25.).

banki elfogadható fedezetek, kiemelten az állampapírok iránti keresletre. A harmadik szakasz a kéthetes betét 2016. áprilisi teljes kivezetését jelenti.

*4.2.1. Irányadó eszköz*

Az utóbbi szűk másfél évben az MNB irányadó eszköze két alkalommal is átalakult. Az önfinanszírozási 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-jegybanki, elfogadható fedezeti értékpapírok felértékelődnek, ami azt indukálja, hogy a banki források ezekbe az eszközökbe áramolnak, a jegybanki eszközök használata pedig csökken. A betétesítés ezt azzal segítette elő, hogy 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. A három hónapos futamidejű betét a hosszabb lekötés miatt tekinthető kevésbé likvidnek, mint a kéthetes, hiszen a bankok immár




*2. ábra • Az eszköztár átalakításához kapcsolódó banki alkalmazkodás lehetséges csatornái. Forrás: MNB. Az intézkedéscsomag hatásmechanizmusa tekintetében kiemelt fontosságú változást jelent, hogy 2016 tavaszától 100%-ra emelkedik a bankok likviditásfedezeti előírása (LCR). A nemzetközi előírás szerint az ezt számszerűsítő LCR rátának 2018-tól kell 100%-ra emelkednie, az MNB ugyanakkor a nemzeti hatáskörrel élve ezt két évvel megelőzve tette 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.*

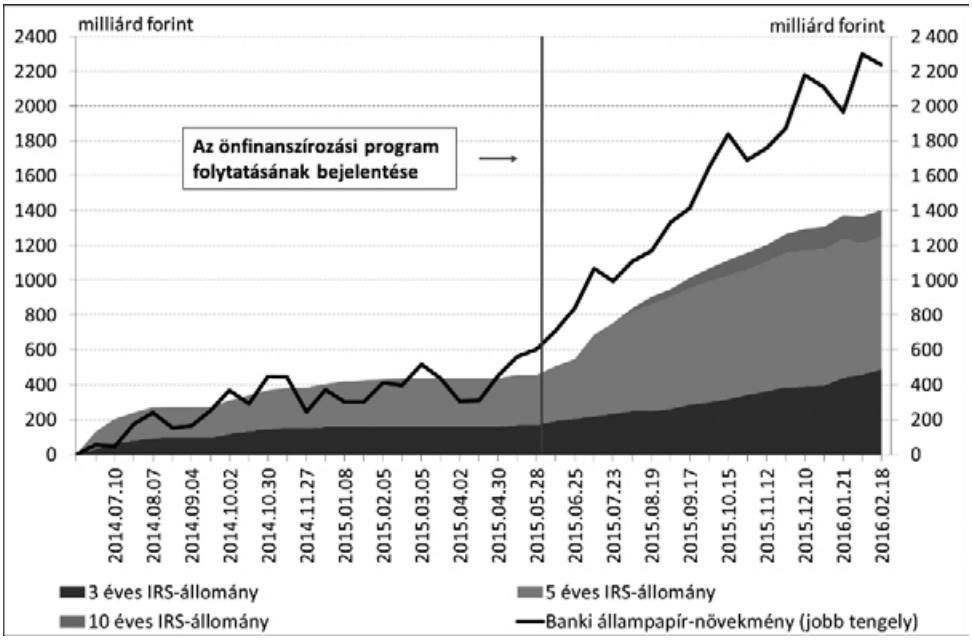
14 nap helyett 91 napig nem férhetnek hozzá lekötött jegybankpénzükhöz. Az irányadó eszköz kamata az átalakításoktól függetlenül a jegybanki alapkamat, amiről a Monetáris Tanács dönt.

Az irányadó eszköz megváltoztatásával párhuzamosan az MNB banki likviditáskezelést segítő eszközként megtartotta a kéthetes betétet is. Az eszköz igénybevételének összmennyiségét azonban korlátozza a jegybank, és aukciós versenyben dől el, melyik bank milyen mértékben részesül az összmennyiségből. 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 bankszektornak, és lehetővé teszi, hogy a bankok fokozatosan tudjanak alkalmazkodni az új likviditási környezethez. A kéthetes betét kivezetésére 2016. áprilisban kerül sor.

*4.2.2. Kamatcsere-eszköz*[26]

Az irányadó eszköz átalakítása „kilöki" a jegybanki betétekből a banki likviditást, az önfinanszírozási program keretében bevezetett új, feltételes kamatcsere-ügyletek (IRS) pedig azt biztosítják, hogy ez a likviditás a nem-jegybanki, fedezetként elfogadható értékpapírok felé „terelődjön". A nemkonvencionális eszköznek tekinthető 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 kamatcsere-ügyletet tett az eszköztára részévé, amellyel a bankok változó kamatokra cserélhetik el az értékpapírok

[26] Az önfinanszírozási program 2014-es meghirdetésekor az MNB három új (nemkonvencionális) eszközt vezetett be: (1) a jegybanki forint kamatcsere tendert (jegybanki IRS), (2) a hároméves lejáratú fedezett hitelt és (3) az értékpapírcsere-műveletet. A hároméves fedezett hitel és az eszközcsere alkalmazása az MNB eddigi gyakorlatában még nem fordult elő, ezek az MNB potenciális eszköztárába tartoznak, igénybevételükre eseti jelleggel piaci turbulenciák esetén, piaci zavarok enyhítése érdekében kerülhet sor. A hároméves változó kamatozású fedezett hitellehetőség a jegybanki alapkamathoz kötött, a hitelintézetek rendszerszintű likviditási nehézségeinek oldását hivatott szolgálni. Lásd MNB (2014b): *Tájékoztató a jegybanki alapkamathoz kötött, változó kamatozású hároméves futamidejű fedezett hitelügylet feltételeiről,* 2014, MNB. Elérhető: https://www.mnb.hu/letoltes/termektajekoztato-ltro.pdf (2015.11.25.). Az eszközcsere igénybevétele esetén az MNB az általa elfogadott fedezetekért cserébe az Európai Központi Bank által fedezetként elfogadott, euróban denominált értékpapírokat biztosít partnerei részére, hogy szükséges devizalikviditásuk megszerzését megkönnyítse. Lásd MNB (2014c): *Tájékoztató értékpapírcsere ügylet feltételeiről,* 2014, MNB. Elérhető: https://www.mnb.hu/letoltes/termektajekoztato-ertekpapircsere.pdf (2015.11.25.).




*3. ábra • A jegybanki kamatcsere-állomány alakulása az önfinanszírozási program bejelentésétől kezdődően. Forrás: MNB.*

(állampapírok) jellemzően fix kamatait.[27] A kamatcsere-ügyletek igénybevételéhez 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 három- és ötéves futamidőket 10 éves lejárattal 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.

[27] Lásd MNB (2014a): *Tájékoztató a változó kamatot fizető 3 és 5 éves forint kamatcsere ügylet feltételeiről,* 2014, MNB. Elérhető:
https://www.mnb.hu/letoltes/termektajekoztato-irs.pdf (2015.11.25.).

*4.2.3. Jegybanki kamatfolyosó és hiteleszközök*

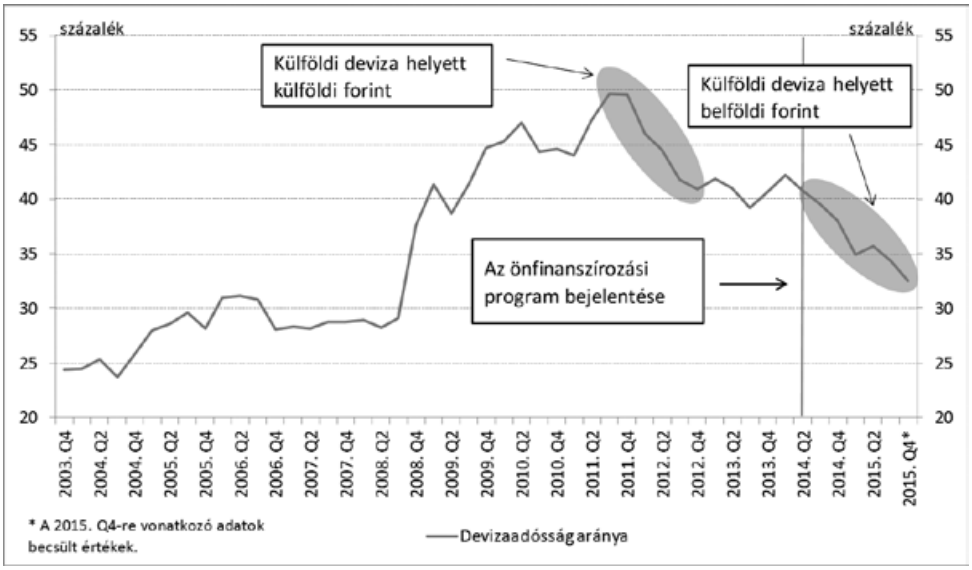
A korábbi ±100 bázispontos alapkamat körüli kamatfolyosót 2015. szeptemberben aszimmetrikussá tette az MNB. Jelenleg az overnight (O/N) betéti rendelkezésre állás –125, az overnight (O/N) fedezett hitel kamata +75 bázisponttal tér el az alapkamattól.[28] A kamatfolyosó átalakítását az indokolta, hogy 2015 őszére 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).

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 váltotta fel, melynek kamata alapkamat +25 bázispontra csökkent. A hat hónapos futamidejű hitel helyett az MNB három hónapos futamidejű fedezett hitelt vezetett be, mely továbbra is változó kamatú tenderen kerül értékesítésre. Ezek az intézkedések összhangban voltak a kamatfolyosó elmozdításával, illetve lehetővé tették a bankok alkalmazkodását az önfinanszírozási program révén kialakult új likviditáskezelési környezethez.

*4.2.4. Kötelező tartalékrendszer*

A kötelező tartalékráta mértéke Magyarországon 2015 decembertől 2%-on rögzített. Ezt megelőzően a hitelintézetek szabadon dönthettek – pénzforgalmi szükségletüknek megfelelően – az általuk vállalt mértékről a 2 és 5%-os tartalékráta által behatárolt intervallumban. A módosításra elsősorban az európai uniós harmonizáció miatt volt szükség, és az tette lehetővé, hogy az utóbbi években jelentősen nőtt a bankrendszer likviditása, és javult a pénzpiacok likviditási helyzete. 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%-os rögzített tartalékráta előírásával azt is megelőzte, hogy a jegybanki eszköztár megújulásából adó-

[28] 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%-os irányadó kamat szintje jelenti az egynapos betét kamatát, így a kamatfolyosó pedig egy + 0,25/0%-os sávnak felel meg.




*4. ábra • A központi költségvetés adósságának devizaaránya. Forrás: MNB.*

dóan átalakuló likviditási környezethez egyes bankok a tartalékrendszeren (azaz egy jegybanki betéten) keresztül alkalmazkodjanak – hiszen az MNB önfinanszírozási programban megfogalmazott és rögzített célja nem ez volt, hanem a nem-jegybanki, fedezetként elfogadható értékpapírok vonzerejének növelése.

## 5. AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAM EREDMÉNYEI

Az önfinanszírozási program azzal ér el bankrendszeri és makrogazdasági szintű 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 önfinanszírozási programtól független likviditási előírásokat ne kellene betartani a bankoknak, de ezek a szabályok természetesen akkor is követendőek lennének, ha nem módosulna a jegybanki eszköztár.

Az önfinanszírozási program legszembetűnőbb sikere, hogy az Államadósság Kezelő Központ (a továbbiakban: 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, és mindezt a bankrendszer érdemi keresletnövekedése mellett. Szintén pozitívum, hiszen a külső sérülé-

kenység 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 önfinanszírozási program meghirdetésétől fogva csökkenő pályára állt: 2013 decembere és 2015 szeptembere között 40,5%-ról 33%-ra mérséklődött a költségvetés bruttó adósságának devizaaránya.

A magyar bankok állampapír-portfóliójának bővítése strukturális átalakulást hozott a magyar forint állampapírpiacon. Az utóbbi több mint négy évben a magyar állam által, forintban kibocsátott állampapírok legnagyobb vásárlói és birtokosai a külföldi befektetők voltak. 2012 végén, 2013 elején a külföldiek részaránya ezen a piacon csaknem 45%-os volt, szemben a magyar bankok 30% alatt stabilizálódó és stagnáló részesedésével. A magyar háztartási szektor részaránya 2012-ben kezdett érdemben emelkedni az addig jellemző 5%-os mértékről. Az önfinanszírozási program, illetve a lakossági állampapírok intenzív 2014-es és 2015-ös kibocsátása áttörést hozott: egyrészről a külföldiek részesedése 25%-ra csökkent, miközben a hazai bankszektor 35%-os aránnyal a legnagyobb állami forintfinanszírozóvá lépett elő, másrészről pedig a magyar háztartások immár több mint a hatodát tartják a forintban denominált magyar államadósságnak.

Az önfinanszírozási program a banki állampapír-kereslet élénkítésével nemcsak a banki állampapír-állomány nagyságára, hanem a piaci hozamokra is hatott. A megújított jegybanki eszköztár a banki keresletet ösztönözte, ami mind mennyiségi, mind árbeli alkalmazkodást kiválthatott a piacon. Az önfinanszírozási program hatását nem lehet egy az egyben és evidens módon elválasztani a többi releváns tényezőtől, de az MNB becslése szerint az önfinanszírozási program, illetve kiemelten a jegybanki IRS-ek meghirdetése érdemben – az első egy év hozamcsökkenése tekintetében egyharmad arányban[29] – hozzájárult a hosszú állampapírpiaci hozamok csökkenéséhez. A hatás az államháztartás szintjén is jelentős. Baksay és Kicsák[30]

[29] Az MNB szerint a 2014 áprilisa és 2015 márciusa között tapasztalt hozamcsökkenés mintegy harmada közvetve vagy közvetlenül összefüggésbe volt hozható a jegybanki önfinanszírozási programmal. Az önfinanszírozási program közvetlenül 31-33 bázispontos, a közvetett hatásokkal együtt pedig összesen 71-79 bázispontos mérséklődést okozhatott a három- és az ötéves állampapírpiaci hozamokban. A 2014. áprilisi bejelentés és 2015 márciusa között a teljes hozammérséklődés 230, illetve 214 bázispont volt, vagyis a teljes csökkenésnek nagyjából harmada köthető valamilyen formában az önfinanszírozási programhoz. Lásd MNB (2015): Az MNB önfinanszírozási programja – 2014. április – 2015. május (Értékelés), 2015, MNB. Elérhető: https://www.mnb.hu/letoltes/magyar-nemzeti-bank-onfinanszirozasi-programja-1.pdf (2015.11.25.).

[30] Lásd Baksay Gergely – Kicsák Gergely: *A jegybanki programok hatása az államháztartás kamatkiadásaira – Mit mutatnak a tények?,* 2015, MNB. Elérhető: http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-baksay-gergely-a-jegybanki-programok-hatasa-az-allamhaztartas-kamatkiadasaira.pdf (2015.11.25.).

szerint a 2012. augusztusi hozamszint fennmaradása esetén jelentkező kamatkiadásokhoz képest az államháztartás összes kamatmegtakarítása 2015 első félévéig mintegy 460 milliárd forint, azaz a GDP 1,4%-a lehetett, de teljes átárazódás után a kamatmegtakarítás hosszú távon elérheti évente akár a GDP 1,7%-át is.

Az önfinanszírozási program hozamleszorító hatására utal, hogy míg 2014 elején 100-150 bázisponttal volt magasabb a magyar ötéves benchmark hozam a hasonló lejáratú lengyel hozamnál, addig 2015 végére ez a különbség eltűnt. Ez azt mutatja, hogy a magyar hozamok csökkenését nem a nemzetközi befektetői hangulat általános javulása okozta, hanem olyan hatásoknak köszönhető, amelyek csak Magyarországra voltak jellemzőek – ami a hosszú hozamok tekintetében mindenekelőtt az MNB önfinanszírozási programját, illetve az ebből adódó banki állampapír-keresletet jelenti.

Technikainak tűnő, de nemzetgazdasági szempontból is fontos folyománya az önfinanszírozási programnak, hogy az MNB mérlege szűkült. Mivel az állami devizakötelezettségek visszafizetése azt feltételezi, hogy az ÁKK eurót vásárol az MNB-től, így a devizaforrások forintból történő megújítása kisebb jegybankmérleget eredményez. Az önfinanszírozási program és a lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó devizaeladási tenderek összességében nagyságrendileg 2000-2500 milliárd forinttal kisebb sterilizációs állományt jelentettek az MNB szemszögéből 2015 végén, mint ami a programok nélkül előállt volna, ami a jegybanki kamateredmény szempontjából évi több tízmilliárd forintos megtakarításnak felel meg. Az MNB technikai kivetítése alapján a programok folytatódását feltételezve a jegybanki sterilizációs állomány 2017 végére jelentős mértékben csökkenni fog, és akár 1000 milliárd forint alá is mérséklődhet. Ez újabb 3000-3500 milliárd forintos jegybankmérleg szűkülést jelentene, ami természetesen további arányos, ugyancsak több tízmilliárd forintos kamatmegtakarítással lenne egyenértékű.

## 6. ÖSSZEGZÉS, KITEKINTÉS

A Magyar Nemzeti Bank 2014-ben meghirdetett önfinanszírozási programja révén jelentősen módosult a jegybank eszköztára. A teljes eszköztár jelentősen módosult 2014–2015-ben annak érdekében, hogy a jegybank a hitelintézetek fölös likviditását a jegybanki eszközökből az elfogadható fedezetek körébe tartozó értékpapírok felé terelje. Az önfinanszírozási program elérte a kitűzött makrogazdasági célokat, miközben a banki alkalmazkodás sem a banki működést, sem a hitelezési képességet nem érintette negatívan, sőt a banki mérlegek „kiigazításával" megfelelő alapokat teremtett az MNB 2016-ban induló hitelösztönző programjának, a Növekedéstámogató Programnak.

A program 2016-ban is folytatódik. Az MNB 2016. január 12-én a likviditáskezelési célú kéthetes jegybanki betét fokozatos, 2016. április végén lezáruló kivezetéséről döntött. A bankok módosított eszköztárhoz való alkalmazkodása 400-800 milliárd forintos banki állampapír-vásárlást eredményezhet, hozzájárulva Magyarország külső sérülékenységének további csökkenéséhez, az államadósság stabilabb finanszírozásához és finanszírozási költségének mérséklődéséhez. Ezzel a lépéssel 17 év után kikerül az MNB eszköztárából a kéthetes futamidejű jegybanki eszköz, és kiteljesedik a 2014 tavaszán elkezdett eszköztár-fordulat.

**Felhasznált irodalom**


1. Baksay Gergely – Kicsák Gergely: *A jegybanki programok hatása az államháztartás kamatkiadásaira – Mit mutatnak a tények?,* 2015, MNB. Elérhető: http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-baksay-gergely-a-jegybanki-programok-hatasa-az-allamhaztartas-kamatkiadasaira.pdf (2015.11.25.).
2. Balogh Csaba: *Részletesen a monetáris politikai eszköztárról,* 2009, MNB.
3. Bindseil, Ulrich: *Monetary policy implementation – Theory, past and present,* 2004, Oxford University Press.
4. Engen, Eric M. – Laubach, Thomas – Reifschneider, David: The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies, in *Finance and Economics Discussion Series,* 2015-005.
5. gereben áron – mák istván: *Külföldi nem állami forintkötvény-kibocsátások lehetőségei és korlátai,* in MNB-szemle, 2010/október, 29–39. o.
6. Habermeier, Karl (et al.): *Unconventional monetary policies – recent experience and prospects,* 2013, IMF, elérhető: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf (2016.03.06.).
7. Kolozsi Pál Péter: *Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei,* 2014, MNB. Elérhető: https://www.mnb.hu/letoltes/kolozsi-pal-peter-jegybanki-eszkozok.pdf (2015.11.25.).
8. Kolozsi Pál Péter: Önfinanszírozási program: jegybanki eszközökkel az ellenállóbb magyar gazdaságért, in *Polgári Szemle,* 2015/december.
9. Komlóssy Laura – Lehmann Kristóf – Vadkerti Árpád: Nemzetközi kitekintés a jegybanki hitelösztönző eszközökre, in *Növekedési Hitelprogram – Az első 18 hónap. Tanulmánykötet a Növekedési Hitelprogram eddigi eredményeiről,* 2014, MNB, Budapest, 7–16. o.
10. Krekó Judit – Balogh Csaba – Lehmann Kristóf – Mátrai Róbert – Pulai György – Vonnák Balázs: Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei, in MNB-tanulmányok, No. 100. (2012).

## Felhasznált egyéb források


1. EKB (2011): *The Monetary Policy of the ECB,* 2011, European Central Bank, Frankfurt.
2. EKB (2014): The ECB's forward guidance, in *ECB Monthly Bulletin,* April, 2014, 65–73. o.
3. Kuroda, Haruhiko: The Practice and Theory of Unconventional Monetary policy. Speech at the 17th World Congress Hosted by the International Economic Association (IEA) Held in Jordan. June 7. Elérhető: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/ko140608a.htm/ (2016.03.06.).
4. MNB (2012): *Tájékoztató a kétéves fedezett hitel feltételeiről,* 2012, MNB. Elérhető: https://www.mnb.hu/letoltes/tajekoztato-2-eves-120926.pdf
5. (2015.11.25.).
6. MNB (2014a): *Tájékoztató a változó kamatot fizető 3 és 5 éves forint kamatcsere ügylet feltételeiről,* 2014, MNB. Elérhető: https://www.mnb.hu/letoltes/termektajekoztato-irs.pdf (2015.11.25.).
7. MNB (2014b): *Tájékoztató a jegybanki alapkamathoz kötött, változó kamatozású háromféves futamidejű fedezett hitelügylet feltételeiről,* 2014, MNB. Elérhető: https://www.mnb.hu/letoltes/termektajekoztato-ltro.pdf (2015.11.25.).
8. MNB (2014c): *Tájékoztató értékpapírcsere ügylet feltételeiről,* 2014, MNB. Elérhető: https://www.mnb.hu/letoltes/termektajekoztato-ertekpapircsere.pdf (2015.11.25.).
9. MNB (2015): Az MNB önfinanszírozási programja – 2014. április – 2015. május (Értékelés), 2015, MNB. Elérhető: https://www.mnb.hu/letoltes/magyar-nemzeti-bank-onfinanszirozasi-programja-1.pdf (2015.11.25.).
10. Svensson, Lars E. O.: Monetary Policy after the Crisis. Speech held at the conference „Asia's role in the post-crisis global economy". Federal Reserve Bank of San Francisco, 29. November 2011. Elérhető: http://www.bis.org/review/r111201a.pdf (2016.03.06.).