ujforum_62b.qxp 3/28/2007 3:39 PM Page 3

A refinanszírozás, mint az Európai Központi Bank monetáris politikájának egyik eszköze

HORVÁTH ANDREA

1. Az Európai Központi Bank és az eurórendszer

„Az Európai Központi Bank (EKB) és a nemzeti központi bankok együttesen alkotják az eurórendszert, a központi bankok euróövezeti rendszerét. Az eurórendszer elsődleges célja az árstabilitás fenntartása, ami az euró értékének megőrzését jelenti. Mi, az Európai Központi Bank munkatársai mindent megteszünk azért, hogy a reánk bízott központi banki feladatokat hatékonyan végezzük. Munkánkat a feddhetetlenség, a szakértelem, a hatékonyság és az átláthatóság legmagasabb mércéje szerint kívánjuk végezni."[1]

Az EKB mint intezmény 1999 júniusában jött létre. 1998 októberében az EKB már meg is hirdeti a 1999. januártól beinduló egységes monetáris politika stratégiáját és működési kereteit. Ugyanakkor az EKB meghatározó szerepet játszik a pénzpiaci feltételek és a pénzpiaci kamatlábak kialakításában.

Az EKB a pénzpiaci likviditási helyzetet próbálja ellenőrizni és irányítani, ugyanakkor elsődleges feladata a rövid lejáratú pénzpiaci kamatok irányítása. Az EKB-nek hatalmában áll a pénzpiaci műveletek lebonyolítási feltételein módosítani.

A monetáris politika intézménye a Központi Jegybank, ugyanakkor a fő bankjegy-kibocsátó és a legfontosabb banki tartalékbiztosító; ezen funkciók betöltésében pedig egyértelműen az egyetlen intézmény, amely képes a jegybanki pénzmennyiséget opimálisan befolyásolni. És hogy miért ennyire fontos a monetáris bázis, miért ennyire fontos a monetáris politika? Egyszerű a válasz: azért, mert nagyon fontos és hasznos célja van, éspedig az árstabilitás fenntartása. E célkitűzés az egész eurórendszerre vonatkozik, az eurórendszer gazdaságpolitikájának támogatása, a nyitott piacgazdaság, illetve a pénz értékének megtartása mellett.

2. A monetáris politika megvalósítása

Az Európai Központi Bank (EKB) különféle eszközöket használ monetáris politikájának megvalósításának céljából.

A monetáris politika legfőbb eszközei a következők:

[1] EKB, EKB könyv, internet, 154 old.

ujforum_62b.qxp 3/28/2007 3:39 PM Page 4

– kötelező tartalékráta;
– jegybanki rendelkezésre állást biztosít;
– nyílt piaci műveletek.

Ezen eszközök mit sem érnének, ha nem létezne és nem lenne működőképes a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa.

Feltételezzük, hogy változnak a pénzpiaci kamatlábak, ez az eset pedig nagyon gyakran előfordul. A pénzpiaci kamatlábak befolyásolják a rövid futamidejű banki hitelek és betétek kamatlábait. Továbbá a rövid idejű banki hitelek és betétek kamatlábváltozásai hatással vannak a hosszú távú piaci kamatlábak változására. Végül a monetáris politikai intézkedések csak hosszú idő után hatnak az árakra, és mindig különböző módon.

A monetáris politika célkitűzése az árstabilitás elérése, ez viszont nagymértékben függ a monetáris bázis változásától, a monetáris bázis változása pedig a monetáris politikától.

A penziós ügyletek visszavásárlási megállapodás vagy értékpapír-fedezet garantálása mellett történik. Az eurórendszerben ugyanakkor honosak a végleges adásvételi ügyletek, a kötvénykibocsátás is.

A nyílt piaci műveleteket az EKB kezdeményezi, és szintén ő dönt az alkalmazandó eszközökről. Ugyanakkor a végrehajtás szabályainak meghatározása is az EKB feladatkörébe tartozik.

A nyílt piaci műveletek tenderrel, gyorstenderrel vagy kétoldalú eljárással valósíthatók meg.

Az eurórendszer nyílt piaci műveletei, gyakoriságuktól és az alkalmazott eljárásoktól függően, négy kategóriába oszthatók:

1. irányadó refinanszírozási műveletek (main refinancing operation);
2. hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek (longer term refinancing operation);
3. finomhangoló műveletek (fine-tuning operations);
4. strukturális műveletek (structural operations).

A refinanszírozás mint fogalom legegyszerűbb meghatározása: „egy bank a szükséges hitelt egy másik banktól veszi fel, lehet egy nagyobb nemzetközi bank vagy a jegybank”.

A pénzállomány kezelésében, befolyásolásában egyik leghatékonyabb eszköz a refinanszírozás.

Az irányadó refinanszirozási műveletek közé tartoznak a rendszeres likviditásbővítő penziós ügyletek, heti gyakorisággal és egyhetes lejárattal. A műveleteket a nemzetközi központi bankok tenderei alapján végzik.

A pénzügyi szektor refinanszírozását nagyrészt ilyen műveltek biztosítják.

A hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek olyan likviditásbővítő ügyletek, amelye-

ujforum_62b.qxp 3/28/2007 3:39 PM Page 5

ket havi gyakorisággal, általában háromhavi lejáratra kötnek. További hosszabb lejáratú refinanszírozást biztosítanak az ügyfelek részére, és a nemzeti központi bankok által kiírt tender útján bonyolítják le őket. A hosszabb távú refinanszírozási műveletek végrehajtása során az eurórendszer rendszerint semmilyen jelzést nem kíván közvetíteni a piac felé, így normál körülmények között kamatláb-elfogadóként jár el.

A finomhangoló műveletek végrehajtása ad-hoc alapon történő nyílt piaci művelet. Céljuk a piac likviditási helyzetének kezelése, valamint a kamatlábak alakítása, különösen azoknak a hatásoknak az enyhítése érdekében, amelyeket a piac váratlan likviditásingadozásai gyakorolnak a kamatlábakra.

A finomhangoló műveleteket elsősorban penziós ügyletek formájában bonyolítják le, de végleges adásvételi (outright) ügyletek, devizaswapok és lekötött betétek gyűjtése útján is végrehajthatók. A finomhangoló műveletek estében alkalmazott eszközöket, eljárásokat mindig a tranzakció milyenségéhez és a művelet konkrét célkitűzéséhez kell igazítani. Ezeket a műveleteket a nemzeti központi bankok rendszerint gyorstender vagy kétoldalú eljárás alapján hajtják végre, deszcentralizáltan. Az EKB Kormányzótanácsa kivételes helyzetben dönthet úgy, hogy a szükséges kétoldalú finomhangoló műveleteket maga az EKB hajtsa végre. Ezek a műveletek lehetnek likviditáselszívó vagy likviditást teremtő műveletek.

Az eurórendszer strukturális műveleteket is végrehajthat kötvények kibocsátása, penziós ügyletek és végleges adásvételi (outright) ügyletek útján. Ezekre a műveletekre akkor kerül sor, amikor az EKB az eurórendszer pénzügyi szektorral szembeni strukturális helyzetét kívánja kiigazítani.

Az EKB által alkalmazott monetáris eszközök használata nagyon hasznosan össze van hangolva, például a kötelező tartalék egyik funkciója a jegybanki refinanszírozás iránti igény növelése.

3. A refinanszírozás folyamata és következményei

A refinanszírozási művelet a likviditás pillanatnyi kiegyenlítésére szolgál.

A refinanszírozás műveletében a központi bank, a pénzpiaci műveletek használata nélkül, kapcsolatba kerül a kereskedelmi bankokkal. A kereskedelmi bankok számára pedig a refinanszírozás likviditáskölcsönzést jelent. A kölcsönkapott likviditást a kereskedelmi bankok értékpapírokkal garantálják.

A refinanszírozás végső sorban azt jelenti, hogy a központi bank a hitelek finanszírozója, a kereskedelmi bankoknak nincs megadva a pénzjegy kibocsátásának lehetősége, ezért van szüksége a központi bankra, mert az értékpapírok ilyen módon kamatozható pénztömeggé változnak.

ujforum_62b.qxp 3/28/2007 3:39 PM Page 6

A visszavásárlási megállapodásban meghatározott vételár és visszavásárlási ár közötti különbözet egyenlő a művelet időtartama alatt felvett, illetve hitelezett összegre számított kamat összegével, vagyis a visszavásárlási ár magában foglalja a fizetendő kamatot. Az értékpapír-fedezet mellett nyújtott hitel formájában létrejövő penziós ügylet kamatát a felvett hitel összegére és a futamidőre alkalmazandó kamatláb alapján kell meghatározni. Az eurórendszer penziós nyílt piaci műveletei esetében egyszerű kamatlábat alkalmaznak, amely a „ténylegesen eltelt napok száma/360" kamatnap-számítási szabályon alapul.

Az eurórendszer rendszeres refinanszírozási műveleteket is végez, általában háromhavi lejárattal, ezáltal pótlólagos, hosszabb távú refinanszírozást nyújtva a pénzügyi szektor számára. Ezek a műveletek csak kis részt képviselnek az összes refinanszírozási művelet volumenén belül. A hosszabb távú refinanszírozási műveletek végrehajtása során az eurórendszer rendszerint semmilyen jelzést nem kíván közvetíteni a piac felé, így normál körülmények között kamatláb-elfogadóként jár el. Ennek megfelelően a hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletekre változó kamatú tenderek formájában kerül sor, és az EKB időről időre jelzi a későbbi tenderek várható ügyleti volumenét. Kivételes körülmények között az eurórendszer fix kamatú tenderek keretében is végez hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteket.

A hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek működési jellemzői az alábbiak szerint foglalhatók össze:

– likviditásbővítő penziós műveletek;
– havi rendszerességűek;
– általában háromhónapos lejáratúak;
– végrehajtásuk decentralizált;
– lebonyolításuk tender útján történik;
– az általános alkalmassági feltételeket teljesítő valamennyi fél nyújthat be ajánlatot a hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletre;
– a hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletekben mind a forgalomképes, mind a nem forgalomképes eszközök alkalmasak mint fedezeti eszköz.

A refinanszírozásnak kettős kifejtett hatása van:

– egy mennyiségi következmény, mely a forgalomban lévő pénztömegre gyakorol hatást és
– egy értékbeli következmény, mely a kamatlábak felépítését is befolyásolja.

A mennyiségi hatás

A refinanszírozásra akkor kerül sor, amikor a nem banki szektor likviditás iránti preferenciája magasabb, mint az a szint, amit a kereskedelmi bankok ki tudnának elégíteni a rendelkezésükre álló pénztömeggel. Ilyenkor a központi bank segítségét kérik. A központi bank végső soron pénzjegykibocsátást hajt végre a refinanszírozás esetében, mert a bankok a kölcsön kapott pénzt kamatoztatni tudják.

ujforum_62b.qxp 3/28/2007 3:39 PM Page 7

A refinanszírozás nagy előnyt jelent azon kereskedelmi bankok számára, amelyek nem képesek hosszú távú hitelt nyújtani, mert a rendelkezésükre álló összeg csak rövid lejáratú hitelt engedne meg. Ilyenkor bevállalhatják a hosszú távú hitelt a refinanszírozás felhasználásával.

Az értékbeli hatás

A refinanszírozásnak, mint akármilyen más szolgáltatásnak, ára van, amit a kamat képvisel. A központi bank elfogadja a kereskedelmi bankok refinanszírozását, de azzal a feltétellel, hogy kifizetésre kerül a Központi Bank által egyoldalúan meghatározott kamat- refinanszírozás következménysorozata, és most ki tudjuk jelenteni, hogy a refinanszírozás monetáris politikai eszköz.

Ha a bankok elfogadják a Központi Bank által meghatározott kamatot, azt jelenti, hogy ez a költség ugyanúgy tovább fog irányulni a kereskedelmi bankok klienseihez is, a végső fogyasztókhoz. A hitel „ára" pedig, amint tudjuk, befolyásolja a forgalomban lévő pénztömeget.

Amellett, hogy a refinanszírozás „ára" irányadó a kereskedelmi bankok tevékenységében, nagyon fontos szerepet játszik a kereskedelmi bankok közti kölcsönzésben is. A refinanszírozás kamata a maximális kamatérték, amit elfogad egy kereskedelmi bank a másiktól.

A refinanszírozás egyik célja az, hogy a bankok zavartalanul és szervezetten tudják kielégíteni likviditási igényeiket, ugyanakkor hogy a pénzpiac rendben működhessen. A refinanszírozás nagyon praktikus konstrukció, amit a Központi Bank a kereskedelmi bankoknak ajánl. Nap végén rendezni lehet az egyenlegeket, és a likviditási ingadozásokat is csillapítani lehet.

4. Az irányadó és a hosszú lejáratú refinanszírozási műveletek. Irányadó kamatláb?

Az irányadó refinanszírozási műveletek és a hosszú lejáratú refinanszírozási műveletek közti eltérés két szempontból közelíthető meg. Elsősorban az irányadó refinanszírozási műveletek sokkal megszokottabbak gyakoriságuk miatt, másodsorban pedig rövid futamidejük miatt.

Ugyanakkor fontos eltérés a refinanszírozás értéke, ami az irányadó refinanszírozás esetében nincs meghatározva, viszont a hosszá lejáratú műveletek esetében nagyon pontosan meg van határozva a maximum refinanszírozásra szánt pénzösszeg az aukció elkezdése előtt. A hosszú lejáratú refinanszírozás nem a likviditás-kiegyenlítésre van kitalálva, hanem a hosszú távú támogatás kifejezés jellemzi a legjobban. A hosszú lejáratú refinanszírozást soha nem befolyásolja az irányadó refinanszírozás.

A második fontos eltérés a Központi Bank befolyásáról szól és a kamatlábra vonatko-

ujforum_62b.qxp 3/28/2007 3:39 PM Page 8

zik. Az irányadó refinanszírozás kamata nagyon fontos hatást gyakorol a rövid lejáratú hitelek „árára".

A refinanszírozasi kamatláb a bankrendszer irányadó kamatlába. Hiszen nagyon nagy előrejelző kepességgel bír, és nagy hatást gyakorol a kereskedelmi bankok döntéseire.

A 2000-es évtől kezdődően az EKB az össz-refinanszírozás keretében 20% és 25% között nyújtott hosszú lejáratú refinanszírozást.

Az eurórendszer első 5 évében 55 billió euró volt refinanszírozás útján a bankoknak szétosztva. A refinanszírozás nagyon fontos szerepet játszik a monetáris politika eszközei között.

A hosszú lejarátú refinanszírozás eleinte a kis kapacitású bankoknak volt megtervezve, mivel ezen egységek bankközi piaci hozzáférése jelentősen kisebb volt, és a refinanszírozás ezt a lehetőséghiányt kompenzálta volna. A hosszú lejáratú refinanszírozás egyértelműen fontosabb a kis- és középméretű bankoknak, mint a nagy bankoknak. Több tanulmány és megfigyelés tárgya volt, hogy a bankok méretük szerint fordulnak hosszú lejáratú, illetve irányadó refinanszírozáshoz. A következtetés az volt, hogy a likviditás hiányának időtartama a mérvadó. Ha hosszú ideig lesz jelen a likviditáshiány, a bankok hosszú lejáratú refinanszírozást választanak, fordított esetben irányadó refinanszírozást.

Az irányadó refinanszírozásnak nagy szerepe van a kamatlábak kialakításában, ezért is nevezik „irányadó" kamatlábnak. Az irányadó kamatláb nem csak azoknak a bankoknak mérvadó, amelyek refinanszírozáshoz fordulnak, hanem az egész bankrendszernek, mert e kamatláb a monetáris politika irányvonalát jelzi. Ugyanakkor az irányadó kamatláb hatása sokkal hamarabb észrevehető a kereskedelmi bankok kamatláb-változásán, mint a hosszú lejáratú refinanszírozás kamatlábának hatása.

Néha a refinanszírozási aukciónak nem reális az eredménye, és ezért 2000-ben rengeteg bank terjesztette elő kérését, hogy ezt a típusú nyílt piaci műveletet ne használja többet az EKB.

Mindkét típusú refinanszírozás a monetáris politikának egy-egy eszköze, hiszen a kamatlábat mindkettő befolyásolja, és ugyanakkor a forgásban levő pénztömeg változásában igen nagy szerepet játszik.

Irodalomjegyzék

European Central Bank: *Working Paper Series* No. 359/May 2004.
Európai Kozponti Bank: *Az Európai Kozponti Bank – Története, szerepe, feladatai*
Az Európai Unió Központi Hivatalos Lapja, 2006. 12. 13.
www.ecb.com