

## **A mellékhatásokról kérdezze..... – ketyeg a kamatóra az MNB-ben**

Szegő Márta, elemző közgazdász

**A válságkezelő kormány tízmilliárdos tételekért is meghajtja az adóprést. Ezzel egyidejűleg csendben ketyeg a kamatóra a jegybankban. A pénzügyi szektor válsága, a hitelezés stagnálása soha nem tapasztalt forint likviditás bőséget teremtett, amelyet a Magyar Nemzeti Bank, mint a bankrendszer végső menedéke ( a *lender of last resort* fogalommal szemben most a *borrower of last resort* minőségében ) fogad be és a mindenkori jegybanki alapkamaton – jelenleg 9,5 %-on – honorál. A gazdasági és hitelválság e mellékhatásával – a jegybank kamatterheinek növekedésével – számolni és a költségvetés adóbevételeiből fedezetet kell teremteni.**

E nagymérvű forintbőség a monetáris politika korábbi anomáliáira vezethető vissza, amikor az infláció leszorítását forintárfolyamot erősítő kamatpolitikával törekedett megvalósítani. Nemzeti valutánk kiszorult saját hitelpiacáról, „sterilizálva” halmozódott fel az MNB-ben – s indult hódító útjára a devizahitelezés a magánszektorban, a külföldi eladósodás felgyorsulása, súlyos függőségünk a nemzetközi pénz- és tőkepiacoktól. Míg a magánszektor az olcsó devizahitelekben sütkérezett, a magas forintkamat szint mázsás teherként nehezedett a központi költségvetésre. Mind a hiányfinanszírozás, mind a jegybanki +nulla-mínusz eredmények miatt. Az erős forint cejjét a magyar exportőrök és a piacvédelem nélkül maradt hazai termelők állták, valamint az MNB: ő volt az, aki bevállalta a lúzer pozícióját a forintbetét-devizahitel játszmában, amelynek nagy játékosai voltak a külföldi forró pénzek mozgatói is.

A forintárfolyam stabilizálása a jelenlegi 280 HUF/€ur szinten az MNB által január óta tartott 9,5 % alapkamaton magas fordulatszámon tartja a jegybank kamatszámlláló óráját. Az MNB mind a kereskedelmi bankok kötelező tartalékait, mind ezek szabad betéiteit ugyanis 9,5 % kockázatmentes kamattal honorálja. A válságkezelő eszköztár kora tavasszal bővült azzal a lehetőséggel, hogy immár külföldi, nem-rezidens pénzügyintézetek közvetlenül is helyezhetnek el betétet a jegybankban, pontosabban mennyiségi korlátozás nélkül jegyezhetnek jegybanki kéthetes kötvényeket.

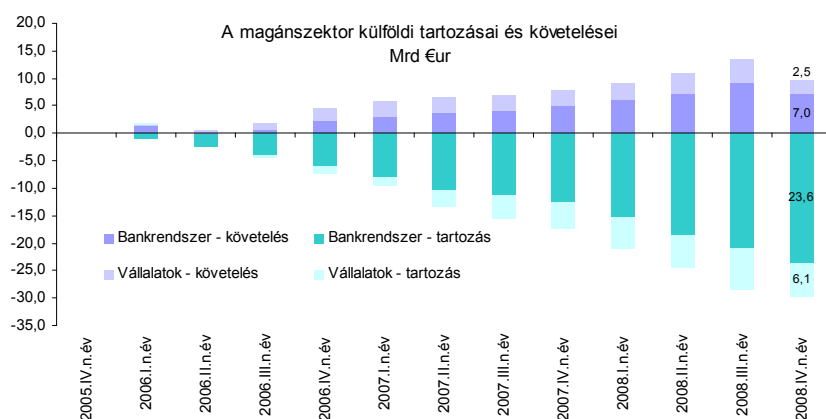
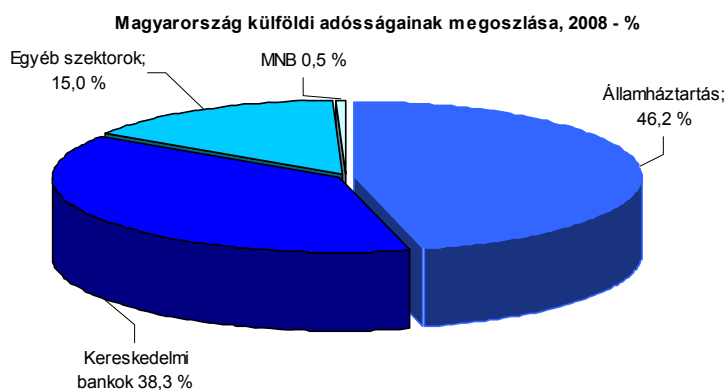
A jegybanki szabad betét/kötvény eredetileg a pénzpiac likviditástöbbletét hívatott beszipantani a központi bankba – úgymond sterilizálni. A likviditástöbblet kinntartása a pénzpiacon ugyanis irreális alacsony szintre szorítaná le a bankközi kamatlábakat, a BUBOR-t - a forint iránt mutatkozó kereslet hiányában. Ilyen esetre volt már példa 2003 januárjában, amikor a forint elleni támadáskor benragadt óriási forintkínálatot az MNB nem fogadta be és az a bankközi piacot árasztotta el. Ahhoz tehát, hogy a jegybank érvényesíteni tudja mindenkori irányadó alapkamatát, a bankközi pénzkínálat-keresletet az alapkamat szintjéhez kell, hogy szelídjön.

Ha likviditáshiány jelei ütnek fel a fejüket a bankközi piacon, vagyis a BUBOR felugrik az alapkamat által kijelölt jegybanki kamatfolyosó felső határa fölé, az MNB pénzt pumpál a bankközi piacra. Ez történt egyébként a tavaly őszi nemzetközi pénzügyi krízis legforróbb pillanataiban szinte valamennyi fejlett pénzpiacon.

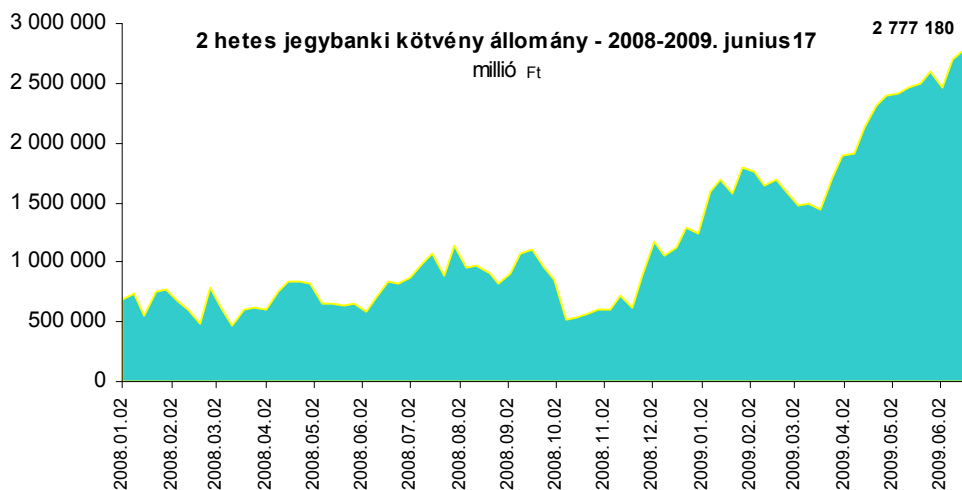
Magyarország 1995 végétől kezdve – köszönhetően az állami privatizációs devizabevételeknek, illetve a hatalmas méretű külföldi tőkebeáramlásnak – folytonosan forint likviditás többlettel küszködik és az MNB fent leírt sterilizációs eszköze hajtja végre a piacra kerülő forinttöbblet kivonását a forgalomból. A nemzetközileg is kimagasló jegybanki alapkamatszint azonban az elmúlt 5-6 évben egy nyereséges üzletre is teret nyitott a kereskedelmi bankok részére. Külföldi anyabankjaik, külföldi partnereik – árfolyamkockázat ellen többnyire fedezett – devizabetéiteit forintosítva kéthetes jegybanki betétekbe/kötvényekbe helyezték, ezt hosszabb időn át megújították. Így a deviza és a forint kamatok közötti különbségen kockázatmentes profitot tudtak húzni maguknak. A cehet az MNB állta. Mármint az általa fizetett jegybanki alapkamat és a devizapiacról nála lecsapódó devizatartalékok kihelyezéséből származó kamatkülönbséget. Ez nemcsak felemésztette a pénzteremtésből adódó mindenkori „kamara hasznát” ( „seigniorage-t), hanem több esztendőben tényleges veszteségre fordította az éves mérleget. Ami ezután a konszolidált államháztartási hiányt duzzasztotta. A jegybank ezt a veszteséget a devizagazdálkodás/devizatartalékok természetes költségének tudta be. A belföldi devizapiacra beáramló devizabetétek ugyanis időlegesen finanszírozták a fizetési mérleg hiányát, illetve növelték a hivatalos devizatartalékokat. Mégpedig úgy, hogy – legalábbis papírforma szerint – a külföldiekre hárult ennek az árfolyamkockázata. Az már kérdés, hogy ésszerű üzleti fogás-e ilyen

magas forintkamatért jutni devizaforráshoz. Hogy az üzlet másik oldalán álló befektetőknek az volt, bizonyítja, hogy számos hazai kereskedelmi bank mérlegéből nyomonkövethető volt, hogy a külföldi forrásaik egyenesen az MNB kéthetes instrumentumában landoltak, egyikük pedig sajátos módon szinte erre is specializálódott.

Időközben a forint-deviza kamatolló sikeresen kiszorította a nemzeti pénzünket a belföldi hitelezésből. A feleslegessé vált forintforrások az MNB-be vándoroltak, míg a kereskedelmi bankrendszer nyakra-főre hozta be a külföldi hiteleket.



A 2008. őszi likviditási krízist a jegybank a kötelező tartalékráta 5 %-ról 2 %-ra való leszállításával próbálta oldani 2008. november elejétől. A pénzügyi és gazdasági világválság azonban lebénította a magyar kereskedelmi bankok hitelezési tevékenységét mind a vállalati, mind a lakossági szektorban. Az év első négy-öt hónapjában jószerivel egyáltalán szinten tudják tartani hitelállományukat, s a mind kockázatosabbá váló terepre tekintettel bizonyos, hogy maga a szintentartás is erőfeszítéseket és kockázatvállalást kíván meg tőlük. Tartózkodik a bankrendszer az állampapírpiactól is, mivel az elmúlt esztendőben felbolydult a piaci egyensúly és a felszökő hozamszintek mellett tetemes veszteségeket volt kénytelen elkönyvelni. Noha a rövid lejáratokon már élénkülően van a kereslet a diszkont kincstárjegyekért, ezek kis volument képviselnek a bankpiaci likviditásbőség közepette. A hosszú végeken nagy bizonytalanság uralkodik a kötvénypiac várható irányáról. A vevő szerepét a másodlagos piacon így kisebb részben a jegybank, méginkább maga a kibocsátó Állami Adósságkezelő Központ vállalta magára visszavásárlásaival. Az MNB államkötvény állománya az első negyedév végén 380 milliárd forint szinten állt, a tavaly október-novemberi krízis idején történt 230 milliárd forint nagyságrendű csomag bevásárlását követően.



Forrás: MNB

Válságkezelő eszköztárában a Magyar Nemzeti Bank lehetővé tette, hogy nem-rezidens, külföldi pénzintézetek közvetlenül is hozzájussanak jegybanki kétételes kötvényekhez. Ennek állománya a legutolsó statisztika szerint május közepén még nem érte el a 200 milliárd forintot, ám a külföldiek netto forintvásárlása ugyancsak az MNB kimutatásában március és május közepe között 1000 milliárd forinttal, nagyjából 2,7 milliárd euróval ugrott meg. Mivel a belföldi pénzügyi szektor mérlegeiben sem betéti, sem hitel oldalról nem mutatkozik érdemi elmozdulás, feltehetőleg ez a devizabeáramlás – párhuzamosan az exporttöbblet és a fizetési mérleg hiány mérséklődése miatt megenyhült devizakereslettel – is megemelhette a kétételes betétállomány szintjét ezen időszakban.

Itt jegyezzük meg, hogy a jelenlegi pénzbőség fényében meglehetősen öncélúnak bizonyul a pénzintézetek kemény küzdelme a lakossági forintbetétekért magas az alapkamat feletti, 12-14 % szinteken – ami 9,5 % jegybanki kötvényben landol. A betétállomány gyakorlatilag nem moccan, csupán a "lekötött" kategóriába vonul át. Amennyiben 2 hónapos betéteket lekötöttnek lehet minősíteni, úgy a bankok némileg kozmetikázhatják lejáratú kockázatukat. Szerkezeti mutatók feljavítása is állhat a költséges kamatháború mögött: a hitel/betét ráta ugyanis erőteljesen megroggyott a devizahitelek árfolyamváltozása miatt. Nem kell sok belátás azonban ahhoz, hogy forintbetétekkel amúgy sem lehet utánaeredni az árfolyamgyengülésnek. A békeidőbeli 120-140 % ráták csak az árfolyamerősödéssel állhatnak vissza, mindaddig egymástól szipkásszák el a versengzők az ügyfeleket.

A magas kamatszint vonzására beérkező külföldi tőke meghatározó szerepet játszott abban, hogy a forint árfolyama a márciusi 317 HUF/€ur csúcsról 280 körüli HUF/€ur szintre erősödött. Ezzel megismétlődni látszik az elmúlt években megismert forgatókönyvének menetrendje: kellően gyenge forintnál és magas szintnél beszállva felerősíti a forintárfolyamot és kettős haszonnal száll ki az üzletből. Míg korábban azonban az állampapírokba feltettek, a rendkívül bizonytalan pénzügyi és politika helyzetre tekintettel a legrövidebb és leglikvidebb – az állampapír árfolyamváltozásának kockázatát elkerülő – befektetési eszközt veszi célba, nyilván árfolyamfedezet mellett.

Az MNB kétételes kötvények állományának átlagos volumene a 2008. évi 812 milliárd forintról 2009. első felében több, mint 2000 milliárd forintra szökkent fel. A kereskedelmi bankok egynapos betétjei és kötelező tartalékai napi átlagával pedig együttesen 1880 milliárd forintról 3000 milliárd forintra, több, mint másfélszeresére. A pénzügyi szektor forint betétállománya a jegybankban június közepén meghaladták a 3 300 milliárd forintot, az idej esztendőre becsült GDP 11-13 %-át. A magasabb kamatszint mellett ez éves szinten 60-120 milliárd forint közötti kamatkiadás többletet jelent az MNB-nek, illetve a magyar államháztartásnak. A becslés alja olyan körülményt vesz figyelembe, hogy az átlagállomány a bankok élénkítő kihelyezési tevékenységének eredményeképpen az év második felében erőteljesebben süllyed, illetve a jegybanki alapkamat éves átlaga nem haladja meg a 9 %-ot.

A Magyar Nemzeti Bank 2008-ban mintegy 150 milliárd forint kamatot fizetett a pénzintézetek betétei után, 2009-ben pedig 210-270 milliárd forint lehet a monetáris politika forintkamat számlája a pénzügyi szektor, beleértve a nem-rezidens betétesek irányában. Ezt a többletkiadást természetesen egyéb pénzügyi műveletek – egyebek között az átértékelési veszteségek/nyereségek – egyenlege korrigálja majd. A jegybanki mérleg egyenlege a jövő évi államháztartási hiányban kerül elszámolásra. 2007-ben a Magyar Nemzeti Bank 16,6 milliárd forint, 2008-ban pedig 5,6 milliárd forint mérleg szerinti veszteséggel zárta eredménykimutatását.