

## Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter

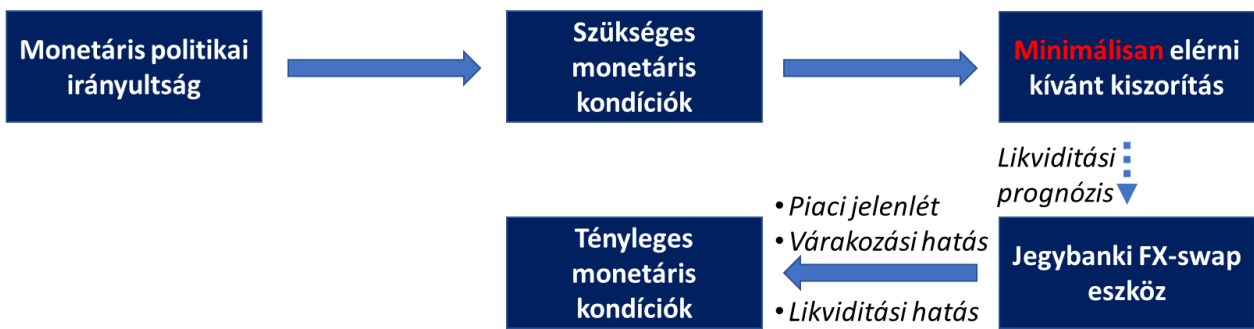
### A MEGCÉLZOTT LIKVIDITÁSI SZINT ELÉRÉSE ÉRDEKÉBEN A JEGYBANKI SWAPÁLLOMÁNY MINDKÉT IRÁNYBA VÁLTOZHAT

*A Magyar Nemzeti Bank (MNB) a monetáris politikai irányultságból kiindulva negyedévente határozza meg a kizorítandó likviditás mértékét. A megcélzott kizorítási hatás elérése a jegybank kiemelt operatív célja. Az MNB a jegybanki swapeszközt a megcélzott kizorítási hatás elérése érdekében az autonóm likviditási hatások ellentételezésére használja, így önmagában a swapállomány változása monetáris politikai szempontból nem értelmezhető. Ebből adódik, hogy az MNB a swapállományra nem határoz meg célértéket, illetve, hogy a swapállomány a likviditási folyamatok függvényében a kizorítási hatás elérése érdekében mindkét irányba változhat. 2019 márciusában és a júniusában az MNB előretekintve kétszer 100 milliárd forinttal csökkentette a megcélzott kizorítási hatást, ami az egyéb likviditási folyamatokból adódóan ekkor a swapállomány mérséklésével volt konzisztens. Ez az együttmozgás azonban nem szükségszerű, sőt a két tényező egymással ellentétes irányba is mozoghat. Ilyen időszak lehet 2019 második fele, amikor olyan likviditási folyamatok valószínűsíthetők, melyek bekövetkezése esetén a Monetáris Tanács által júniusban meghatározott legalább 200-400 milliárd forintos kizorítási hatás eléréséhez a swapállomány emelése lehet szükséges. Az MNB előretekintve is folyamatosan vizsgálja a likviditási folyamatokat, és amennyiben a Monetáris Tanács által eldöntött kizorítási cél elérése indokolja, továbbra is kész a swapállományt mindkét irányba módosítani.*

#### 1. A MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZTÁR MŰKÖDÉSÉNEK KERETEI

**A jelenlegi monetáris politikai keretrendszerben az MNB a megcélzott monetáris kondíciókat, és az annak eléréséhez szükséges kizorítandó likviditást a monetáris politikai irányultság alapján határozza meg.** A 2016 ősze óta alkalmazott mennyiségi korlátozás és a jelenlegi monetáris politikai keretrendszerben a kamatfolyosó és a kizorított likviditás határozza meg a pénzügyi hozamokat: a kamatfolyosó jelenti azt az elméleti sávot, amin belül a hozamok mozoghatnak, a kizorított likviditás pedig a hozamok kamatfolyosón belüli helyzetére hat. A *minimálisan megcélzott kizorítás* mértékét - ami gyakorlatilag a jegybanki O/N betétben és az adott havi túltartalékolásban minimálisan kicsapódó likviditást jelenti - az alapján határozza meg az MNB, hogy milyen *monetáris kondíciókat* kíván fenntartani, ami pedig attól függ, hogy milyen a *monetáris politika irányultsága* (1. ábra).

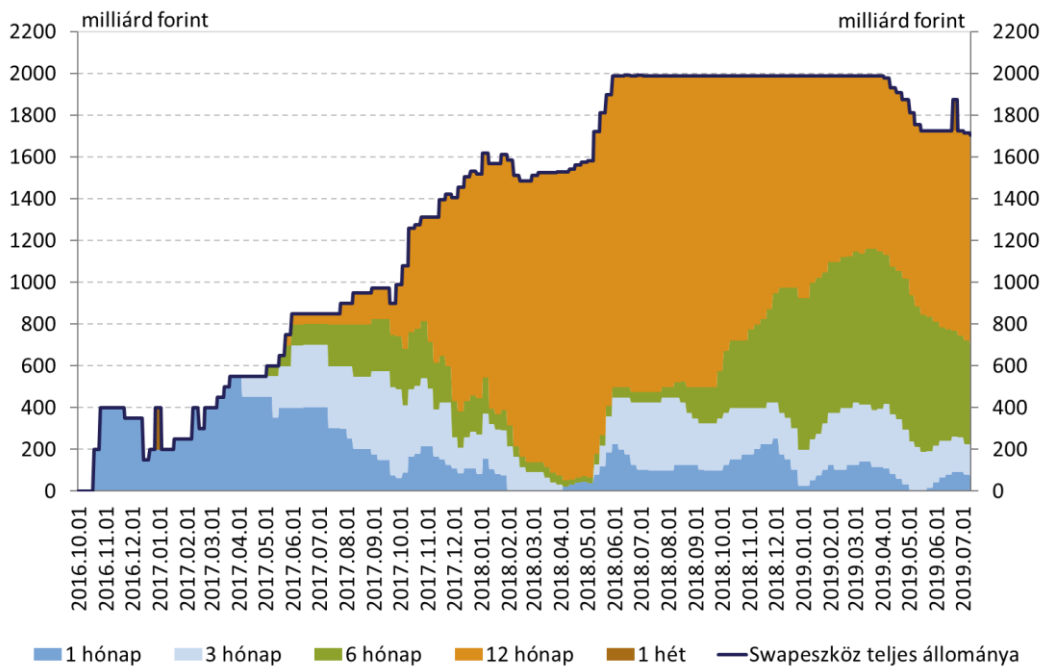
1. ábra: A mennyiségi korlátozás folyamatábrája



**A tényleges monetáris kondíciók alakulásában a likviditási folyamatoknak kiemelkedően fontos szerepe van.** A kiszorított likviditás a jegybank által alkalmazott mennyiségi korlátokon felül a bankrendszeri likviditás alakulásától függ: *ceteris paribus* a likviditás csökkenése kisebb kiszorítási hatással konzisztens. A megcélzott kiszorított likviditást az MNB 2018 végéig a likviditási folyamatok alapján meghatározott mennyiségi korláttal érte el. 2018 végétől a 3 hónapos betét kivezetésre került, így a bankrendszeri likviditás alakulásának, illetve jegybanki alakításának jelentősége felértékelődött.

**A megcélzott kiszorítási hatás elérése az MNB kiemelt operatív célja, az MNB a jegybanki swapeszközt a megcélzott kiszorítási hatás elérése érdekében használja.** A bankrendszeri likviditásra több tényező is hat, melyek közül a likviditás szintje tekintetében az utóbbi években a következők hatása volt érdemi: (1) a készpénzállomány emelkedése, (2) a költségvetési hiány, illetve annak finanszírozása mint autonóm, azaz jegybanktól független tényezők, illetve (3) az MNB jelzáloglevél-vásárlási programja és (4) a Növekedési Hitelprogram (NHP). Az MNB ennek megfelelően 2016 őszén annak érdekében vezette a be a forintlikviditást nyújtó FX-swapokat, hogy a bankrendszeri likviditás nem várt, illetve a monetáris politikai céllal ellentétes csökkenése esetén is biztosítani tudja a kiszorítás minimálisan szükséges szintjét és ezen keresztül a megcélzott monetáris kondíciókat. A likviditási folyamatokra, illetve a kiszorítási hatás nagyságára az MNB 2016 óta a mennyiségi korlát mellett a jegybanki swapok állományának alakításával reagál (2. ábra), amelynek monetáris politikai relevanciája a 3 hónapos betéti korlát csökkenésével, majd a betéti eszköz 2018. végi kivezetésével érdemben nőtt.

2. ábra: A jegybanki swapállomány alakulása (2016-2019)



**A Monetáris Tanács közleményeiben is egyértelművé tette, hogy a jegybanki swapállományt a kizorítási hatás elérése érdekében és annak függvényében alakítja.** Az MT a júniusi közleményben úgy fogalmazott, hogy (1) a megcélzott kizorítási hatás figyelembevételével határozza meg a jegybanki swapeszközök állományát, illetve, hogy (2) kész az FX-swap eszköz állományát rugalmasan alakítani annak érdekében, hogy a kamattranzmisszió a Monetáris Tanács döntésének megfelelően alakuljon, valamint, hogy a bankközi hozamok volatilitása alacsony maradjon. A jelenlegi monetáris politikai keretrendszerben tehát a swapállomány alakulása önmagában nem értelmezhető monetáris politikai szempontból, kizárólag a megcélzott kizorítási hatás alapján, az egyéb likviditási folyamatokkal együtt indokolt az esetleges változásokat értékelni.

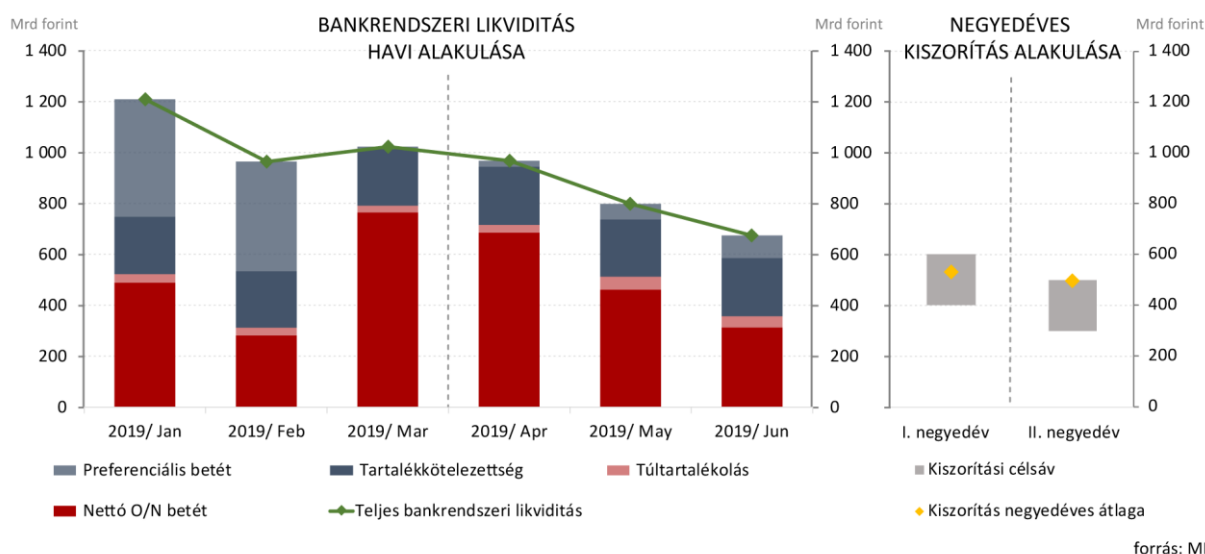
**A fentiek egyben azt is jelentik, hogy a jegybanki swapállomány a likviditási folyamatok függvényében a kizorítási cél elérése érdekében mind a két irányba változhat.** Mivel a jegybanki eszközök mellett az egyéb, autonóm likviditási folyamatok is hatnak a kizorított likviditás nagyságára, így a megcélzott kizorítási hatás és a jegybanki swapállomány nem feltétlenül mozog együtt. Amennyiben egy adott időszakban a likviditás oly mértékben szűkül, amiből az esetlegesen még csökkenő célértéknél is kisebb kizorítási hatás adódik, akkor indokolt a swapállomány emelése. Amennyiben ugyanakkor a folyamatok ezzel ellentétesek – azaz az autonóm likviditási folyamatokból, illetve a likviditás szerkezetének változásából a kizorítási hatás túlzott emelkedése adódik –, akkor a csökkenő kizorítási cél csökkenő swapállománnyal konzisztens. A megcélzott kizorítási hatás és a swapállomány együttmozgása nem szükségszerű, sőt a két tényező egymással ellentétes irányba is mozoghat, mégpedig oly módon, hogy mindig a kizorítási cél elérése határozza meg a swapállomány szükséges szintjét.

## 2. A LIKVIDITÁSI FOLYAMATOK ÉS A KISZORÍTÁSI HATÁS ALAKULÁSA 2019 ELSŐ FÉLÉVÉBEN

**2019 első felében az autonóm tényezők a bankrendszeri likviditás szűkülésének irányába hatottak.** 2018 végén jelentős mennyiségben érkeztek európai uniós források a Kincstár számlájára, ami ugyanakkor 2019 év elején nem a bankrendszeri likviditás bővülésével, hanem a jegybanknál vezetett Kincstári Egységes Számla (KESZ) egyenlegének tartós emelkedésével járt együtt. Az első félévben mind az államháztartási folyamatok, mind a készpénz alakulása a likviditás szűkülése irányába hatottak. Érdemben hozzájárult a bankrendszer strukturális likviditástöbbletének apadásához az ÁKK finanszírozási struktúrájának változása. A Magyar Állampapír Plusz bevezetése egyértelmű sikert jelentett, ami az önfinanszírozás emelésével és a külső sérülékenység csökkentésével érdemi pozitív makrogazdasági hatással jár. Az új lakossági értékpapír az első héten 529 milliárd forint névértékben került lejegyzésre, az első másfél hónap pedig 1200 milliárd forintot meghaladó értékesítést hozott, ami kimagasló eredménynek tekinthető. Likviditási szempontból ugyanakkor kihívást jelentett, hogy a Magyar Állampapír Plusz bevezetéssel párhuzamosan a bankok tulajdonába került lakossági állampapír-állomány érdemben emelkedett. Az ÁKK ugyan tartott visszavásárlási aukciókat, ezek azonban esetlegesen, időbeli csúszással és csak részben kezelték a lakossági állampapírok banki könyvekben „ragadásának” likviditási hatását. Június végén az MNB ezt a likviditási hatást kezelte soron kívüli, technikai egyhetes swaptenderrel.

**2019 első félévében a bankrendszeri likviditás általános szintje ugyan mérséklődött, de a preferenciális betét márciusi átalakításából adódóan a kiszorítási hatás emelkedett, ami azt jelentette, hogy a csökkenő kiszorítási hatás elérésével a swapállomány mérséklése volt konzisztens.** A Monetáris Tanács 2019 I. negyedévére vonatkozóan legalább 400-600 milliárd forintban, a II. negyedévre pedig legalább 300-500 milliárd forintban határozta meg az alapkamaton kamatozó eszközökből kiszorítandó negyedéves átlagos likviditás célszintjét. Fontos hangsúlyozni, hogy a likviditás általános csökkenése mellett 2019 első félévében a bankrendszeri likviditás szerkezetét nagymértékben befolyásolta a preferenciális betéti eszköz márciusi átalakítása. Az NHP *fix* konstrukcióhoz kapcsolódó új preferenciális betét indulásakor a korábbiaknál lényegesen alacsonyabb mértékű likviditást kötött le, az eszközből így kiszorított mintegy 400 milliárd forintnyi likviditás O/N betétbe áramlott. Az így megnövekedett kiszorítási hatás lehetővé és egyben indokoltá tette a forintlikviditást nyújtó swapállomány mérséklését, a 2018 májusa óta fennálló, közel 2000 milliárd forintos swapállomány 2019. áprilisa és júniusa között 1725 milliárd forintra csökkent. Ez a csökkentés egyrészt konzisztens volt a Monetáris Tanács második negyedéves kiszorítandó likviditásra vonatkozó, legalább 300-500 milliárd forintos döntésével, másrészt pedig biztosította, hogy a monetáris kondíciók az MT döntésének megfelelően alakuljanak. A bankrendszeri likviditás ezáltal bár csökkent, de a kiszorítási hatás a célsávon belül alakult. (3. ábra)

### 3. ábra: A jegybanki betétek állományának alakulása 2019. január és június között (havi átlag)



### 3. A 2019 MÁSODIK FÉLÉVÉBEN VÁRHATÓ LIKVIDITÁSI FOLYAMATOK ÉS KISZORÍTÁSI HATÁS

A Monetáris Tanács 2019. június 25-i ülésén a harmadik negyedévben kiszorítandó likviditást legalább 200-400 milliárd forintban határozta meg, ami 100 milliárd forintos csökkentést jelent a második negyedéves célértékhez képest. A Monetáris Tanács közleményében rögzítette, hogy az infláció várható alakulását meghatározó tényezőkben kettősség figyelhető meg. Az élénk belső kereslet emeli, míg a romló külső konjunktúra az év második felétől fékezi az áremelkedés ütemét. Az inflációs kilátásokat övező nagymértékű bizonytalanság miatt indokolt az óvatos megközelítés fenntartása a monetáris politikai döntéseknél, így az MT júniusban az alapkamatot, az egynapos és egyhetes jegybanki fedezett hitel kamatát 0,9 százalékon, az egynapos jegybanki betét kamatát pedig -0,05 százalékon változatlanul tartotta, a harmadik negyedévre megcélzott átlagos kiszorítandó likviditás nagyságát ugyanakkor 100 milliárd forinttal, a korábbi legalább 300-500 milliárd forintos sávról, legalább 200-400 milliárd forintra mérsékelte.

**2019 második felében olyan likviditási folyamatok valószínűsíthetők, amelyek alapján a megcélzott kiszorítási hatás eléréséhez a jegybanki swapállomány emelése lehet szükséges.** A likviditási folyamatokat továbbra is kockázatok övezik, a II. félévre várható hatások közül ugyanakkor erőteljesebbek a bankrendszeri likviditást potenciálisan szűkítő tételek. Ezek közül az alábbiak tekinthetők a legjelentősebbnek.

- A fiskális fegyelemből adódóan alacsony és jellemzően az év végére koncentrálódó költségvetési hiány, illetve az ehhez párosuló erős államháztartási finanszírozás összességében szűkebb bankrendszeri likviditással konzisztens.
- A június-júliusi időszakban az Államadósság Kezelő Központ és a Kincstár esetlegesen, utólag és csak részben alkalmazkodott a lakossági állampapírok banki mérlegekben való felhalmozódására. Mindezek alapján kockázatot jelent, hogy az idei év második felében

ebből adódóan is szűkebb lehet a bankrendszeri likviditás, mint ami a korábbi költségvetési és finanszírozási tervekre épülő előrejelzésekből adódott.

- A készpénzállomány alakulását érdemi kétirányú kockázatok övezik. Az állomány emelkedése az I. félévben lassult a korábbi évekhez képest, de a II. félévben akár jelentősebb is lehet a likviditásszűkítő hatás.

**Amennyiben a fenti folyamatok fennmaradnak, illetve a vázolt likviditásszűkítő kockázatok realizálódnak, akkor a Monetáris Tanács által júniusban meghatározott legalább 200-400 milliárd forintos kizorítási hatás csak a jegybanki swapállomány emelésével biztosítható.** Ebben az esetben a csökkenő kizorításhoz emelkedő swapállomány társulhat, hiszen csak ezzel biztosítható a monetáris politikai irányultságnak megfelelő, az MT által eldöntött kizorítási hatás elérése. Indokolt ugyanakkor újra kiemelni, hogy amennyiben a likviditási folyamatok ezzel ellentétesen alakulnak, illetve esetlegesen megfordulnak, akkor az természetesen a swapállományra is hatással lehet, hiszen az MNB döntéseit továbbra is az az alapelv határozza meg, hogy (1) a monetáris politika kiemelt operatív célja a megcélzott kizorítási hatás biztosítása, illetve (2) a swapállománynak olyan mértékűnek kell lennie, amivel adott likviditási folyamatok mellett elérhető a megcélzott kizorítási hatás. Az MNB a Monetáris Tanács által meghatározott kizorítási cél elérése érdekében folyamatosan vizsgálja a likviditási folyamatokat, és amennyiben a cél elérése indokolja, kész a swapállományt mindkét irányba módosítani.

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2019. július 25-én.”*