

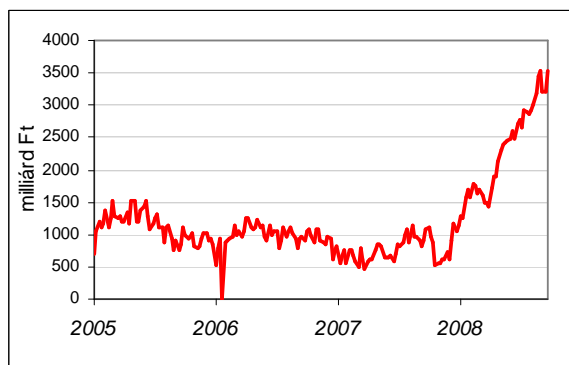
Havi elemzés – Augusztus - Szeptember

Orbán Gábor: Tereljük ki az MNB-kéthetést?

„Óriási az MNB kéthetes kötvényállománya. Ki kellene végre terelni onnan” – hallom több tapasztalt, régi motoros policy javaslatát. Kinek, hova, miért?

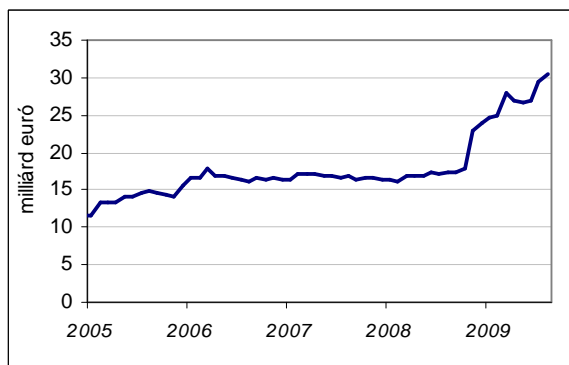
Az MNB-kéthetes, ami egyfajta sterilizált forintállomány a magyar pénzpiacon, valóban robbanásszerűen nőtt az elmúlt időszakban. Az ok hasonló, mint annak idején a csúszó leértékelésben volt: nettó tőkebeáramlásnak vagyunk tanúi, hiszen sokkal gyorsabban hívják le az IMF-hiteleket, mint amilyen mértékben az egyéb külső tőkebevonás leállt, gyakorlatilag megelőlegezve, hogy a magán tőkebeáramlás egy darabig még döcögni fog. Az MNB, ahogy 10 évvel ezelőtt is, sterilizált intervenciót hajt végre, amikor a beáramló IMF-pénzt (devizát) forintra váltja, tehát a tartalék növelésére használja, és a keletkező, „teremtett” forintot a jegybank kötelezettségeit megkerülhetetlenül növeli.

Az MNB kéthetes kötvényállománya



Forrás: MNB

A nemzetközi tartalékok alakulása



Forrás: MNB

Az MNB-nél keletkező forint útja (ezúttal nem az euróig, hanem a kéthetes kötvénybe) a következő. Az átmenetileg erősen lecsökkent állampapír-kibocsátás, illetve a visszavásárlás következtében a bankrendszerben rengeteg pénz halmozódott fel. Részben persze a bankoktól vették vissza az állampapírokat, azonban az intézményi befektetők készpénz-halmozása is a bankoknál kötött ki. A háztartások elvándorlása a befektetési alapokból a bankbetétekbe szintén nem okozója, hanem inkább kiegészítő jelensége a csökkenő forint-állampapír, növekvő forintlikviditás összképnek. A bankrendszer vidáman asszisztál mindehhez, hiszen illik a hitel-betét arány csökkentését továbbra is mindenek fölé helyező „stratégiájába”, sőt rá is segített az akciós betéti kamatokkal. Bár a gondolatmenetet az IMF-hitel felvétele felől indítottuk, valójában a sokféle igény – a forint-állampapíroktól való szabadulás (közvetlenül, illetve a befektetési alapokon keresztül), a hitel-betét arány csökkentése, a tartalék növelése, bizonyos forint melletti pozíciók felszámolása – együttesen tette szükségessé az IMF-hitel felvételét, vagyis ezekre nem lehet úgy tekinteni, mint további okai a likviditás keletkezésének.

Az utóbbi időben meghozott intézkedések közül egyedül a kötelező tartalékráta csökkentése jelentett többlet forintforrást a bankrendszer számára, amely végül szintén a kéthetes állományban landolt.

Felhalmozódott ez a forintlikviditás, és hát sokba kerül, hogy ott van – nagy állományra magas kamatot fizetünk. Ráadásul nem is dolgozik a pénz, nincs forinthitel, nincs kereslet a gazdaságban. „Tereljük ki.”

A helyzet az, hogy amennyire tud, már most is terelődne kifelé, csak hát nincs hova. Amióta kitört a kamatcsökkentési frász, a bankrendszer hosszabb instrumentumokban keres menedéket, figyeljük meg, milyen népszerűvé vált a Diákhitel Központ 3 éves fix papírja, reklám se kell már neki. Mindez csak fokozódna, ha az MNB korlátozná a kéthetesben elhelyezhető mennyiséget, vagy lecsökkentené a kamatát (szélesítené az egynapos folyosót stb.), ahogy itt-ott javasolják. A „terelési” művelet sikeres lenne, csak éppen értelmetlen: a kéthetesből egészen az egynapos betétig lehetne terelni a túllikviditást, miközben a „kiterelt”, helyét kereső forintmennyiség lenyomná a pénzüpi kamatokat és gyengítené a forint árfolyamát. A forinthitelezés lehet, hogy beindulna az alacsonyabb pénzüpi kamatszinttől, bár a dolog legalább annyira a bankok magatartásán, kockázatvállalási hajlandóságán is múlik. Egy biztos, a kéthetes mennyisége nem is ok, nem is következmény ebben a folyamatban. Az állomány nem csökkenne a forinthitelezés növekedésétől, hiszen egy vállalat vagy háztartás hitele a saját betétje a hitelfelvétel pillanatában, amint pedig elköltötte, másvalaki betétje lesz, de a rendszerből nem tűnik el. Egy eset jelent kivételt: ha az MNB a gyengülő árfolyamra reagálva devizát vezetne a piacra, kiszivattyúzva és megsemmisítve ezzel a „kiterelt” forintot. Mindez azonban mennyiségi intézkedések és korlátozások nélkül is megvalósulhat, sőt, pillanatnyilag ez a legvalószínűbb verzió – az MNB csökkenti az alapkamatot, és erősíti a további csökkentésre irányuló várakozásokat, majd drasztikusabb gyengülés esetén legfeljebb interveniál, és forintot vesz a piacon.

A másik érdemi lehetőség a kéthetes állomány csökkentésére az lenne, ha a több állampapírt bocsátana ki a kincstár a csökkenő kamatok elől menekülő szereplőknek. Jelenleg azonban e papírok kínálata adott. Elvileg növelhetnék a rövidebb lejáratú forintállampapír-kibocsátást (egyéves DKJ, 3 éves kötvény), ekkor az államhoz kerülne a sok likviditás, ami most a kéthetes kötvényt duzzasztja. Csakhogy nekik sem kell, hiszen, bár a rendszer egészét tekintve közömbös, rövidtávon a kincstárnak nem mindegy, hogy ő tartja a forintot az MNB-nél, vagy a bankrendszer a kéthetes kötvényben. Egyrészt a sterilizációs állományon keletkező kamatkadás később kerül a fiskális kiadások közé, mint a kötvények, diszkontkincstárjegyek után fizetett kamatok. Másrészt, a kibocsátott állampapírok növelik az állam bruttó adósságát, még ha nem is költik el az állampapírok ellenértékét. Így tehát a kincstár nem érdekelt a rövidebb lejáratú kötvények kibocsátásának növelésében.

Az MNB ugyanakkor tehetne azért, hogy ez az erős kereslet a rövidebb instrumentumok iránt kínálattal találkozzon, ha a piacon eladná a 2-3 éves lejáratú kötvényeit, amit még fél-egy éve vett. Az MNB által tartott állampapírok nagyságrendje nem jelentéktelen, több mint 300 milliárd forint. 200 milliárdnyi 2-3 éves papír eladását a piacsemlegesség érdekében hosszabb papírok kockázattal súlyozott vételével lehetne ellensúlyozni, így máris százmilliárd forinttal csökkenhetne a kéthetes állomány. A hosszabb papírok vételére már csak azért is szükség lenne, hogy a rövidebb papírok eladásával még véletlenül se a kamatciklus végéről üzenjen az

MNB a piacnak, sőt, ha lehet inkább a hosszú távú fenntarthatóság mellett tegye le a voksát anélkül, hogy növelné a kamatkitettséget.

Fontos azonban világosan látni, hogy bár ez a művelet nézetem szerint, hasznos lenne a túllikviditás és az ebből fakadó pénzüpiaci nyomás enyhítésére, a monetáris kondíciók lazítása e nélkül, egyszerűen az alapkamat csökkentésével is folytatódhat a szokványos módon, szinte teljesen mindegy, mekkora kéthetes állomány mellett.