



MAGYAR NEMZETI BANK

MNB-tanulmányok

72.

2008

FISCHER ÉVA–KÓCZÁN GERGELY

**Rendkívüli hatósági intézkedések  
és tanulságaik a jelzálogpiaci válság kapcsán**



**Rendkívüli hatósági intézkedések  
és tanulságaik a jelzálogpiaci válság kapcsán**

**2008. február**



Az „MNB-tanulmányok” sorozatban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák,  
és nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

MNB-tanulmányok 72.

**Rendkívüli hatósági intézkedések és tanulságaik a jelzálogpiaci válság kapcsán**

Írta: Fischer Éva–Kóczán Gergely\*

(Magyar Nemzeti Bank, Pénzügyi stabilitás és Pénzügyi elemzések)

Budapest, 2008. február

Kiadja a Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Iglódi-Csató Judit

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 1787-5293 (on-line)

\* A szerzők köszönetet mondanak a Pénzügyi stabilitás és a Pénzügyi elemzések kollégáinak a hasznos észrevételekért, javaslatokért.

# Tartalom

<b>Összefoglaló</b>	<b>5</b>
<b>1. Bevezetés, a turbulencia kiváltó okai és terjedése</b>	<b>6</b>
<b>2. A jegybankok által az egész bankrendszerrel szemben végzett (multilaterális) műveletek</b>	<b>8</b>
2.1. A multilaterális műveletek bemutatása	8
2.2. A jegybanki beavatkozás hatásai, pénzügyi piaci reakciók	16
<b>3. Egyedi intézmények válságát kezelő intézkedések és egyedi bilaterális jegybanki műveletek</b>	<b>21</b>
3.1. Az egyedi válságkezelő intézkedések rövid leírása	21
3.2. Az egyedi hitelintézetek válságának kezelésével kapcsolatos tanulságok, dilemmák	27
<b>4. A jegybanki kommunikáció hatásossága</b>	<b>30</b>
4.1. A pénzpiaci turbulencia kapcsán az eszköztárral kapcsolatos kommunikáció	30
4.2. Az egyedi hitelintézeteknél történő egyedi beavatkozással kapcsolatos kommunikáció	31
<b>5. Hazai vonatkozások</b>	<b>33</b>
5.1. Rendszerszintű hatások	33
5.2. Egyedi hitelintézeti hatások és válságkezelés	34
<b>6. Következtetések</b>	<b>38</b>
<b>1. sz. melléklet: Az anyagban tárgyalt egyedi rendkívüli hatósági intézkedésekhez kapcsolódó kommunikáció részletes leírása időrendi bontásban</b>	<b>40</b>
<b>2. sz. melléklet: A 3 fő jegybank által végzett multilaterális intézkedések részletes bemutatása jegybankonként (esettanulmányok)</b>	<b>46</b>
<b>3. sz. melléklet: A feltörekvő országok jegybankjainak reakciói a pénzügyi piaci turbulenciára</b>	<b>52</b>
<b>4. sz. melléklet: Fogalomtár</b>	<b>53</b>



# Összefoglaló

A tanulmány összefoglalja azokat a hatósági intézkedéseket, amelyeket a világ vezető jegybankjai és egyéb hatóságai hoztak az amerikai jelzáloghitel-piacról kiinduló pénzügyi piaci turbulencia bankközi piacokra és hitelintézetekre gyakorolt hatásainak kezelése érdekében. Ezek egyrészt a multilaterális (jegybanki monetáris politikai eszköztárral végrehajtott) műveletekből, másrészt a bilaterális (egyedi intézményi szintű) hatósági beavatkozásokból álltak. A hatósági intézkedések, illetve a kapcsolódó külső kommunikáció áttekintése számos olyan hasznos tanulságot, dilemmát vet fel, amelyeket a magyar hatósági eszközrendszer, illetve a különböző típusú válságok menedzselésére kidolgozott akciótervek kapcsán is érdemes figyelembe venni. Bár a turbulencia Magyarországon eddig nem okozott olyan erőteljes, azonnali hatásokat a bankközi pénzpiacokon, illetve hitelintézetek esetében, amely hatósági beavatkozást igényelt volna, az MNB eszköztára a vezető jegybankokhoz hasonlóan felkészült és képes akár hasonló jellegű rendkívüli lépésekre is.

**JEL:** G19, G21.

**Kulcsszavak:** Likviditási válság, válságkezelés, rendkívüli jegybanki intézkedések.

# 1. Bevezetés, a turbulencia kiváltó okai és terjedése

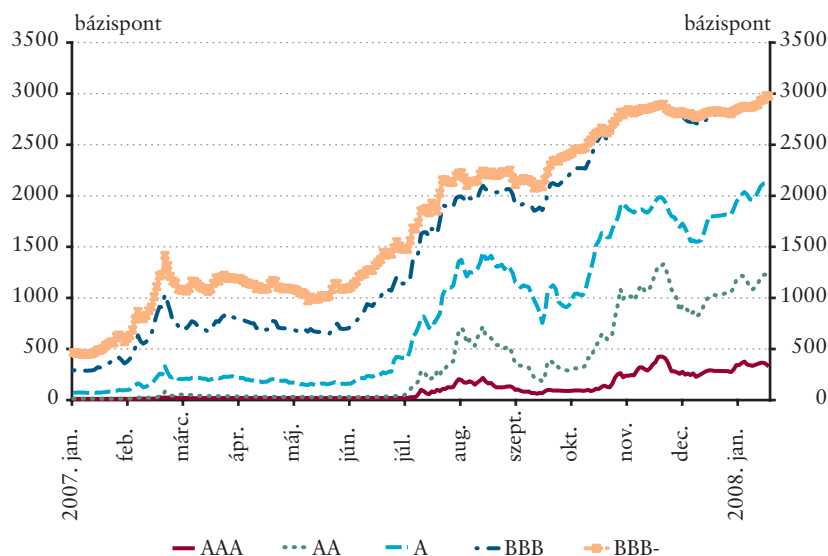
A '90-es évek vége és a 2000-es évek eleje globálisan gyors ütemű ingatlanár-emelkedést hozott, melyet világszerte tovább erősített a jelzáloghitel-piac fejlődése és burjánzása. Az alacsony globális kamatszintek, a hitelfelárak és a tranzakciós költségek jelentős csökkenése egyre szélesebb közönség számára tette a korábbiaknál sokkal jobb feltételek mellett elérhetővé az ingatlanvásárlási, illetve a szabad felhasználási célú jelzáloghitelek felvételét. A jelenség különösen a legfejlettebb pénzügyi közvetítőrendszerrel rendelkező Egyesült Államokban öltött korábban nem látott méreteket.

A jelzáloghitel-közvetítők és „originátorok” közötti erős verseny itt a hitelezési feltételek jelentős lazulását hozta. Az amerikai és a globális pénzügyi piacok fejlődése az értékpapírosítás technikáinak finomodásával lehetővé tette, hogy a globális befektetői közönség könnyen, alacsony tranzakciós költségekkel hozzáférhessen az amerikai jelzálogpiachoz, vállalva az amerikai adók hitelkockázatát és cserébe realizálva az elérhető többlet hozamot. A többlet hozam iránti „hajsza” és az alapkezelők közötti erős verseny jelentősen csökkentette a piac által a hitel- és likviditáskockázat-vállalásért kínált hozamfelárat.

2007 tavaszán az értékpapírosítás alapjául szolgáló amerikai jelzáloghitel-piac jelentős részét kitevő ún. „subprime” jelzáloghitelek esetében – többek között a növekvő nem fizetési arány láttán – erősödni kezdtek a kételyek egyes befektetői csoportok körében ezek hitelminőségével és az értékpapírosításukban használt hitelkockázati modellekkel kapcsolatban. A bonyolult értékpapírosítási struktúrák<sup>1</sup> kívülálló szereplők számára való átláthatatlansága tovább erősítette a piaci szereplők bizonytalanságát. A piacon főszerepet játszó vezető hitelminősítő intézmények elkezdtek leminősíteni a szóban forgó értékpapírok egy részét, ami a piaci szereplők szemében implicit módon hitelkockázat-értékelő modelljeik korábbi téves eredményeinek beismertését jelentette.

## 1. ábra

**Az amerikai, nagyrészt „subprime” adósokkal szembeni „home equity” jelzáloghitelek által fedezett kötvények átlagos hitelfelárainak (szpred) alakulása hitelminősítési csoportonként\***



\* Az adott hitelminősítésű subprime RMBS-ekre vonatkozó „ABX” index-család (6. sorozat, forrás: Reuters, Markit).

<sup>1</sup> A subprime és a többi jelzáloghitel kötvény („residential mortgage backed security”, RMBS) formában való másodpiaci továbbadása a legtöbb esetben ún. CDO menedzsereknek, illetve conduitoknak történt, amelyek szintén értékpapírok kibocsátásával („CDO”, „ABCP”) finanszírozták a vásárlást. (A rövidítések leírását a 4. sz. melléklet tartalmazza.) Az alapul szolgáló jelzáloghitelek kockázata és hozama tehát többszörösen is, egyéb eszközökkel együtt újracsomagolódt. Mára kiderült, hogy nincs olyan intézmény, amely a piac minden szereplője számára hitelesen és objektíven képes lenne pontos módszertant adni ezen értékpapírok közgazdasági értékének becslésére.

Bár az értékpapírosítás jellemzően a dezintermediációt elősegítő folyamat, a befektetési és kereskedelmi bankok világszerte meghatározó szerepet játszanak benne, mint originátorok, illetve mint közvetítők (ügynökök). 2007. augusztus elejére a piaci bizonytalanság és egyes bankok, illetve banki kezelésű alapok veszteségeiről szóló pletykák általános bizalmatlanságot okoztak a bankközi pénzpiacokon (melynek alapvető mechanizmusait normál időszakban nem a jelzáloghitelek értékpapírosításához kapcsolódó folyamatok határozzák meg). A fedezetlen bankközi pénzpiac hirtelen teljesen kiszáradt mind az euro-övezetben, mind az Egyesült Államokban, és egyéb devizák piacain is piaci zavarok jelentkeztek. A nagyon rövid bankközi hozamok ugrásszerűen megemelkedtek, a (vételi és eladási) jegyzések közötti szpred jelentősen tágult. A pénzügyi piacok gyakorlatilag összes szegmensében hirtelen érezhető lett a kockázati étvágy csökkenése, valamint a likviditás és hitelminőség szempontjából legjobb minőségűnek tartott állampapírokba való pánikszerű menekülés.

A turbulenciára vonatkozó hatósági reakciókat érdemes aszerint megkülönböztetni, hogy azok az egész bankrendszerre vonatkoztak, vagy egyedi banki (válság-)helyzetek kezelésére irányultak. A multilaterális műveletek esetében a jegybankok a sztenderd műveleteikhez hasonlóan egyenlő feltételeket biztosítottak a partnerkörükben lévő bankoknak a részvételre, továbbá a műveletek végrehajtása és azok eredménye a megszokottaknak megfelelően transzparens volt. A jegybankoknak nincs kontrollja afelett, hogy ezen műveletekben mely partnerek vesznek részt. Az egyedi (bilaterális) műveletek esetében ezzel szemben, egyedi bankok kérésére, azok megsegítése történt. Ezek eredménye általában nem publikus, és sok esetben jellemzőikre csak közvetett információkból lehet következtetni. Ennek megfelelően a 2. fejezetben a multilaterális, míg a 3. fejezetben az egyedi műveletekkel foglalkozunk. A 4. részben összefoglaljuk a hatóságok válságkezelés során alkalmazott külső kommunikációjának főbb elemeit, illetve tanulságait. A 5. fejezet mutatja be, hogy a magyar hatóságoknak milyen eszközeik vannak a válság belföldi pénzügyi piacokra és hitelintézetekre való terjedése esetén, továbbá összefoglalja a válság, illetve a válság kapcsán levont tapasztalatok azon aspektusait, amelyeket a magyar hatósági eszközrendszer kapcsán is érdemes figyelembe venni.

## 2. A jegybankok által az egész bankrendszerrel szemben végzett (multilaterális) műveletek

### 2.1. A MULTILATERÁLIS MŰVELETEK BEMUTATÁSA

A bankközi piacok zavara és a bankközi hozamok emelkedése kényszerű beavatkozásra készítette a jegybankokat. A jegybanki válaszreakciók pontos mibenlétét és jelentőségét csak akkor lehet megfelelően értékelni, ha röviden bemutatjuk a jegybankok által normál „üzemmenetben” alkalmazott piaci műveleteket, a jegybankok normál piaci eszköztárának főbb vonásait.

A jegybankok a rövid bankközi kamatszint befolyásolásával valósítják meg monetáris politikájukat, és nem pénzmennyiségi célokat követve. Nyílt piaci műveleteikkel a rendelkezésre álló jegybankpénz-tömegre („likviditás”) hatnak, azért, hogy ennek piaci árát (a bankközi rövid lejáratú hozamszintet) befolyásolják. A likviditás a modern jegybanki rendszerekben a bankrendszernek rendszerszinten arra kell, hogy kötelező jegybanki tartalékát a hónap átlagában teljesítse. Az egyébként zárt rendszert alkotó jegybankpénz-tömeget a gazdaság működése szempontjából csak technikainak minősíthető tényezők (pl. kormányzati számlák ingadozása, készpénzkereslet ingadozása) tudják befolyásolni, amelyeket autonóm tényezőknak nevezünk. A nyílt piaci műveletek ezen tényezők ellensúlyozását célozzák, azért, hogy a rövid kamatszint cél körüli stabilitását kínálati oldalról biztosítsák. Az autonóm tényezőknél és így a nyílt piaci műveletek nagyságának semmi közük a hitelexpanzióhoz, vagy a recesszióhoz, amely a gazdaságban végbemegy. Nem érdemes tehát a modern jegybanki műveleteket a gazdaság egészének valamiféle likviditási igénye vagy -többlete szempontjából elemeznünk, mert azoknak ahhoz nincs köze (részletesen lásd az alábbi keretes írást).

#### 1. keretes írás: A jegybankok nyílt piaci műveletei és a „likviditás” piaca

A jegybankok gyakorlatilag mindenhol a világon a saját devizájuk rövid bankközi kamatszintjét befolyásolva valósítják meg monetáris politikájukat.<sup>2</sup> Fontos alapelv, hogy ezt közvetett, piackonform eszközökkel végzik, tehát a rövid kamatszint egy piaci ár, ami nem adminisztratív rendelkezés hatására kerül arra a szintre, ahová a jegybanki döntéshozó testületnek jónak látják, hanem a jegybankok piaci műveleteinek közvetett árbefolyásolása útján. Mivel a szóban forgó piac a rövid lejáratú bankközi pénzpiac, érdemes bemutatni ennek néhány univerzális alaptörvényét. A bankközi pénzpiac a jegybankpénz (likviditás) piaca. A jegybankpénz a bankoknak két dolog miatt kell: fizetési forgalmuk lebonyolítására és jegybanki kötelező tartalékuk teljesítésére. A jegybankpénz a bankok szempontjából semmi másra nem használható (ráadásul a kötelező tartalék felett kamatot sem fizet), és a legtöbb jegybanki rendszerben a kötelező tartalék szintje magasabb a fizetési forgalom lebonyolításához szükségesnél. A bankrendszer likviditás iránti keresletét, tehát a normál, racionális működésben a kötelező tartalék szintje (sokkal ritkábban, esetenként a fizetési forgalom lebonyolításához szükséges mennyiség) határozza meg. A keresleti oldalon valójában effektív kötelező tartalékot a bankok átlagolási mechanizmus útján teljesíthetik, ami azt jelenti, hogy az egy hónapos (vagy a Fed esetében kéthetes) tartalékperiódusban átlagosan kell az előírt szintet számláikon tartani. Ez jelentős rugalmasságot ad a bankoknak likviditáskezelésükben és képessé teszi őket arra, hogy az egy napos hozam kis elmozdulásait is „learbitrálják”.

A jegybankpénz kínálatáról fontos megérteni, hogy a bankrendszer a jegybankpénz („likviditás”) mennyiségére nézve zárt, hiszen amennyiben egy bank, vagy annak ügyfele fizetést eszközöl, a kiegyenlítésre végső soron használt jegybankpénz teljes mennyisége nem változik, a likviditás pusztán egy másik bank jegybanki számláján csapódik le. A bankrendszer által közvetített gazdasági tranzakciók (pl. hitelezés, betétgyűjtés, devizatranzakciók, ezekből eredő fizetési műveletek) a fizetési rendszereken keresztül csak az egyedi bankok között osztják újra a likviditást, annak teljes mennyiségét

<sup>2</sup> A jegybanki terminológiában ezt úgy mondják, hogy az operatív cél a rövid pénzpiaci hozamszint, a legtöbb esetben az egy napos (O/N) bankközi hozam.

(kínálatát) nem változtatják meg.<sup>3</sup> Egyszerűbben megfogalmazva ez azt jelenti, hogy a rendszerből a likviditás nem tud elfogyni, sem abban felhalmozódni pusztán pl. egy hitelezési boom vagy egy recesszió hatására. Gyakorlatilag nincs olyan érdemi, a gazdaság állapotát leíró makrováltozó, amivel a jegybankpénz összmenyisége bármilyen közvetlen kapcsolatban állna, a jegybankpénz kínálatát ezekre nézve állandó. A jegybankpénz kínálatát csak a jegybankot közvetlenül érintő, a teljes pénzügyi rendszer működése szempontjából technikainak minősíthető tranzakciók változtathatják meg. Ilyen pl. a készpénz állományának változása vagy a kormányzati folyószámlák szintjének megváltozása (ezeket a jegybanki terminológia „autonóm tényezők”-nek nevezi).

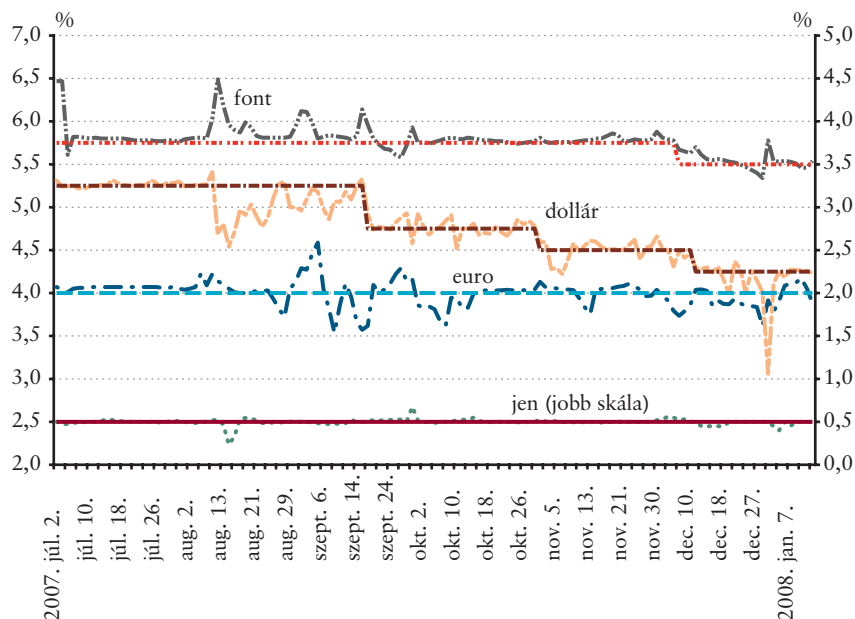
A jegybanki eszköztár és így a jegybanki nyílt piaci műveletek is kizárólag az ezekből eredő hatások semlegesítésére irányulnak, azért, hogy azok ne gyakoroljanak nem kívánt hatást a bankközi kamatszintre. A jegybankok tehát kínálati oldalról úgy érik el, hogy a bankközi kamatszint az általuk kívánatosnak tartott szinten legyen, hogy nyílt piaci műveletekkel ezen autonóm tényezőket figyelembe véve változtatják a jegybankpénz-kínálatot, ami a bankközi szereplők árazási magatartását befolyásolja. Fontos továbbá az is, hogy a legtöbb modern jegybanki rendszerben (pl. eurorendszer, Bank of England, MNB) a jegybankok a célzott, irányadó kamatszint körül fenntartanak egy szimmetrikus folyosót, amelynek tetején (tehát a piacinál magasabb kamatlábon) tetszőleges mennyiségű likviditást nyújtanak a bankoknak, alján pedig tetszőleges mennyiségű betétet fogadnak el tőlük. Mivel a kamatváltoztatáskor a folyosó is automatikusan tolódik az új irányadó kamattal, ezért valójában a jegybanki nyílt piaci műveletek feladata csak az, hogy az autonóm hatásokat mindig pontosan semlegesítse. Következésképpen még az sem mondható el a nyílt piaci műveletekről, hogy azon a jegybankok kevesebb likviditást osztanak ki egy magasabb célzott kamatszint esetén, és az sem, hogy többet osztanak ki egy kamatsökkentés esetén. A jegybanki eszköztár működtetőinek, a jegybanki likviditásmenedzsmentnek normál üzemmenetben tehát semmi másra nem kell figyelnie, csak az autonóm tényezők nyílt piaci műveleteken kiosztott likviditás mennyiségén keresztül való semlegesítésére, az irányadó kamat szintjétől függetlenül. A jegybankmérleg autonóm tényezőinek hatásának iránya és nagysága határozza meg a jegybank nyílt piaci műveleteit és nem valamiféle az egész gazdaságra jellemző likviditási igény vagy -többlet.

A jegybanki eszköztár a normál üzemmenetben csak akkor éri el kamatcélját, ha a bankközi piac hatékony és súrlódásoktól mentes, továbbá ha annak meghatározó szereplői racionálisan és **árérzékenyen** viselkednek. A jegybankokat éppen az kész-tette normál eszköztárukon végrehajtott ad hoc módosításokra, alkalmazkodásra, hogy e feltételek fennállása kérdőjeleződött meg a krízis bankközi piacokra való áttérjedésével. A bankok közötti bizalmi válság (mind az euro-, mind a dollárpiacon, de egyes kisebb devizák piacán is) ahhoz vezetett, hogy azok vonakodtak egymásnak fedezetlenül, de sok esetben még fedezetten is bankközi hiteleket nyújtani. A likviditás újraelosztása tehát gyakorlatilag leállt, a bankok inkább saját számláikon tartották egyébként feles likviditásukat is („liquidity hoarding”). Fontos tehát hangsúlyozni, hogy **a likviditás a rendszerből nem tűnt el, csupán újraelosztása lehetetlenült el.** A bankok a pánik hatására gyakorlatilag csak előrébb hozták kötelezőtartalék-teljesítésüket a tartalékperióduson belül (hiszen másra a szokásosnál nagyobb felhalmozott likviditás egyedi szinten sem használható). Természetesen a likviditás iránti ilyen pánikszerű kereslet felborította a nagyon rövid lejáratú bankközi hozamok alakulásának normál körülmények között érvényes modelljét, és a rövid banki hozamok hirtelen és nagymértékben elszakadtak a jegybanki célszintektől.

<sup>3</sup> Sajnos a modern jegybanki eszköztárak ezen összefüggéseit a jegybankon kívüli közvélemény csak kevésbé ismeri, ami gyakran vezet félreértésekhez a jegybanki műveletekkel kapcsolatban. Ez részben arra vezethető vissza, hogy sok elemző számára e megfontolások túl technikai jellegűek ahhoz, hogy érdeklődésüket felkeltse, ami nehezíti a jegybankok ez irányú kommunikációját.

## 2. ábra

## Az egynapos bankközi hozamok alakulása a tárgyidőszakban devizánként\*



\* EONIA, Fed funds, SONIA és jen 1 napos repoindeks (forrás: EKB, Fed, BoE és BoJ).

A jegybanki reakciókat három intézkedéscsoportba lehet sorolni:

### A) Likviditás-nyújtás mennyiségének ideiglenes növelése, lefutásának megváltoztatása

Mivel a likviditás mennyiségét nyílt piaci műveletekkel (naponta vagy hetente tartott hiteltenderekkel) a jegybankok úgy állítják be, hogy az autonóm tényezők figyelembevételével az a bankrendszernek egyenletes kötelező tartalék-teljesítést feltételezve éppen elegendő legyen, az augusztus eleji pánik és banki viselkedés-változás természetesen azt is jelentette, hogy egyes bankoknak, a bankrendszer egy részének nem állt rendelkezésére elegendő (általuk kívánatosnak tartott) likviditás, hiszen a bankközi piacról nem tudták azt bevonni. A jegybankok augusztusi hozamemelkedésre adott első reakciója tehát a piacnak nyújtott likviditás összegének emelése volt. A rendkívüli (autonóm tényezők által indokoltnál magasabb) ideiglenes likviditás-allokáció mérete jegybankként a kötelező tartalék és a strukturális likviditáshiány rendszerszintű nagyságának megfelelően nagyon változó volt (lásd a rendkívüli műveletek méretének értelmezéséről szóló keretes írást).

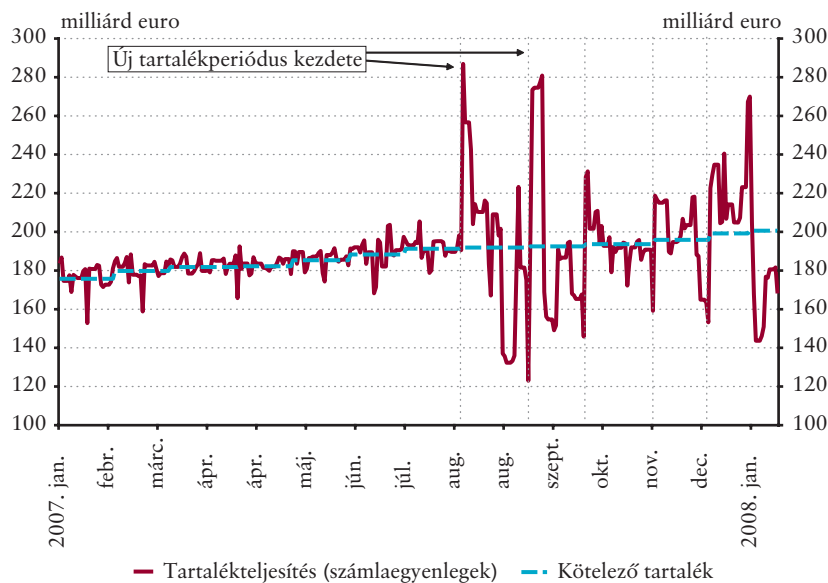
Az Európai Központi Bank (EKB) esetében ez rendkívüli gyorstendereken keresztül, majd a sztenderd 1 hetes műveleten allokált likviditás emelésén keresztül történt, míg a Fed és a Bank of Japan rendes (mindennap tartott) tenderein egyszerűen emelte az allokált likviditás mennyiségét. A Bank of England a turbulencia kitörésekor közleményében jelezte, hogy bár nem tartja indokoltnak az egynapos bankközi hozam emelkedését, nem avatkozik be, és még sztenderd egyhetes tenderein sem emelte az allokált mennyiséget. Ezzel felhívta a figyelmet arra, hogy az ilyen helyzetek kezelésére az egynapos folyosó tetejét jelentő fedezett hitelinstrumentum való, azon bankok tehát, akik úgy érzik, hogy nem jutnak likviditáshoz, használják ezt az instrumentumot. Szeptember elején aztán a brit jegybank is az allokált mennyiség megemelésével mellett döntött 1 hetes sztenderd repotenderein.

A modern jegybanki eszköztárakban természetes dolog, hogy a jegybank reagál a célzott bankközi kamatszint céltól való tartós vagy átmeneti eltérésére<sup>4</sup>. A kötelezőtartalék-periódus végén, amikor jellemzően a leginkább volatilis az egynapos hozam és az átlagolás hatásának csökkenésével kevésbé érzékenyek a piac szereplői, az EKB és a Bank of England például szükség esetén rutinszerűen (kb. minden harmadik hónapban) tartanak gyorstendereket, amelyek iránya vagy többletlikviditásnyújtó vagy azt kiszívó (betéti). **A piaci zavarok kezelésére használt eszközök tehát (a gyors- és sztenderd tendereken allokált likviditás emelése esetében) ugyanazok voltak, amelyeket a jegybankok egyébként is rutinszerűen alkalmaznak kisebb, nem kívánt hozamdevianciák korrigálására.** A Fed és a Bank of Japan esetében csak annyi a különbség, hogy külön gyorstenderekről itt nem beszélhetünk, hiszen e jegybankok normál esetben is gyakorlatilag mindennap tartanak nyílt piaci tendereket (tehát minden tenderük gyorstendernek tekinthető). Így itt, a likviditásallokáció emelésének tekintetében, legfeljebb annak mértékét lehet szokatlannak vagy rendkívülinek minősíteni. A Bank of Englandnek a többletlikviditás-allokációtól való kezdeti tartózkodása a brit jegybank hagyományos, erkölcsi kockázatoktól és a piac befolyásolásától való idegenkedésével magyarázható.

Az allokált likviditás mennyiségének emelése természetesen csak átmenetileg emeli a bankok likviditását, hiszen ahogyan már fent utaltunk rá a kötelező tartalék feletti likviditást tartani a bankoknak értelmetlen és drága dolog (a kötelező tartalék feletti számlaegyenlegre a jegybank nem fizet kamatot). **Ezért az augusztus elején allokált többletlikviditás csak a tartalék teljesítés lefutását változtatta meg, és valójában hosszabb távon (egy hónapos átlagban) nem emelte a bankrendszer teljes likviditását.**<sup>5</sup>

### 3. ábra

#### A kötelezőtartalék-teljesítés mintájának megváltozása az eurorendszerben\*



\* Forrás: EKB.

A jegybankok által végzett többletlikviditás-allokációja rövid távon mérsékelte a megugró bankközi hozamokat és megnyugtatta a piacokat. A piaci hozamok alakulásából jól látható a turbulencia nemzetközi jellege, hiszen annak ellenére, hogy a brit jegybank egy közlemény kiadásán kívül semmit nem lépett, a font bankközi hozamok is visszatértek az irányadó kamatszint közelébe (lásd 2. ábra). A piaci zavart tehát annak ellenére a jegybankpénz-likviditás rendszerszintű kínálatának ideiglenes

<sup>4</sup> Sokkal kisebb mértékben, de az EKB esetében például 2006-ban többször előfordult, hogy indokolatlanul nagy (10-15 bázispont) volt a különbség az irányadó kamatszint és az euro egynapos piaci hozamok átlaga (EONIA) között. Az aktív likviditásmenedzselést alkalmazó jegybankok az ilyen helyzetekre normál körülmények között is rendszeresen úgy reagálnak, hogy a nyílt piaci műveletek keretében a piacnak allokált likviditás mennyiségét az egyébként az autonóm tényezők által indokolthoz képest enyhén felfelé módosítják. Az EKB esetében az ilyen normál körülmények közötti módosítások kis mértékét érzékelteti, hogy egy átlagosan hetente megújított 260-290 milliárd eurós hitelnyújtást emelik meg 1, vagy „legsúlyosabb” esetben 2 milliárd euróval. A nagyobb kiosztott likviditásnak lehet ugyan egy nagyon kis piaci hatása, de jellemzően inkább kommunikációs és pszichológiai mechanizmusai jelentősek. Az EKB így jelzi hitelesen a piacnak, hogy a célszint körül akarja látni a bankközi hozamot és nem pl. 10 bázisponttal felette.

<sup>5</sup> Még egyszer fontos megemlíteni, hogy a bankrendszer teljes jegybankpénz-likviditása nincs semmilyen közvetlen ok-okozati viszonyban a gazdaság hitelexpanziójával vagy annak minőségével (de még a tágabb monetáris aggregátumokkal sem), és hogy, szemben a sajtóban elhangzottakkal, a rendkívüli tendereken nyújtott többletlikviditás és a kötelezőtartalék-teljesítés mintájának megváltozása önmagában semmilyen „inflációs kockázatot” nem hordoz.

emelése oldotta fel, hogy a kialakulásának oka távolról sem a jegybankpénz kínálatában keresendő. Ez mutatja, hogy a hatásmechanizmus legfontosabb eleme a kommunikációs, illetve pszichológiai hatás, tehát **nem önmagában az ideiglenes likviditástülkínálat állította helyre a bankközi piaci kereskedést, hanem a jegybankok ezen keresztül erős jelzése arra vonatkozóan, hogy készek mindenkinek elérhetővé tenni a likviditást az irányadó kamat közelében, és hogy egyáltalán figyelnek a piac helyes működésére.**

## 2. keretes írás: A rendkívüli műveletek mérete

A műveletek méretével kapcsolatban főként a sajtóban több téves következtetés is elhangzott, melyekre érdemes röviden kitérni. Egyrészt, ahogyan fent már bemutattuk, önmagában a többletlikviditás-allokáció ideiglenes volt és a tartalékperiódus végén azt ellenirányú műveletekkel vagy a sztenderd allokáció jelentős csökkentésével kompenzálni kellett, tehát a tartalékperiódus átlagában természetesen nem nőtt a bankrendszer likviditása.<sup>6</sup> A műveletek abszolút méretének jegybankok közötti összehasonlítása is meddő elemzéshez vezet, hiszen például az eurorendszer esetében 190 milliárd euro a bankrendszer teljes kötelező tartaléka, amit teljes egészében jegybanki számláin teljesít, míg a Fed esetében összesen 40 milliárd dollár, amelyből ráadásul átlagban csak mindössze 8-10 milliárd dollárt teljesítenek a bankok a Fednél tartott számlaegyenlegeikkel (ezt tudja a jegybanki művelet közvetlenül megváltoztatni), a többit a csak kis ingadozást mutató pénztári készpénzkészletükkel. Ha tehát a relatív nagyságát akarjuk a jegybanki műveleteknek érzékeltetni, akkor a kötelező tartalékkal, mint a jegybankpénz iránti valós strukturális kereslettel mindenképpen normálnunk kell azokat. Az összevetést tovább nehezíti a rendkívüli műveletek azonosítása a mindennap rendszeres tendert tartó jegybankok (Fed, BoJ) esetében, hiszen ezekben az esetekben külső elemzők számára mindenképpen szubjektív az, hogy mely összeg felett tekintjük az allokált likviditást rendkívülinek. A pontos meghatározásához ismernünk kellene ezen jegybankok autonóm tényezőkre vonatkozó likviditási előrejelzését a műveletek előtt, ami ezen jegybankok esetében ráadásul nem nyilvános. **Önmagában tehát az, hogy a Fed vélt, illetve valós rendkívüli műveleteinek mérete hogyan viszonyult az EKB rendkívüli műveleteihez, semmit nem mond sem a piaci turbulencia súlyosságáról, sem a jegybankok agresszivitásáról a kezelésükben.**<sup>7</sup>

## B) Lejárathosszabbítás

A jegybanki reakciók második csoportja időrendben is követte az allokált likviditás ideiglenes emelését. Ez a likviditásnyújtásra szolgáló fedezett hitelügyletek („nyílt piaci műveletek”), illetve repók lejáratának megváltoztatása volt. Ezt az eszközt mindhárom fő jegybank bevetette. Az EKB és a Bank of England esetében fontos rámutatni, hogy a hosszabb lejáratú (3, 6 vagy 12 hónapos) műveletek e két jegybank normál eszköztárának is a részei. A lépések tehát e tekintetben csak átcsoportosítást jelentettek a rövid lejáratú műveletek felől a hosszabb lejáratú műveletek felé. Jogilag az EKB egy meglévő 3 hónapos műveletének emelte meg a fennálló állományát két rendkívüli tenderrel, míg a brit jegybank először egy új eszköz bevezetésével próbálkozott 3 hónapos lejáraton („term auction”). A lejárat szerkezet változtatásának kiváltó oka elsősorban a 3 hónapos bankközi hozamok állampapír-piaci hozamoktól, illetve a várt rövid jegybanki kamatpályától való nyilvánvaló eltávolodása volt. Másodsorban a jegybanki partnerek ez irányú kérésének teljesítése, hiszen egy 3 hónapos forrás megújítási kockázata egyedi banki szinten jelentősen alacsonyabb, mint egy 1 hetes hitelé. Fontos hangsúlyozni, hogy ahogyan a normál eszköztár esetében, ezen eszközöknél is mindkét jegybank szigorúan árelfogadóként viselkedett<sup>8</sup>, azzal a különbséggel, hogy a brit jegybank a fent már idézett kulturális okokból alsó korlátot vezetett be a beadható ajánlatok hozamára, ami aztán az aukciók teljes sikeretlenségét eredményezte.<sup>9</sup>

<sup>6</sup> Ha egy adott jegybankon belül szeretnénk a rendkívüli műveleteket összegezni, akkor azok hatását az átlagolások kötelezőtartalék-rendszer miatt a műveletek lejáratával és a tartalékperiódus napjainak számához viszonyított arányával korrigálni kell. Az EKB augusztusi tartalékperiódusa 34 napos volt, tehát pl. az augusztus 9-i első rendkívüli 1 napos gyorstenderen allokált 95 milliárd euro teljes többletlikviditási hatása  $95 \cdot (1/34) = 2,8$  milliárd euro a 190 milliárdos átlagos kötelező-tartalék-szinthez mint kereslethez képest. Természetesen még ezt a többletet sem hagyta benne a periódus átlagában az EKB a rendszerben, egyrészt a periódus vége felé a sztenderd tenderen kevesebbet allokált mint enélkül tette volna, másrészt az utolsó napon 1 napos betéti tenderrel szívta ki a feles likviditást a rendszerből.

<sup>7</sup> További fontos különbség, hogy első és méretben legnagyobb rendkívüli tenderét az EKB fix kamaton és korlátlan allokáció mellett végezte, tehát nem a jegybank, hanem a bankrendszer döntött az igénybevétel nagyságáról.

<sup>8</sup> 3 vagy 6 hónapos lejáraton a jegybankok nem akarják közvetlen irányadó hozamaikkal korlátozni a piaci hozamokat, hiszen ezzel egyrészt rombolnák e piaci szegmenst, másrészt elveszítenék a hozamgörbe elejének információtartalmát pl. a várt jegybanki kamatlépésekre vonatkozóan.

<sup>9</sup> A 4 aukció egyikére sem érkezett egyetlen ajánlat sem. Az EKB többletaukciói az allokáció tekintetében sikeresek voltak, ez a minimum plafon hiányának és a normál működés nagyon magas 1 hetes állományának köszönhető. Ezen aukciók akkor is sikeresek lettek volna, ha nincs semmilyen válsághelyzet. Részletesen lásd a mellékletben.

Ezen lépések közül a leglátványosabb a bankok év végi likviditásszűkítéstől való félelme által kiváltott, a jegybankok által december közepén bejelentett, egyeztetett lépései voltak. A Fed eszköztárának korábbi hagyományokból eredő erős alapelveit feladva egy új instrumentumot vezetett be hosszabb lejáratú fedezett hitelaukció formájában („term auction facility”, TAF). Ezzel egy hónapos horizonton nyújtott jelentős mennyiségű likviditást a discount window széles partnerkörének, valamint a közreműködő EKB-n és svájci jegybankon keresztül európai bankoknak is. A fedezeti kör a discount window fedezeti köre<sup>10</sup>, és a minimális hozamajánlat a piacihoz igazodik. Ezzel a Fed jelentősen növelte a likviditásnyújtó műveleteinek átlagos lejáratát. A Bank of England ezzel párhuzamosan szintén egy szélesebb fedezeti körrel, hasonló feltételek mellett jelentősen emelte egyébként is rendszeresített 3 hónapos repoaukcióin az allokált likviditást, büntetőkamat hiányában ezúttal sikerrel.

**Noha ezen műveletek bevezetése sikertelen volt abból a szempontból, hogy a 3 hónapos bankközi hozamokat „helyükre billentse”, bejelentésük hozzájárult az egyéb jegybanki intézkedések pszichológiai csatornákon kifejtett sikeréhez és a piaci szereplők megnyugtatásához.**

### C) Az elfogadott fedezetek körének módosítása

Kevésbé látványos, de a pszichológia és a közvetlen piaci hatások szempontjából legjelentősebb és rutinszerűnek nem minősíthető (tehát valóban „rendkívüli”) jegybanki intézkedéscsoport a jegybanki hitelügyletek fedezeteként elfogadott értékpapírok körének tágítása volt. **Augusztus végén, szeptember elején az összes angolszász jegybank erre kényszerült.** A 4 legnagyobból a Fed és a Bank of England is kénytelen volt ehhez az eszközhöz nyúlni, és a második vonalbeli, de meghatározó jegybankok egy széles köre is hasonló lépésekkel reagált (az ausztrál, a kanadai és az új-zélandi jegybank is tett ilyen lépéseket). Közös vonása ezen (angolszász) jegybankoknak, hogy szemben a turbulenciát módosítások nélkül „átvészelő” EKB-val és japán jegybankkal, normál eszköztárak hitelnyújtó műveleteiben ezek csak egy nagyon szűk eszközcsoportot (jellemzően hazai és nemzetközi jó minőségű állampapírokat) fogadnak el fedezetként. A módosítások pontos mikéntje és mértéke jegybankonként nagyon eltérő volt, de közös vonásuk, hogy jelentősen tágították a kört azáltal, hogy hitelminőség és likviditás szempontjából jelentősen rosszabb minőségű értékpapírokat is befogadtak fedezetként.

Érdekes következtetés vonható le e tekintetben a normál eszköztárakra vonatkozóan, hiszen **az EKB és a BoJ azért nem kényszerült rendkívüli tágításra, mert e jegybankok normál esetben is nagyon széles fedezeti kört fogadnak el, mind kibocsátók, mind eszköztípusok tekintetében.** Mindkét jegybank elfogad alapesetben is nagyon illikvid eszközöket (pl. bankhitelek, vagy illikvid másodpiacú ABS-ek)<sup>11</sup>, ami azt jelenti, hogy ezen eszközök piacának összeomlását e jegybankok esetében jelentősen akadályozni tudta a jegybank mint végső „repopartner”. Egy egyedi banki árjegyző sokkal valószínűbben jegyez árat például egy, a turbulencia által érintett ABS-értékpapírra, illetve az azzal történő repoügyletre, ha tudja, hogy ha másnál nem is, a jegybanknál likviditásra cserélheti azt. E tág fedezeti lista tehát segítette a másodlagos repopiac életben maradásán ezen eszközök tekintetében. A jegybankok így az egyedi műveletek esetében alkalmazott „lender of last resort” szerep analógiájára ezen eszközök tekintetében multilaterális műveleteikben a „market maker of last resort” szerepet is be tudták tölteni, illetve akaratlanul is betöltötték. E mechanizmust megértve siettek az egyébként konzervatív, angolszász jegybankok is elkerülni, hogy normál esetben elfogadható fedezeti körük legyen a szűk keresztmetszet a turbulencia kezelésében.<sup>12</sup>

A jegybanki viselkedésváltozást e tekintetben jól illusztrálja a Fed irányadó nyílt piaci repoműveleteiben elfogadott fedezetek súlyában látható eltolódás (4. ábra), valamint a 2007. december közepi széles fedezeti kör mellett nyújtott TAF-hitelek. A fedezeti kör hatásmechanizmusai az egyes jegybankoknál különböző volt, az eltérő eszköztárak miatt. Az eurorendszer esetében bár nem kellett az elfogadhatósági kritériumokon módosítani, a ténylegesen zárolt fedezetek összetétele módosult, mert az ABS-papírok zárolása megnőtt, az állampapíroké pedig csökkent. A brit jegybank esetében a szeptember végén bejelentett 3 hónapos aukciók esetében itt szintén csak a pszichológiai hatás érvényesülhetett, hiszen tényleges műveletet nem végzett a büntetőkamat miatti teljes érdektelenség miatt. A 2007. december közepén kiszélesített fedezeti körrel tartott, egyébként sztenderd 3 hónapos repotenderen ugyanakkor a büntetőkamat hiányában már effektívvé vált e lépés a brit jegybank esetében is.

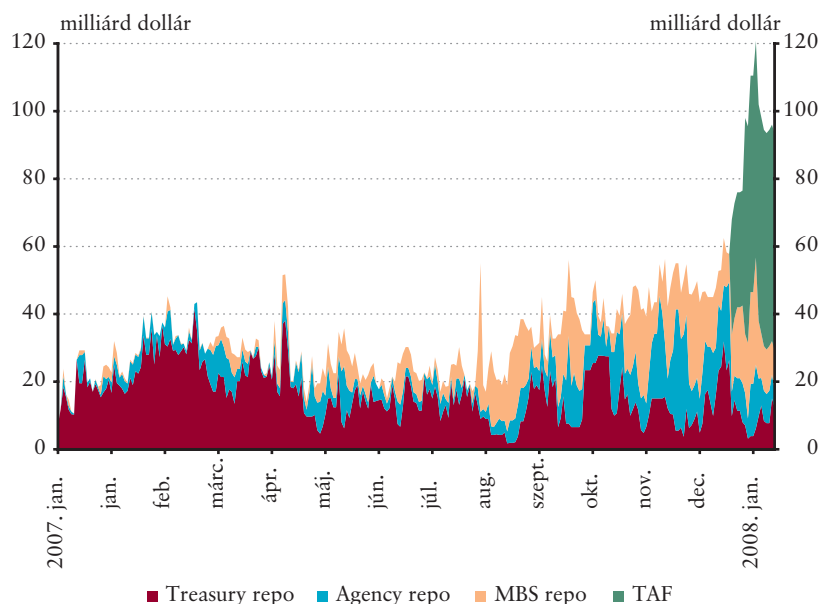
<sup>10</sup> Illetve az európai jegybankokon keresztül nyújtott hiteleknek ezen jegybankok normál fedezeti köre.

<sup>11</sup> Normál eszköztárban az irányadó kamat felett 100 bázisponttal nyújtott rendelkezésre állásban (discount window) a Fed is a fedezetek hasonlóan tág körét fogadja el, ezt azonban a korábbi évek stigmája miatt a bankok nem használják, így nem tekintenek rá igazi likviditásmenedzsmentet segítő eszközként. Irányadó nyílt piaci repóiban ugyanakkor az amerikai jegybank csak az egyébként is jellemzően likvid állampapírokkal és „agency” papírokkal repózik. A Fed döntése a „discount window” szpredjének 50 bázispontosra mérsékléséről és a stigmajelleg elvetését erősítő kommunikációról éppen azt célozta, hogy a dollárpiacra is ténylegesen effektív legyen e tág elfogadható fedezeti kör.

<sup>12</sup> Vélhetően a banki közösség részéről is nagyon erős nyomás nehezedett a jegybankokra e tekintetben.

## 4. ábra

## A Fed repoműveletei mögött álló értékpapír-fedezet összetételének változása\*



\* Forrás: FED.

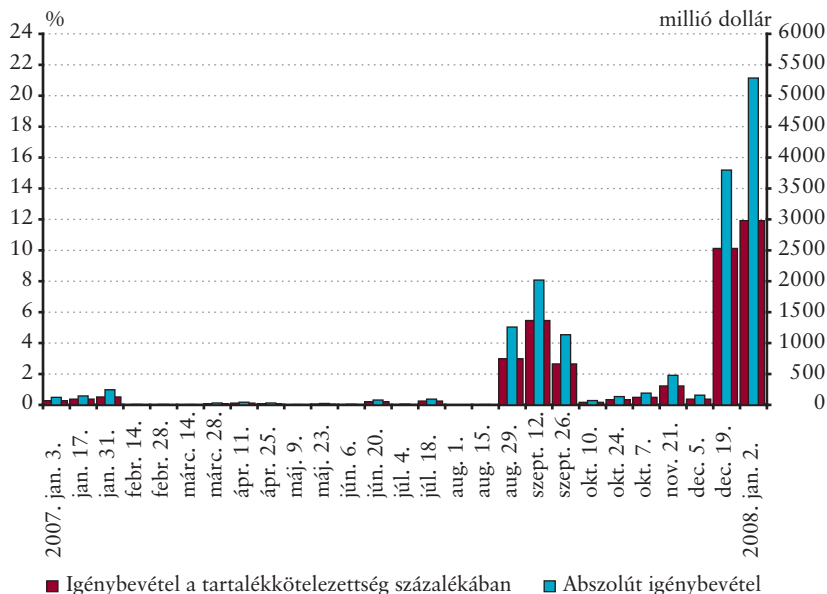
## D) Egyéb jegybanki lépések

Az egyéb kategóriába sorolható lépések közül kettőt érdemes itt kiemelni, amelyek azonban tekinthetők a fenti 3 kategória valamely kombinációjának is:

- A Fed döntése, miszerint a normál 100 bázispontról 50 bázispontra szűkíti az egynapos kamatcélja felett a „discount window” kamatát, egyszerre célozta az elfogadott fedezeti kör effektív tágítását és ezen instrumentum stigmajellegének tompítását. A Fed még nagyobb bankokat is meggyőzött arról, hogy vegyék igénybe az instrumentumot és az igénybevételt publikálják, annak érdekében, hogy a kisebb bankokat ez meggyőzze arról, hogy az igénybevétel valódi lehetőség. A „discount window”-val kapcsolatos lépések is elsősorban pszichológiai hatást fejtettek ki, hiszen bár enyhén megemelkedett, az irányadó műveletek állományához képest alacsony maradt annak igénybevétele. Jelentősebb igénybevétel csak az év végén történt, ekkor sem volt ez több, mint a kötelező tartalék 12%-a. Az egész időszakra visszatekintve nem lehet azt mondani, hogy a Fed discount window-ja vált volna a likviditásnyújtás fő eszközévé, vagy hogy a piaci árak tekintetében maga az effektív igénybevétel jelentős hatással bírt volna.

5. ábra

A Fed discount window-jának igénybevétele\*

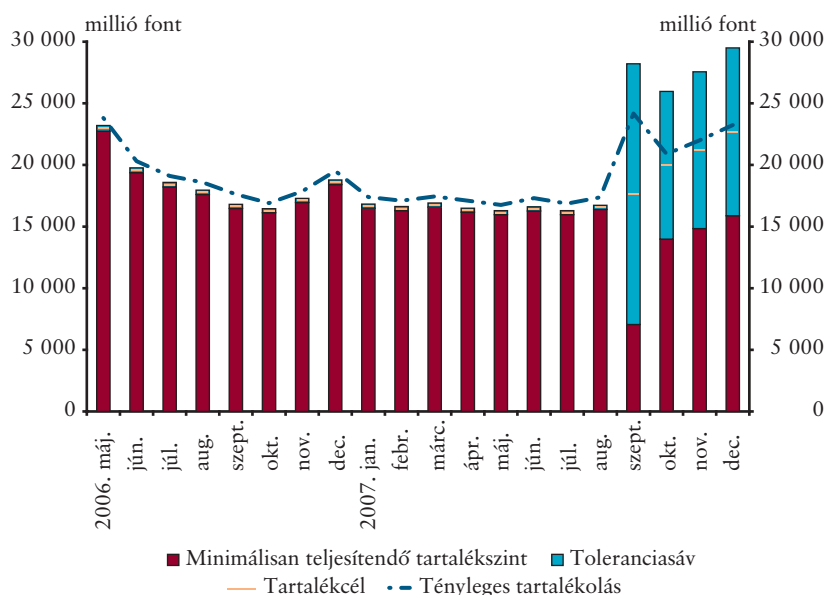


\* A kéthetes tartalékperiódusokra vonatkozó átlagos napi adat (forrás: Fed).

- A Bank of England a kezdeti távolságtartás után alkalmazta a tavaly bevezetett eszköztárának azon elemét, miszerint a kötelező tartalék mértékét nem egy képlet határozza meg, hanem azt a bankok dönthetik el (természetesen mindegyik saját magára vonatkozóan) előre a tartalékperiódus kezdete előtt. Amikor szeptember közepén a piaci feszültségek tartósságát látva a brit jegybank megemelte a sztenderd 1 hetes tenderen allokkált likviditás mennyiségét, bejelentette, hogy egyúttal lehetőséget ad a bankoknak az előre általuk vállalt kötelezőtartalék-szinttől való eltérésre a tartalék-periódusban. Ezzel azt érte el, hogy rendszerszintű kereslet is alkalmazkodni tudott a kínált többletlikviditáshoz, tehát nem volt arra szükség, hogy a jegybank azt a periódus végéig kiszívja. A bankok többletköltség nélkül tarthattak magasabb számlaegyenleget, hiszen meg tudták emelni a szintet, amelyre a jegybank kamatot fizet. Ezzel a brit jegybank eszköztára egyedülként képes a jegybankpénzlikviditás keresletének alkalmazkodására is, tehát rugalmasabban tud reagálni a bankok megváltozott magatartására.

## 6. ábra

## A Bank of England eszköztárában a hitelintézetek által előre meghatározott kötelezőtartalék-cél („reserve target”) és a körülötte a jegybank által engedett toleranciasáv



Forrás: Bank of England.

## A beavatkozás motivációi

A jegybanki válaszreakciók közvetlen okát két jegybanki alapfunkció szempontjából is lehet vizsgálni. Az egyik a monetáris politika implementálásához köthető: a modern jegybanki eszköztárakban természetes dolog, hogy a jegybank reagál a célzott bankközi kamatszint operatív céltól (irányadó kamattól) való eltérésére, és igyekszik azt visszaterelni az irányadó kamatszint közelébe. A másik szempont a jegybankok pénzügyi stabilitási funkciója: a jegybankok likviditást nyújtottak azon bankoknak, amelyek a piac kiszáradása miatt a normál körülményekhez képest nehezebb helyzetbe kerültek likviditáskezelés szempontjából. Mivel a jegybankoknak nem áll rendelkezésére közvetlen információ arról, hogy pontosan mely bankok azok, amelyek az általuk kívántnál kevesebb likviditással rendelkeznek a többiek likviditásfelhalmozása miatt, lehet úgy érvelni, hogy ilyen helyzetben a leglogikusabb egy multilaterális művelet tartása, amelyen ezen bankok közvetlenül a jegybanktól tudják pótolni likviditásukat. A jegybank tehát e szerepkörében átmenetileg a bankközi piacot helyettesíti. A klasszikus (angol eredetű) jegybanki iskola szerint elméletileg e célt szolgálná a kamatfolyosó tetején rendelkezésre álló hitelinstrumentum, mely általában 100 bázisponttal magasabb az irányadó kamattól (lásd a Bank of England érvelését). Ezzel a probléma az, hogy tömeges igénybevétel esetén a jegybank így átmenetileg feladja operatív célját, hiszen az effektív piaci kamatszint 100 bázispontot emelkedik.

A fenti két alapvető jegybanki funkció közötti határ a multilaterális műveletek esetében elmosódik, vélhetően egyszerre volt jelen mindkét motiváció a jegybanki lépésekben. **A beavatkozó fő jegybankok (EKB, Fed, BoE) tehát egyszerre kívánták operatív kamatcéljukat tartani és a bankközi piacon (főként pszichológiai csatornákon keresztül) segíteni.** A vizsgált időszakra visszatekintve ugyanakkor a Fed esetében augusztusban látható, hogy az operatív cél napi elérése átmenetileg másodlagossá vált a piaci nyugalom helyreállítása mögött, hiszen a tényleges egynapos hozam ebben az időszakban tartósan a célszint alatt ingadozott (lásd 2. ábra), mégsem végzett az amerikai jegybank likviditáskivonó repoügyleteket. Ezt a döntést vélhetően a piaci bizonytalanság és az ilyen irányú művelet potenciális kommunikációs veszélyei miatt hozták meg. Ezzel szemben az EKB mind az augusztusi tartalékperiódus végén, mind azóta az egynapos hozam csökkenésekor többször is bevetette rutinszerűen alkalmazott likviditáskivonó egynapos tendereit, ami azt mutatja, hogy a közös európai jegybank átmenetileg sem akart elszakadni operatív kamatcéljától, és kommunikációjával konzisztens módon az ideiglenes likviditásallokációt igyekezett az operatív cél szigorú tartása mellett végrehajtani (több-kevesebb sikerrel).

**1. táblázat**

**Összefoglaló táblázat a fejlett országok jegybankjainak a pénzügyi turbulenciára adott műveleti válaszreakcióiról**

Jegybank	Ideiglenes többletlikviditás-allokáció	Lejárat szerkezet-változtatás	Elfogadható fedezetek körének változtatása
<b>Fed</b>	<b>Igen</b> , a szokásosnál lényegesen nagyobb volumenű rövid lejáratú repoműveletek a válság kitörésekor	<b>Nem</b> , OMO-n nincs, a discount window keretében lehetőség, de nincs érdemben használva	<b>Igen</b> , a nyílt piaci műveletek esetében sokkal többet hajlandó a kevésbé likvid agency és MBS-papírokkal repózni. A piachoz közelebb hozza a discount window-t, ami egyébként is nagyon tág fedezeti kört használ.
<b>Eurorendszer</b>	<b>Igen</b> , 1 napos gyorstendensorozat, majd a sztenderd 1 hetes tendereken az allokáció emelése a tartalékperiódus elején. A likviditási hatást a későbbi tenderek csökkentésével és az utolsó napi 1 napos betéti tenderekkel ellensúlyozta.	<b>Igen</b> , az egyébként is használt 3 hónapos LTRO instrumentum állományának 75%-kal való emelése (közvetlen hozamhatása nincs, a likviditási hatást az 1 hetes hitel volumenének ekvivalens csökkentésével semlegesíti)	<b>Nem</b>
<b>Bank of England</b>	<b>Igen</b> , de csak szeptemberben, a piaci feszültségek tartósságának láttán. Likviditási hatást a tartalékcél körüli rugalmasság jelentős tágításával kezelte.	<b>Igen</b> , de a szeptemberben feljárnított új 3 hónapos instrumentumot a minimális hozammegkötés miatt túl drágának találták a bankok, így egyáltalán nem érkezett ajánlat. Decemberben büntető kamat nélkül hajlandó jelentősen nagyobb mennyiségű 3 hónapos repón likviditást nyújtani.	<b>Igen</b> , mind a szeptemberben ajánlott 3 hónapos instrumentumra, mind a decemberben allokált többlet 3 hónapos repo esetében a megszokottnál jelentősen szélesebb fedezeti kört vezet be.
<b>Bank of Japan</b>	<b>Igen</b> , kismértékben emelte az allokált likviditást, a likviditási hatást a periódusban a későbbi kisebb allokációkkal ellensúlyozta	<b>Nem</b>	<b>Nem</b>
<b>Kanada</b>	<b>Igen</b> , átmeneti, de jelentős emelése a speciális hozamcélzásra használt repoállománynak augusztusban	<b>Nem</b>	<b>Igen</b> , a speciális repókban elfogadott fedezeti kör jelentős kiszélesítése a folyósó tetején elfogadott instrumentumok körére. Szeptember elején a lépést már vissza is vonták.
<b>Ausztrália</b>	<b>Igen</b> , a fennálló repók állománya jelentősen, kb 30%-kal emelkedett	<b>Igen</b> , a nyílt piaci repók átlagos lejárata 20 napról 100 fölé emelkedett	<b>Igen</b> , szeptembertől már banki kötvényeket szélesebb körét is elfogadja. Októbertől RMBS és ABCP értékpapírokat is. Már augusztusban jelentősen csökkent az állampapír-fedezet súlya a banki kötvényekkel szemben a repoállományban
<b>Új-Zéland</b>	<b>Igen</b> , 3 hónapos repo strukturális műveletein keresztül emelte a likviditáskínálatot a bankrendszerben	<b>Nem</b>	<b>Igen</b> , előrehozta egyébként is tervezett elfogadható fedezeti kör szélesítést, nemzetközi intézmények kötvényeit és banki kötvényeket is elfogad augusztus végétől.
<b>Svájc</b>	<b>Igen</b> , két 1 napos repotendert a fennálló repóállományt ideiglenesen mintegy 8%-kal emelte	<b>Nem</b>	<b>Nem</b> , októberben lépett életbe a már hónapok óta tervezett fedezeti kör-módosítás. A céldátumot nem változtatták meg, tehát ennek a lépésnek nincs köze a válsághoz.
<b>Norvégia</b>	<b>Igen</b> , ideiglenesen jelentősen megemelte a bankrendszer likviditását repoműveletein keresztül augusztusban	<b>Nem</b>	<b>Nem</b>
<b>Dánia</b>	<b>Nem</b>	<b>Nem</b>	<b>Nem</b>

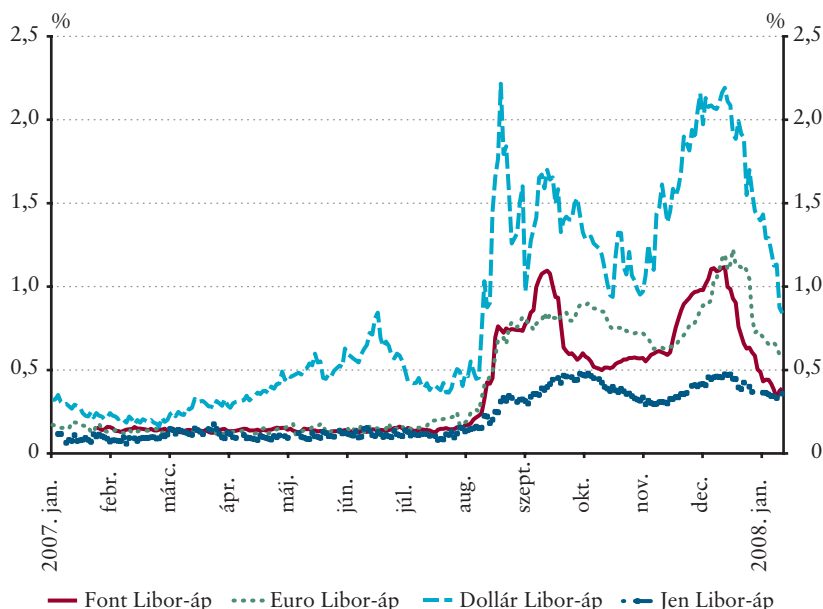
Forrás: a jegybankok honlapjai.

## 2.2. A JEGYBANKI BEAVATKOZÁS HATÁSAI, PÉNZÜGYI PIACI REAKCIÓK

A jegybanki beavatkozásokat közvetlenül a bankközi fedezetlen pénzpiac zavarai váltották ki. Az operatív célnak tekinthető 1 napos lejáraton a jegybankok sikerrel terelték vissza a hozamokat a célszint közelébe (bár a magasabb volatilitás az egynapos hozamok esetében is fennmaradt), a bankközi piaci kereskedés ezen a lejáraton többé-kevésbé helyreállt. Ezzel szemben az ennél hosszabb lejáratokon (például 3 hónap) a jegybanki műveletek és a kommunikáció ellenére fennmaradt a jelentős diszkrépancia az állampapír-piaci, illetve a fedezett és a fedezetlen piacok között. E piaci szegmensre a válság kapcsán két torzító tényező is hatást gyakorolt. Egyrészt az általános bizalmatlanság miatt a bankközi fedezetlen ügyletek esetében jelentőssé vált a hozamokba beárazott kockázati prémium, másfelől a jó minőségű eszközökbe való pánikszerű menekülés („flight-to-quality”) nagyon lenyomta az állampapírok hozamait. Következésképpen a bankközi (pl. LIBOR) hozamjegyzések és az állampapír-piaci jegyzések közötti szpred a modern pénzügyi piacok történetében egyedülálló mértékben kitágult. Bár az állampapírok és a bankközi hozamok közötti különbség 2008 januárjában nagymértékben csökkent, a különbség abszolút mértéke még mindig jelentősen magasabb szinten maradt korábban megszokott értékénél.

### 7. ábra

**A fő devizák 3 hónapos fedezetlen bankközi hozamainak 3 hónapos állampapírhozamok feletti szpredje (LIBOR – 3 hónapos benchmark á)**

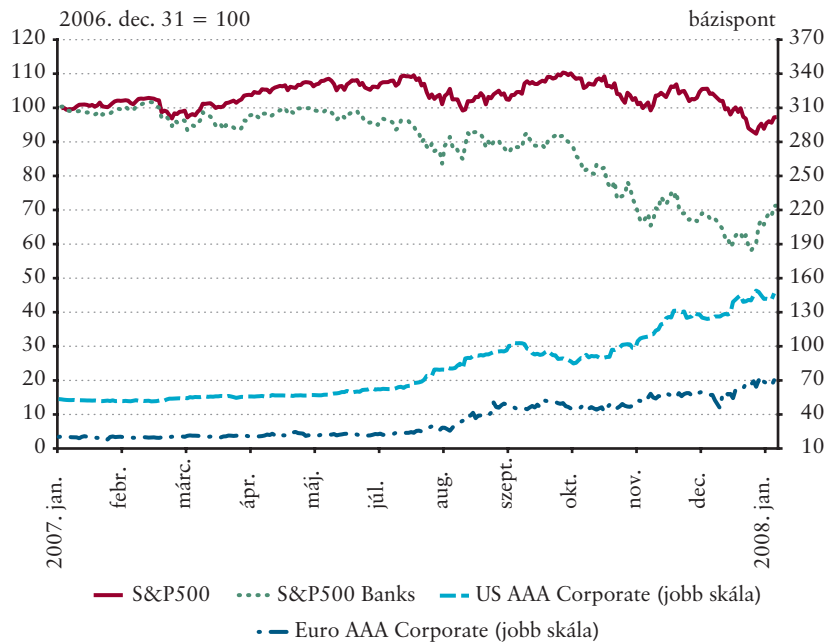


Forrás: Reuters.

A turbulencia hatására jelentősen csökkenő kockázati étvágy csak ideiglenesen tudott enyhén javulni szeptemberben. Mind a banki és vállalati hitel (CDS) szpredek, mind a feltörekvő piacoktól elvárt felárak tartósan magasabbak maradtak a válság kitörése előtti szinteknél. Nem tudtak a sokkból tartósan felépülni a banki részvényárak sem, az átmeneti szeptemberi emelkedés után október második felétől jelentős esést mutattak.

8. ábra

**Az amerikai részvénypiac teljes és banki részvényeinek árfolyam-alakulása, valamint a változó kamatozású jó hitelminősítésű európai és amerikai vállalati kötvények állampapírok feletti átlagos szpredje**



Forrás: Lehmann, Reuters.

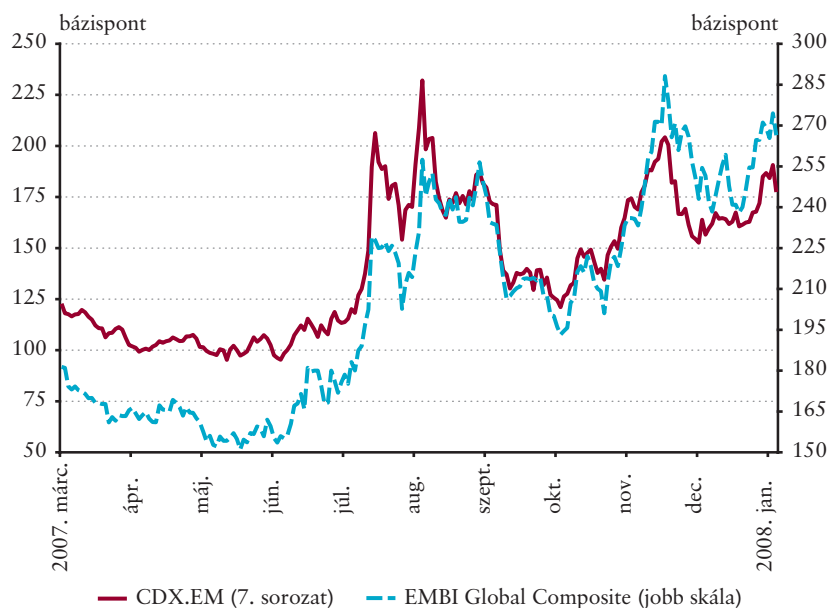
A feltörekvő piacoktól elvárt kockázati felárak emelkedése a hitelkockázati mutatók emelkedésében és az árfolyamok gyengülésében érhető tetten. A feltörekvő piacokon a turbulencia elsősorban az árfolyamban és jellemzően nem a bankközi hozamokban jelentkezett.<sup>13</sup> Ennek két fő oka lehetett. Egyrészt a feltörekvő piacok bankjai jellemzően (kifinomultságuk és szerepkörük miatt) nem vettek részt az amerikai, illetve általános globális hitelpiaci műveletekben, ezeken érdemi kitettséget nem szereztek. Másrészt a legtöbb feltörekvő jegybank szűk sávú, vagy rögzített árfolyamrendszere folytán jelentős devizatartalékokat és a forrásoldalon azzal szemben jelentős likviditásfelesleget halmozott fel az elmúlt években. Bár a devizatartalék és a devizalikviditás magas szintje elsősorban az árfolyam szempontjából lehetett stabilizáló tényező, a strukturális hazai devizalikviditásfelesleg hozzájárulhatott ahhoz, hogy a fedezetlen bankközi hozamok e devizákban nem reagáltak érdemben a főbb devizák esetén tapasztalható emelkedésre.<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Az egyetlen kivétel Oroszország volt, ahol a bankközi hozamok is emelkedtek. Az orosz jegybank a fejlett piaci jegybankokhoz hasonlóan ideiglenesen többletlikviditást juttatott a rendszerbe, valamint érdekes lépésként csökkentette az elfogadott fedezeteken alkalmazott haircutok mértékét. A feltörekvő piacok jegybankjainak reakcióiról lásd a mellékletben szereplő táblázatot.

<sup>14</sup> Érdemes itt felhívni a figyelmet arra is, hogy a fejlett piacok közül Dánia sem érzékelt semmilyen nyomást a dán korona bankközi piacokon, annak ellenére, hogy normál időszakokban a szűk sávú euróhoz kötött árfolyamrendszer jellemzően szoros kapcsolatot eredményez az euro és a dán korona rövid hozamok között. Ez szintén vélhetően betudható annak, hogy a dán bankrendszerben (a fejlett piacok között egyedülálló módon) is strukturális likviditástöbblet van.

## 9. ábra

**A feltörekvő piacok szuverén hitelkockázatára vonatkozó derivatív (CDS) szpredek indexe (CDX.EM index 7-es sorozat) és a feltörekvő szuverén adósok devizakötvényeinek többlethozamát mutató EMBI index alakulása**



Forrás: Reuters.

Össességében elmondható, hogy a jegybanki műveletek a bankközi pénzügyi piacokon jegybankok által normál üzletmenetben is kontrollált legrövidebb szegmensében (egynapos hozamok) segítették a piacok normalizálódását. A piaci szereplők a turbulencia kitörése és az első jegybanki reakciók után átmenetileg megnyugodtak, ami átmenetileg a sokk kiárazódását jelentette a legtöbb piaci szegmensben, melyen az éreztette hatását. A megnyugvás azonban nem tudott tartós maradni a fent említett kockázati felárak tekintetében, a pénzügyi piacok jelentősen máshogy árazzák a hitelkockázatokat mint a válság kitörése előtt, és úgy tűnik, hogy ez tartósan is így maradhat. A jegybankok fedezeti körük rugalmas módosításával, illetve használatával egyre inkább végső árjegyzői funkciót láttak el közvetve a hitelkockázatos eszközök piacának likviditását is segítve.

Úgy tűnik, hogy önmagukban **a jegybanki műveletek és kommunikáció nem tudtak tartós hatást elérni a hosszabb lejáratú bankközi hozamokban, és a (CDS spreadekben, kötvényszpredekben, részvényárfolyamokban, valamint feltörekvő piaci devizaárfolyamokban tükröződő) hitelkockázati felárak esetében.**

A három hónapos bankközi hozamok várt rövid jegybanki kamatpályától való elszakadása mutatja leginkább azt, hogy a pénzügyi rendszer korábban ilyen sokkokra ellenálló szegmensét is elérte az általános bizalmatlanság. **E szegmens áralakulása a jegybanki műveletek és kommunikáció eddigi részleges kudarcaként is értékelhető,** ami a monetáris politika transzmissziós mechanizmusára is hatással lehet. A kamatcsatorna fontos eleme a 3 hónapos bankközi hozam, hiszen a gazdaság legtöbb szereplője számára elérhető hitel- vagy betéti instrumentum hozama gyakran e referenciakamathoz kötődik. Ha a monetáris politika a hitelkockázati felárak emelkedése és a piaci zavarok miatt elveszíti érdemi kontrollját e hozamok felett, az komoly problémát jelenthet a jegybankoknak. A hitelkockázat megjelenése a kamattranszmisszió korai szakaszában kiszámíthatatlanná teheti a kamatváltoztatások hatásait és bizonytalanná a monetáris kondíciókat. A hitelkockázat „autonóm” sokkjai a monetáris politika kontrollja nélkül nehezebbé vagy könnyítheti a hitelezési feltételeket. Adott kockázatmentes kamatszint mellett a hitelfelárak általános emelkedése ráadásul a teljes pénzügyi szektorban a kontraszelektív veszélyének emelkedésével jár, hiszen megemelkedett forrásköltségeket vélhetően csak a kockázatosabb adósok hajlandóak megfizetni.

A válság jegybanki műveletekkel történő kezelésének tapasztalatai előtérbe helyeznek egy (sehol a világon nem megoldott) dilemmát, mely a jegybankok pénzügyi rendszerben betöltött szerepére vonatkozik. Ha a jegybankoktól és a jegybanki eszköztáraktól azt (is) elvárjuk, hogy a jelenlegihez hasonló bizalomvesztéses pénzügyi piaci pánikok esetén a hitelfelárakat is befolyásolják és kordában tartásuk, akkor a jelenlegi eszköztárak elégtelenségét kell beismernünk. Ez egyszerűen azért van így, mert a modern jegybankok eszköztárát nem erre a funkcióra tervezték, hanem arra, hogy normál időszakokban hatékonyan és stabilan, ugyanakkor a piac funkcióit megőrizve, elérjék a rövid bankközi hozamra vonatkozó operatív célt. A válság megmutatta, hogy erre a jegybanki eszköztárak rendkívüli körülmények között is képesek, ugyanakkor megmutatta azt is, hogy ennél többre nem. **Attól, hogy egy jegybank ideiglenesen emeli a nyílt piaci műveletek allokált jegybankpénz-mennyiségét partnerei számára, megváltoztatva a kötelező tartalék teljesítésének lefutását, önmagában semmi nem oldódik meg a strukturális hitelpiaci problémák közül.** A jegybankoknak jelenleg nincs eszközük arra, hogy a kockázattávallási hajlandóságot, vagy a hitelfelárakat (pl. CDS-szpredek) közvetlenül, műveleteken keresztül befolyásolják. Ehhez arra volna szükség, hogy a jegybankok nemcsak fedezetként elfogadják, de „outright” pozíciót is vállaljanak a (hitel-)kockázatos eszközök piacán.<sup>15</sup> Ez azonban a piacgazdaság alapvető mechanizmusainak és a modern eszköztárak legfontosabb alapelveinek (piacsemlegesség) megkérdőjelezését jelenti, amely önmagában is nagyon sok további kérdést vet fel.<sup>16</sup>

A jegybankok természetesen használhatják magát a monetáris politika irányultságát (a monetáris kondíciókat) arra, hogy adott esetben a hitelkockázati felár sokszerű emelkedését a kockázatmentes hozam csökkentésével ellensúlyozzák (lásd a Fed kamatcsökkentéseit). Ennek a monetáris politikai hozzáállásnak a fenntarthatósága és hosszú távú hitelességével kapcsolatban is merülhetnek fel kérdések, és ez a dilemma megint csak visszavezet a jegybankok funkciójának kérdéséhez a pénzügyi rendszerben.

<sup>15</sup> Egyes mértékadó gazdaságpolitikusok (pl. Willem Buiters) a válság kapcsán még ennek a lehetőségét is felvetették.

<sup>16</sup> Pl. hogyan és mi alapján döntené el a jegybank, hogy mely kibocsátók és milyen típusú eszközeit vásárolja meg, és erre milyen mandátuma lenne? Ez hasonló lenne a szocialista rendszerekben alkalmazott „szelektív hitelpolitikához”, ami a központi tervezéses gazdaság egyik alapvető eszköze volt. A mainstream neoklasszikus elméletek nagyon veszélyesnek és a társadalmi jólétre hosszú távon károsnak tartják a gazdaságpolitika ilyen eszközeit.

# 3. Egyedi intézmények válságát kezelő intézkedések és egyedi bilaterális jegybanki műveletek

## 3.1. AZ EGYEDI VÁLSÁGKEZELŐ INTÉZKEDÉSEK RÖVID LEÍRÁSA

Az amerikai sub-prime válság pénzügyi piacokra átgyűrűző hatásai azokat a hitelintézeteket is érintették, amelyek nem voltak közvetlenül jelen az amerikai jelzáloghitelpiacon. Ennek kapcsán négy fő fertőzési csatornát lehet azonosítani:

- Több bank jelentős veszteséget szenvedett el a jelzáloghitelekhez kapcsolódó eszközfedezetű értékpapírokon (ABS) és strukturált hiteltermékeken (CDO).
- Az értékpapírosított követelések piacán és a pénzpiacon tapasztalható turbulenciák a hitelintézetek pótlólagos forrásbevonási képességén keresztül súlyos likviditási zavarokat, illetve jövedelmezőségi hatásokat okoztak azoknál a bankoknál, akik jelentős részben nem hagyományos módon, betétek gyűjtésével, hanem pénz- és tőkepiacokon keresztül finanszírozták magukat. (Ide értve a „wholesale finanszírozást” és az értékpapírosítást<sup>17</sup>.)
- A harmadik fertőzési csatornát az ún. conduit-cégek problémái miatt fokozódó hitelintézeti likviditási igény jelentette. A conduit-cégek rövid futamidejű kötvényekkel (CP) finanszíroznak magasabb hozamú, hosszabb futamidejű adóságokat (így például jelzáloghitel fedezetű értékpapírokat). A kereskedelmi papírok piacának kiszáradása miatt, azonban ezek a cégek kénytelenek voltak banki hitelkereteiket lehívni a lejáró papírok finanszírozása érdekében. Ez a hitelintézeteknél a likviditási szükséglet mellett tőkeszükségletnövekedést idézett elő (mérlegen kívüli tételek mérlegbe kerülése).
- Végül számos bank hitelkockázati kitettséggel rendelkezett olyan intézményekkel (pl. hedge fundok) szemben, amelyek jelentős befektetéssel bírtak a subprime hitelek másodlagos piacán.

A fenti hatások következtében több bank helyzete olyannyira sérült, hogy folyamatos üzleti aktivitását nem tudta fenntartani.<sup>18</sup> Volt olyan válságba került bank, amely esetében piaci megoldásra kerülhetett sor (pl. a holland NIBC felvásárlása), míg néhány banknál hatósági beavatkozásra volt szükség. Az alábbiakban három olyan esetről adunk áttekintést, ahol hatósági szerepvállalásra került sor: a német IKB Deutsche Industriebank AG (IKB) és a Sachsen Landesbank (SachsenLB), valamint a Northern Rock válságkezelését.

### 3. keretes írás: Német bankokkal kapcsolatos egyedi válságkezelés (IKB, SachsenLB)

A német bankpiacon az első súlyos probléma az **IKB**-nál jelentkezett. Az IKB egy közepes/kis méretű (52 Mrd eurós mérlegfőösszeg), jellemzően ipari beruházásokat finanszírozó bank, többségi tulajdonosa (38%-os részesedéssel) az állami tulajdonban lévő KfW Bankcsoport (KfW).

Az IKB-nak – saját portfólióban tartott befektetésein, illetve a Rhinebridge SPV-n keresztül – jelentős kitétségei voltak az amerikai subprime jelzáloghitelpiacon. Az IKB ezentúl 8,1 Mrd euro összegű likviditási hitelkeretet tartott fenn a Rhineland Funding nevű conduit-cég részére, amit a cég kénytelen volt lehívni, amikor 2007. július végén jelentkező piaci bizalmatlanság okán nem tudta megújítani rövid futamidejű kötvényeit (CP). A bank a conduit-céggel szembeni egyéb kitétségeihez kapcsolódóan további veszteségekkel nézett szembe.

<sup>17</sup> Azok a bankok, amelyek követeléseiket értékpapírosították, kénytelenek voltak mérlegeikben tartani értékpapírosításra szánt hiteleiket.

<sup>18</sup> Bár a következőkben tárgyalt egyedi hitelintézeti válságok kapcsán nem játszott szerepet, érdemes megemlíteni a pénzügyi piaci turbulenciák még egy hatását: A hitelintézetek befektetési banki üzletágban realizált jövedelmezőségét jelentősen rontja a pénzügyi piacokon csökkenő aktivitás a kapcsolódó jutalék- és díjbevételeken keresztül.

Az IKB hitelképessége megkérdőjeleződött, és az inszolvenchelyzetet sem lehetett kizárni. A bizalom sérülése abból adódóan is jelentős volt, hogy az IKB július 20-án még azt nyilatkozta, hogy az amerikai jelzálogpiaci kitettségei kapcsán nem vár jelentősebb veszteséget.

Ekkor a KfW 2007. július 27–28-án a Bundesbankkal, a BaFinnal, a német pénzügyminisztériummal és Németország három bankszövetségével közösen egy megmentési intézkedéscsomagot dolgozott ki:

- A KfW felvállalta az IKB 8,1 Mrd eurós hitelkeret nyújtásából fakadó kötelezettségét, a conduit-cég ezen túl fennálló, 6,5 Mrd eurós hitelkeretét továbbra is más bankok biztosították.
- A KfW vezetésével több magán- és állami tulajdonban lévő hitelintézet fogott össze, és összességében 3,5 Mrd euro összeg erejéig vállalták, hogy az IKB potenciális veszteségeit fedezik.

A bank menedzsmentjének két tagját leváltották, és a KfW jelenlétét új igazgatósági tagok kinevezésével erősítették. Emellett felkérték a PwC-t, hogy a Rhineland Fundingnál rendkívüli auditot végezzen. Ezek a lépések meghatározóak voltak a bizalom visszanyerése szempontjából, mivel a bank a válság jelentkezését egy héttel megelőző nyilatkozata arról árulkodott, hogy a menedzsment nincs tisztában az általa vállalt kockázatoknak.

Az IKB válsága után három héttel az állami tulajdonban<sup>19</sup> lévő **SachsenLB** leányvállalatánál súlyos likviditási problémák jelentkeztek. A Landesbank problémája szintén a hitelintézeti csoportnál hitelkerettel rendelkező conduit-cégek (Ormond Quay Funding, George Quay Funding, Sachsen Funding) finanszírozási nehézségeivel kezdődött. Az Ormond Quay részére nyújtott hitelkeretszerződés (17,3 Mrd euro) mögött még tartományi garanciavállalás<sup>20</sup> állt, melyből adódóan Szászország és a tartományban lévő takarékszövetkezetek egyetemlegesen viselték a struktúrából adódó mindenféle kockázatot.

Az Ormond Quayjal kapcsolatban fennálló likviditási probléma megoldása a takarékszövetkezeteknek alapvető érdeke volt, így a Takarékszövetkezeti Pénzügyi Csoport (Sparkassen-Finanzgruppe) 17,3 milliárd eurós hitelt nyújtott.

A likviditási problémák kezelését követően a SachsenLB-nek jelentős portfólióvesztéssel kellett szembesülni saját ABS-befektetéseiben, ami a tőke megfelelése jelentős romlását idézte elő. A probléma végső megoldásaként a hitelintézet eladása mellett született döntés. A Landesbank Baden-Württemberg (Németország öt legnagyobb bankjának egyike) 250 millió eurós azonnali segítséget nyújtott addig, amíg a felvásárlási procedúra be nem fejeződik.

Az **IKB és a SachsenLB** válságában közös, hogy mindkét hitelintézet teljesen, illetve többségében közvetett állami, illetve tartományi tulajdonban volt. Mindkét hitelintézet alaptevékenységéhez képest jelentős összegű hitelkeretet biztosított conduit-cégek számára, melyeket azok a rövid kereskedelmi papírok piacok kiszáradása miatt kénytelenek voltak lehívni.<sup>21</sup>

## 2. táblázat

### Az IKB és a SachsenLB csoport conduit-cégek felé vállalt kötelezettségei<sup>22</sup>

(Adatok Mrd euróban, csoport alapon)

Bank	Mérlegfőösszeg	Tier I tőke	Conduit	Hitelkeret
IKB	52,1	2,4	Rhineland Funding	8,1
Sachsen LB	67,8	1,4	Ormond Quay	17,3

Forrás: A hitelintézetek éves beszámolóí.

<sup>19</sup> A SachsenLB 37%-a Szászország, míg 63%-a a Sachsen-Finanz Group (78%-ban helyi hatóságok tulajdonolják) tulajdonában van.

<sup>20</sup> A tartományi garanciavállalás megszűntetésében az EU Bizottság és a német állam 2001-ben állapodott meg. A megállapodás alapján a 2001 előtt vállalt kötelezettségekre a garancia lejáratig fog élni, míg a 2001 és 2005 közötti átmeneti időszakban vállalt kötelezettségekre a garanciavállalás maximum 2015-ig terjedhet ki.

<sup>21</sup> A Basel II-es szabályok implementálása vélhetően megoldást fog jelenteni a fenti problémára, mivel felülvizsgálat folyik azzal kapcsolatban, hogy a nagy kockázat vállalásra vonatkozó tőkekövetelmény a vállalt kockázat mértékével konzisztensebb legyen, valamint a tőkekövetelményi előírások az SPV-knek nyújtott, rövid hitelkeretekre is kiterjedjen.

<sup>22</sup> Az IKB adatai 2007. március 31-re, a SachsenLB adatai 2006. december 31-re vonatkoznak.

A likviditási problémákat tovább súlyosbították a saját, illetve érdekeltségeik portfóliójában lévő értékpapírokon realizált veszteségek. Tehát a likviditási probléma esetükben szolvenciaproblémával párosult.

Mindkét hitelintézet megmentésében jelentős szerepet játszottak a többségi állami, illetve tartományi többségi tulajdonban lévő bankok, **melyből adódóan a megoldások tisztán piaci jellege nem egyértelmű.**

A hatóságok kommunikációja szerint a két német bank válsága kapcsán nem állt fenn szisztematikus kockázat. Mindkét esetben viszonylag kisméretű hitelintézetről volt szó, amelyek válsága normál piaci körülmények között nagy valószínűséggel nem jelentett volna jelentősebb veszélyt a pénzügyi rendszer működésére (szisztematikus kockázatot). Ugyanakkor a piaci bizalom sérülése miatt **véleményünk szerint több tényező alapján nem egyértelmű, hogy a hitelintézetek meg nem mentésének milyen rendszerkockázati hatásai lettek volna.**

- A német bankok egy része, így az IKB és a Sachsen LB is nyilatkozott a válságban való érintettségéről. Mindkét hitelintézet pár nappal a válság jelentkezése előtt még azt kommunikálta, hogy nem érinti jelentős mértékben a másodlagos subprime válság. Ezzel a többi német bank nyilatkozatának hitelessége is csorbát szenvedett.
- A SachsenLB problémája több landesbankot is érinthetett volna, mivel a landesbankokat általánosságban jellemezte a romló jövedelmezőség és az emelkedő kockázatvállalási hajlandóság a tartományi garanciavállalás megszűnése után.<sup>23</sup>
- Az IKB válságához kapcsolódóan felmerült az a híresztelés, mely szerint be nem avatkozás esetén 1931 óta a legsúlyosabb pénzügyi válságra kerülhetett volna sor (részletesebben lásd 4. fejezet).

#### 4. keretes írás: A Northern Rock válságkezelése

A Northern Rock a nyolcadik legnagyobb, tőzsdén jegyzett brit bank, melynek 2007. július végi eszközértéke 113 Mrd fontot tett ki. A bank a brit piacon országos jelzáloghitelezőként van jelen, 2007. július végén jelzáloghitelpiaci részesedése – az elmúlt időszakban végrehajtott robusztus bővülést követően – nettó alapon (törlesztések és visszafizetések nélkül) közel 19%-ot tett ki.

A Northern Rock 1999 végétől kezdődően agresszív hitelezési tevékenységét egyre inkább értékpapírosítással, illetve egyéb pénz- és tőkepiaci forrásokkal finanszírozta. 2007 közepére az ún. „retail” források idegen forrásokhoz viszonyított részaránya 23%-ra csökkent. Ez a finanszírozási modell rendkívül kitétte tette a bankot a pénzügyi piaci turbulenciáknak. Az értékpapírosított követelések és a fedezett kötvények piacának júliusban kezdődő kiszáradása a Northern Rockot azzal fenyegette, hogy nem tudja lejáró forrásait megújítani, illetve a mérlegben kell tartania az értékpapírosításra szánt követeléseit. Mivel a pénzpiacra rövidültek az elérhető lejáratú szegmensek, a bank fokozatosan a rövid bankközi piacra szorult, egyre magasabb finanszírozási költségek mellett.

A piacok 2007. augusztus 9-i teljes kiszáradását követően a brit hatóságok (Financial Supervisory Authority, Bank of England, HM Treasury) folyamatosan követték a bank helyzetét, és próbáltak minden lehetséges megoldást felmérni. Ekkor a hatóságok, illetve a hitelintézet még próbálták piaci eszközökkel megoldani a válságot, megvalósítani a tervezett értékpapírosítási ügyletet, illetve potenciális felvásárlót keresni. Felmerült a hír, hogy a JP Morgan 500 millió fontot nyújtana a banknak, ami esetleg egy nagyobb hitelcsomag része lenne. Majd a Lloyds TSB neve merült fel potenciális felvásárlóként, ugyanakkor az ügylet nem jött létre, mivel a hírek szerint a Lloyds a tranzakció végrehajtását egy 30 milliárd fontos jegybanki hitel odaítélésétől tette függővé.

Szeptember elején a hatóságok úgy döntöttek, hogy a Northern Rock helyzete, illetve a potenciális fertőzési kockázat szintje szükségessé teszi a hatósági beavatkozást, és a Bank of England (BoE) rendkívüli hitelkeretet biztosít a banknak. Még a hitelkonstrukció feltételeinek véglegesítése előtt, szeptember 13-án este megjelent a rendkívüli hitelnyújtás híre a médiában, melynek hatására megkezdődött a betétek kivonása, illetve a bank részvényárfolyamának esése.

<sup>23</sup> Mivel a hitelintézetek tőkepiaci forrásainak költsége megugrott, a jövedelemkiesést új típusú, magasabb kockázatú tevékenységgel próbálták kompenzálni. A saját conduit-cégek felállításával tőkekövetelményeiket és finanszírozási költségeiket alacsony szinten tudták tartani.

A hatóságok szeptember 14-én közös közleményben jelentették be a hitelkeret rendelkezésre bocsátást, illetve annak főbb feltételeit. Az FSA értékelése szerint a bank szolvens volt, tőke megfelelése meghaladta a szabályozói minimumot, illetve jó minőségű hitelportfolióval bírt.<sup>24</sup> A hitelt büntetőkamat felszámítása mellett (piaci hírek szerint 7%-hoz közeli kamaton) és fedezet ellenében (prime jelzáloghitel termékek) nyújtotta a BoE. A hatóságok deklarálták, hogy a BoE kész hasonló körülmények között likviditási segítséget nyújtani más intézménynek is a rövid távú likviditási nehézségek áthidalására.

A hatóságok kommunikációja nem bizonyult elégségesnek a betétesek megnyugtatására, a betétek fiókokon, telefonon, postán, illetve internet bankon való kiáramlása tovább folytatódott. Szeptember 17-én végül, a pénzügyminiszter bejelentette, hogy kész garantálni a Northern Rock meglévő betéteit. A garancia nyújtására szeptember 20-án került sor, és a garancia egyaránt kiterjedt a meglévő „retail” és a „wholesale” számlákon lévő betétekre. Október 9-én a garancia-vállalást kiterjesztették a szeptember 19. után elhelyezett minden új „retail” betétre és azok jövőbeli kamataira.

Ezzel egy időben bejelentésre került, hogy újabb rendkívüli hitelnújtásra kerül sor. Az új hitelkeret részleteit október 11-én hozták nyilvánosságra, mely szerint a hatóságok a korábbi hitelszerződés kiegészítéseként korlátlan hitelkeret nyújtásáról határoztak. Az új hitelkeret bármikor visszahívható, fedezetül a bank teljes eszközportfoliója szolgál. A Bank of England által nyújtott hitelek állami garanciával fedezettek. Becslések alapján összességében 30 Mrd font körüli hitel lehívására kerülhetett sor.

December 18-án az állami garanciát kiterjesztették a Northern Rock már meglévő, valamint a jövőben vállalt „wholesale” kötelezettségeire is, ide nem értve az alárendelt kötelezettségeket.

A Northern Rock közben folyamatos tárgyalásban állt több potenciális befektetővel, melyek egyrészt a bankba való befektetésekre, másrészt a bank egyes üzletágainak, eszközcsoportjainak megvásárlására. (A bank közleményei szerint a legelőrehaladottabb tárgyalások a Virgin konzorciummal és az Olivant céggel folytak.) A Treasury 2008. január 21-i közleménye szerint a Northern Rock-kal fennálló megállapodásokat 2008. március 17-ig terjesztették ki. Ebben a közleményben javaslatot tett egy potenciális finanszírozási ügyletre, és nem zárta ki a bank ideiglenes állami tulajdonba vételét sem.

A pénzügyi piaci turbulencia brit jelzáloghitelezőre – Northern Rockra – való áterjedése szintén hatósági beavatkozást kívánt meg. A hitelintézet válsága – a német bankok válságával ellentétben – tisztán likviditási jellegű volt. Az elmúlt pár évben agresszív hitelezési politikát folytató bank függősége a pénz- és tőkepiaci forrásoktól egyre erősebbé vált. Ez a függőség jelentette a bank érzékeny pontját az elmúlt időszak piaci turbulencia során. Augusztus 16-án már elterjedt a piacon, hogy a Northern Rock-nak jegybanki segítségnyújtásra lesz szüksége, ami a CDS prémiumának meredek emelkedéséhez vezetett (10. ábra).

A hitelintézet és a hatóságok piaci megoldásra vonatkozó törekvései hatástalannak bizonyultak. Miután **a hatóságok a hitelintézetet – az adott piaci körülmények (mély bizalmi válság) közepette – rendszerkockázati szempontból jelentős szereplőnek értékelték, a hatósági beavatkozás szükségszerű volt.** Mivel a felügyelet értékelése szerint a hitelintézet szolvens volt, fedezet és büntetőkamat alkalmazása mellett rendkívüli hitelnújtásra (Emergency Liquidity Assistance – ELA) kerülhetett sor.

**A Northern Rock súlyos likviditáshiányának kezelését közvetve nehezíthette az, hogy a Bank of England monetáris politikai műveleteiben elfogadható fedezeteinek köre szűkebb az eurórendszerben elfogadotthoz képest.** A BoE a monetáris politikai műveleteknél elfogadható fedezeteinek gyorsan végrehajtott kiszélesítésével ugyanakkor nem tudta volna a Northern Rock szeptember közepén fennálló likviditási hiányát kezelni. Az elfogadható értékpapírok körének szélesítése nem segített volna a bank likviditási problémájának megoldásában, mivel a bank nem rendelkezett ehhez elegendő mennyiségű értékpapírral. A fedezeti kör bankhitelekre való kiterjesztése pedig hosszabb előkészítő munkát igényelt volna, még akkor is, ha feltesszük, hogy a Bank of England hajlandó lett volna ilyen jelentősen módosítani monetáris politikai eszköztárát.

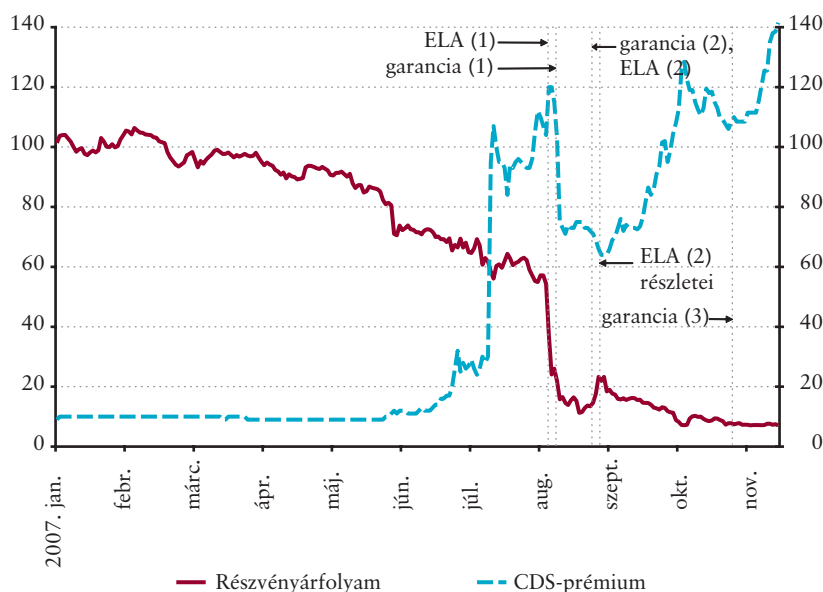
<sup>24</sup> A Northern Rock subprime kitétsége a bank tőkéjéhez és méretéhez mérten alacsony volt. A bank 2007. augusztus közepén megjelent közleménye szerint 275 millió fontos amerikai hitelpiaci kitétsége volt, melyből 200 millió fontot CDO-k és 75 millió fontot amerikai jelzáloghitellel fedezett értékpapírok tettek ki.

A jegybanki likviditásnyújtás tényét arra vonatkozó jelzéseként is értékelhette volna a piac, hogy a hatóságok e lépéssel megerősítik azon állásfoglalásukat, mely szerint a Northern Rock problémája tisztán likviditási és átmeneti jellegű. Ugyanakkor a hatósági beavatkozás igénye megerősítette azt a piaci vélekedést, hogy a banknál fennálló probléma jelentős, és éppen annak kiszivárgott hírére indult el a betétkivonás. Ebben vélhetően jelentős szerepe volt annak is, hogy a hitelnyújtási művelet még a hatósági bejelentést megelőzően kiszivárgott. A bizalmatlanságot tovább fokozta a fiókok előtt megjelenő sorok látványa. Már az első három nap alatt is több mint 2 Mrd font összegű betétet vontak ki. A bank részvényárfolyama meredek esésbe kezdett, valamint CDS prémiuma is tovább emelkedett.

## 10. ábra

### A Northern Rock részvényárfolyamának és CDS prémiumának alakulása

(részvényárfolyam: 2006. 12. 31. = 100%)



Forrás: Bloomberg, Reuters.

A hatóságok folyamatosan kommunikálták, hogy a hitelintézet szolvens és csak átmeneti likviditási problémákkal küzd, azonban ez nem bizonyult elégségesnek a bizalom helyreállítása tekintetében. A betétek kivonását a brit pénzügyminisztérium szeptember 20-i bejelentése állította meg, mely szerint az állam garantálja a Northern Rock meglévő betéteinek és hiteleinek visszafizetését. A bank részvényárfolyamának esése is megállt, illetve a CDS-prémiuma csökkenésbe váltott át. Az állami garanciavállalás feltételeit illetően fontos kiemelni, hogy a garancia nemcsak a „retail”, hanem a „wholesale” betétekre is vonatkozott. (A „wholesale” ügyfélkörrel általában feltételezhető, hogy kisebb az információs aszimmetria a bank és a hitelező, illetve betétet elhelyező között, vagyis a vállalt kockázatoknak jobban tudatában vannak.)

**Ezt követően a bank folyamatos működésének biztosítása érdekében a hatóságok további két olyan lépésre kényszerültek, amelyek az erkölcsi kockázat növekedését indukálhatják.**

- Október 9-én az állami garanciát kiterjesztették minden új „retail” betételhelyezésre, majd december 18-án a „wholesale” kötelezettségekre is. (A szeptember 20-i garancia nyújtásakor az állami garanciavállalás szigorúan a már meglévő számlákon elhelyezett betétekre vonatkozott. Ekkor a hatóságok azt hangsúlyozták, hogy a garancia új számlákra való kiterjesztése nem lenne tisztességes a bankkal versenyző szereplőkkel szemben.)
- Október 11-én bejelentették, hogy állami garanciavállalás mellett, korlátlan hitelkeretet biztosítottak a bank részére. A fedezetet nem konkrét eszköz biztosítja, hanem a bank teljes eszközpórfóliója. A hitelnyújtás feltételeit figyelembe véve, ez a rendkívüli hitelnyújtás már nem a jegybank eszköztárába tartozó intézkedésnek minősül, hanem állami megmentésnek.

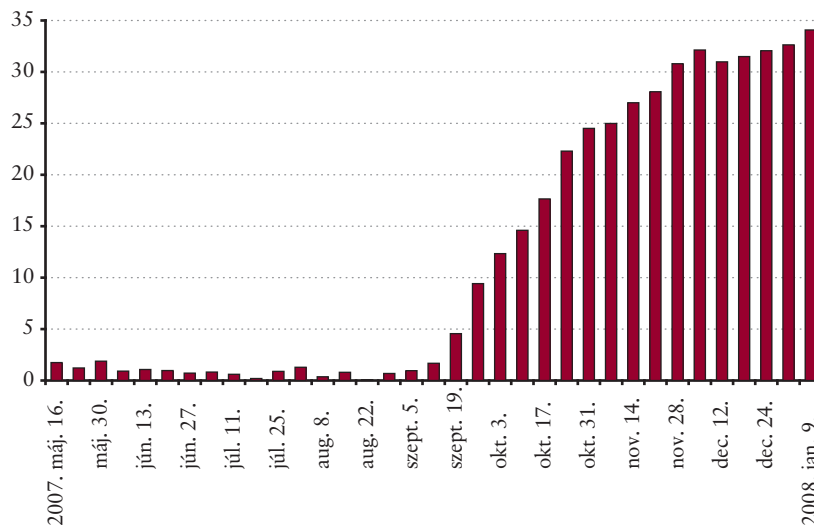
**Ugyanakkor a brit hatóságok a beavatkozások feltételeinek meghatározásával mindkét esetben igyekeztek kompenzálni ezt a hatást.** Az indokolatlan versenyelőny kompenzálása érdekében a kiterjesztett garanciavállalásra a bankkal ga-

ranciaállalási díjat fizettek. Az állami garanciaállalás melletti hitelnyújtás feltételei szerint a Northern Rock kártalanítja a Bank of Englandet és a Treasuryt a garanciaállalás, illetve a felmerülő költségek (beleértve a tanácsadói költségeket) tekintetében. (A hatóságok a büntetőkamat mértékét nem hozták nyilvánosságra a kéttípusú hitelnyújtás során, így az esetleges differenciálásról sincs információnk.)

Az alábbi ábra a BoE mérlegének egyéb eszköztételeinek kumulált változását mutatja május közepétől. A rendkívüli hitelnyújtás összegét az egyéb tételekkel összevonva publikálja a bank, azonban jól látható, hogy az egyéb tételek viszonylag kis volatilitásúak voltak szeptember közepéig, így az azóta tartó – mintegy 30 milliárd fontos – állománynövekedés nagy valószínűséggel a Northern Rock által igénybe vett rendkívüli hitel összegét mutatja.

**11. ábra**

**A Bank of England „Egyéb” mérlegtételeinek kumulált változása (milliárd font)**



Forrás: Bank of England.

**5. keretes írás: A Countrywide válsága**

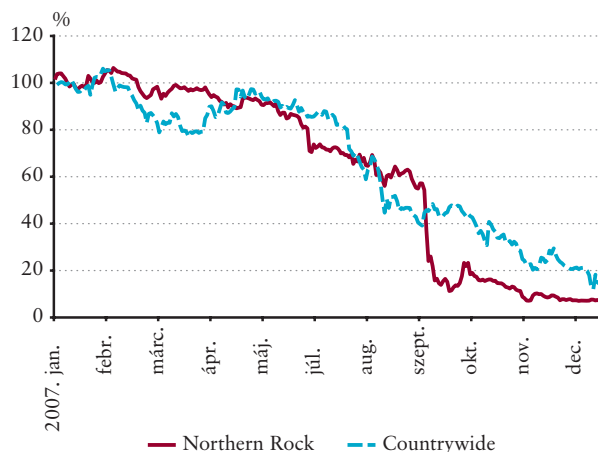
A Countrywide, az USA legnagyobb jelzáloghitelezőjének problémája nagyon hasonló volt a Northern Rockéhoz. A bank a finanszírozás terén jelentős részben támaszkodott az értékpapírosításra, így a másodlagos jelzálogpiaci turbulenciák miatt likviditási nehézségei merültek fel.<sup>25</sup> A hitelminősítők leminősítései következtében a rövid kötvények (CP) piacához való hozzáférése is korlátozódott. A likviditási problémák mellett a Countrywide-nak hitelezési veszteséget kellett elszámolnia „egzotikus” jelzáloghitelein.<sup>26</sup>

A Countrywide válságmenedzselése ugyanakkor nem igényelt hatósági beavatkozást. A bank likviditási problémáját két forrásból enyhítette. Egyrészt a bank az atlantai Federal Home Loan Bank (FHLB) szövetségi hitelintézet tagja, amely tagjai részére fedezet ellenében hitelt nyújthat. (2007. szeptember végén 51,1 Mrd dollár hitelkövetelése állt fenn a Countrywide-dal szemben, ami a

**12. ábra**

**A Northern Rock és a Countrywide részvényárfolyamának alakulása**

(részvényárfolyam: 2006. 12. 31. = 100%)



Forrás: Bloomberg.

<sup>25</sup> A Fannie Mae és a Freddie Mac csak bizonyos típusú hiteket vásárol, így az ezen típusba nem tartozó hiteleknél az USA-beli bank is szembesült az értékpapírosított követelések piacának kiszáradásának következményeivel.

<sup>26</sup> A futamidő kezdeti szakaszában kedvező kamatozású termék.

teljes portfóliójának 36,8%-át tette ki.<sup>27</sup> A hitelt 62,4 Mrd dollár értékű jelzáloghitelportfólió fedezte.) Másrészt a Countrywide rendelkezett egy olyan, fedezet nélküli 11,5 milliárd dolláros hitelkerettel, amit 40 bank tartott fenn számára.<sup>28</sup> A hitelkeret-lehívási lehetőségével a bank augusztus 16-án élt, melynek hatására a rá következő napon a betétesek megrohanták a bankot. A hitelkeret lehívása nyomán, illetve az FHLB-től rendelkezésére álló likviditásnak, valamint a Fed piacsintű intézkedéseinek köszönhetően a bank számára elegendő likviditás állt rendelkezésre a betétek kifizetésére. Emellett a bank tőkehelyzetének megszilárdítása érdekében augusztus 22-én a Bank of America 2 milliárd dollár tőkét pumpált a Countrywide-ba. Végül 2008. január 11-én a Countrywide és a Bank of America bejelentette, hogy megállapodást kötöttek arról, hogy a Bank of America 4 Mrd dollárért megvásárolja a bankot. Az ügylet szabályozók és részvényesek általi jóváhagyása jelen tanulmány írásakor folyamatban volt.<sup>29</sup>

### 3.2. AZ EGYEDI HITELINTÉZETEK VÁLSÁGÁNAK KEZELÉSÉVEL KAPCSOLATOS TANULSÁGOK, DILEMMÁK

Az egyedi intézményi hatósági beavatkozásokkal kapcsolatos tanulságok levonása előtt fontosnak tartjuk kiemelni, hogy az említett példánál a hatósági döntéseket és a piaci reakciókat nagyban meghatározta a speciális piaci környezet, vagyis a pénzügyi piacokon kialakuló mély bizalmi válság. Ennek megfelelően a tanulságok általánosítása nem szerencsés, illetve további vizsgálatot igényel.

#### A) A hatósági beavatkozás indokltsága

A hitelintézeti válság felmerülése esetén alapvetően a hitelintézet, illetve annak tulajdonosainak felelőssége a likviditási, illetve a szolvenciaprobléma megoldása. A hatósági beavatkozások növelik a jövőbeni erkölcsi kockázatot, mivel az a feltevés túlzott kockázatvállalásra ösztönözi a hitelintézeteket, hogy probléma esetén a hatóságok a jövőben is ki fogják segíteni a hitelintézeteket. Ezért fontos, hogy hatósági beavatkozásra csak olyan esetben kerüljön sor, ha azt a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése érdekében elkerülhetetlennek ítélik a hatóságok.

Bilaterális, közvetlen kockázatvállalással járó hatósági beavatkozásra (ide nem értve az állami/szövetségi tulajdonban lévő intézmények válságmegoldásokban való részvételét) a Northern Rock válságának kezelésénél került sor. A jegybanki hitelnyújtást megelőzően a hatóságok úgy értékelték a Northern Rock válságát, hogy az jelentős rendszerkockázati hatásokkal járhatott volna. Ugyanakkor vélhetően sokkal bizonytalanabb lett volna a kép, ha nem általános bizalmi válság során kell értékelni a helyzetet, amikor a más pénzügyi szereplőkre való fertőzés (a betétesek teljes bankrendszerrel szembeni bizalma megrendülésének) kockázata magas.

Megjegyezzük, hogy még a német, viszonylag kisméretű hitelintézetek esetében is számos olyan tényezőt azonosítottunk, ami alapján nem lehet egyértelműen kimondani, hogy milyen reakciókat váltott volna ki, ha nem sikerül megoldani a válságot. Ezek a tényezők a német bankpiaccal, illetve annak bizonyos szegmenseivel (Landesbankok) szembeni általános bizalmi válság elmélyülésének veszélyét erősítették.

**A fentiek alapján felvetődik a kérdés, hogy egy mély bizalmi válság során bekövetkező egyedi hitelintézeti válság esetén a hatóságok egyáltalán fel tudják-e vállalni a meg nem mentésből fakadó kockázatokat, ha nem sikerül időben piaci megoldást találniuk.**

#### B) Bankok részvétele piaci megoldásban

A válságkezelés szakirodalma, illetve a nemzetközi ajánlások szerint a válságkezelés során előnyben kell részesíteni a piaci megoldásokat. Ez az alapelv támogatja a közvetlen hatósági beavatkozás minimalizálására való törekvést [l. A) pont].

<sup>27</sup> Forrás: FHLBank Atlanta, <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1331465/000119312507239762/d10q.htm>

<sup>28</sup> A hitelkeret több mint 70%-a négyévesnél hosszabb, míg a fennmaradó rész is egy évnél hosszabb futamidejű hitel felvételét tette lehetővé. (Forrás: Countrywide Financial Corporation, <http://about.countrywide.com/PressRelease/PressRelease.aspx?rid=1041245>)

<sup>29</sup> Forrás: <http://about.countrywide.com/SECFilings/Form8K.aspx>

Tisztán piaci megoldás egyik példa kapcsán sem született. Bár a német válságmegoldásoknál nem került sor közvetlen hatósági, illetve állami kockázatvállalásra, az állami, illetve tartományi tulajdonban lévő hitelintézetek szerepvállalása jelentős volt.

A Northern Rock esetében a brit hatóságok piaci megoldás keresésére tett, közel egy hónapig tartó erőfeszítései eredménytelennek bizonyultak. A pénzügyi piacok likviditáshiányos állapota nagyban csökkentette annak az esélyét, hogy olyan versenytársat sikerül a hatóságoknak találni, amely egy közepes bank megvásárlására elegendő likviditást tudott volna, illetve hajlandó lett volna előteremteni. Másfelől egy felvásárlás kivitelezése vélhetően hosszabb időigényű folyamat, különösen, ha figyelembe vesszük, hogy a Northern Rock tőzsdén jegyzett társaság, így szigorú ajánlattételi követelményeknek kell megfelelnie.

**Bár a piaci megoldások előnyben részesítése kiemelten fontos általános alapelv, a fentiek tükrében, potenciális rendszerszintű következmények esetén a hatóságoknak a piaci megoldás keresése kontra gyors beavatkozás dilemmáját is mérlegelniük kell.**

### C) A hatóságok válságmenedzselési előkészületei

A Northern Rock válságkezelése kapcsán az alábbi pontok mérlegelése, illetve vizsgálata kiemelten fontos:

- **A rendkívüli hitelnújtás nyilvánosságra kerülése nem segítette a bank operatív működésének helyreállítását, hanem tovább fokozta a bankkal szembeni bizalomvesztést (stigma jel).** (A kiszivárgott hírek, illetve az információáramlás felgyorsulása miatt a piac előbb tudott a Northern Rock számára nyújtott hitelről, mint ahogy a közlemény megjelent volna.) A bank jegybanki kitettségének folyamatos emelkedésére a piac a Northern Rock CDS-prémiumának emelkedésével reagált. Kérdés, hogy a jegybanki hitelnújtáshoz kapcsolódó stigma jel hogyan kezelhető.
- A hatóságoknak egy olyan eszköztárat kell kialakítaniuk, ami minden típusú válság esetén gyors és hatékony beavatkozásra ad lehetőséget. A kialakítás során a hatóságoknak fel kell készülniük arra az eshetőségre is, amikor az alkalmazott eszköz önmagában nem éri el a célját (pl. a Northern Rock számára, első alkalommal nyújtott rendkívüli jegybanki hitel).
- A koordinált és időszerű beavatkozás elősegítése érdekében olyan hatóságok közötti együttműködési eljárásokra és egyéb információmegosztást segítő megoldásokra van szükség, melyek alapján a hatóságok potenciális válság esetén hatékonyan egyeztetnek a válság értékeléséről, a rendelkezésre álló beavatkozási eszközökről, illetve azok hatásairól. (Az FSA jelentése szerint augusztus 9-től a három hatóság közötti információmegosztás folyamatos volt, legalább naponta egyszer konzultáltak egymással a piaci fejlemények megvitatása céljából.)

### D) A betétesek érdekeit védő, illetve a reálgazdasági hatásokat csökkentő szabályok

Annak érdekében, hogy a „túl nagy ahhoz, hogy bedőlni hagyjuk” (too big to fail) reakció kockázata minél kisebb legyen, megfelelő szabályok szükségesek a hitelintézetek fizetéseképtelenségének időben és hatékony módon történő kezeléséhez. (Hatékony kezelés alatt olyan megoldásokat értünk, melyekkel a pénzügyi rendszer más elemei legkevésbé sérülnek, illetve a reálgazdasági hatások a lehető legalacsonyabbak.) Ezzel együtt a bankok részéről jelentkező erkölcsi kockázat is csökken, illetve válság esetén a piaci bizalom is kevésbé sérül.

Ezek alatt a speciális szabályok alatt egyrészt **a kisbetétesek bizalmának megőrzését szolgáló, hiteles betétbiztosítást értjük, másrészt azokat a rendelkezéseket, melyek lehetővé teszik, hogy a fizetéseképtelenné váló hitelintézetek kritikus funkciói minél gyorsabban átadására kerüljenek más szereplőkhöz.**

A betétbiztosítási szabályok fontossága a Northern Rock válsága alatt is megmutatkozott. Mivel az angol szabályozás szerint a 2 000 és 35 000 font közötti összegre önrész vonatkozik, a betétesek rohamát kommunikációval nem lehetett megállítani. A bankfiókok előtt álló sorok csak akkor tűntek el, amikor az FSA bejelentette, hogy megszünteti a betétbiztosítás önrészét<sup>30</sup>, vagyis 35 000 fontig a betétek 100%-a biztosítva van.

<sup>30</sup> A betétbiztosító nem 100%-ban nyújt fedezetet, hanem az önrész mértékéig a betétes viseli a kockázatot.

A brit hatóságoknál a Northern Rock válságának jelentkezésekor már folyamatban volt egy munka, ami a bankok fizetőkép-telenségére vonatkozó szabályokat célzott megreformálni. A válság fokozódása kapcsán úgy értékelték a hatóságok, hogy a tervezett bankreform egyéb elemeinek kommunikálása sem várthat tovább magára. Az anyag által mérlegelésre javasolt tényezőket a 3. táblázat foglalja össze.

### 3. táblázat

#### A brit bankreformra tett javaslatok főbb pontjai<sup>31</sup>

Betétbiztosítás	Kritikus banki funkciók továbbvitele
A biztosított betétek minél rövidebb időn belüli kifizetése	Az ügyfélszámlák más hitelintézethez történő transzferálásának lehetősége
A különböző típusú megtakarítási formák egységes kezelése	A hitelintézetek fizetési rendszerekhez való hozzáféréseinek biztosítása az ügyélforgalom kiszolgálása érdekében
A betétbiztosítási alap finanszírozása	
Kommunikáció a megtakarítók felé az általuk vállalt kockázatok megértése érdekében	Hídbank (bridge bank) szerepének, valamint a felügyelet és a betétbiztosító hatásköre szélesítésének mérlegelése

<sup>31</sup> Forrás: <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2007/105.shtml>.

## 4. A jegybanki kommunikáció hatásossága

### 4.1. A PÉNZPIACI TURBULENCIA KAPCSÁN AZ ESZKÖZTÁRRAL KAPCSOLATOS KOMMUNIKÁCIÓ

A vizsgált jegybankok normál működésükben különböznek egymástól a kommunikáció stílusa és a transzparencia szintje tekintetében. Bár hagyományosan az angolszász jegybankokat tekintik a legranzparensbbnek, a közölt adatok tekintetében az EKB ítéltető a leginkább átláthatónak. Mind a négy vezető jegybank hetente publikálja mérlegét, ami a monetáris politikai eszköztárral kapcsolatos legalapvetőbb információ.<sup>32</sup> A multilaterális műveletek kapcsán tehát a jegybankoknak nem lett volna feltétlenül szükségük arra, hogy műveleteikről külön kommunikáljanak, vagy adatokat szolgáltatassanak, hiszen a végzett multilaterális műveletek ebből a szempontból teljesen a normál eszköztáron belül maradtak.

A Fed a turbulencia kitörésekor egy nyugtató hangvételű közleményt tett közzé, melyben éberségét jelezte és **felhívta a figyelmet arra, hogy a discount window, mint mindig, minden hitelintézet számára elérhető**. Később, a discount window kamatának 50 bázispontos mérsékléséről is külön közlemény született, melyben hangsúlyozták, hogy **a cél elsősorban a pénzüiaci szereplők megnyugtatása** (a közelebbi rendelkezésre állással és a tágabb effektív fedezeti körrel).<sup>33</sup> Ezzel párhuzamosan a műveleteket végző New York-i „Desk”<sup>34</sup>, a korábbiaktól eltérően magyarázó, edukatív jellegű közleményeket tett közzé műveleteiről. Fontos hangsúlyozni, hogy e közlemények nem azért születtek, mert a „Desk” valami megszokottól mérőben eltérőt csinált, hanem azért, hogy a szélesebb közvélemény megértse, hogy egyáltalán mi az, amit csinál. Az operatív kommunikáció jelentős élénkülését jelzi, hogy a „Desk” 2007. augusztusban 8 közleményt tett közzé, míg 2006 egészében mindössze csak egyet.

Az EKB rendszeresen és viszonylag (adatok tekintetében is) bőbeszédűen kommunikál eszköztárról normál időszakban is.<sup>35</sup> A rendkívüli műveletek kapcsán ők is mindvégig a piaci viszonyok helyreállítását, a piaci szereplők megnyugtatását jelölték meg indokul. Az EKB kommunikációjában nagyon fontos elem a monetáris politika irányultságára vonatkozó döntés és a likviditásmenedzsmentre vonatkozó döntések hangsúlyozott szeparációja. Utóbbit az EKB szisztematikusan (és joggal) technikainak minősítette kommunikációjában.<sup>36</sup> Az EKB azért is meglehet, hogy a likviditásmenedzsmentre vonatkozó döntéseket technikainak minősítse, mert az angolszász jegybankokkal ellentétben nem kellett módosítania az elfogadható fedezetek körét sem.

A Bank of England kezdeti kommunikációjában hagyományaira és hitelességére kívánt támaszkodni. Augusztus 10-i megszólalásában felhívta a figyelmet a folyosó tetejét jelentő egynapos hitel rendelkezésre állásra, és jelezte, hogy sztenderd tendereken keresztül nem fog több likviditást nyújtani a bankrendszernek, mint normál esetben tenné. A bank nem titkolta el, hogy ezen hozzáállása azon a hagyományos nézeten alapul, miszerint a folyosó büntetőkamata kell hogy vonatkozzon a likviditáskelésükben nem eléggé prudens hitelintézetekre. Szeptember 5-én, a következő tartalékperiódus kezdetekor, aztán a brit jegybank változtatott hozzáállásán. A rövid indoklást a piaci feszültségek (irányadó kamat és a piaci kamatok közötti tartós és nagy különbség) tartósságára vonatkozó utalás jelentette. Ekkor került bejelentésre a többletlikviditásallokáció és a kötelező-tartalék-célok körüli toleranciasáv kiszélesítése. A brit jegybank a következő lépésekről folyamatos közleményeket adott ki, a később tartott gyorstenderéhez kapcsolódó közleményében már hangsúlyozta, hogy mostani rendkívüli lépései egyébként a normál eszköztárt leíró „Red Book” részét képezik, tehát csak előre megtervezett típusú intézkedéseket alkalmaznak.

<sup>32</sup> Az EKB esetében fontos hangsúlyozni, hogy itt csak a monetáris politikai szempontból releváns konszolidált eurorendszer mérleg kerül hetente publikálásra, az egyedi jegybankok mérlegei nem. Így tehát külső elemzők számára nem áll rendelkezésre olyan adat, amely az eurorendszeren belül mutatná a műveletek igénybevételét, például a partnerek országa szerint.

<sup>33</sup> Idézet az augusztus 17-i közleményből „...These changes are designed to provide depositories with greater assurance about the cost and availability of funding...” (szerzői kiemelés).

<sup>34</sup> A Fed esetében a kommunikáció legalább három forrásból jön, hiszen a Board dönt discount window-ról, az FOMC dönt a kamatcélról, és a „Desk” dönt (az FOMC általános felhatalmazása alapján) a végzett műveletekről. A discount window-ról és az általános kérdésekről tehát a Board kommunikál, a műveletekről pedig a „Desk”.

<sup>35</sup> Erre azért is van szükség, mert az EKB kevésbé aktív mint a Fed, és eszköztárában jelentős hangsúly van a hitelintézetek aktivitásán, és az általuk készített helyes likviditáselőrejelzésen. Ezt segítő az EKB a likviditásmenedzsment tekintetében nagyon transzparens.

<sup>36</sup> Ennek közérthető kifejtését lásd pl. Jürgen Stark bajor bankszövetségben 2007. november 15-én elmondott beszédében:

(<http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071115.en.html>). Az EKB-nak azért is volt szüksége erre fokozott hangsúlyt helyezni, mert éppen közvetlenül a turbulencia kitörése előtt adott erős jelzést a monetáris politika szigorítására.

2007 decemberében a világ vezető jegybankjai szokatlan módon koordinált kommunikációt folytattak. December 12-én egyszerre jelentették be újabb rendkívüli lépéseiket a további bankközi piaci bizalomvesztés (leginkább az év végi pánik) megakadályozása érdekében. A kommunikáció időzítése összehangolt volt, de a tényleges lépések már valójában kevéssé fügtek össze. Az EKB és a svájci jegybank gyakorlatilag a Fed ügynökeként az amerikai jegybanktól származó dollárlikviditást nyújtott saját partnereinek. A brit jegybank ekkor jelentette be, hogy a sztenderd 3 hónapos repótenderén allokált mennyiséget jelentősen megemeli és azon az elfogadott fedezetek körét szélesíti, immár büntetőkamat nélkül. A japán és a kanadai jegybankok csak „üdvözölték” a lépéseket. Az összehangolt kommunikáció kétségtelenül erősebb hatással volt a piaci szereplőkre, mintha a jegybankok külön-külön kommunikáltak volna, annak ellenére, hogy valójában nagyméretű és széles körű műveleti együttműködésre (a Fed közvetlen dollárhitel-nyújtásának két jegybankon keresztüli kiterjesztésén kívül) nem került sor.

A turbulens időszak tanulságait eddig összegezve a három nagy jegybank közül az EKB-nak sikerült a leginkább konzisztens és hiteles kommunikációt követnie a turbulencia kezelése során. A közös európai jegybankot segítette eszköztárának normál felépítése (jelentős tartalékkötelezettség, nagy mozgástér a hitelműveletek méretében, nagyon széles elfogadott fedezeti kör), amely lehetővé tette számára, hogy a turbulencia kezelését egy jól végrehajtott technikai feladatként kommunikálja. A Fed esetében a kommunikációt nehezítette az eszköztár elemeinek és szervezetének viszonylagos bonyolultsága. A Fed eszköztárának felépítése akadályozta az amerikai jegybankot abban is, hogy a likviditásmenedzsmentre vonatkozó döntéseket kommunikációjában elkülönítse a monetáris politika irányultságára vonatkozó döntésektől (irányadó kamatcél csökkentése). A Bank of England esetében a kommunikáció hitelességének árthatott az az irányváltás a műveletekhez való hozzáállásban, amely augusztus eleje és szeptember eleje között végbement.<sup>37</sup>

## 4.2. AZ EGYEDI HITELINTÉZETEKNEL TÖRTÉNŐ EGYEDI BEAVATKOZÁSSAL KAPCSOLATOS KOMMUNIKÁCIÓ

(Az egyedi intézmények válságkezeléséhez kapcsolódó hatósági és hitelintézeti sajtónyilatkozatokat az 1. sz. melléklet foglalja össze.)

Az egyedi intézményi válságkezelésekhez kapcsolódó hatósági kommunikációra a német kisbankok, illetve a Northern Rock kapcsán került sor. A két esetet tekintve jelentősen eltért az alkalmazott transzparencia szintje, illetve a kommunikációhoz kapcsolódó hatósági együttműködés szorossága.

A német hatóságok esetében speciális helyzetet teremt, hogy az eurorendszer részei, és így a monetáris politikai műveletek tekintetében az EKB kommunikációja a döntő. Ugyanakkor az egyedi intézményi válságkezelésre vonatkozó eszközök használata a Bundesbank, illetve az egyéb német hatóságok hatáskörébe tartozik. A német hatóságok a válságkezelés témakörében normál időszakban is gyakorlatilag alig kommunikálnak, és ezzel konzekvensen a kis német bankok válsága során is viszonylag ritkán és szűkszavúan nyilatkoztak.

Az IKB válságakor az újságok híreiben az szerepelt, hogy a BaFin azzal az érveléssel győzte meg a piaci szereplőket a megmentési akcióban való részvételre, hogy be nem avatkozás esetén 1931 óta a legsúlyosabb pénzügyi válságra kerülhet sor.<sup>38</sup> (Ezt a Bundesbank később sajtóközleményében cáfolta.) Ettől eltekintve az IKB válsága idején a Bundesbank önálló kommunikációjára került sor, ami nem áll összhangban azzal, az EU hatóságok által általában képviselt alapelvvel, mely szerint a hatóságoknak közösen érdemes fellépniük a nagyobb fokú hitelesség érdekében. A Bundesbank által alkalmazott **kommunikáció célja a német bankrendszerrel szembeni bizalom megőrzése volt**. Hangsúlyt kapott, hogy a német bankválság kialakulására vonatkozó félelmek teljesen alaptalanok, és az IKB problémája intézményspecifikus, amit a KfW hatékony válságkezelése mederben tart.<sup>39</sup> A hatósági kommunikáció hitelességét rontotta, hogy pár héttel később kiderült, hogy egy másik német hitelintézet – a Sachsen LB – is súlyos gondokkal küzd.

<sup>37</sup> A helyzetet tovább súlyosbította a Northern Rock válsága és a korábban hangoztatott elvekkel éles kontrasztban álló későbbi hatósági (nemcsak jegybanki) intézkedések is.

<sup>38</sup> Pl. a következő cikkek tartalmaztak ilyen kijelentést: <http://www.larouchepac.com/news/2007/08/02/bafin-claims-worst-banking-crisis-germany-1931.html>, <http://www.euroweek.com/Article.aspx?ArticleID=1400370>.

<sup>39</sup> Az IKB válságára, illetve annak kezelésére vonatkozó részletesebb információkat csak a hitelintézet által kiadott közlemények tartalmaztak, melyek szintén megtalálhatóak az 1. sz. mellékletben.

A másik kérdés, ami az IKB válságkezelésnek kommunikációja kapcsán felmerül, **hogyan milyen kommunikáció szükséges, hogy kísérje a piaci megoldások kivitelezését.** A német kisbankok válságmenedzselése során erős hangsúlyt kapott a magán- és állami pénzügyi intézmények összefogása. Ugyanakkor ez az összefogás a külföldi befektetőkben azt az asszociációt is felkeltheti, hogy a hitelintézeteket csak az ösztönözhetette a részvételre, hogy maguk is jelentősen érintettek voltak a válság kapcsán.

A Sachsen LB esetében egyetlen, ez esetben a BaFin és a Bundesbank közös közleményének megjelentetésére került sor, ami üdvözölte a hitelintézetek összefogását a hitelintézetek likviditási problémájának enyhítése érdekében. Ez a közlemény már nem tartalmazott a bankrendszer állapotára, illetve a probléma széleskörűségére vonatkozó értékelést.

**A brit hatóságok a Northern Rock válságkezelése során közös, nyílt és rendkívül aktív kommunikációt folytattak, amit az alábbi tényezők támogattak:**

- A brit hatóságok az elmúlt időszakokban jelentős erőfeszítéseket (pl. együttműködési megállapodás, válságszimulációs gyakorlatok) tettek annak érdekében, hogy válság esetén közösen és hatékonyan lépjenek fel. Ezeket az előkészületeket nemzetközi viszonylatban az egyik legtranszparenssebben kommunikálták a közvélemény felé.
- A jegybanks mérleg publikálásán keresztül a piac számára átláthatóak a jegybanks műveletek. Bár a rendkívüli jegybanks hitelek az egyéb sorokon összesorva jelennek meg, egy jelentősebb összegű rendkívüli hitelnyújtás mindenképpen kitudódott volna.<sup>40, 41</sup>
- Végül, mivel a Northern Rock tőzsdén jegyzett társaság, az alkalmazott transzparencia mértékét nagyban meghatározta a piaci visszaélésekről (belfentes kereskedelem és piachelyfolyásolás) szóló irányelv (Market Abuse Directive – MAD) azon kitételének jogértelmezése, mely szerint a közzétételi előírástól el lehet térni, amennyiben a közzététel az intézmény jelentős érdekét veszélyeztetné. A Bank of England és az FSA jogászainak értelmezése szerint ez a kitétel nem lett volna alkalmazható, vagyis mindenképpen közzé kellett volna tenni az információt, ellenkező esetben félrevezették volna a tőzsdei befektetőket („misleading the public”)<sup>42</sup>.

A külső kommunikáció szerves eszközként szolgált volna a Northern Rockkal, illetve a brit bankrendszerrel szembeni bizalom támogatásában. Azonban a **transzparens kommunikáció hatásosságát nagyban csökkentette, hogy a hatósági bejelentést megelőzően kiszivárgott a hitelnyújtási művelet híre, továbbá a brit hatóságok több olyan intézkedés meghozatala mellett döntöttek a pénzügyi stabilitás támogatása érdekében, amelyek nem álltak összhangban korábbi üzeneteikkel.**

<sup>40</sup> Becslések szerint a Northern Rocknak nyújtott rendkívüli hitelek teljes állománya a teljes nyílt piaci állomány 30%-át tette ki. Ez azt is jelenti, hogy ennyivel csökkent a teljes repoállomány.

<sup>41</sup> Megjegyezzük, hogy ha az eurorendszeren belüli jegybank nyújt hitelt, az kevésbé követhető a piac számára, mivel az eurorendszerbe tartozó nemzeti jegybankok csak évente egyszer publikálnak külön mérleget.

<sup>42</sup> Az Európai Bizottság és az EKB jogászainak értelmezése szerint vissza lehetett volna tartani az információt, az intézmény jogos érdekeire hivatkozva – ez a jogértelmezési vita még nem dőlt el egyértelműen. Lehetséges, hogy direktíva módosításával érhető el a jogbiztonság ebben a kérdésben.

# 5. Hazai vonatkozások

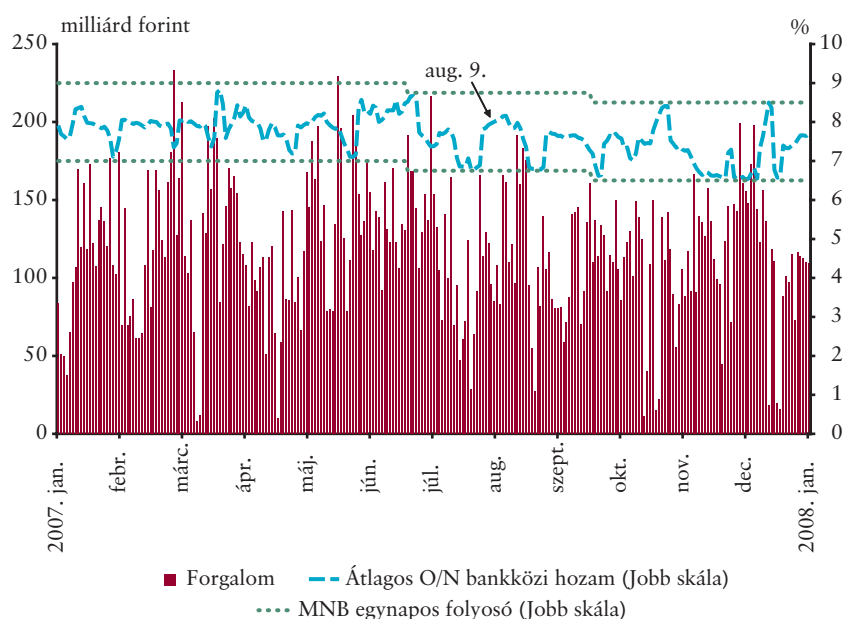
## 5.1. RENDSZERSZINTŰ HATÁSOK

### A bankközi forintpiacot ért hatások

A forintpiacok a többi feltörekvő piachoz hasonlóan reagáltak a turbulenciára. A hazai bankközi forintpiacon érdemi hozamemelkedés nem történt, és a piac kiszáradása sem volt megfigyelhető.

#### 13. ábra

#### A forint egynapos fedezetlen hitelkamatának alakulása az MNB kamatfolyosóján belül és a fedezetlen bankközi forgalom alakulása



Forrás: MNB.

A forintéhoz hasonló feltörekvő piacokon a külfölddel való pénzügyi kapcsolatban a legfontosabb szegmens az FX-swapoké. Ez a pénzügyi szegmens az, amely összeköti az egyes devizák rövid lejáratú pénzügyait, azáltal, hogy az egyik devizában denominált likviditás másik devizában denominált likviditássá alakítható. Az euro- és a dollárpiacokon kívül az összes deviza piacán meghatározó jelentőségű az FX-swap szegmens (ami éppen az adott deviza és a dollár vagy az euro közötti cserét jelenti, tehát az adott devizaliquiditást összeköti a dollár- és euroliquiditással, illetve azokon keresztül a többi deviza piacával). Több fejlett ország jegybankja is beszámolt a pénzügyi nehézségek e szegmensben való megjelenéséről.<sup>43</sup> A hazai üzletkötők beszámolója alapján a főbb devizák piacán tapasztalható likviditásfelhalmozás („liquidity hoarding”) a forinttal szembeni dollár és euro FX-swapok esetében is jelentkezett. Egyes üzletkötők elmondása szerint a hosszabb lejáratú swapok esetében a külföldi árjegyzők vonakodtak (jegyzéseik aszimmetrikusan szétnyíltak) devizát adni forintért a swapok keretében. Az MNB rendelkezésére álló adatokból ugyanakkor nem olvasható ki jelentős rendellenesség ebben a piaci szegmensben. Lokálisan emelkedett a forgalom és kismértékben csökkent a külföldiek által a swappiacon keresztül a magyar bankoktól nettó módon felvett forintállomány („nettó swapállomány”), de ezen elmozdulások nagysága nem tekinthető jelentősnek, vagy olyan mértékűnek, amit jelzésnek lehetne tekinteni a kiszáradás vagy egyirányúvá válás tekintetében.

<sup>43</sup> Ezek a piacok jellemzően lényegesen fejletlenebb a fedezetlen piac és a repopiac (ez utóbbi különösen igaz Magyarországon). Az FX-swappiac jelentősége már olyan jelentős devizák piacán is meghatározó, mint a font, vagy a japán jen. A subprime turbulencia kapcsán mind a Bank of England, mind pl. az Új Zéland-i jegybank külön bekezdéseket szentelt az FX swappiaci fejleményeknek pénzügyi stabilitási jelentéseiben.

## Az MNB monetáris politikai eszköztára

A magyar jegybank eszköztárának elvei megegyeznek a vezető jegybankokéval, ugyanakkor az MNB helyzete sokban különbözik azokétól. A legfontosabb különbség (az összes feltörekvő piacra jellemző) a hazai strukturális likviditástöbblet, amely azt jelenti, hogy rendszeres irányadó műveleteivel a magyar jegybank nem likviditást nyújt, hanem likviditást „szív ki” a bankrendszerből betétoldali tender formájában. Mivel a bankrendszernek strukturális likviditásfeleslege és nem likviditáshiánya van, ezért egy esetleges ilyen jellegű bankközi válság forintpiacra való áttérése esetén a jegybank normál (kéthetes MNB-kötvény) tendereiben maguk a bankok dönthetnének úgy, hogy átmenetileg kevesebb likviditást kötnek le kéthetes kötvény formájában és megváltoztatják tartalékteljesítési szokásaikat.<sup>44</sup>

Természetesen a fő jegybankok által a bankközi turbulencia kezelésére bevetett hiteloldali gyorstenderek a magyar jegybank eszköztárában is megtalálhatóak. Ha egy esetleges hazai (forint-) piaci turbulencia olyan hirtelen és gyors lefolyású lenne, hogy a legközelebbi kéthetes kötvény lejáratának kivására sincs idő, vagy az érintett bankokon e lejárat nem segít, úgy a magyar jegybank számára is rendelkezésre áll a vezető jegybankok által a válság kezelése során gyakran bevetett hiteloldali gyorstender eszköze. Hangsúlyozni kell, hogy ugyanúgy, ahogyan a vezető jegybankok, az MNB is folyamatos korlátlan egynapos fedezett hitel rendelkezésre állást nyújt a bankoknak a kamatfolyosó tetején irányadó kamat + 100 bázispontos hozam mellett. A gyorstender ehhez hasonló, azzal a kivétellel, hogy ez utóbbit irányadó kamaton (vagy változó kamatú tendere esetében annak közelében) végezné a jegybank, illetve, hogy ennek lejáratára rugalmasan, gyakorlatilag bármilyen hosszúságúra alakítható. A gyorstender hozadéka egy ilyen helyzetben a rugalmasságon túl, hogy magának a bejelentéshez kapcsolódó kommunikációnak („signalling”) pszichológiai nyugtató hatása lehet.

Az MNB jegybankként korlátlan mennyiségű forintlikviditást tud nyújtani, ebben elvileg **egy tényező akadályozhatja**, ez pedig **a rendelkezésre álló elfogadható fedezetek (értékpapírok) mennyisége és annak bankok közötti eloszlása**. Amennyiben a bankok egy részének ilyen helyzetben nincs elég normál esetben elfogadott értékpapír-fedezete<sup>45</sup>, és ezen bankok részvétele az MNB rendkívüli hitelműveletében fontos a turbulencia csillapításához, akkor a magyar jegybank – hasonlóan több külföldi jegybank által augusztusban már megtett lépéshez – **a rendkívüli fedezetikör-tágítás eszközeihez is nyúlhat**.

A hazai bankközi piac és a vezető jegybankok devizáinak jóval likvidebb piaci közötti további különbség, hogy a forint egynapos bankközi hozam megszokott, normál volatilitása nagyobb a főbb devizákénál. Ez azt jelenti, hogy míg pl. az EKB az egynapos euro bankközi hozam 40 bázispontos ugrásából azonnal képes volt érzékelni a turbulenciát, a forint piacon az ilyen mértékű ugrások jelenleg nem jelentenek egyértelmű jelet a piaci rendellenességre, hiszen viszonylag gyakran megtörténnek. **A magyar jegybank esetében tehát különös hangsúly van az üzletkötők beszámolóiból származó információkon a helyzet megítélésében.**

## 5.2. EGYEDI HITELINTÉZETI HATÁSOK ÉS VÁLSÁGKEZELÉS

**A pénzügyi piacokon zajló turbulenciák az elmúlt hónapokban nem okoztak olyan erőteljes, azonnali hatásokat a magyar hitelintézetek esetében, ami a hatóságok beavatkozását igényelte volna.** Ennek több oka is van. Egyrészt a hazai hitelintézetek nem rendelkeztek szignifikáns pozíciókkal az értékpapírosított „subprime” követelések piacán, továbbá a hazai bankközi forintpiacon keresztüli likviditásbevonásukat sem korlátozta a piaci likviditás csökkenése, illetve a hozamok jelentősebb emelkedése.<sup>46</sup> Másrészt a pénzügyi piaci turbulenciák nem érintették a hazai hitelintézetek külföldi anyabankjait olyan mértékben, hogy annak rövid távon jelentős kihatása lett volna a hazai leánybankok likviditási helyzetére, működésére.

Az MNB folyamatosan követi a nemzetközi eseményeket, és elemzi a magyar hitelintézetek sokkokkal szembeni ellenálló képességét, illetve sérülékeny pontjait. Arra az esetre, ha – az intézmények és a hatóságok válságmegelőzésre tett intézkedései el-

<sup>44</sup> Megjegyzendő, hogy a magyar bankok jellemző tartalékteljesítési mintája már eleve „front loading” jellegű, tehát jellemzően a periódus első felében teljesítik a tartalékkötelezettség arányosan nagyobb részét. Azt is fontos hangsúlyozni, hogy természetesen önmagában a vártnál kisebb kéthetes kötvényelhelyezés egyáltalán nem jelenti azt, hogy a hazai bankközi piacon bármiféle rendellenesség van.

<sup>45</sup> Az MNB normál esetben a forint magyar állampapírokat (beleértve az MNB-kötvényt), a BÉT-re bevezetett, forintban denominált jelzálogleveleket, valamint a legalább „A-” eszköz vagy kibocsátói hitelminősítéssel rendelkező, BÉT-re bevezetett forintban denominált kötvényeket fogadja el fedezetként. A magyar bankrendszer rendszerszinten nagyon nagy mennyiségű, e kritériumnak megfelelő értékpapírral rendelkezik, a bankok teljes állománya 2500–3000 milliárd forint között ingadozik, amelyből átlagban kb. 500 milliárd forintnak megfelelően normál esetben is zárolnak az MNB javára.

<sup>46</sup> Hosszabb távra tekintve azonban a hazai bankok jövedelmezőségére számottevő hatással lehet a külföldi forrásköltségek emelkedése, illetve az azokhoz való korlátozott hozzáférés.

lenére – egyedi hitelintézeti válság következik be, a hatóságok akciótervek kidolgozásával, illetve rendkívüli eszköztár alkalmazásával készülnek fel. Az MNB is rendelkezik egy belső eljárásrenddel, valamint kidolgozott egy rendkívüli eszköztárat az intézményi szintű válságok kezelésére. Az intézményi szintű előkészületek mellett a hatóságok közötti együttműködés erősítése terén is jelentős előrelépések történtek az elmúlt pár évben mind hazai, mind nemzetközi viszonylatban. **Mindezen előkészületek hozzájárulnak ahhoz, hogy egy potenciális jövőbeni válság esetén a magyar hatóságok gyorsan és hatékonyan avatkozzanak be, ezáltal minimalizálva a válság teljes reálgazdasági költségét.**

**Ezeket az akcióterveket és a rendkívüli eszköztárat a hatóságok folyamatosan fejlesztik, figyelembe véve a piaci fejleményeket, valamint a hatóságok válságmenedzselési tapasztalatait.** Az elmúlt időszak nemzetközi tapasztalatai tükrében a magyar hatóságoknak az alábbi pontokon érdemes értékelniük az egyedi intézményi válságkezelésre vonatkozó előkészületeiket.

- **Válságmenedzselési döntéstámogatás módszertani fejlesztése.** Bár egy potenciális intézményi válság esetén a hitelintézet vezetőinek, valamint a tulajdonosainak az elsődleges feladata a likviditási, illetve szolvenciaprobléma megoldása, a pénzügyi stabilitás megőrzése érdekében hatósági beavatkozásra is sor kerülhet. Annak érdekében, hogy hatósági beavatkozásra csak indokolt esetben kerüljön sor, az MNB – az EU-ajánlásokkal összhangban – egy olyan módszertant fejleszt ki, ami a válság pénzügyi rendszerre, illetve reálgazdaságra gyakorolt hatásainak minél objektívebb értékelését segíti (rendszerkockázati elemzés).
- **Belföldi hatósági együttműködési keretrendszer erősítése.** A piaci turbulenciák kapcsán szükségessé váló egyedi intézményi válságkezelések felhívták a figyelmet a hatóságok közötti együttműködés, valamint a tiszta feladat- és hatáskör-elhatárolás fontosságára. Válsághelyzet esetére az MNB, a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelte és a Pénzügyminisztérium feladat- és hatáskörmegosztását, az intézmények közötti információáramlás tartalmát és menetét, valamint a válságok értékelése és kezelése kapcsán szükséges hatósági koordináció formáját együttműködési megállapodás szabályozza. Az együttműködés hatékonyságának, illetve a hatóságok felkészültségének további javítására eszközként szolgálnak a válságszimulációs gyakorlatok, melyek egy hipotetikus hitelintézeti válság szimulálásával teszik lehetővé a hatóságok közötti együttműködés hatékonyságának értékelését, és a potenciális érdekkonfliktusok, továbbfejlesztendő területek feltárását.
- **Ügyfeleket védő mechanizmusok átgondolása.** Magyarországon a biztosított betétek felére terjed ki az Országos Betétbiztosítási Alap kártalanítási kötelezettsége.<sup>47</sup> Ez a részarány nemzetközi összehasonlításban is magasnak értékelhető, vagyis a kártalanítási plafon felülvizsgálata véleményünk szerint nem időszerű. Ugyanakkor a brit háztartások reakciói felhívják a figyelmet az önrész előírása ellen szóló érvekre. (Az önrész intézménye mellett erkölcsi kockázatminimalizási szándék szól, míg ellene a betétesek bizalmának erősítésében játszott, kevésbé hatásos szerepe.) Emellett a betétbiztosítás bizalom megőrzésében játszott szerepe erősíthető a kártalanítás gyorsaságának növelésével.<sup>48, 49</sup>

Szükséges átgondolni, hogy a magyarországi jogszabályokba hogyan ültethetőek be olyan automatizmusok, amelyek a hitelintézetek fizetéseképtelensége esetén a kritikus funkciók más szereplőknek történő átadását segítenék, és ezáltal a reálgazdasági hatásokat mérsékelnék. A brit javaslatokon túlmenően (az ügyfélszámlák más hitelintézethez történő transzferálása lehetőségének vizsgálata, a hitelintézetek fizetési rendszerekhez való hozzáféréseinek biztosítása az ügyfélforgalom kiszolgálása érdekében) érdemes megvizsgálni a levelező banki szolgáltatás és a letétkezelt portfóliók átadására vonatkozó automatizmusok kiépítésének lehetőségét. (A jelenlegi szabályozás nem ad prioritást ezen funkciókkal kapcsolatos igényre, így a levelező banknál ragadt összegekhez, illetve a letétkezelt portfólióhoz való hozzájutás akár hosszabb időt is igénybe vehet.) A megoldási javaslatok kidolgozásánál figyelemmel kell lenni az automatizmus költségigényére, illetve a várt hasznokra. Így például a hídbank felállításának és működési keretei kidolgozásának költségei jelentősek lehetnek, és elképzelhető, hogy meghaladják a megoldás hasznait.

<sup>47</sup> Forrás: OBA. Az arányszám számításánál 2006. december végére vonatkozóan hitelintézetenként összesítettük a potenciális kártalanítási kötelezettségeket, és viszonyítottuk a Hpt. 99-100. §-ában meghatározott, az OBA által biztosított betétekhez. A kártalanítási kötelezettségek számítása a Hpt. 101. §-a alapján történt, mely szerint hitelintézetenként az egymillió forint alatti, nem-pénzügyi szektorok által elhelyezett betétek, illetve a hozzá kapcsolódó kamatkövetelések teljes mértékben OBA által biztosítottak, míg az 1–6,6 millió forint közötti betétrésze 10%-os önrész vonatkozik.

<sup>48</sup> Az OBA a Hpt. rendelkezései alapján a betétek befolyása esetén 15 napon belül meg kell hogy kezdje és három hónapon belül meg kell hogy fejezze a kártalanítást (további kétszer három hónapra meghosszabbítható).

<sup>49</sup> A kifizetés időigényének csökkentése érdekében az OBA történetében előfordult már, hogy kisebb hitelintézetek esetében a biztosított betéteket egy másik hitelintézet egy csomagban vette át. Kérdés, hogy nagyobb intézmények esetén hogyan valósítható meg a biztosított betétek ilyen módon történő átadása a versenyjogi szabályok betartása mellett. Szintén a kifizetés gyorsaságát növelte a Rákóczi Hitelszövetkezet kártalanítási eljárása során alkalmazott OBA Betétbiztosítási Kártya.

- **Kommunikációs akciótervek fejlesztése.** Tekintve, hogy rendkívüli helyzetekben gyorsan és előre nem láthatóan alakulhatnak a piaci körülmények és reakciók, illetve új információk kerülhetnek nyilvánosságra, csak megfelelően időzített, óvatos, továbbá a „köznép” számára is világos és egyértelmű üzeneteket közvetítő kommunikáció érheti el célját. Az MNB a válsághelyzetben történő belső és külső kommunikációra akciótervet dolgozott ki, amit a nemzetközi tapasztalatok figyelembevételével felülvizsgál, illetve szükség szerint kiegészít.

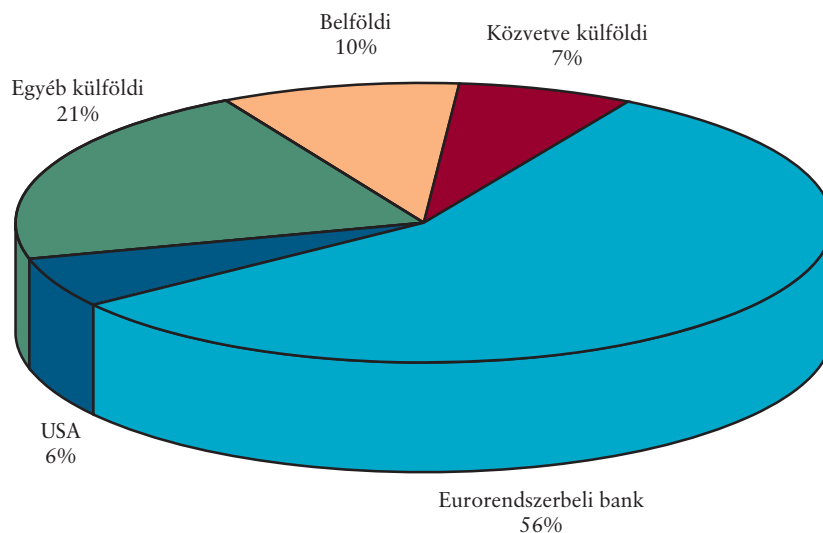
A hatóságok hitelességének megőrzése érdekében szintén fontosnak tartjuk, hogy a válságkezelésbe bevont hatóságok egy-egy álláspontot képviseljenek a helyzet értékelésére és megoldására vonatkozóan. Ennek megfelelően a fent említett háromoldalú együttműködési megállapodás kiterjed a külső kommunikáció kapcsán szükséges koordináció szükségességére és menetére, melynek hatékony alkalmazását segítik az előző pontban említett válságszimulációs gyakorlatok.

Az elmúlt hónapok egyedi hitelintézeti válságai limitált külföldi fertőzési kockázatot jelentettek. Ugyanakkor nem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy az EU pénzügyi piacain egyre erősödő integráció és innovációk, amellyel javítják az EU pénzügyi szektorának hatékonyságát és így módon erősítik a pénzügyi stabilitást, egyben növelik a határon átnyúló fertőzés valószínűségét is. **A magyar hitelintézeti szektor** – hasonlóan Kelet-Közép-Európa többi országához – **a magas külföldi tulajdonosi jelenlétén keresztül különösen kitett más ország pénzügyi intézményeit érintő problémáknak.** Ahogy azt a 14. ábra is szemlélteti, a közvetett és közvetlen tulajdonrészt egyaránt figyelembe véve a magyar hitelintézetek közel 90%-a többségi külföldi tulajdonban van, melyen belül is kiemelt részt képviselnek az eurorendszerbeli székhelyű bankok. Az anyabankoktól való függőséget erősíti az anyabankok által nyújtott, illetve szervezésükben bevont külföldi források jelentős részaránya, valamint a hitelintézetek csoporton belüli ügyletekből eredő kockázati kitettségei.<sup>50</sup> (A hitelintézetek idegen forrásainak közel 1/3-a külföldi hitel, melynek közel fele külföldi tulajdonosi hitel.<sup>51</sup>)

#### 14. ábra

##### A magyar hitelintézeti rendszer tulajdonosi megoszlása

(mérlegfőösszeg alapján számolt piaci részesedés, 2007. december)



Forrás: MNB.

<sup>50</sup> Továbbá közvetett hatásként jelentkezhethet, hogy ha az anyabankok elszenvedett veszteségeik miatt kockázatkörülüküket erősítik, ami a teljes csoport stratégiájára is kihathat.

<sup>51</sup> 2007. szeptemberi hitelintézeti adatszolgáltatás alapján.

A külföldi anyabanki háttér kockázati megítélése kettős. Általában a stabil, tőkeerős tulajdonosi háttér pozitívan hat a hitelintézetek hitelkockázati megítélésére, feltételezve, hogy egy esetlegesen fellépő likviditási vagy szolvenciaprobléma esetén az anyabank leányvállalata mögé áll. Ugyanakkor abban az esetben, ha az anyabanknál probléma keletkezik, a sokk komolyan ki-hathat az itteni leánybankok működésére a finanszírozási kapcsolatokon, a kockázati kitétségeken vagy akár tisztán csak a bankkal szembeni bizalom megrendülésén keresztül.

**A magyar hitelintézeti rendszer fent ismertetett jellegzetessége** – a hazai együttműködést fejlesztő lépések mellett – **a határon átnyúló hatósági együttműködés erősítésének szükségességére hívja fel a figyelmet.** A több országban jelentős tevékenységet kifejtő bankcsoportoknál fellépő válság menedzselése során a határon átnyúló információmegosztás és válságvértékelés, valamint a csoportszinten optimális megoldás megvalósítása jelentős kihívás elé állítaná az érintett jegybankokat, felügyeletket és pénzügyminisztériumokat. Ennek megfelelően a hatóságoknak még normál időszakokban szükséges előkészületeket tenni a válsághelyzetben való, határon átnyúló hatékony együttműködés és válságmegoldás elősegítése érdekében.

Az elmúlt időszakban EU-szinten jelentős hangsúlyt kapott a válsághelyzetben történő, hatékonyabb határon átnyúló együttműködést segítő keretrendszer fejlesztése. Emellett kezdeményezések történtek annak érdekében, hogy a pénzügyi stabilitás megőrzésére rendelkezésre álló eszközök határon átnyúló használatának feltételei biztosítva legyenek (pl. határon átnyúló eszköztranszfer lehetősége, betétbiztosítási alapok együttműködésének javítása).<sup>52</sup>

Az EU-szintű, határon átnyúló együttműködésre vonatkozó keretrendszer operacionálissá tételét segíti, ha a több országban jelentős tevékenységet kifejtő bankcsoportoknál – a bankcsoportok jellegzetességeit figyelembe véve – megfelelő regionális előkészületek is történnek: önkéntes együttműködési megállapodások keretén belül konkretizálják az információmegosztás folyamatát és tartalmát, a beavatkozást igénylő esetekben a hatóságok közötti feladat- és hatáskörmegosztást, valamint a beavatkozások költségmegosztásának formáját. Ennek megfelelően **a magyar hatóságok az alábbi pontokon tettek, illetve terveznek lépést tenni a regionális együttműködés erősítése érdekében:**

- **Normál időszakokban történő információmegosztás és véleménycsere.** Az MNB szükségesnek látja, hogy a régió bankstruktúráját figyelembe véve normál időszakban is megrendezésre kerüljenek olyan regionális fórumok, ahol a hatóságok megoszthatják információikat, tapasztalataikat és nézőpontjaikat a válságmenedzsment témában. Első ízben, 2007. májusban az osztrák hatóságok rendeztek ilyen jellegű konferenciát, ahol az osztrák, cseh, szlovák és magyar hatóságok képviselői megvitatták nemzeti válságkezelési előkészületeiket, a szimulációs gyakorlatokkal kapcsolatos tapasztalataikat, illetve a témával kapcsolatos egyéb aktuális kérdéseket, problémákat.
- **Regionális együttműködési megállapodások kötése.** Az MNB kétoldalú vagy regionális együttműködési megállapodások kötését szorgalmazza olyan országok hatóságaival, amely országokban működő anyabankok jelentős tevékenységet folytató magyar leánybankkal rendelkeznek, illetve ahol magyar bankok rendelkeznek más ország pénzügyi rendszere szempontjából jelentős leányvállalattal.
- **Regionális válságszimulációs gyakorlatok tartása.** Az MNB 2008-ban a régió hatóságaival együtt regionális válságszimulációs gyakorlatban tervezi tesztelni egy több ország pénzügyi rendszerére, illetve reálgazdaságára jelentős mértékben ható hitelintézeti válság során megkívánt hatósági együttműködés hatékonyságát.

<sup>52</sup> Tökemegfelelési Direktíva, Pénzügyi Konglomerátum Direktíva, EU-szintű önkéntes együttműködési megállapodások, ajánlások, válságszimulációs gyakorlatok. (Részletesen lásd: The EU arrangements for financial crisis management, ECB Monthly Bulletin, 2007. febr., elérhetőség: [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pp73-84\\_mb200702en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pp73-84_mb200702en.pdf), illetve 2007. október 9-i európai bizottsági állásfoglalás, elérhető: [www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/en/ecofin/96351.pdf](http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ecofin/96351.pdf).)

## 6. Következtetések

A világ vezető jegybankjai és egyéb hatóságai kivétel nélkül reagáltak az amerikai jelzáloghitel-piacról kiinduló pénzügyi piaci turbulencia bankközi piacokra és hitelintézetekre gyakorolt hatásaira. A reakciók egyrészt multilaterális intézkedésekben, másrészt egyedi hitelintézetek kényszerű, bilaterális megsegítésére vonatkozó műveletekből álltak.

A multilaterális (tehát a jegybanki monetáris politikai eszköztárral végrehajtott) műveletek három fő intézkedési csoportból álltak: 1. ideiglenesen növelték a bankrendszer rendelkezésére álló jegybankpénz-mennyiséget, 2. megváltoztatták a hitelműveletek lejáratú struktúráját, 3. szélesítették az elfogadható fedezetek körét. A jegybanki beavatkozások bizonyos szempontból sikeresnek, bizonyos szempontból kudarcként értékelhetők:

- **Sikeresek voltak a jegybankok abban**, hogy a legrövidebb bankközi pénzügyi szegmensben a kereskedés helyreállt és az operatív célként használt **egynapos hozamok visszatértek a célnak megfelelő szintre**. A fő nemzetközi jegybankok hitelműveleteinek technikai sikerességét alapesetben az egynapos vagy a hónapon belüli bankközi hozamok alakulásában mérik. E kritérium alapján a jegybankok eszköztárai sikeresnek bizonyultak. A jegybanki rendkívüli műveletek és az egynapos hozamok feletti kontroll visszaszerzése a jegybanki hitelességen és a pszichológiai mechanizmusokon keresztül hozzájárulhatott a piaci szereplők megnyugtatásához.
- **Kudarcként értékelhető** ugyanakkor az, hogy a hosszabb lejáratokon és más pénzügyi szegmensekben **a hitelfelárak a sokszerű ugrást követő magas szinten maradtak, azokra a jegybanki műveletek érdemi vagy tartós hatást nem tudtak gyakorolni**. Bár azzal kapcsolatban lehetnek viták, hogy ezen szegmensekre való hatásgyakorlás valóban a jegybankok eszköztárának a feladata-e, azt mindenképpen be kell ismerni, hogy a jelenleg fennálló helyzet a monetáris politika transzmissziójának hagyományos modellje alapján komoly problémát jelent a jegybankoknak. A 3 hónapos bankközi hozamok a főbb devizákban a nagyméretű hitelfelárak miatt jelenleg nem tükrözik az irányadó kamatok várt pályáját, és a hitelfelárak volatilitása okán az ezek szintje feletti jegybanki kontroll jelenleg gyenge. E hiányosságnak jelentős implikációi lehetnek a jegybankok pénzügyi stabilitási funkciójának szempontjából is, hiszen e jegybanki funkció nemcsak az egynapos bankközi pénzügyi piac stabilitására vonatkozik, hanem általában célozza a pénzügyi rendszer stabilitását.

Az eszköztár csak egy (operatív) célt kíván elérni, nincsenek egyéb közvetlen céljai. Ez normál időszakban segíti a jegybanki műveletek átláthatóságát, hatékonyságát és a piaci funkciók torzításának elkerülését. A jelenlegihez hasonló turbulencia kezelése szempontjából ugyanakkor ez az eszköztár nem ad olyan eszközöket a jegybankok kezébe, amelyekkel azok a pénzügyi piacok egyéb szegmenseire közvetlenül hatni tudnak. A modern jegybanki eszköztárakat nem a válságkezelésre vagy a hitelpiaci sokkok csillapítására tervezték, hanem a rövid bankközi hozamok hatékony, de a piac funkcióit megőrző befolyásolására. Az, hogy a válságkezelésre vonatkozóan kell-e, és milyen irányban kell a jegybanki eszköztárakban a pénzügyi piacok stabilitására vonatkozó jegybanki szempontokat megjeleníteni, egy jelenleg nem megoldott elméleti dilemma.

Magyarországon a turbulencia érdemben nem érezte hatását a bankközi pénzügyi piacokon, így az MNB-nek nem kellett beavatkozni. A magyar jegybank eszköztárában természetesen rendelkezésre állnak mindazon eszközök, melyeket a vezető jegybankok saját devizáik piacán bevetettek. Az MNB feltörekvő piacokon megszokott strukturális likviditástöbblete az ilyen típusú válságokban megkönnyítheti a bankközi piaci turbulenciák jegybank általi kezelését. A pénzügyi zavarok hazai észlelésében és elemzésében kiemelt szerepet kell adni a forint FX-swappiac vizsgálatának, mely a fedezetlen bankközi forintpiacnál jóval jelentősebb a hazai bankrendszer likviditáskezelése szempontjából.

**A jelen tanulmányban említett egyedi intézményi válságkezelések során a hatósági döntéseket, illetve a piaci reakciókat nagyban meghatározta a speciális piaci környezet, vagyis a pénzügyi piacokon kialakuló mély bizalmi válság.** Ennek szem előtt tartásával az alábbiakban az esettanulmányok alapján levonható legfontosabb tanulságokat emeljük ki, melyek általánosítása a speciális körülmények fennállása miatt nem szerencsés, illetve további vizsgálatot igényel.

- A hatósági beavatkozások indokoltságát alapvetően a hitelintézet válságának potenciális rendszerkockázati hatásai határozzák meg. Ugyanakkor általános piaci bizalmi válság esetén számos olyan tényező erősítheti a bizalmi válság elmélyülésének veszélyét, ami miatt egy, a pénzügyi rendszerben nem jelentős szerepet betöltő szereplő válsága esetén se jelezhetőek előre

a piaci reakciók. **Ez felveti azt a kérdést, hogy egy mély bizalmi válság során bekövetkező egyedi hitelintézeti válság esetén a hatóságok egyáltalán fel tudják-e vállalni a meg nem mentésből fakadó kockázatokat, ha nem sikerül időben piaci megoldást találniuk.**

- **Bár fontos általános alapelvnek tartjuk, hogy hitelintézeti válságkezelés során előnyben kell részesíteni a piaci megoldásokat a hatósági beavatkozásokkal szemben, az alapelvet rugalmasan kell alkalmazni.** Így mérlegelni kell azt is, hogy az adott körülmények közepette mennyire reális piaci megoldást találni, illetve a minél gyorsabban kivitelezett hatósági beavatkozás nem alkalmasabb eszköz-e a válság kezelésére.
- A Northern Rock esetében a jegybanki hitelnyújtás, illetve a kapcsolódó kommunikáció önmagában nem volt elegendő a hitelintézettel szembeni piaci bizalom helyreállításában. A hatóságok jelezték ugyan, hogy tisztán likviditási problémáról van szó, amelynek kezelésében a jegybank segítséget nyújt, de a betétkivonás nem állt meg. **A jegybankoknak rendkívüli hitelnyújtás esetén fel kell készülniük, hogy azt a piaci szereplők „stigmaként” értékelhetik, illetve más hatóságokkal együttműködve további intézkedési lehetőségeket is ki kell dolgozniuk arra az eshetőségre, ha a rendkívüli hitelnyújtás, illetve a kapcsolódó kommunikáció nem éri el célját.**
- Fontos, hogy a kisbetétesek bizalmának megőrzését **hiteles betétbiztosítás** támogassa, valamint az erkölcsi kockázat minimalizálása érdekében olyan **szabályozások, eljárások legyenek kidolgozva, amelyek lehetővé teszik, hogy a fizetésképtelenné váló hitelintézetek kritikus funkciói minél gyorsabban átadásra kerüljenek más szereplőkhöz.**
- A külső kommunikáció szerves eszköze lehet a problémás bankkal, illetve a pénzügyi rendszer egészével szembeni bizalom helyreállításában, megőrzésében. Ugyanakkor **csak az óvatos, a korábban kommunikált alapelvekkel és értékeléssel konzisztens, a „köznép” számára is világos és egyértelmű üzeneteket közvetítő kommunikáció érheti el célját.**

A brit és német bankok válságkezelése kapcsán levont tanulságokat figyelembe véve a magyar jegybank értékelte az egyedi intézményi válságkezelésre vonatkozó előkészületeit, és **azonosította azokat a pontokat, ahol a jelenleg rendelkezésre álló rendkívüli eszköztár és a különböző típusú válságok kezelésére kidolgozott akciótervek tovább fejleszthetőek.** Emellett, mivel a hazai hitelintézeti szektor a magas külföldi tulajdonosi jelenlétén keresztül jelentős mértékben kitett más országok pénzügyi rendszerét érintő problémáknak, az MNB **kiemelt prioritású feladatként kezeli a határon átnyúló hatósági együttműködés további erősítését.**

# 1. sz. melléklet: Az anyagban tárgyalt egyedi rendkívüli hatósági intézkedésekhez kapcsolódó kommunikáció részletes leírása időrendi bontásban

## A) IKB

### Hatósági sajtókommunikáció:

#### 2007. augusztus 2. – A Bundesbank állásfoglalása

A nyilatkozat a következő fő pontokat tartalmazza:

- A német bankválság kialakulására vonatkozó félelmek teljesen alaptalanok. Az IKB problémája intézményspecifikus, és a KfW azt hatékonyan kezeli.
- A német hitelintézetek amerikai ingatlanpiaci kitétsége összességében menedzselhető és limitált. A kitétség jó minőségű eszközökre koncentrálnak.
- A jelenlegi gazdasági helyzet 1931-es bankválsággal való összevetése teljesen abszurd.

[http://www.bundesbank.de/download/presse/presstexten/2007/20070802\\_weber\\_en.pdf](http://www.bundesbank.de/download/presse/presstexten/2007/20070802_weber_en.pdf)

#### 2007. augusztus 14. – A Bundesbank elnökének nyilatkozata a pénzügyi piacokon tapasztalható feszültségekkel kapcsolatban

A pénzügyi piacokon a kockázatok árazása kezd normalizálódni. Ugyanakkor megfigyelhető a kockázatvállalási hajlandóság csökkenése. Az eurorendszer gyorsrendezést szervezett a hitelintézetek napi likviditásmenedzselésének támogatására, ami hatékonyan bizonyult, és a piaci likviditás szintje emelkedett.

Az egyedi hitelintézetek szintjén a potenciális veszteségek összességében limitáltak. Az IKB problémája intézményspecifikus volt, a KfW és a német bankrendszer megállapodott, hogy összefognak a problémák megoldása érdekében.

A pénzügyi piacokon tapasztalható feszültségek ellenére az európai és a német gazdasági kilátások pozitívak.

<http://www.bundesbank.de/download/presse/presstexten/2007/20070814.statement.weber.en.pdf>

### IKB-kommunikáció:

#### 2007. július 30. – A KfW az IKB mögött áll

A Rhineland Funding conduit finanszírozási forrásokhoz jutása veszélybe került, mely helyzetben az IKB-nak likviditási segítséget szükséges nyújtania. A Rhineland Funding – és kisebb mértékben maga az IKB is – strukturált hitelportfóliókba fektetett, melyek között van amerikai subprime jelzáloghitel-kitétség is. Ez ideig kevés nemfizetésre volt példa, és pusztán a leminősítések érinthetik a portfólióbefektetéseket. Ettől eltekintve múlt hét végén a kitétségek miatt megkérdőjeleződött az IKB hitelképessége.

A KfW, a bank 38%-os tulajdonosa azonnali lépéseket tesz, hogy megőrizze az IKB hitelképességét. Ennek keretén belül a KfW felvállalja az IKB Rhineland Funding felé fennálló hitelkeret lehívásából fakadó kötelezettségét. Ezen túl a KfW biztosítja az IKB-t bizonyos befektetéseiből adódó kockázatokkal szemben.

Leváltották az IKB igazgatóságának egy tagját, valamint a KfW igazgatóságának tagját nevezték ki az IKB vezérigazgatójának és a KfW egy igazgatóját az IKB igazgatóságának tagjának.

[http://www.ikb.de/content/en/press/press\\_releases/2007/070730\\_KfW\\_staerkt\\_IKB.jsp](http://www.ikb.de/content/en/press/press_releases/2007/070730_KfW_staerkt_IKB.jsp)

#### **2007. augusztus 2. – Rendkívüli bejelentés a KfW szerepvállalásáról**

A KfW magára vállalja az összes kockázatot, amit az IKB a Rhineland Fundinggal szemben vállalt. Ezen túl a KfW 1 milliárd euro erejéig fedezi az IKB befektetéseinek realizált veszteséget.

[http://www.ikb.de/content/en/press/press\\_releases/2007/070802\\_Adhoc\\_Mitteilung.jsp](http://www.ikb.de/content/en/press/press_releases/2007/070802_Adhoc_Mitteilung.jsp)

#### **2007. augusztus 7. – Az IKB további intézkedéseket jelent be**

Az IKB 80 millió eurót fektet be a Rhinebridge befektetési cégbe, ami megoldást jelent a cég jelenlegi refinanszírozási nehézségeire. Ennek eredményeképpen a bank 2,4 milliárd dollár eszközt fog bekonzolidálni mérlegébe. (A Rhinebridge eszközeinek 96%-a AAA és AA, továbbá 4%-a A minősítésű értékpapír.)

A Rhineland Funding refinanszírozása jelenleg nem a kereskedelmi papírok kibocsátásán keresztül valósul meg, a Rhineland ABCP Programme eszközeinek finanszírozása különböző likviditási hitelkeretek lehívásán keresztül biztosított. A KfW 8,1 milliárd eurós összegű hitelkeretet nyújtott, a maradék 6,5 milliárd eurós hitelkeretet továbbra is más bankok nyújtják.

Az IKB a Rhinebridge-ben való befektetésére tekintettel a bank igazgatósága az osztalékkifizetés elhalasztását javasolja. A bank pénzügyi igazgatója lemondott. Az igazgatóság válságcsoporthozott létre. A negyedéves eredmények publikálását másfél hónappal elhalasztják.

[http://www.ikb.de/content/en/press/press\\_releases/2007/070802\\_Adhoc.jsp](http://www.ikb.de/content/en/press/press_releases/2007/070802_Adhoc.jsp)

#### **2007. szeptember 3. – Az IKB sajtónyilatkozata a stratégia felülvizsgálatáról, valamint a rejtett számviteli veszteségek és az átstrukturálás költségeiről**

Az IKB a sikeres alapvető üzletágakra fog koncentrálni. Az innovatív finanszírozási megoldások továbbra is az üzleti modell részét fogják képezni, de az értékpapírportfólió átstrukturálásra fog kerülni.

A rejtett számviteli veszteségek realizálása és a piaci kockázati kitettség limitálása érdekében szükséges egyéb átstrukturálás körülbelül 600-700 millió eurós veszteséget fog okozni csoportszinten.

[http://www.ikb.de/content/en/press/press\\_releases/2007/070903\\_Verlustausweis.jsp](http://www.ikb.de/content/en/press/press_releases/2007/070903_Verlustausweis.jsp)

#### **2007. szeptember 28. – 2007. első negyedéves jelentés publikálása**

A 2007/2008-as pénzügyi évre a bank 700 millió eurós veszteséget vár csoportszinten és 450 millió eurót egyedi szinten.

[http://www.ikb.de/content/en/press/press\\_releases/2007/070928\\_Q1.jsp](http://www.ikb.de/content/en/press/press_releases/2007/070928_Q1.jsp)

#### **2007. október 16. – A PricewaterhouseCoopers speciális jelentése**

[http://www.ikb.de/content/en/press/press\\_releases/2007/071016\\_PM.jsp](http://www.ikb.de/content/en/press/press_releases/2007/071016_PM.jsp)

## B) SACHSEN LB

### Hatósági sajtókommunikáció:

#### 2007. augusztus 17. – A Bundesbank és a BaFin közös sajtónyilatkozata a Sachsen LB-vel kapcsolatban

A BaFin és a Bundesbank üdvözli a Sparkasse pénzügyi csoport által megtett intézkedéseket a Sachsen LB likviditási helyzetének helyreállítása érdekében, amely az Ormond Quay conduit cég felé elkötelezett. A Szászország által nyújtott garancia kiterjed az Ormond Quay struktúra által generált összes kockázatra.

<http://www.bundesbank.de/download/presse/presstexten/2007/20070817.sachsenlb.php>

### Sachsen LB-kommunikáció:

#### 2007. augusztus 10. – Az ABS-piaci fejleményekkel kapcsolatos közlemény

Az Ormond Quay kizárólag AAA minősítésű ABS-ekbe fektetett, portfóliója nem tartalmaz CDO-kat. Az Ormond Quay finanszírozására 100 intézményi befektetőből álló bázis áll rendelkezésre.

<http://www.sachsenlb.de/EN/Media/PressReleases/2007/20070810.html>

## C) NORTHERN ROCK

### Hatósági sajtókommunikáció:

#### 2007. szeptember 14. A Bank of England rendkívüli hitelkeretet nyújt a Northern Rock számára (A három brit hatóság közös nyilatkozatot adott ki.)

A brit pénzügyminisztérium (HM Treasury) felhatalmazta a Bank of Englandot, hogy likviditási segítséget nyújtson a Northern Rock számára megfelelő fedezet és büntetőkamat alkalmazása mellett. A brit felügyelet (FSA) értékelése szerint a Northern Rock szolvens, teljesíti a tőkemegfelelési előírásokat, és jó minőségű hitelportfólióval rendelkezik. A Bank of England kész, hogy hasonló körülmények között likviditási segítséget nyújtson az intézmények rövid távú likviditási nehézségeinek áthidalására.

([http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom\\_and\\_speeches/press/2007/press\\_94\\_07.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2007/press_94_07.cfm))

#### 2007. szeptember 15. Az FSA nyilatkozata

Az FSA megerősíti, hogy a Northern Rockot szolvensnek ítéli, és a megtakarítók továbbra is elhelyezhetnek, illetve kivonhatnak betéteket.

(<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Statements/2007/nr15.shtml>)

#### 2007. szeptember 17. A brit pénzügyminiszter állásfoglalása a pénzügyi piacokra vonatkozóan

A pénzügyminiszter hangsúlyozta, hogy az FSA értékelése szerint a Northern Rock szolvens, de rövid távú likviditási problémákkal küzd. Amennyiben szükséges, a Northern Rock meglévő betéteit állami garanciával biztosítják a pénzügyi piacok instabilitásának fennmaradása alatt.

([http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom\\_and\\_speeches/press/2007/press\\_95\\_07.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2007/press_95_07.cfm))

#### 2007. szeptember 20. – Állami garancia nyújtása a Northern Rock meglévő betéteire

A brit pénzügyminisztérium (HM Treasury) bejelentette, hogy a Northern Rocknál szeptember 19-én éjjélkor fennálló számlákon elhelyezett betétek (beleértve a „wholesale” betéteket is) és azok jövőbeli kamatai állami garanciával fedezettek. A garancia kiterjed azokra az újra megnyitott számlákra is, melyeket szeptember 13–19. között szüntettek meg. A garancia nem terjed ki az újonnan megnyitott számlákra (ide nem értve az újra megnyitott számlákat). Az indoklás szerint a garancia újonnan nyitott számlákra való kiterjesztése nem lett volna tisztességes a többi hitelintézettel szemben.

([http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom\\_and\\_speeches/press/2007/press\\_96\\_07.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2007/press_96_07.cfm))

#### **2007. október 1. – Az FSA módosította a betétbiztosítási szabályokat**

A biztosított betétek összege 35 000 fontra, a kártalanítás mértéke 100%-ra emelkedett. (Az intézkedést megelőzően a kártalanítás mértéke 2 000 fontig 100%, és a következő 33 000 font 90%-a.)

(<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2007/105.shtml>)

#### **2007. október 5. – FSA feljegyzése a globális pénzügyi piacon az elmúlt időszakban kialakuló turbulenciáról és a Northern Rock likviditási válságáról**

Az FSA feljegyzése tartalmazza azokat a hatósági intézkedéseket, melyeket az elmúlt hónapokban hajtott végre, és összefoglalja, hogyan működött együtt a három szervezet a válság menedzselése során. Ezen túl az anyag felveti azokat a hiányosságokat, melyekre a válságmenedzselési tanulságok elemzése során derült fény.

([www.fsa.gov.uk/pubs/other/tsc.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/tsc.pdf))

#### **2007. október 9. – Az állami garancia kiterjesztése** (A három brit hatóság közös nyilatkozatot adott ki.)

A brit hatóságok nevében a brit pénzügyminisztérium bejelentette, hogy a garanciavállalási megállapodást kiterjeszti a szeptember 19. után nyitott új „retail” számlákon elhelyezett betétekre és azok jövőbeli kamataira. Ezeket az intézkedéseket ki fogja egészíteni a Bank of England által nyújtott kiegészítő hitelekereket.

A tájékoztatás alapján a megállapodások kiterjesztését a Northern Rock kérte, és azokért megfelelő díjat fizet a versenylőnyök kompenzálása érdekében.

([http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom\\_and\\_speeches/press/2007/press\\_104\\_07.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2007/press_104_07.cfm))

#### **2007. október 11. – További információk az állami garanciavállalás kiterjesztésével kapcsolatban, pótlólagos hitel nyújtása**

A kiterjesztett garanciavállalás nem helyettesíti, hanem kiegészíti a betétbiztosítást.

A Northern Rock a korábbi kiegészítő hitelt kapott, hogy a stratégiai lehetőségeit módja legyen kihasználni. A társaság megerősítette, hogy 2008. február végéig lezárja ezt a folyamatot. Az új hitelkeret korlátlan, a fedezetet a Northern Rock teljes eszközportfóliója képezi, és továbbra is büntetőkamattal melletthető igénybe. A hitelkeret bármikor visszahívható. A hitel kamata görgetődik, és a bank Tier II szabályozói tőkájével áll egy szinten sorban. A jegybanki hitel állami garanciával fedezett, így a Bank of England esetleges veszteségeiért a Treasury áll helyt. Ennek fejében a hitel kamatprémiuma is a Treasuryt illeti meg. A Northern Rock a garanciavállalás költségeit (beleértve a szakértői költségeket) megtéríti a pénzügyminisztérium, illetve a Bank of England számára.

([http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom\\_and\\_speeches/press/2007/press\\_107\\_07.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2007/press_107_07.cfm))

#### **2007. október 11. – Bankreform – betétvédelem – vitaindító anyag** (A három hatóság közösen megjelentetett anyaga)

A vitaindító anyag azt taglalja, hogy milyen módon reformálható meg a betétbiztosítás intézménye annak érdekében, hogy az

a betétesek számára hitelesebb legyen, és ily módon nagyobb részben járuljon hozzá a betétesi bizalom megőrzéséhez. Másrészt az anyag felveti a kérdést, hogy milyen olyan kritikus banki funkciók vannak, melyek fenntartása indokolt lehet abban az esetben is, ha a hitelintézet működése akadályozott.

[http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/banking\\_reform.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/banking_reform.pdf)

#### **2007. december 18. – Az állami garancia kiterjesztése a „wholesale” kötelezettségekre**

A brit hatóságok nevében a brit pénzügyminisztérium bejelentette, hogy a garanciavállalási megállapodás egyaránt kiterjed a Northern Rock már meglévő vagy a jövőben vállalt „wholesale” kötelezettségeire. A garanciavállalás nem terjed ki az alárendelt kötelezettségekre.

[http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom\\_and\\_speeches/press/2007/press\\_149\\_07.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2007/press_149_07.cfm)

#### **2008. január 21. – Új finanszírozási struktúra lehetőségének bejelentése**

Egy új finanszírozási struktúra válik lehetővé a Northern Rock számára, a piaci megoldás megvalósítása érdekében. A meglévő garanciavállalás minden eshetőség esetén érvényben marad. A javasolt finanszírozási struktúra szerint a Northern Rock úgy tud bevonni forrásokat, hogy azokat az eszközök egy poolja fedezi. A hitellel lehetővé válna, hogy a bank a rendkívüli hitelét visszafizesse. Az ösztönzés érdekében a befektetők pénzáramaira állami garancia vonatkozna, arra az esetre, ha az eszközök nem biztosítanak teljesen a kötelezettségeket, bár az eszközportfólión elszenvedett bármilyen veszteséget elsődlegesen a Northern Rock viseli. A garanciáért a Northern Rock díjat fizet.

Bármilyen ajánlattétel valószínűleg állami segítségnyújtással jár, ami az Európai Bizottság jóváhagyását igényli. A hatóságok legkésőbb március 17-ig benyújtanak a Bizottságnak egy reorganizációs tervet. A Bank of England által nyújtott hitelkereteket is eddig az időpontig biztosítják.

A közlemény felveti az ideiglenes állami tulajdonbavétel lehetőségét, ami nem érinti a társaság folyamatos működését, illetve az ügyfelek kiszolgálását.

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/northernrock/080121.htm>

### **A Northern Rock kommunikációja:**

#### **2007. július 25. – 2007. évközi eredmény publikálása**

A bank felhívta a figyelmet arra, hogy a jövedelmezőségi célkitűzések veszélybe kerültek. Az első félévi pénzügyi és swappiaci jelentős kamatemelkedéseknek negatív hatásai lesznek a nettó kamateredményre. Ugyanakkor a Basel II minősítési rendszer bevezetése az évközi osztalék 30%-kal való növelését teszi lehetővé.

<http://companyinfo.northernrock.co.uk/corporateRelations/news/article.asp?newsID=111>

#### **2007. szeptember 14. – Northern Rock-közlemény a piaci feltételek és kereskedés alakulásáról**

A közlemény taglalja a pénz- és tőkepiaci (wholesale) finanszírozási források elapadását, aminek mindenképpen hatása lesz a bank növekedésére és jövedelmezőségére. A bank túlnyomó részben csak rövid pénzügyi források bevonására volt képes, és a bevont források összege nem volt elegendő lejáró forrásai refinanszírozására, illetve a korábbi hitelezési aktivitása fenntartására. A bank a kihelyezések finanszírozása érdekében rákényszerült likvid eszközei értékesítésére.

A fentiek tükrében a Northern Rock úgy ítélte meg, hogy szükséges további standby hitelkeret-szerződéseket kötnie. Ennek megfelelően a bank megállapodott a Bank of Englanddel, hogy szükség esetén repoügylet keretében kap likviditást. A repoügylet keretszerződés olyan prime jelzőhitel eszközökre vonatkozott, melyekhez hasonlóan az EKB is elfogad műveleteiben.

A Northern Rock jó minőségű és diverzifikált eszközbe fektet. A teljes amerikai subprime piaci kitettsége 275 millió fontot tesz ki (teljes eszközeinek 0,24%-a), melyből 75 millió font közvetlen kitettség és 200 millió font CDO piaci instrumentum. Ezen túl 325 millió font befektetése van strukturált befektetési társaságban (SIV), de nem működtet saját conduit-céget.

2007 végére 500-540 millió font körüli adózás előtti eredményt vár. (2006: 588 millió font.)

<http://companyinfo.northernrock.co.uk/corporateRelations/news/article.asp?newsID=122>

**2007. szeptember 17. – Northern Rock tőzsdei bejelentés potenciális felvásárlási ügylet tárgyában**

A Northern Rock jelenleg nem tárgyal senkivel. A pénzügyminiszter bejelentése eloszlat minden kétséget afelől, hogy a Northern Rocknál lévő megtakarítások biztonságosak, és a fiókok előtt sorban álló betéteseknek vagy azoknak, akik interneten keresztül próbálják elérni számláikat, nincs okuk aggodalomra. Minden olyan ügyfélnek, aki büntető feltételek mellett vonta ki pénzét, és azt október 5-ig ugyanolyan típusú számlára helyezi vissza, visszatéríti a bank a költségeket.

<http://companyinfo.northernrock.co.uk/corporateRelations/news/article.asp?newsID=121>

**2007. szeptember 20. – Állami garancia nyújtása a Northern Rock meglévő betéteire**

A hatósági közlemény szövegének közzététele.

<http://companyinfo.northernrock.co.uk/investorRelations/news/viewFeedarticle.aspx?id=50047106783071>

**2007. szeptember 25. – Northern Rock tőzsdei bejelentés potenciális felvásárlási ügylet tárgyában**

A társaság több ajánlatot is kapott a helyzet megoldását segítő potenciális tranzakciókra, többek között egy felvásárlási ajánlatot. A hitelintézet előzetes tárgyalásokat folytat a kiválasztott felekkel, de hangsúlyozza, hogy még bizonytalan a tárgyalások kimenetele. Emiatt úgy ítéli meg, hogy a 2007. október 26-ára meghirdetett osztalékfizetést nem lenne tisztességes meglépni, így azt elhalasztja.

<http://companyinfo.northernrock.co.uk/corporateRelations/news/article.asp?newsID=123>

**2007. október 9. – Northern Rock bejelentése az állami garancia kiterjesztéséről**

A hatósági közlemény tartalmán túl a Northern Rock közzétette, hogy tárgyalásokat folytat piaci szereplőkkel és tanácsadással bízza meg a Citibankot és a Merrill Lynchet. Emellett nyilvánosságra hozta, hogy becslése szerint a módosított garanciavállalás év végéig számított díjai és a saját szakértői költségei 40-50 millió fontot tesznek ki.

<http://companyinfo.northernrock.co.uk/corporateRelations/news/article.asp?newsID=126>

**2007. október 11. – Kiterjesztett garancia és pótlólagos hitelkeret a Northern Rock számára**

A banki közlemény a hatósági közlemény tartalmán túl a következő fontos információt tartalmazta: A kiterjesztett garancia-vállalás díja – a potenciális versenylőnyök kompenzálása céljából – magasabb, mint a pótlólagos rendkívüli hitel kamatprémiuma.

<http://companyinfo.northernrock.co.uk/investorRelations/news/viewFeedarticle.aspx?id=51178830653241>

**2008. január 21. – Az új finanszírozási struktúra bejelentéséről szóló hatósági közlemény**

<http://companyinfo.northernrock.co.uk/corporateRelations/news/article.asp?newsID=147>

## 2. sz. melléklet: A 3 fő jegybank által végzett multilaterális intézkedések részletes bemutatása jegybankonként (esettanulmányok)

### EKB

A jegybanki reakciók sorát augusztus elején az EKB egynapos rendkívüli (tartalékperióduson belüli) gyorstenderei nyitották.<sup>53</sup> A közös európai jegybank legelső egynapos hiteltenderét fix (irányadó) kamaton tartotta és az érkezett ajánlatokat mind elfogadva 95 milliárd eurónyi egynapos hitelt nyújtott, majd ezen egynapos műveletet újíttotta meg a következő 3 munkanapon egyre csökkenő mértékben (az utóbbi 3 műveleten már korlátozva az összmenyiséget és az ajánlatok kamataitól téve függővé az egyedi eloszlást). Ennyi megújításra azért volt szükség, mert a hetente egyszer egyhetes tendert tartó eurorendszer éppen a zavar jelentkezése előtt tartotta rendszeres tenderét, így a következőig 5 munkanap volt hátra. Így négy egynapos művelettel érte el a többletlikviditás-nyújtás fennmaradását addig, míg a bankok többletkeresletét az egyhetes tenderben már érvényesíteni tudta. Ezután az EKB a normál egyhetes tendereken allokált többletlikviditással operált, a többletet folyamatosan csökkentve a tartalékperiódus végéig. Augusztus végén az egynapos hozamok újbóli jelentős ugrására reagálva újra egyszeri egynapos hiteloldali gyorstendert tartott a közös európai jegybank, amely újból sikerrel terelte vissza az egynapos hozamot a célszint környékére. Az augusztus tartalékperiódus elején allokált többletlikviditás hatását (több likviditás jutott a rendszerbe, mint ami a bankok kötelező tartalékának teljesítéséhez szükséges) az EKB egyrészt a periódus vége felé csökkenő allokációval, másrészt a tartalékperiódus utolsó napján, ilyen helyzetekben szokásos a bankközi egynapos hozam jelentős esését megakadályozandó, egynapos betéti tenderrel semlegesítette.

A piaci bizonytalanság miatt az EKB azóta is folytatja ezt a likviditásmenedzsmentet, azaz a bankok pszichológiai megnyugtatósa érdekében a tartalékperiódus elején több likviditást injektál a rendszerbe és a periódus végén a fennmaradó kumulált túltartalékolást az EKB egynapos betéti gyorstenderrel „veszi ki a rendszerből”. Ez megváltoztatta az eurorendszerben korábban megszokott viszonylag egyenletes kötelezőtartalék-teljesítési mintáját. Korábban az EKB és a bankok rendszerszinten egyenletes tartalékteljesítésre törekedtek, a jegybank ehhez is igazította sztenderd hitelein keresztül kiosztott likviditás mennyiségét. Így augusztus óta a rendszerszintű kötelezőtartalék-teljesítés az EKB által is (hiteltenderek allokációin keresztül) támogatott ún. „front-loading” mintát mutat, tehát a periódus elején a kötelező tartalék szintjénél lényegesen nagyobb likviditás-kínálat van a rendszerben, amely fokozatosan csökken.

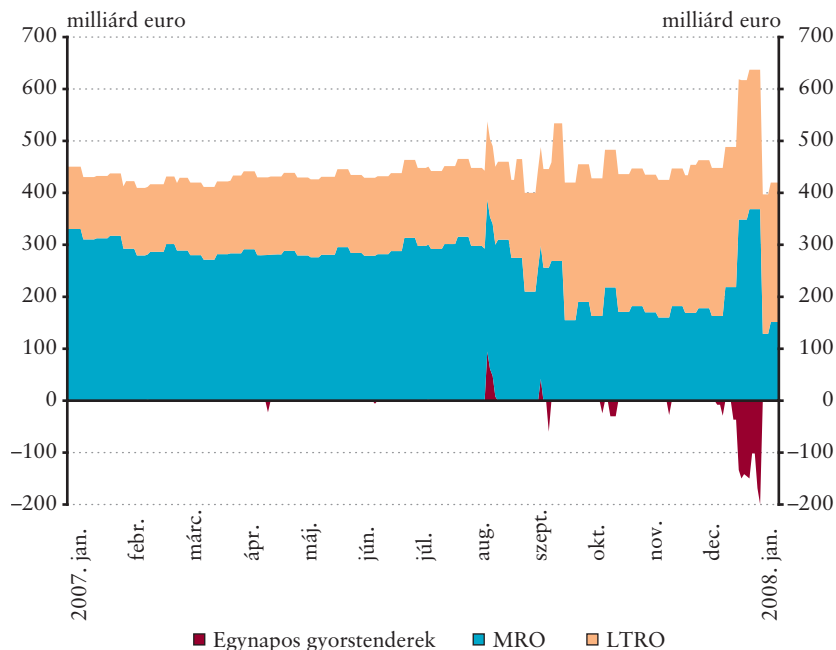
Az EKB normál eszköztárában is használja a Bundesbanktól örökölt 3 hónapos strukturális repotendert („longer term refinancing operations”, LTRO). Ezeknek a műveleteknek a lényege, hogy a jegybank 3 hónapos hiteletet nyújt, fix összmenyiségben és teljesen árelfogadó módon (nincs minimális ajánlati hozam, mint az egyhetes tendereknél). Ezt a finanszírozási formát eredetileg a kisebb, jellemzően német bankok preferálták és az ő igényükre maradt fent, de a strukturális likviditáshány és vele együtt az egyhetes hitelek állományának gyors növekedését látva és a banki partnerek kérésére az EKB már 2006-ban úgy döntött, hogy fokozatosan emeli az LTRO állományát, ezzel természetesen csökkentve az egyhetes tenderen szükségesen nyújtandó mennyiséget. A legutóbbi, előre ütemezett emelés 2007 tavaszán történt 120-ról 150 milliárd euróra. Az LTRO-állomány úgy épül fel, hogy minden hónapban lejárjon egy 3 hónapos művelet, azaz egyszerre három, egyenként 50 milliárdos aukción kiosztott állomány van kihelyezve. Az éppen lejáró 50 milliárdot minden hónap végén megújítja az EKB. Az augusztusi lejárát megújítása augusztus 30-ára esett, de még ez előtt egy héttel a piac megnyugtatósa céljából az EKB úgy döntött, hogy egy rendkívüli LTRO-művelettel emeli a teljes kint lévő állományt. Augusztus 24-én 40 milliárd eurót osztott ki egy egyébként teljesen a megszokottaknak megfelelően végrehajtott tenderen. Az augusztus 30-án lejáró állományt szintén a megszokottaknak megfelelően megújította. Szeptember közepén egy további pótlólagos LTRO-tendert tartott, amelyen a kinnlevő állományt további 75 milliárd euróval megemelte. Így fennálló LTRO-állomány összességében a turbulencia előtti 150 milliárd eurós szintről 115 milliárd euróval 265 milliárd eurónak megfelelő szintre emelkedett, míg a sztenderd egyhetes tenderen kiosztott állomány (ceteris paribus) ennyivel csökkent (270-300 milliárd között ingadozó állományról 150-190 milliárd eurónak megfelelő állományra).

<sup>53</sup> Fontos megemlíteni, hogy az összes itt elemzett jegybanki művelet ideiglenes művelet, tehát fedezett hitel (aktív repo), amelynek lejáratát is van, és lejáratokor pontosan annyival szűkíti a likviditás rendszerszintű kínálatát, amennyivel az allokációkor emelte azt. Nincs értelme tehát az egyes tendereken allokált likviditásmennyiségeket mechanikusan összeadni még egy adott jegybank esetében sem.

A sajtóban kevesebb visszhangot kapott, hogy az ideiglenes többletallokáció eredményeként augusztus óta az EKB-nak a tartalékperiódusok végén rendre likviditást kiszívó egynapos betéti tendereket is kellett tartania (a tartalékperiódus utolsó napján tartott gyorstender normál időszakban sem szokatlan eszköz, az EKB nagyjából minden harmadik tartalékperiódus végén erre kényszerül). Ennél kevésbé megszokott módon, az ősszel esetenként a tartalékperióduson belül is ehhez az eszközhöz folyamodott az alacsony egynapos hozamszintre reagálva.

## 15. ábra

### Az eurorendszer által nyújtott 1 hetes (MRO), 3 hónapos (LTRO) és 1 napos fedezett hitelek fennálló állománya\*



\* A negatív értékek likviditást kivonó, egy napos tendereket jelölnek.

Az év vége közeledtével az azon átnyúló lejáratokon ismét pánikhangulat uralkodott el a bankközi piacokon, amelyre az EKB december közepi sztenderd műveletének kététhesre hosszabbításával, valamint, az allokáció (autonóm tényezőkhöz képest) korábbiaknál is nagyobb emelésével reagált. A többletallokáció likviditási hatását december utolsó napjaiban és 2008. január elején görgetett egynapos likviditáskiszívó tenderekkel ellensúlyozta a közös európai jegybank.

Az EKB-nak nem kellett kibővítenie az elfogadható fedezetek körét, hiszen, már normál eszköztárában is eszköztípusok és kibocsátók igen széles körét fogadja el.<sup>54</sup>

Összességében a válság óta az EKB sikeresen tartja a cél közelében az egynapos eurohozamot, bár annak volatilitása szignifikánsan nagyobb a korábban megszokottnál. Kisebb eltávolodások inkább lefelé történtek a tartalékperiódusok végén, ami természetes az erős túltartalékolás végéhez közeledő tartalékperiódusok esetében.

## FED

Augusztus 10-én, amikor a bankközi piacok zavarai a dollárpiacra is megjelentek, a Fed nyugtató hangú közleményt adott ki, melyben hangsúlyozta, hogy elegendő likviditást fog a piacnak nyújtani annak érdekében, hogy a bankközi egynapos kamatszint a cél közelében maradjon és rámutatott, hogy a discount window elérhető mindenki számára.

<sup>54</sup> Az eurorendszer jegybankjainak túlnyomó többsége ún. „pooling” fedezetkezelési rendszerben működik (ezt a rendszert alkalmazza az MNB is), tehát szemben az angolszász jegybankokkal, a partnerek jellemzően előre letétbe helyezik (zárolják) a napon belüli, egynapos vagy többnapos hitelekhez használt fedezetként felajánlott eszközöket. Ennek megfelelően az eurorendszerben normál időszakban is jelentős túlfedezettség van, a partnerek hitelfelvételi kapacitása fedezetek tekintetében jóval nagyobb a ténylegesen felvett hitelekénél.

A Fed nyílt piaci repoműveleteinek jellege láthatóan megváltozott, a korábinál sokkal inkább hajlandó volt a kevésbé likvid értékpapírokkal is repózni (agency, MBS). Az amerikai jegybank volt a legelső tehát, amely a tényleges (effektív) fedezeti körhöz hozzányúlt. Augusztus 10-én a Fed mindennapos repotendereiben az volt szokatlan, hogy a három aznap tartott aukció mindegyike csak a legkevésbé likvid MBS értékpapírokkal történt, és ebben a fedezetfajtaban („collateral tranche”) szokatlanul nagy mértékben<sup>55</sup>. Ettől kezdve az MBS és az agency fedezettípusok, mindmáig jelentősen felülmúlják az állampapírok jelentőségét a repokban, a Fed effektív elfogadott fedezeti köre tehát a korábbiakhoz képest valóban jelentősen megváltozott (lásd 4. ábra a főszövegben)<sup>56</sup>. Ebben a tartalékperiódusban az amerikai jegybank a tartalékkötelezettséget jelentősen felülmúló többletlikviditást nyújtott a bankrendszernek, és azt semmilyen eszközzel nem ellensúlyozta (a Fed esetében nincs folyosó alját jelentő egynapos betéti rendelkezésre állás), így a bankrendszer jelentősen túltartalékol. Ennek következtében a pánik ellenére a bankközi hozam jelentősen a célszint alá esett, a Fed tehát nem felfelé, hanem lefelé vettette el kamatcélját ezekben a napokban.<sup>57</sup>

Augusztus 17-én a Fed bejelentette, hogy 100-ról 50 bázispontra mérsékli a discount window szpredjét az irányadó kamatcél felett. A kerületi Fedeket felhatalmazták, hogy amennyiben a partnerek ezt igénylik, a szokásos overnight helyett akár 30 napos futamidővel is nyújthatnak a discount window-n hiteleket. A lépésnek és a discount window igénybevételének stigmajellegének<sup>58</sup> erősebb tagadásának hatására az instrumentum igénybevétele jelentősen emelkedett, bár annak abszolút szintje így sem nevezhető jelentősnek a kötelező tartalék szintjéhez viszonyítva.

A Fed augusztustól december elejéig nem tett rendkívüli intézkedést eszköztárával.<sup>59</sup> Átlagban eléri a kamatcélját, de a bankközi kamat volatilitása itt maradt a legnagyobb. A discount window-t az ősszel érdemben nem vették igénybe a hitelintézetek, újra mérhető igénybevétel csak december közepétől történt és csak az év végére vonatkozó likviditási aggodalmaknak tulajdonítható. Ugyanakkor az amerikai jegybank továbbra is sokkal „liberálisabb” a nyílt piaci repókban elfogadott értékpapírok tekintetében.

A december közepén bejelentett egy hónapos lejáratú hitelaupció (TAF, „term auction facility”), egy valóban új lépést jelent a Fed eszköztárában, hiszen ezzel az amerikai jegybank is belépett azon jegybankok sorába, melyek a műveletek lejáratának növelésével próbáltak segíteni a bankközi piac normalizálódásában. A bejelentéshez kapcsolódó kommunikáció szerint az amerikai jegybank a tapasztalatok fényében akár hosszabb távon is alkalmazhatja ezt az eszközt a likviditáshallokációra, ami jelentős elmozdulás a Fed által az eszköztár tekintetében vallott elvektől. Ez azért van így, mert egy nagyon tág fedezeti körrel szemben ad 1 hónapos hiteleket a repóknál sokkal szélesebb partnerkörrel, az irányadó kamatra vonatkozó várakozásokat pontosabban tükröző egynapos változó lábú kamatswap jegyzéseket tekintve az árazásnál benchmarknak. A Fed a TAF-hiteleket két másik jegybankkal együttműködésben (EKB és svájci jegybank) nyújtotta december közepén és végén. E két jegybank közreműködése azért volt hasznos, mert ezzel a Fed egy nagyméretű egyszeri partnerkörbővítést is végrehajtott, az európai bankokat bevonva közvetlenül a jegybanki dolláraupciókra. Bár a két közreműködő jegybank vélhetően maga is hasznosnak találta saját partnerei közvetlen dollárhoz juttatását, a lépés alapvetően a dollárpiaconra vonatkozott és az Európába nyújtott hitelek is a Fed mérlegében maradvá bővítették a jegybankpénz-likviditást. Az amerikai jegybank ezen eszközön keresztül összesen 64 milliárd dollárral emelte (40-et közvetlenül, míg 24-et a közreműködő jegybankokon keresztül) a jegybankpénz-allokációt, ami nagyon nagy a fennálló átlagos 30-40 milliárdos repoállományhoz képest.

A többletlikviditás-allokációt természetesen egyrészt a repoállomány csökkentése, másrészt az autonóm tényezők szívják fel. A hitelintézetek nem teljesítik túl kötelező tartalékukat, tehát a megemelkedett likviditáshallokáció már jelentős részben készpénzállomány trendszerű emelkedését is finanszírozza, átveve a válság hatására lényegében csendben leállított outright állampapír-vásárlások szerepét. Sőt nyár óta a Fed a saját állampapír-portfóliójában lejáró állampapírokat sem helyettesítette, ezek

<sup>55</sup> Az aznap allokált repoműveletekben 38 milliárd dollárt allokáltak a lejáró 12 milliárddal szemben, ami a fennálló repoállomány emelkedését és a fedezeti összetétel jelentős eltolódását jelentette az MBS irányába 3 naptári napra.

<sup>56</sup> Megjegyzendő, hogy az amerikai jegybank alapelve, hogy (legalábbis normál időszakban) az egyes „collateral tranche”-eken belül a Feden kívüli másodpiaci jegyzések alapján dönt az ajánlatok elfogadhatóságáról. Amennyiben egy ajánlat a Fed számára jobb, mint a piaci ár, akkor sokkal nagyobb a valószínűsége az ajánlat elfogadásának. Ez jelentősen befolyásolhatta az amerikai jegybank döntéseit a turbulencia időszakában is, tehát a fedezeti struktúra változása nemcsak a Fed autonóm döntésének, hanem a piaci árak változásának tükröződése is lehet.

<sup>57</sup> A discount window-t ebben a tartalékperiódusban (augusztus 15-ével végződő két hét) nem vették igénybe a Fed partnerei.

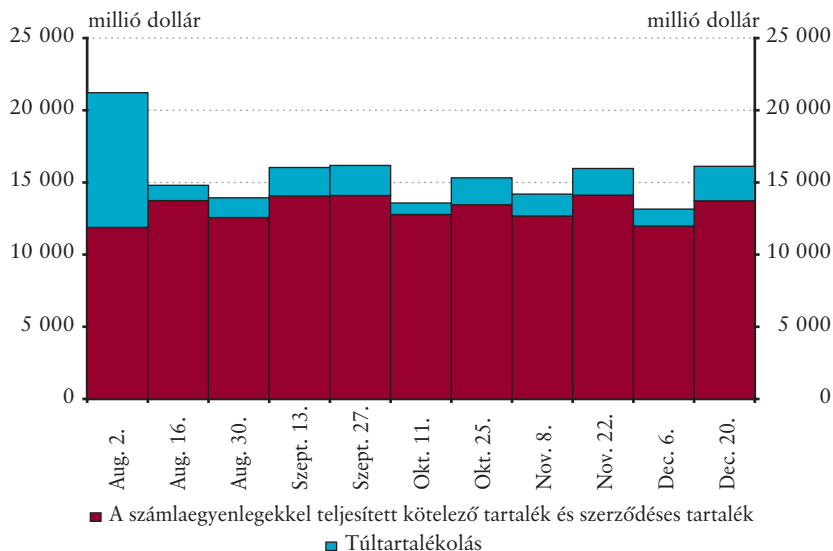
<sup>58</sup> A Fed rendszerében 2003-ig a discount window egyfajta folyamatosan rendelkezésre álló LoLR-hitel szerepét töltötte be. Bár jogi lehetőség volt az igénybevételére, a Fed morális ráhatás útján „kötelezte” a bankokat, hogy csak végső esetben, minden más forrás elapadása és megoldás kimerítése esetén vegyék azt igénybe. A 2003-as eszköztárreformmal ez megszűnt, de a korábbi ráhatás olyan erős volt, hogy a partnerbankok jelentős része mindmáig így tekint erre az instrumentumra.

<sup>59</sup> A jegybankok közül egyedülként a Fed döntött úgy, hogy monetáris politikai lazítással válaszolnak a fejleményekre. Igazi, több pénzpiaci szegmensre kiterjedő hatása csak ezen lépéseknek volt, de ez is átmenetinek bizonyult.

helyét is az ideiglenes műveletek (repók, majd TAF) vették át az autonóm kereslet finanszírozásában. Ez azért is érdekes, mert vélhetően azt mutatja, hogy a Fed nem tartaná szerencsésnek a jelen helyzetben strukturális állampapír-vásárlással megjelenni a piacon, ezért inkább engedi, hogy részben jelentősen gyengébb minőségű fedezett mellett nyújtott hitelek finanszírozzák az autonóm tényezők emelkedését is. Ugyanakkor rámutat arra, hogy a Fed arra kényszerült, hogy a nagyon régóta követett,

## 16. ábra

### Túltartalékolás a Fed rendszerében 2007. augusztus óta (a dátum a kéthetes tartalékperiódus kezdetét jelöli)\*



\* Forrás: FED.

strukturális készpénzkereslet állampapír-vásárlásokkal való finanszírozását megkövetelő alapelvét átmenetileg feladja.

## BANK OF ENGLAND

Bár a turbulenciával egy időben a font bankközi piacokon ugyanazok a jelenségek játszódtak le, mint az euro- és dollárpiacon, a brit jegybank az eszköztárral való hagyományos gondolkodásának megfelelően nem avatkozott be, hanem jelezte, hogy a kamatfolyosó felső szélén rendelkezésre álló egynapos fedezett hitelinstrumentum minden jogosult partner számára továbbra is elérhető. Több jel is volt, amiből a brit jegybank arra következtetett, hogy a zavar átmeneti és elsősorban kommunikációval kell kezelni, mintsem jegybanki műveletekkel. Egyrészt az augusztusi normál hosszabb lejáratú (3, 6 és 9 hónapos) repóműveletekre nem érkezett a szokásosnál több ajánlat és azok hozamai sem mutattak semmi rendkívülit, másrészt az egynapos fedezett hitel a bankok érdekmében nem vették igénybe. A brit jegybank tehát úgy gondolta, hogy a „subprime” válság bankközi piacokra való begyűrűzése átmeneti aberráció, amit elegendő hiteles kommunikációval kezelni. Pár nap alatt, az egynapos fonthozamok vissza is álltak a célszint közelébe, ami alapján a jegybank igazolva láthatta saját hozzáállását. Ennek megfelelően augusztusban a Bank of England semmilyen rendkívüli lépést nem tett piaci eszköztárában, az autonóm tényezőkre vonatkozó előrejelzésének megfelelően változtatta a sztenderd egy hetes repóművelein allokált likviditás mennyiségét.

A szeptemberi (5-én kezdődő) tartalékperiódusban aztán a turbulencia tartósságát látva – és vélhetően a banki közösség nyomásának is engedve – a brit jegybank a tartalékcélhoz képest 25%-kal megemelte az egyhetes sztenderd tendereken allokált likviditás mennyiségét. A lépés kommunikációját összekötötték a bankok által a tartalékperiódusra vonatkozó meghatározott tartalékcélok összegének (ez jelenti alaphelyzetben a fontpiacon a likviditás iránti rendszerszintű keresletet) bejelentésével. A 25%-os emelés célja az volt, hogy megnyugtassa a piacokat és lehetőséget adjon az egyedi bankoknak arra, hogy még a bejelentetthez (ami szintén 6%-kal emelkedett az előző tartalékperiódushoz képest) képest is nagyobb tartalékot tartsanak jegybanki számlájukon.<sup>60</sup> A bizonytalanságok miatt a Bank of England a tartalékcélhoz képest megemelt allokációt előre bejelent-

<sup>60</sup> A brit jegybank azért emelte még a bankok által eredetileg is kívánatosnak tartott szint fölé az allokációt, mert koordinációs problémát látott az egyedi banki döntések esetében az előre meghatározott tartalékcél esetében. Ha egy bank ugyanis a többiekkel szemben emeli az általa tartani kívánt tartalékcélt a periódusra, akkor nem lehet biztos abban, hogy ezt a tartalékcélt az alapkamat közeli költséggel finanszírozni is tudja. Bár a jegybank annyi likviditást juttat a rendszerbe, amennyi az aggregált tartalékcél, a piaci elosztási problémák fényében a bankok vélhetően inkább „félénken” emelték csak az általuk tartandó tartalékcélt.

ve nem annak tartalékperiódus végi csökkentésével, vagy kiszívó műveletekkel akarta keresleti oldalról semlegesíteni, hanem az eszköztárát definiáló szabályzatban rögzített eszközt alkalmazta: kiszélesítette a tartalékcél teljesítése körüli toleranciasávot. A lépést már a legelső tendertől kezdve világos, előzetekintő kommunikáció kísérte, tehát a bankok pontosan tudták, hogy mi történik. Az egynapos hozam visszatért az irányadó kamat közelébe. A nyugalmat a Northern Rocknak nyújtott LoLR-hitel híre zavarta meg, mely szeptember 18-án újból kisebb pánikot okozva az egynapos hozamok megugrásához vezetett. Ennek kezelésére a brit kollégák az EKB-éhoz hasonló, a következő sztenderd tender elszámolásakor lejáró (2 napos) gyorstendert tartott, és kb. még a tartalékkötelezettség további 25%-ával emelte két napig a piacnak nyújtott likviditást. E további +25%-ot a következő sztenderd tenderen is újraallokálta. Egyúttal a nagyobb likviditás-kínálathoz alkalmazkodva természetesen tovább kellett szélesítenie a tartalékcélok körüli sávot az eredeti  $\pm 37\%$ -ról  $\pm 60\%$ -ra. A szeptemberi tartalékperiódus második felében az egynapos hozamok ismét visszacsökkentek a cél közelébe, majd az alá. A periódus átlagos egynapos hozama végül a célhoz közeli, 5,8% lett. Az októberi és a novemberi tartalékperiódusokban a Bank meghagyta a tartalékcélok közötti tág toleranciasávot (bár  $\pm 60\%$ -ról  $\pm 30\%$ -ra visszazúkította azt), de nem allokált többletlikviditást a nyílt piaci műveletekben.

A bank a szeptemberi tartalékperiódus közepén (szept. 19-én) jelentette be, hogy 4 db rendkívüli 3 hónapos repoaukciót tart kibővített (a normálnál lényegesen tágabb, rosszabb minőségű értékpapírokat is magába foglaló) fedezeti körrel.<sup>61</sup> Az első aukcióra szeptember 26-án került sor és ezt még 3 követte a következő 3 héten. A sikertelenséget látva a bank nem folytatta a 3 hónapos aukciók meghirdetését.

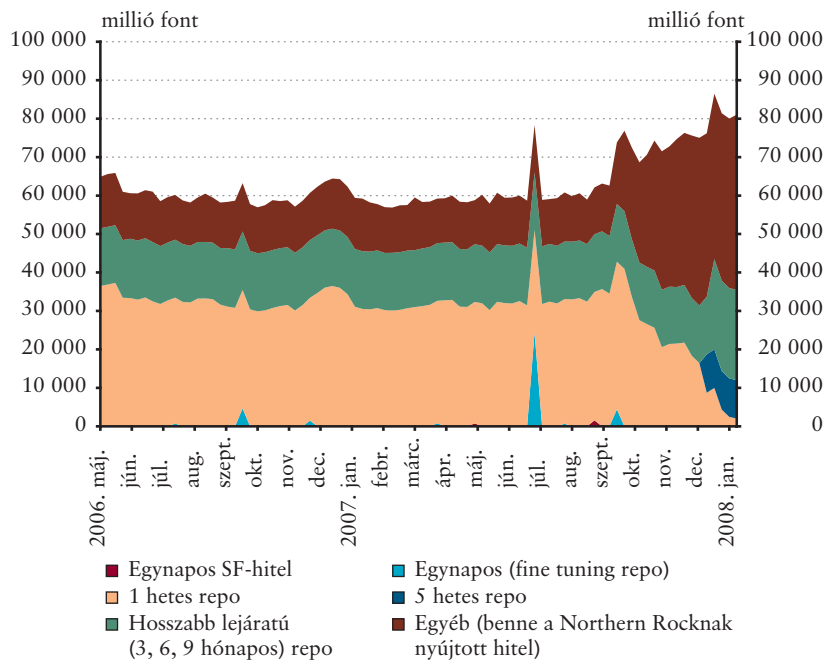
November végén az 1 hónapos hozamok ugrását látva a brit jegybank is érzékelte a font piacán az év végére vonatkozó „pánikhatást”. Ezért a jegybank – a bejelentés időzítésében csatlakozva a több vezető jegybankhoz – úgy döntött, hogy a decemberben induló tartalékperiódusban jelentősen növeli a hosszabb lejáratú, az év végén átnyúló likviditásallokáció súlyát a likviditás teljes kínálatában. Ezt két lépéssel tette meg. Egyrészt a periódus elején 5 hetes, az egész tartalékperiódust lefedő repotendert végzett, lényegében egyszeri jelleggel 1 hétről 5 hétre növelve a sztenderd repótender lejáratát, másrészt nagy mértékben megemelte a december közepén eredetileg is tervezett hosszabb lejáratú repotenderein allokált likviditás mennyiségét, ráadásul úgy, hogy a megemelt 3 hónapos repóallokáció esetében ismét kiszélesítette az elfogadható fedezetek körét. Szemben a szeptemberben és októberben végzett 3 hónapos repoaukcióval, ezúttal nem alkalmazta a bankok által büntetőkamatnak tekintett folyosó tetejének megfelelő minimális ajánlati hozamot. Az allokáció ezúttal sikeres lett.

Az egynapos fonthozam jelenleg stabilan a célszint körül van, de a három hónapos font LIBOR-jegyzések továbbra is sokkal magasabbak az adott lejáratú állampapír- vagy repohozamoknál. A Northern Rocknak nyújtott, rendszerszinten is jelentős hitelállomány, valamint a rendkívüli hosszabb lejáratú repótenderek nyújtott hitelek likviditási hatása természetesen jelentősen csökkentette a sztenderd irányadó 1 hetes repo állományát a jegybank mérlegében (33 milliárd fontról 4 milliárd fontra). A teljes allokáció a Bank of England esetében természetesen emelkedett, hiszen a tartalékcélok emelkedésével és a körülöttük lévő kamatozó sáv kiszélesítésével a brit jegybank rendszerében egyedülálló módon a likviditás iránti rendszerszintű kereslet is nőtt.

<sup>61</sup> Ez sokféle devizában (a 4 fő deviza, svájci frank, svéd korona, ausztrál és kanadai dollár) jelentette volna sokféle értékpapír elfogadását (pl. alacsonyabb minőségű állampapírok, ABS-ek, commercial paper, jelzáloglevelek, amerikai agency értékpapírok). A bank rendes műveleteiben csak fontban és euróban denominált legalább AA minőségű állampapírt és nemzetközi szervezetek által kibocsátott kötvényeket fogad el.

17. ábra

A Bank of England eszközoldalának szerkezetváltozása (millió font)\*



\* Forrás: Bank of England.

## 3. sz. melléklet

### 4. táblázat

#### A feltörekvő országok jegybankjainak reakciói a pénzügyi piaci turbulenciára\*

	<b>Ázsia</b>
Kína	Augusztus 17-én a kínai jegybanknak interveniálni kellett a remninbi védelmében, melynek piaci árfolyama ideiglenesen a beavatkozási sáv alá került.
Hongkong	Nem kellett interveniálnia.
Tajvan	Augusztus 10-én a tajvani jegybank interveniált a hazai deviza védelmében, és figyelmeztette a spekulánsokat, hogy ne játszanak a hazai deviza ellen.
India	A hazai deviza gyengült, de a jegybank nem interveniált, sőt üdvözölte a deviza gyengülését az általa megalapozatlanul erősnek tartott szintekről.
Dél-Korea	Gyakorlatilag ugyanaz, mint India esetében („welcome depreciation”).
Thaiföld	Lásd Indiát és Dél-Koreát.
Malajzia	Interveniálnia kellett devizája védelmében.
Szingapúr	Nem kellett interveniálnia.
Egyéb	Indonéziában és a Fülöp-szigeteken is intervenció történt a hazai deviza védelmében.
	<b>Latin-Amerika</b>
Brazília	Nagy valószínűséggel interveniált a hazai deviza jelentős esésének fékezésére.
Mexikó	Nem interveniált.
Egyéb	Argentínában „agresszív” intervenció a hazai deviza védelmében
	<b>EU-val szomszédos országok</b>
Törökország	A hazai deviza gyengülésének láttán a jegybank jelentősen mérsékelte rendszeres (devizatartalék-feltöltési célú) devizavásárlási aukcióin vásárolt devizamennyiséget.
Oroszország	Oroszországban a globális bankközi piaci turbulencia egybeesett a hazai autonóm tényezők sokkjával, és a két hatás együtt az egynapos hozam jelentős emelkedésével (190 bp) járt. Az orosz jegybank 1,7 milliárd dollárnak megfelelő rubellikviditást injektált a rendszerbe repoműveleteken keresztül. Augusztus végén a bankközi piaci nyomás újra jelentkezett és a jegybank újból jelentős repoműveleteket végzett (6,6 és 10,6 milliárd dollár értékben). A devizapiacra hosszú évek után először volt jelentős gyengülési nyomás a rubelen. Az orosz jegybank jelentős intervencióval (3-5 milliárd dollár) védelmezte devizájának árfolyamát.
Izrael	Kommunikációjában jelezte, hogy nincsenek bankközi piaci problémák, az izraeli bankoknak nincs érdemi subprime kitettsége, és hogy a jegybankot továbbra is az inflációs cél elérése vezérli.
Egyéb	A dél-afrikai jegybank emelte az irányadó kamatot, miközben elismerte, hogy a globális turbulencia hatással lehet a dél-afrikai gazdasági kilátásokra.

\* Forrás: EKB.

## 4. sz. melléklet: Fogalomtár

**Adósságfedezetű kötelezettségek (collateralised debt obligation, CDO):** Olyan speciális értékpapírok, amelyek mögött kötvények, hitelek vagy egyéb eszközök állnak fedezetként. A befektetők a CDO vásárlásával átvállalják az adott hitel-, illetve kötvényportfólió kockázatát. A CDO kibocsátását egy olyan, kizárólag erre a célra létrehozott intézmény (SPV) végzi el, aki egyben a fedezetként szolgáló értékpapírok felett rendelkezik. A CDO kibocsátója a különböző kockázati kitettség és lejárat alapján szeletekre (tranches) darabolja fel a hitel vagy/és kötvényeket tartalmazó portfóliót. Kockázatok mentén három kategória létezik: senior tranches (AAA minősítés), mezzanine tranches (AA-tól BB minősítésig) és equity tranches (nem minősített). Abban az esetben, ha csak hitelek, illetve csak kötvények alkotják az értékpapírok mögött álló fedezeteket, akkor adósságfedezetű hitelkötelezettségekről (**collateralized loan obligation, CLO**), illetve adósságfedezetű kötvénykötelezettségekről (**collateralized bond obligation, CBO**) beszélünk.

**Céltársaság (Special Purpose Vehicle, SPV):** Az értékpapírosítótól csőd- és adójogilag független jogi személy, melyet az értékpapírosító speciálisan a tranzakció lebonyolítására hoz létre. Az értékpapírosítás során a pénzügyi szolgáltató a céltársaságba szervezi ki egyes eszközeit, melynek fedezete mellett a céltársaság kötvényt vagy más értékpapírt bocsát ki.

**Eszközalapú értékpapírok (asset-backed securities, ABS):** Olyan értékpapírok, melyek mögött homogén adósságcsoporthoz (jelzálog- vagy gépjárműhitelek, hitelkártyák, diákhitelek stb.) portfóliói állnak. Az értékpapírokat külön, kizárólag erre a célra létrehozott intézmények (SPV) bocsátják ki. Az ABS egyik legfontosabb típusa az MBS, olyan értékpapír, ami mögött jelzáloghitel áll fedezetként. Az ABS-piac áralakulását egy szintetikus eszközfedezetű hitelderivatív index, az ABX-index mutatja.

**Forex swap (FX SWAP):** Bankközi piacon kötött rövid hitelkamat-derivatíva. Egy pontosan ugyanabban a mennyiségben és időben kötött azonnali és egy forward devizaügyletből áll. A forward ügylettel ellenkező pozíciót vesznek fel, mint az azonnali ügylettel. Ezzel az egyik devizában fennálló fölös likviditást egy időre átcserelik más devizára, ahol a likviditást jobban ki tudják használni. A forward kamatlábat fixálják az ügyletkötéskor, míg a változó kamat az O/N kamat, amit naponta realizálnak az azonnali ügyleten.

**Hitelkockázat transzferálását lehetővé tevő termékek piaci (Credit Risk Transfer markets, CRT markets):** Olyan termékek piaca, amelyek lehetővé teszik az ügyfél nem fizetési, illetve csőd-kockázatának továbbtranszferálását. A hitelkockázat átadása megvalósulhat az eszközök tényleges átruházásán keresztül (értékpapírosítással), illetve a hitelkockázat szintetikus transzferálásával (hitelderivatívákkal). Az értékpapírosítással kereskedésre alkalmas értékpapírokon (például ABS) keresztül történik egy adott eszközportfólió hitelkockázatának transzferálása a befektetőhöz. A kockázatátadás legalább két különböző befektetési fokozatú trancheben történik. A hitelderivatívák olyan bilaterális pénzügyi szerződések (például CDS), amelyek lehetővé teszik a pénzügyi termékek hitelkockázatának egyéb kockázatoktól történő elválasztását, és a partner részére történő továbbadását, anélkül, hogy az alapul szolgáló eszköz tulajdonjoga is átadásra kerülne.

**Hitelnemfizetési swap (credit default swap, CDS):** A hitelkockázat transzferálását lehetővé tevő származékos ügylet, amelyben a védelem vevője meghatározott időközönként, meghatározott összeget (swap spread) fizet a védelem eladójának, aki kezességet vállal az adós kötelezettségeire.

**Subprime hitelezés:** Ezek az ügyfelek általában átlag alatti hitelminősítéssel rendelkeznek, mivel nincs rendszeres, időben történő hiteltörlesztési teljesítéseket igazoló hiteltörténetük. (Az USA-ban általában ilyenek az alacsony jövedelműek, az idősebbek, illetve az új bevándorlók.)

**Prime hitelezés:** A hiteltermékek olyan ügyfelek számára történő értékesítése, melyek kiemelkedő hitelképességgel és /vagy jó hiteltörténettel bírnak.

**Spekulatív befektetési alap (hedge fund):** A spekulatív befektetési alapok a hagyományos befektetési alapokkal szemben zártkörűek, és magas kezdeti minimum befektetési összeget írnak elő. Ebből adódóan ezen alapokba szofisztikált, nagy intézményi befektetők, nyugdíjalapok, biztosító cégek, illetve vagyonos magánszemélyek fektetnek. Zártkörű tevékenységükből fakadóan számos tőkepiaci szabályozás és jelentési kötelezettség alól mentesülnek. Pozíciófelvételüket semmilyen szabályozás sem korlátozza, jellemzőjük a magas tőkeáttétel, a short pozíciók (eladási pozíciók) és a derivatívák szabad használata.

**Strukturált befektetési társaság (Structured investment vehicle, SIV):** Hitelarbitrázs céljából létrehozott alapok, melyek a rövid/közép távú hitelkamatok és a strukturált finanszírozási termékek hozamai közötti differenciát használják ki. Befektetéseik között általában az ABS-ek, illetve néhány pénzügyi vállalati kötvény szerepel.

MNB-tanulmányok 72.

2008. február

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

