

Hoffmann Mihály–Kékesi Zsuzsa– Koroknai Péter: A jegybanki eredmény alakulása és meghatározó tényezői*, 1

A monetáris politikai döntéshozatalkor a jegybank elsősorban az árstabilitás elérését tartja szem előtt, illetve ennek veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi stabilitás megőrzését és a Kormány gazdaságpolitikáját.² Miközben a jegybanki működés eredményeként kialakuló alacsony inflációs környezet, a pénzügyi piacok és közvetítőrendszer egészséges működése társadalmi szinten jelentkező haszonnak tekinthető, addig a közvetlen költségek koncentráltan, a jegybanki eredményben jelennek meg. Az MNB a monetáris politikai célokat a lehető legalacsonyabb költség mellett igyekszik elérni, aminek érdekében folyamatosan nyomon követi a jegybanki eredményt meghatározó tényezők alakulását. Az MNB elmúlt időszakban jelentősen emelkedő kamatkialakulása döntően a válsággal összefüggő gazdasági folyamatokhoz köthető. Egyrészt, az állam devizahitel felvételére kényszerült, miközben az ország külső sérülékenysége miatt a korábbinál magasabb devizatartalék tartása vált indokolttá. A két tényező hatására az MNB mérlegfőösszege duplájára növekedett, és a devizatartaléknak a korábban jellemzőnél jóval nagyobb részét kellett MNB-kötvényből finanszírozni. Másrészt, a kockázati megítélés romlása miatt a válságot követően megnövekedett forint–deviza kamatkülönbözet a korábbinál drágábbá tette a devizatartalék tartását. A jegybank veszteségét ugyanakkor tompította a forint árfolyamának leértékelődése, az Államadósság Kezelő Központtal (ÁKK) bonyolított devizaeladásokon, illetve a végtörlesztési programhoz köthető devizaeladáson realizált árfolyameredmény. Fontos azt is hangsúlyozni, hogy az erőteljesen romló jegybanki kamateredménnyel párhuzamosan a költségvetésnél – a forint állampapír-kibocsátást kiváltó devizafinanszírozás következtében – jelentős, a jegybanki kamatvesztést bizonyos mértékben ellensúlyozó kamatmegtakarítás keletkezett. A szeptemberi inflációs jelentéssel konzisztens előrejelzésünkben arra számítunk, hogy a jegybank kamatvesztését idén is ellensúlyozhatja a devizaeladásokon elért nyereség, így az MNB 2013-as eredménye nulla közelében alakulhat. Középtávon, Magyarország külső eladósodottságának mérséklődésével és az állam forintfinanszírozáshoz történő fokozatos visszatérésével összehúzódhat a jegybank mérlege. Ugyanakkor ezt a folyamatot lassíthatja az MNB által indított Növekedési Hitelprogram, amelynek eredményeképpen a kvv-szektor finanszírozási lehetőségeinek javítása mellett a jegybank mérlegfőösszege ceteris paribus emelkedik. Amennyiben még a forint alapkamat is alacsony szinten marad, akkor a jegybank a következő években is nulla közeli eredményt mutathat fel, figyelembe véve a gazdaságélénkítő program költségeit is.

A MONETÁRIS POLITIKA ÉS A JEGYBANKI EREDMÉNY KAPCSOLATA

A magyar monetáris politika törvény által meghatározott elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, illetve a jegybank emellett a pénzügyi stabilitás megőrzése felett is őrökdi. A jegybank ezen célok elérésének érdekében alakítja ki és működteti monetáris politikai eszköztárát.³ Amikor a Monetáris Tanács dönt a jegybanki alapkamat mértékéről, a monetáris eszköztár egyes elemeiről vagy a devizatartalék kívánatos szintjéről, akkor ezeket

a döntéseket elsősorban az inflációs folyamatok, a monetáris transzmisszió hatékonysága, illetve a pénzügyi stabilitás szempontjai határozzák meg. A Magyar Nemzeti Banknak mint felelősen működő állami intézménynek ugyanakkor a lehető legalacsonyabb költségek mellett kell biztosítani a monetáris politikai célok elérését, hiszen a jegybanki működés eredménye befolyásolja a költségvetési folyamatokat is.

A jegybanki eredmény alakulását elsősorban a jegybankmérleg szerkezete, illetve a hazai alapkamat, a forintárfolyam és a devizabefektetéseken elérhető hozamok határozzák meg. A működési eredmény szerepe ezek

* Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

¹ A cikk elkészítésében nyújtott szakmai segítségért köszönet illeti a Statisztikai igazgatóság és Számviteli igazgatóság munkatársait.

² Az MNB alapfeladatairól lásd részletesen a 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról 3. §-át.

³ A monetáris politika keretrendszeréről és eszköztáráról bővebben lásd MNB (2012).

mellett elhanyagolható. A felsorolásból jól látszik, hogy a monetáris politika legfontosabb változói befolyásolják leginkább az eredmény alakulását. Ebből következően a jegybanki eredmény részben a monetáris politikai döntések következményeként alakul ki. Azok az eredményt befolyásoló tényezők, amelyeket nem a monetáris eszköztár határoz meg, a jegybank számára külső adottságok: ilyenek például a devizatartalék nagyságát változtató tényezők (állami devizahitel-felvétel, EU-transzferek nagysága), a külső kamatok, illetve a lebegő árfolyamrendszer miatt jórészt az árfolyam is. Ez egyben azt is jelenti, hogy a jegybanknak elsődleges célja elérése mellett viszonylag szűk a mozgásteret a jegybanki eredmény befolyásolására.

Fontos hangsúlyozni a hasznok és a költségek számbavételének aszimmetriáját is: miközben a jegybanki működés eredményeképpen kialakuló alacsony inflációs környezet, a pénzügyi piacok és a pénzügyi közvetítőrendszer egészséges működése, a kedvező külső kockázati megítélés fenntartása társadalmi szinten jelentkező hasznoknak tekinthető, addig az esetleges költségek első lépésben koncentráltan, a jegybanki eredményben, majd azt követően az állami költségvetésben jelennek meg. Ebben az értelemben a monetáris politikai szempontból indokolt mértékű jegybanki veszteség egyfajta „biztosítási díjként” is felfogható. Az MNB azért is vállalja a devizatartalék tartásából fakadó többletköltségeket, mivel amennyiben a befektetők szerint elégséges a devizatartalékok szintje, az az ország kockázati felárának csökkenésében, így a forintbefektetések hozamának mérséklődésében is tükröződhet.

A jegybankmérleg szerkezetében, illetve a jegybanki eredményben számos hazai és nemzetközi gazdasági folyamat eredménye csapódik le, ily módon a jegybankmérleg a gazdaság állapotát jelző érzékeny „lakmuszpapírként” is felfogható. A jegybankmérlegben lévő devizatartalékok – optimális esetben – jól mutatják egy adott gazdaság külső sérülékenységének mértékét: a magasabb tartalékigény nagyobb sebezhetőséget, nagyobb külső eladósodottságot jelez. A tartalékok alakulása szoros kapcsolatban van az államháztartás finanszírozásával és a nemzetközi pénzügyi folyamatokkal is, hiszen az MNB végzi – az állam bankjaként – az adósságkezelő devizatranszakcióit, de a jegybankban kerülnek konvertálásra a hazánkba érkező EU-támogatások is. A magyar gazdaságra jellemző strukturális likviditásfelesleget lekötő instrumentumok állománya (kéthetes kötvény, egynapos betét, elszámolási számla) a bankrendszer, míg a költségvetés forint- és devizabetéteinek alakulása az állam aktuális likviditási helyzetét jelzi. A jegybank forrásai közé tartozik a forgalomban lévő kész-

pénz mennyiség is, ami jól mutatja a gazdasági aktivitás mértékét, a várható inflációs folyamatokat vagy éppen a bankrendszerbe vetett bizalom mértékét. A hazai és a külső kamatszint különbsége – amely meghatározó a kamateredmény tekintetében – a kockázati megítélés mellett az inflációs folyamatokról is képet adhat. A jegybank jelentős deviza nyitott pozícióval rendelkezik, így az árfolyammozgások számottevő mértékben hathatnak mind a mérleg szerkezetére, mind az eredmény alakulására.

Cikkünk felépítésében a következő gondolatmenetet követjük. Mivel a jegybanki eredmény alakulását alapvetően befolyásolja a jegybankmérleg szerkezete, elsőként az MNB mérlegének szerkezetét tekintjük át. Ezt követően bemutatjuk a jegybanki eredmény főbb tételeit, illetve az azokat befolyásoló tényezőket. Majd röviden összefoglaljuk, hogy milyen gazdasági folyamatok határozták meg a jegybanki eredmény egyes tényezőinek múltbeli és várható alakulását. Egy keretes írásban arra is kitérünk, hogyan befolyásolja az államháztartás finanszírozásának módja a jegybanki eredményét. Ezt követően azt mutatjuk be, hogyan befolyásolja a jegybank realizált és nem realizált eredménye a költségvetési hiányt, illetve az államadósságot.

A JEGYBANKMÉRLEG SZERKEZETE

Az MNB mérlegének elmúlt években megfigyelt alakulásában a devizatartalék növekedése és az ezzel párhuzamosan emelkedő MNB-kötvényállomány volt meghatározó. Az MNB egyik legfontosabb feladata a megfelelő mennyiségű devizatartalék tartása.⁴ A devizatartalékok ugyanakkor a jegybank közvetlenül csak korlátozott mértékben tudja befolyásolni, nagyságát elsősorban a beáramló EU-támogatások, illetve az állam nettó devizahitel-felvétele határozza meg.⁵ A devizatartalék növekedésével párhuzamosan az MNB forrásoldalán – jellemzően átmenetileg – az állami betét emelkedik, míg hosszabb távon a jegybank által kibocsátott, kéthetes futamidejű MNB-kötvény ellen-súlyozza a tartaléknövekedést (a mechanizmus részletesebb leírását lásd az MNB eredményének elmúlt évekbeli alakulását bemutató részben). Fontosnak tartjuk azt is megjegyezni, hogy az MNB mérlegének alakulását a tranzakciók mellett az árfolyamok elmozdulásakor a már meglévő állományok átértékelődése is változtathatja – az előbbi a jegybank realizált eredményét, az utóbbi pedig a nem realizált eredményt érinti (lásd később).

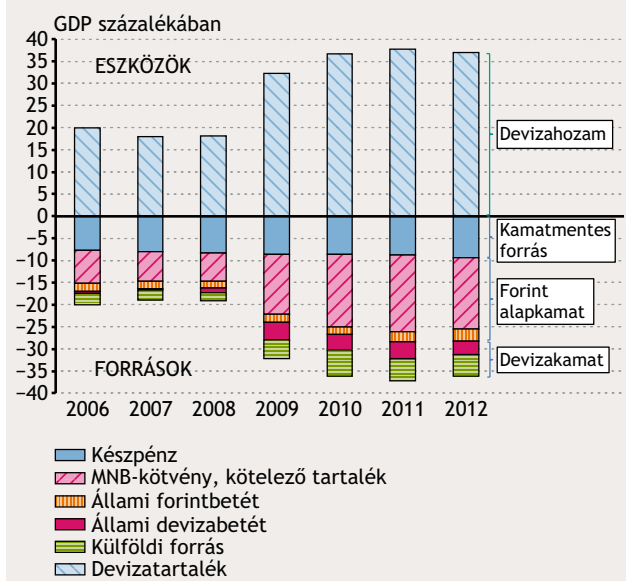
Az MNB a viszonylag alacsony hozamot hozó devizatartalékokat jellemzően a devizahozamokat jelentősen meghaladó kamatozású forintforrásokból finanszírozza. Ha az

⁴ A devizatartalék-tartás céljairól részletesebben lásd Antal–Gereben (2011).

⁵ A jegybank elmúlt években végrehajtott devizapiaci szerepvállalása közül a végtörlesztést kísérő devizaaukción volt a legjelentősebb.

1. ábra

Az MNB-mérleg főbb elemeinek GDP-arányos alakulása (éves átlagos értékek) és a mérlegtételeken realizált kamatok



aktuális változásokat befolyásoló főbb tényezők mellett arra is kíváncsiak vagyunk, hogy a jegybank összességében miből finanszírozza a mérleg eszközoldalán álló devizatartalékot, akkor a legfontosabbak tételek a következők (1. ábra).

- A jegybank által kibocsátott készpénz kamatmentes forrást biztosít, tehát igen olcsó módja a devizatartalék finanszírozásának. A forgalomban lévő készpénz mennyiségét a gazdaság készpénzigénye határozza meg.
- A jegybank külföldi forrásai közül az IMF-től a válság során devizatartalék-növelő céllal felvett devizahitelt érdemes megemlíteni – ezt az MNB 2013 augusztusában előtörlesztette. A jegybank – az állammal kötött megállapodás alapján – nem vehet fel külföldről hitelt, vagyis az IMF-programtól eltekintve az MNB-nek nincs lehetősége külföldi forrásból finanszírozni a devizatartalékot.
- Az állam a jegybanknál vezeti a számláját, ezért az MNB számára finanszírozási forrást jelent az állam által elhelyezett deviza- és forintbetét is. Mivel a költségvetés finanszírozási helyzetétől függő állami betét egy állandóan rendelkezésre álló (lényegében folyószámla-) betétet jelent, a jegybank viszonylag alacsony kamatot fizet az állam devizabetétére, miközben a forintbetétre az irányadó jegybanki alapkamat mértékét.

• A bankok a náluk elhelyezett betétek után kötelező tartalékot képeznek, amelyre az MNB szintén az alapkamatot fizeti. A készpénzzel együtt a kötelező tartalékokra is igaz, hogy nagysága a központi bank számára adottság, hiszen a gazdasági szereplők portfóliódöntéseinek eredménye csapódik le a jegybanki mérlegben (Komáromi, 2007). A kötelező tartalék állományát és kamatozását azért is tekintjük adottságnak, mert rendszere a jelenlegi monetáris politikai stratégia megváltoztatása nélkül nem módosítható.

• A devizatartalék fennmaradó finanszírozása a sterilizációs állományból, illetve azon belül is elsősorban az alapkammattal kamatozó MNB-kötvényből származik. Mivel az eszközoldal, illetve a többi forrásoldali tétel külső adottság, végső soron a gazdasági szereplők által tartott MNB-kötvényállomány az, ami „maradékulven” határozódik meg, és a devizatartalék más forrással nem fedezett részét finanszírozza. Vagyis – a mérlegazonosság miatt – döntően a sterilizációs állomány az a tétel, ami a devizatartalékban történő változásokat ellensúlyozza, és a jelenlegi monetáris politikai keretrendszer mellett ennek alakulására nincs ráhatása a jegybanknak. A jegybanknak leginkább a sterilizációs állomány szerkezetére lehet hatása, vagyis arra, hogy a likviditásfelesleg hogyan oszlik meg a kéthetes jegybanki kötvény és az egynapos jegybanki betét között.⁶

A JEGYBANKI EREDMÉNY ÖSSZETEVŐI

A mérlegszerkezet főbb jellemzőinek bemutatása után rátérünk a jegybanki eredmény tárgyalására. A jegybanki eredmény számviteli szempontból egyrészt a realizált⁷, másrészt a nem realizált eredményből tevődik össze. A realizált eredmény alapvetően három komponensből áll. Ezek (1) a kamateredmény és pénzügyi műveletek realizált eredménye, (2) a realizált árfolyameredmény és (3) a működéssel kapcsolatos kiadások. Az eredmény összetevőit és az eredményre ható legfontosabb tényezőket a 2. ábra foglalja össze.

A jegybanki kamategyenleg az eredmény egyik legfontosabb tényezője, melyet elsősorban a mérlegszerkezet és a kamatkülönbség befolyásol. A kamateredmény a forrásoldali kamatozó kötelezettségeken (pl. likviditást lekötő instrumentum, kötelező tartalék, költségvetés betétei) képződő kamatráfordítások és devizatartalékon realizált kamatbevétel különbségeként adódik. Míg a kéthetes kötvényekre és a költségvetési betétszámlákra az MNB jegybanki

⁶ Az MNB-kötvény szerepéről bővebben lásd Balogh (2009).

⁷ A realizált eredményen alapvetően a mérleg szerinti eredményt értjük. Érdemes ugyanakkor megjegyezni, hogy a mérleg szerinti eredmény tartalmaz nem realizált eredményelemeket is (pl. időbeli elhatárolások, céltartalékképzés).

alapkamatot fizet, addig a devizatartalékon a forintkamatoknál alacsonyabb devizahozamot realizál.⁸

A pénzügyi műveletek realizált eredménye szoros kapcsolatban áll a kamateredménnyel, és az értékpapírok piaci árváltozásából származó realizált nyereséget, illetve veszteséget tartalmazza. Az értékpapírokon realizált hozam egyrészt a kamatbevételekben, másrészt az értékpapírok piaci árának változásában ölt testet. Utóbbi tételnek az elmúlt időszakban különösen megnőtt a jelentősége, mert az alacsony globális hozamkörnyezetben jellemzően csak olyan állampapírokat lehet vásárolni, melyek beszerzési ára a névértéknél magasabb. Ezeknek az értékpapíroknak az eladásakor vagy a lejáratukor veszteség keletkezik: a beszerzési árfolyam és a névérték közötti különbség eredményrontó tételként jelentkezik, mivel az aktuális szuverén hozamok alacsonyabbak a kibocsátáskorinál. Ezt a hatást azonban ellensúlyozza az értékpapírokra a korábbi években kapott magasabb devizakamat-bevétel, így összességében ez csak az eredmény évek közötti átcsoportosítását jelenti.

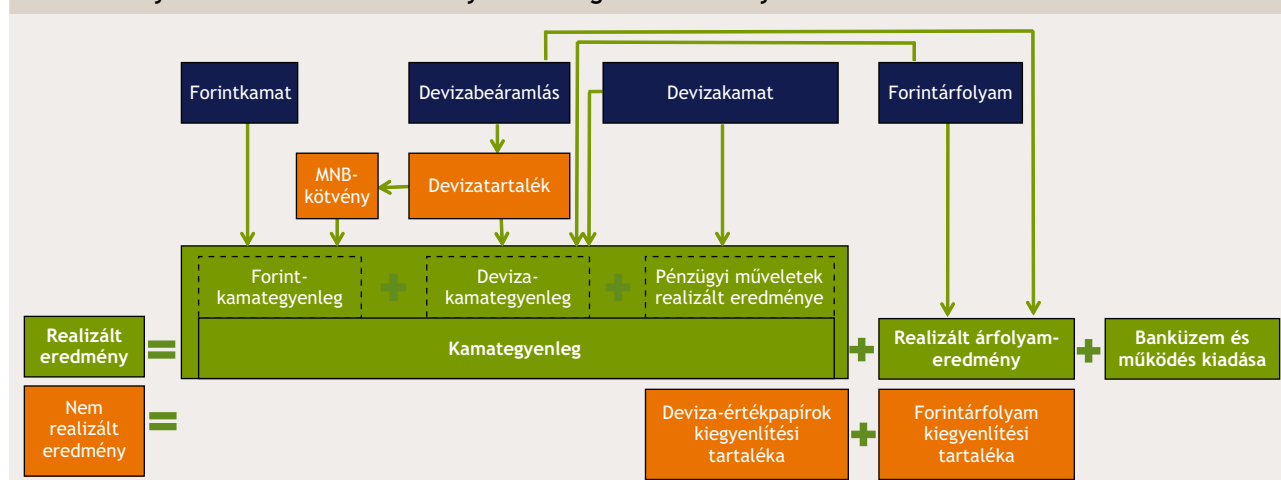
Az MNB-eredmény másik fontos tétele a realizált árfolyameredmény, mely döntően a devizapozíció változásától és a forint árfolyamától függ. A jegybank jelentős mértékű nyitott devizapozícióval rendelkezik, ugyanis a devizaeszközökkel szemben döntően forintforrások állnak, így a devizaárfolyam változása az átértékelődési hatásokon és a devizakonverziókon keresztül számottevően befolyásolhatja az MNB eredményét. Az eredmény realizálásához azonban szükséges a devizapozíció változása is. Ilyen tranzakció lehet például az állam forint-euro konverziója vagy a piaci szereplőkkel végzett műveletek. Az eredmény „elője-

le” szempontjából pedig az a meghatározó, hogy az adott napon érvényes hivatalos árfolyam és az átlagos beszerzési árfolyam hogyan viszonyul egymáshoz. Jelenleg a bekerülési árfolyam az aktuális árfolyamnál alacsonyabb, ezért devizaeladásakor a jegybanknak árfolyamnyeresége keletkezik.⁹

A jegybanknak érdemi befolyása – a monetáris politika céljait és eszközeit adottságnak tekintve – csak a harmadik eredménytényezőre, a banküzemmel és a működéssel kapcsolatos kiadásra van, miközben ez az eredménytétel a legkisebb jelentőségű – az összes ráfordítás mintegy 4-5 százalékát teszi ki. Míg az eredményt meghatározó komponensek közül az előzőekben bemutatottak elsősorban a monetáris eszköztár működtetéséhez kötődnek, a harmadik tétel ehhez kevésbé kapcsolódik. A legfontosabb, működéssel összefüggő tételek a pénz- és emlékérmegyártás költsége, az értékvesztés, valamint a banküzemmel kapcsolatos dologi és személyi kiadások.

Bár a fenti három tényező alkotja a jegybank mérleg szerinti eredményét, emellett számviteli szempontból megkülönböztetünk még nem realizált eredménytégeket is, amelyek keletkezése az árfolyamváltozásokhoz, illetve az ebből fakadó átértékelődési hatásokhoz köthető. Egyrészt a forintárfolyam változása esetén a devizaeszközök átértékelődnek, a forrásoldalon lévő, többségében forintban denominált tételek azonban nem. A mérlegazonosság teljesüléséhez ellenben szükséges, hogy a saját tőke, ezen belül is a *forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka* változzon. A jegybank nyitott devizapozíciója így nemcsak a mérleg szerinti, hanem a nem realizált árfolyamered-

2. ábra
Az eredmény összetevői és az eredményre ható legfontosabb tényezők



⁸ Emellett az egynapos betétekre a kamatfolyosó aljának megfelelő forintkamatot, míg az állami devizabetétekre devizakamatot fizet az MNB.

⁹ A devizatartalék állományának felhalmozódása során az egyes tételek eltérő időpontokban és különböző árfolyamokon járultak hozzá a tartalék növekedéséhez. Ezeknek az árfolyamoknak az állománnyal súlyozott átlaga az átlagos bekerülési árfolyam.

ményre is hatással van. Másrészt akkor is keletkezhet nem realizált eredmény, ha a deviza-értékpapírok árfolyama változik. Az ebből származó nem realizált eredménytétel a *deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka*, mely az értékpapírok árváltozásából származó nyereséget vagy veszteséget tartalmazza.¹⁰

AZ MNB EREDMÉNYÉNEK ALAKULÁSA AZ ELMÚLT ÉVEKBEN

A következőkben röviden áttekintjük, hogyan alakultak és alakulhatnak a jegybanki eredmény legfontosabb tételei, a kamat- és árfolyameredmény. Ezeket az eredménytégeket elsősorban az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás érdekében felhasznált monetáris politikai eszközök, valamint a gazdasági folyamatok alakulása határozza meg. A jegybanki eredmény szempontjából alapvetően három szakasz különböztethető meg: (1) a pénzügyi válság előtti időszak, (2) a válságot követő évek, amikor a jegybankmérleg felfúvódott, valamint (3) a jegybankmérleg zsugorodása. A fejezet végén röviden ismertetjük az MNB működési eredményének alakulását, mely szorosan nem kapcsolódik ugyan a jegybank elsődleges céljának elérése érdekében végzett tevékenységéhez, mégis szükségesnek tartjuk bemutatni annak érdekében, hogy a jegybanki eredményről teljes képet alkothassunk.

A válság előtti időszak

A válság kezdetéig a jegybank mérlegfőösszege nem változott lényegesen, köszönhetően az államháztartás döntően forintállampapír-kibocsátással való finanszírozásának (1. ábra). A forintállampapírok kibocsátását követően az MNB-mérlegnek csak a forrásoldala rendeződik át átmenetileg, de a mérlegfőösszeg, illetve az MNB kötvényállománya nem változik. A gazdasági szereplők ugyanis az állampapír megvásárlásához szükséges összeget végső soron banki betétek leépítésével teremthetik elő, és a bankok a csökkenő forintlikviditásuk miatt mérséklék MNB-kötvényállományukat. A csökkenő MNB-kötvényállománnyal párhuzamosan az MNB mérlegében az állam forintbetét-állománya emelkedik, köszönhetően az értékesített állampapírokból származó bevételeknek. Az állam ugyanakkor azért bocsátott ki állampapírokat, hogy az így megszerzett forrásból kifizetéseket hajthasson végre (például nyugdíjat fizet, vagy bért fizet a közalkalmazottaknak), amivel párhuzamosan csökken az MNB-nél vezetett forintbetéte. A kifizetések hatására újra megnő a gazdaság likviditása (a gazdasági szereplők a kapott pénzt betétként helyezik el a bankoknál,

illetve az általuk elköltött pénzt azok a szereplők helyezik el betétként a bankoknál, akik azt kapják), ami végül növeli a bankrendszer forrásait. Az így megnövekedett likviditást a bankok kéthetes kötvény formájában az MNB-nél helyezik el, vagyis az MNB forrásai között az állami betét csökkenését az MNB-kötvény állományának növekedése helyettesíti. Összességében tehát az állam forintbetéte és az MNB-kötvényállománya is visszatér a korábbi szintjére (3. ábra, bal panel). Érdemesnek tartjuk ugyanakkor megjegyezni, hogy a devizaadósság államadósságon belüli arányának növekedése már a válság előtt elkezdődött: míg 2002-ben 25 százalék körül alakult, addig 2008-ban már meghaladta a 30 százalékot.

A 2000-es években az MNB átlagosan nulla körüli veszteséget ért el, amiben az alacsony mérlegfőösszeg mellett az is szerepet játszott, hogy a forintárfolyam ebben az időszakban viszonylag stabilan alakult, vagy az árfolyameredmény szempontjából kedvező irányba mozdult el. Bár az MNB kamategyenlege a vizsgált időszak döntő részében veszteséget mutatott, a veszteség mértéke – a viszonylag alacsony mérlegfőösszeg miatt – nem volt számottevő. A negatív kamategyenleg egyrészt a mérlegszerkezetből (passzív oldali sterilizáció), valamint a forint-deviza kamatkülönbség magas szintjéből adódott. Összességében a válságot megelőző években kumuláltan nem keletkezett veszteség, mivel a kamateredmény és a pénzügyi műveletek eredménye miatti veszteséget általában meghaladta a realizált árfolyameredmény miatti nyereség. Ugyanis a jegybank a devizaműveleteken – az árfolyameredmény szempontjából kedvező alakulása miatt – jellemzően nyereséget ért el.

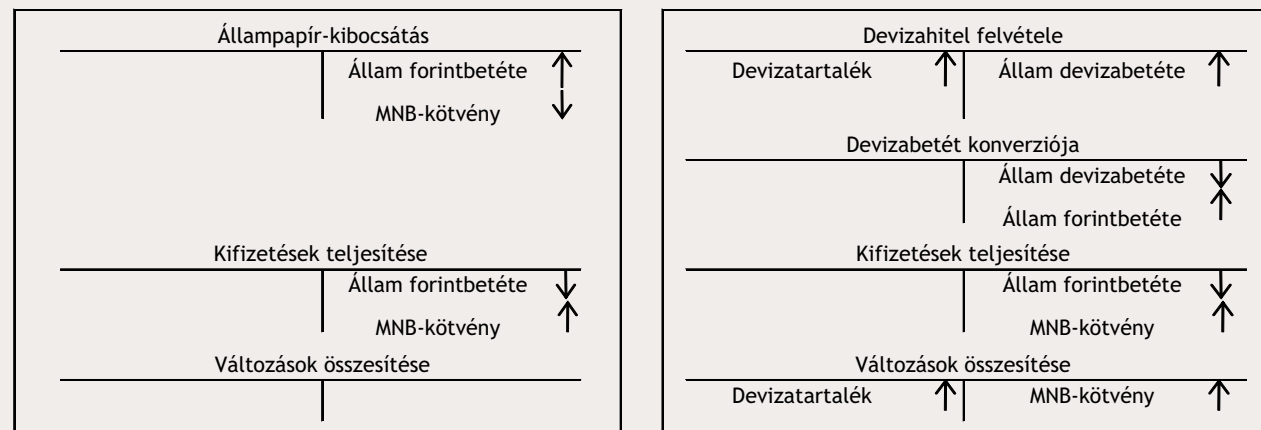
A válság kitörését követő évek, a jegybankmérleg felfúvódása

A válság kitörésekor az államháztartás kedvezőtlené váló finanszírozási helyzete miatt felvett EU/IMF hitel a devizatartalék növekedésében csapódott le. A 2008-ban kitört válság olyan mértékben csökkentette a befektetők kockázatvállalási hajlandóságát, hogy – bár az éven belüli lejáratú kincstárjegyek értékesítése folytatódott – a magyar állam nem tudott a piacon eladni államkötvényeket, és megnehezült a GDP 66 százalékát kitevő államadósság finanszírozhatósága. Ebben a helyzetben Magyarország a nemzetközi intézményekhez fordult segítségért, amelyektől több részletben, összesen közel 13 milliárd euro értékű hitelt vett fel. Az állam a lehívott devizahitelt első lépésben a jegybanknál helyezte el devizabetétként,

¹⁰ Amennyiben ezek a papírok lejárnak vagy eladásra kerülnek, a hozzájuk tartozó eredményhatás átkerül a nem realizált eredményből a pénzügyi műveletek eredményébe.

3. ábra

Az állam forint-, illetve devizafinanszírozásának hatása az MNB mérlegére

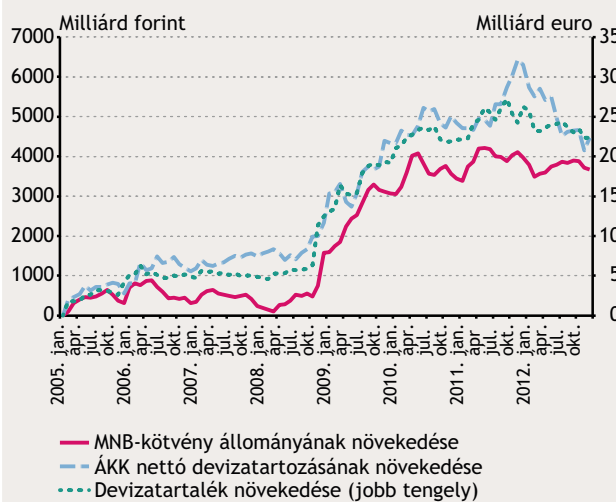


ezzel megnőtt az ország devizatartaléka is.¹¹ A devizatartalék növekedése ugyanakkor szükséges is volt, mivel a válság kitörését követően a magyar gazdaság devizatartalék-igénye jelentős mértékben növekedett. A nemzetközi összehasonlításban is magasnak számító államadósság és külső adósságráta, ezen belül a bankrendszer jelentős rövid lejáratú külső adóssága, illetve az államháztartási hiány finanszírozási kockázatai miatt a külföldi befektetők, illetve hitelminősítők a korábbinál jóval nagyobb devizatartalékot vártak el az országtól. A tartalékigényt növelte az is, hogy a válság kitörésével párhuzamosan a külső adósság lejárat szerkezete is kedvezőtlen irányba mozdult el, és jelentősen megnőtt a rövid lejáratú adósságelemek súlya.

Amikor az állam a felvett devizahitelt forintkifizetésekre használja fel, a devizatartalékot már nem az állami betét, hanem a gazdasági szereplők – döntően bankok – által vásárolt MNB-kötvényállomány finanszírozza. A költségvetés a felvett devizahiteltől finanszírozta a hiányt, illetve a lejáró államkötvények egy részét. Ezekhez a kifizetésekhöz azonban az államnak forintra volt szüksége, ezért a devizát az MNB-nél forintra váltotta. Ekkor az állam a devizabetétét forintbetétté konvertálta, miközben az MNB devizatartaléka nem változott. Amikor az állam kifizetéseket hajtott végre, akkor – a korábban bemutatott mechanizmuson keresztül – az MNB forrásai között az állami betét csökkenését az MNB-kötvények állományának növekedése

4. ábra

A devizatartalék, az MNB-kötvényállomány és az ÁKK nettó devizatartozásának* alakulása



* Az ÁKK nettó devizatartozásán az állam devizatartozásainak (devizahitel, devizakötvény) és devizaeszközeinek (devizabetét, bankokkal szembeni devizakövetelés) különbségét értjük.

Megjegyzés: Az állam nettó devizatartozásának és a devizatartaléknak a 2011 végén és 2012 elején tapasztalt „elnyílását” az árfolyam leértékelődése okozza.

helyettesítette. Az állam által felvett devizahitel tehát végső soron növelte a jegybank mérlegfőösszegét – az eszközoldalon a devizatartalékot, míg a forrásoldalon az MNB-kötvények állományát (3. ábra, jobb panel).¹²

¹¹ Érdemes különbséget tenni a fejlett országok jegybankjai, illetve az MNB mérlegének felfúvódása között. Míg a fejlett országok jegybankjai (pl. EKB, Fed, Bank of England, Bank of Japan) alapvetően az eszközvásárlási programok keretében jutottak jelentős mennyiségű saját devizában fennálló értékpapír-követeléshez, amit alacsony költségen sterilizálnak, addig az MNB esetében a devizatartalékok szintje emelkedett jelentősen, amelyet magasabb kamatú forintforrás finanszíroz.

¹² A válság kitörése óta a költségvetés jegybanki betéteinek állománya is jelentősen megemelkedett a válság előtti szinthez képest. Ez azt jelenti, hogy az MNB kamatkidásainak egy része közvetlenül a költségvetésbe kerül, azaz a jegybanki eredmény romlása direktben is megjelenik az ÁKK kamat-egyenlegének javulásában. Összességében azonban, mivel mind az állami forintbetétre, mind a kéthetes banki kötvényre alapkamatot fizet a jegybank, ez csak forrásoldali átrendeződés, de az eredményre nincs hatása.

Az MNB-kötvények állományának változása a korábban leírt folyamat miatt hasonlóan alakult, mint a – jellemzően az állam nettó devizahitel-felvétele miatt megnövekedett – devizatartalék (4. ábra).

Bár a devizatartalékok emelkedése már 2008–2009-ben megtörtént, az elmúlt években – a nettó kamatkülsőségek emelkedése ellenére – nem tapasztaltuk az eredmény markáns romlását (5. ábra). A magas devizatartalék-szint mellett a forint- és eurohozamok közötti különbség növekedése is hozzájárult ahhoz, hogy a válság után a kamateredmény növekvő veszteséget jelzett, melyhez az eurohozamok csökkenése mellett a válság következtében emelkedő jegybanki alapkamat is hozzájárult. A veszteséget átmenetileg mérsékelte, hogy a devizatartalékba az alacsony globális hozamkörnyezet miatt olyan papírok is bekerültek, amelyeket – magasabb kupon mellett – a névértékük felett vásárolt az MNB. A magas kuponú papírok tartása miatt magasabb devizakamat-bevételt figyelhettünk meg, javítva ezáltal a kamateredményt. Ezeknek a papíroknak a lejáratakor azonban veszteség keletkezik, hiszen a lejáratához közeledve a piaci árfolyam fokozatosan a névértékre süllyed vissza. Így összességében az ilyen jellegű papírok vásárlása csak az eredmény évek közötti átcsoportosítását eredményezi, és a piaci kamatok alakulásának eredményhatását időben későbbre tolja.¹³

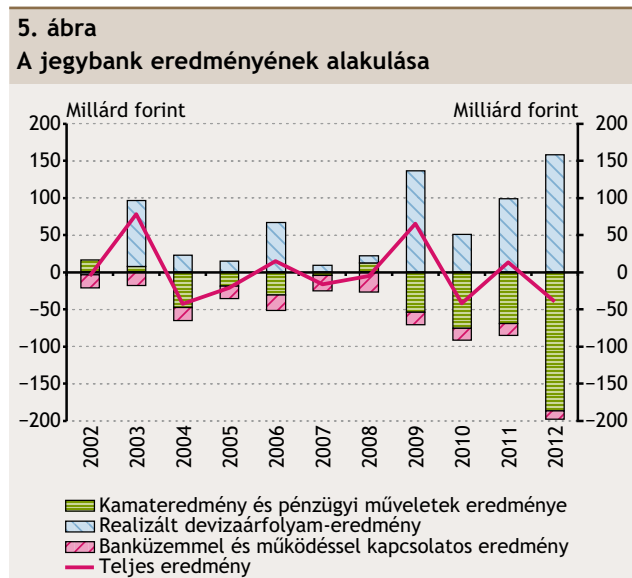
A válság kitérését követően a forintárfolyam leértékelődésével párhuzamosan a jegybanknak a devizapozíció

változásán jelentős mértékű realizált eredménye keletkezett, ami ugyancsak ellensúlyozta a kamateredmény romlását. Az árfolyamnyereség – a gyenge árfolyam mellett – azzal is magyarázható, hogy a devizatartalék nagymértékű emelkedése a válság elején, viszonylag erős forintárfolyam mellett következett be, így a devizatartalék átlagos bekerülési árfolyama is viszonylag alacsony volt. A válság hatására azonban az árfolyam számottevően, mintegy 10-15 százalékkal értékelődött le, így a jegybank a devizaműveleteken jelentős nyereséget ért el.

Az árfolyameredmény 2011-ben és 2012-ben tapasztalt számottevő emelkedése döntő részben egy egyszeri tételhez, a jegybank végtörlesztés miatt bevezetett eszközökhöz (devizaaukciós program) köthető. A jegybank a devizaeladási tendereken a devizát a devizatartalék átlagos bekerülési árfolyamánál magasabb árfolyamon értékesítette a kereskedelmi bankoknak – így a jegybanknak nyeresége keletkezett. Az MNB az aukciók során mintegy 2,5 milliárd euro értékben értékesített devizát, ezen a két évben összesen közel 100 milliárd forint realizált árfolyamnyereségre tett szert.¹⁴

A megnövekedett mérlegfőösszeg ellenére a jegybank 2013-as eredménye nulla körül alakulhat, ami döntően az árfolyamnyereség magas szinten történő stabilizálódásának köszönhető. A magas devizatartalék-szint és a mérséklődő, de továbbra is jelentős kamatkülönbség következtében a kamategyenleg idén is veszteséget mutathat. Az árfolyameredmény ugyanakkor magas szinten stabilizálódhat, amihez érdemben hozzájárulhat az ÁKK-val bonyolított, a magyar állam által felvett IMF-hitelek törlesztése, valamint devizakötvény-lejáratok miatti devizaeladásokon keletkezett árfolyamnyereség. Így a devizatranszakciókon realizálható árfolyamnyereség jórészt ellensúlyozhatja a kamatvesztést, ezért a jegybanki eredmény várhatóan nem érinti a 2014-es költségvetés hiányát. A fenti tényezők – magas kuponú értékpapírok vásárlása, árfolyam leértékelődése, devizaaukciós program, az ÁKK-val bonyolított devizaeladások – mind hozzájárultak ahhoz, hogy a jegybank mérlegének felfúvódása, valamint a magas kockázati felárak miatti hozamkülönbség nem vezetett jelentős mértékű jegybanki veszteséghez.

A jegybanki kamatvesztés kialakulása az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) kamateredményének javulásával párhuzamosan játszódik le. Így a jegybankmérleg



¹³ Az MNB a 221/2000. (XII. 19.) Kormányrendeletnek megfelelően a beszerzési árfolyam és a névérték közötti különbséget nem határolja el, a kettő közötti különbség csak lejáratkor, illetve eladáskor kerül az eredménybe, mint Pénzügyi műveletek realizált nyeresége/vesztése.

¹⁴ A devizaaukciókról bővebben lásd Pulai-Reppa (2012).

felfúvódása a konszolidált államháztartás¹⁵ szintjén csak – az egyéb előnyökkel járó – magasabb devizatartalék tartásából származó többletköltséget okoz. A költségvetés adósságának finanszírozása és a jegybanki eredmény szoros kapcsolatban áll egymással, ezért a folyamatokat érdemes a konszolidált államháztartás szintjén, együttesen is elemezni és bemutatni. Ebben a témában számos tanulmány született már: a nemzetközi irodalomból Rocha–Saldanha (1992), a hazai irodalomból pedig Barabás et al. (1998) vagy Czeti–Hoffmann (2006) tanulmánya említhető. Az alapgondolat az, hogy a szélesebb, közgazdasági értelemben vett államháztartás részeit nem

külön-külön, hanem konszolidáltan szükséges vizsgálni. Azaz a jegybanki eredményt is az állam kamatkülsőivel együtt, konszolidált szinten érdemes elemezni (részletebben lásd a keretes írást). Eszerint konszolidált szinten az okoz többletköltséget, hogy a jegybank – az ország sérülékenysége és a válság miatt – magasabb devizatartalékot tartott, aminek költsége van. Ez azonban egyfajta biztosítási díjnak is felfogható, és a jegybank az elvártan megfelelő devizatartalék fenntartásával végső soron hozzájárul a magyar állampapírok kockázati prémiumának a minimalizálásához és a teljes nemzetgazdaság finanszírozási költségeinek csökkentéséhez.

Hogyan befolyásolja az MNB eredményét az állam devizahitel-felvétele?

Ha az állam forintállampapír helyett devizahitelből finanszírozza a hiányt, illetve az adósságot, akkor a forint- és a devizafinanszírozás költsége közötti különbséget az MNB fizeti meg. Forintállampapírok kibocsátása esetén az állam költsége az állampapír kamata, amely lényegében három részre bontható (6. ábra, bal panel): (1) a minden ország által fizetett kockázatmentes hozamra, (2) a magyar állam által kibocsátott eszközök kockázatosága miatt fizetendő országgkockázati felárra és (3) a szuverén forint- és devizahozam közti különbségre (ami például az árfolyam-kockázati prémium miatt alakulhat ki). Devizahitel kibocsátása esetén ugyanakkor az állam csupán a devizahitel kamatát fizeti meg, vagyis megspórolja a magyar forint- és devizahozamok közötti különbséget (6. ábra, középső panel). Mint az előző fejezetben láttuk, a devizahitel kibocsátásával párhuzamosan nő az MNB-kötvények állománya is, így az MNB-nek is kamatköltsége keletkezik. Az MNB-kötvény kamatát – az előbb említett három részre – felosztva a következők állapíthatók meg.

- Az MNB-kötvény kamatában kifizetett kockázatmentes hozamot a felvett devizahitel miatt megnövekedett devizatartalék hozama ellensúlyozza. Mivel a devizatartalékot a jegybank biztosítási céllal tartja, a tartalék elsősorban alacsony kamatozású, de kockázatmentes papírokból áll.
- Az országgkockázati felár tekinthető végső soron a devizahitelből történő hiányfinanszírozás konszolidált költségének – ami azonban egyúttal a magasabb devizatartalék tartásának is az ára. Ha ugyanis az MNB növelni szeretné a devizatartalékát, azt elvileg devizahitel felvételével tehetné meg, vagyis az országgkockázati felárat mindenképp ki kellene fizetni. Fontos megjegyezni, hogy ezzel a költséggel szemben a magasabb devizatartalék áll, amelynek a befektetői elvárásoknak megfelelő szintje csökkentőleg hathat az országgkockázati felárra, illetve a forinthatozamok alakulására is.
- Az MNB-kötvény kamatának harmadik részét végső soron a költségvetés helyett fizeti az MNB. Míg a költségvetés a devizahitel felvételével megspórolja a szuverén forint- és devizahozamok közötti különbséget, addig a magasabb devizahitel miatt megnövekedett MNB-kötvényállományra az MNB hasonló kamatrészt fizet.

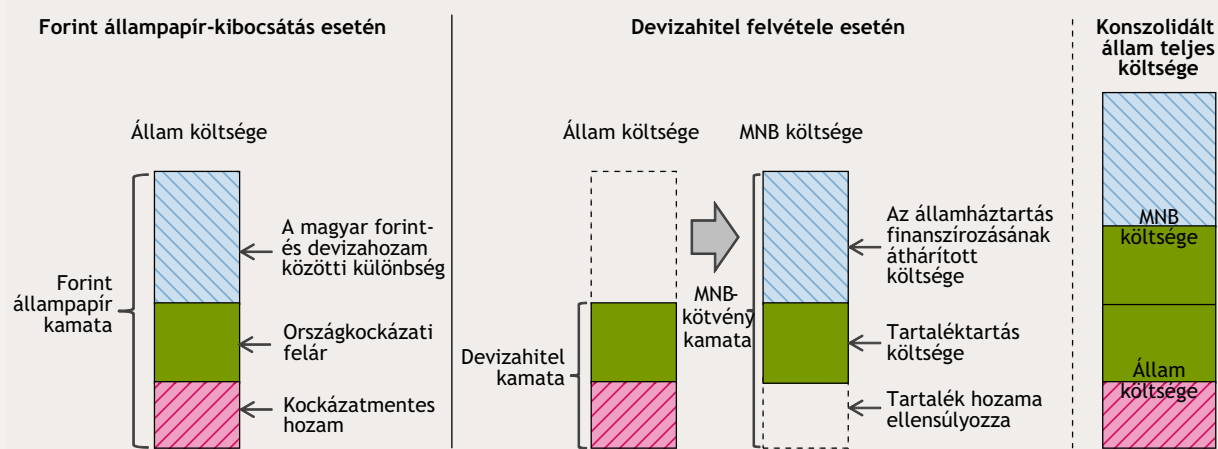
Míg tehát állampapír-kibocsátással fedezett finanszírozás esetén az összes költség a forintállampapírok kamata, addig devizahitel felvétele esetén az MNB-vel konszolidált államháztartás összességében fizeti a devizahitel kamatát (állam) és az MNB-kötvény kamatát is (MNB) – vagyis nemzetgazdasági szinten a devizahitel-felvétel magasabb költséggel jár, mint a forintállampapír-kibocsátás. Fontos hangsúlyozni, hogy a devizahitel esetében nemcsak az állam finanszírozása biztosított (mint az állampapír kibocsátásánál), hanem emellett a devizatartalék is növekszik. Vagyis a magasabb költség az ország sérülékenységét mérséklő devizatartalék tartásához köthető.

A korábban jellemzőnél magasabb devizahitel-felvétel jelentős kamatmegtakarítást eredményezett az államháztartás számára – nemzetgazdasági szinten ugyanakkor nem történt megtakarítás, hiszen ennél nagyobb költség jelentkezik a jegybanknál. Az

¹⁵ A konszolidált államháztartás fogalmát elemzésünkben közgazdasági értelemben használjuk. Statisztikai értelemben a költségvetés és az MNB elkülönült egységekné számítanak. Keretes írásunkban alapvetően a jegybanki eredmény és a költségvetés közgazdasági értelemben vett összevetését végeztük el, ami jól illusztrálja a konszolidált költségeket.

6. ábra

Forintból, illetve devizából történő hiányfinanszírozási költség megoszlásának sematikus ábrázolása



államháztartás finanszírozásában a válság előtt – a devizaárfolyam volatilitásával összefüggő kockázati megfontolások miatt – jellemzően 25–30 százalékos volt a devizaadósság részaránya. Vagyis az állam által átlagosan az adósságra fizetett implicit kamat¹⁶ közelebb állt a forintkamatok alakulásához. A válság kitörését követő állampapír-piaci nehézségek a nemzetközi szervezetektől származó devizahitel felvételéhez, és így a devizaadósság részarányának jelentős (50 százalék közelébe történő) emelkedéséhez vezetett. Ennek hatására az államadósságra fizetett átlagos implicit kamatában nagyobb súlyt kapott az alacsonyabb kamatozású devizahitel, így például 2012-ben az államadósság implicit kamata mintegy 1 százalékponttal maradt el attól a szinttől, mintha az állam az egész időszakban a korábban jellemző 30 százalékos devizaarányt tartotta volna. Az így elért kamatmegtakarítás ugyanakkor csak a költségvetés szintjén jelentkezett – a devizahitel felvétele és forintban történt elköltése következtében megemelkedett MNB-kötvényállomány a jegybank kamatkiadásának növekedéséhez vezetett.

A konszolidált államháztartás szintjén abból származhatott megtakarítás az állampapír-kibocsátáshoz képest, hogy – a lejáratú prémium miatt – az irányadó kamat jellemzően kisebb volt, mint a hosszabb lejáratú állampapírok hozama (2009 eleje óta a különbség átlagos mértéke megközelítette a 0,9 százalékpontot). Fontos azt is megjegyeznünk, hogy az alacsonyabb kamattal rövidebb lejárat társul, ami növeli az adósság kamatkockázatát. Amennyiben ugyanis jelentős emelkedés következne be a kamatokban, a korábban kibocsátott hosszabb lejáratú papírok a teljes lejáraton összességében alacsonyabb kamatköltséget jelenthetnek, mint az eredetileg kisebb költségű, de közben esetleg számottevően megemelkedő kamatú MNB-kötvény.

A mérleg zsugorodása

A jegybankmérleg összehúzódásával párhuzamosan a kamatvesztés csökkenésére, majd eltűnésére számítunk. A külső finanszírozási képesség fennmaradásával (majd lassú mérséklődésével) párhuzamosan az ország sérülékenysége (és így a devizatartalékok szintje) szempontjából is kiemelkedő fontosságú mutató, a bruttó külső adósság szintje és lejáratú összetétele is kedvezően alakulhat. Az MNB mérlegének jövőbeli alakulásával kapcsolatban tehát azt feltételezzük, hogy hosszabb távon mérséklődhet a devizatartalék. Ezzel összhangban a sterilizációs állomány

is csökkenhet, így a jegybanki kamateredmény – mely az MNB eredményének jelentős részét alkotja – fokozatos javulását várjuk. A csökkenő devizatartalék mellett ezt a folyamatot az alacsony forint-deviza kamatkülönbség és az MNB mérlegének forrásoldali átrendeződése, a nem kamatozó készpénz mérlegen belüli arányának emelkedése is támogathatja.

Hosszabb távon a jegybanki eredmény – előrejelzésünk szerint – a mérlegszerkezet alakulásának köszönhetően nulla közelében alakulhat. A külső egyensúlyi folyamatok a jegybankmérleg összehúzódását vetítik előre, ugyanakkor

¹⁶ Az implicit kamatról részletesebben lásd az MNB (2013).

az MNB által indított Növekedési Hitelprogram (NHP) a kis- és középvállalati szektornak nyújtott célzott támogatáson keresztül emeli a jegybank mérlegfőösszegét. Mivel a jegybank kedvezményesen, az alapkamatnál alacsonyabb szinten nyújtja a hitelt, ezért a többletlikviditás alapkamaton történő sterilizálása miatt költséget jelent az MNB számára. Ez az alapfolyamatokhoz képest némileg rontja a várható eredményt, ugyanakkor a program várható hasznai vélhetően felülmúlják a jegybanknál koncentráltan jelentkező költségeket. Az intézkedés hatására a gazdasági növekedés szintje magasabb lehet, ami a magánszektor szereplői számára kedvező, miközben a magasabb növekedés magasabb állami adóbevételekkel is együtt jár. Azaz, összességében a devizatartalék tartásánál leírtakkal analóg módon az NHP esetében is azt mondhatjuk, hogy miközben a költségek koncentráltan, a jegybank mérlegében jelennek meg, addig a várható hasznok a magánszektor helyzetét, illetve az állami költségvetés finanszírozási pozícióját javíthatják.

Az MNB működési költségeinek alakulása

Az MNB működési eredménye az elmúlt években viszonylag stabilan alakult, és csak kismértékben járult hozzá a jegybank veszteségéhez. A jegybanki kamat- és árfolyam-eredményt – ahogy korábban már bemutattuk – elsősorban a monetáris politika céljai és eszközei, valamint a piaci folyamatok határozzák meg, így a jegybanknak érdemi befolyása csak a működéssel kapcsolatos kiadásokra van. Az összes ráfordítás mintegy 4-5 százalékát kitevő működési költség csak kismértékű veszteséget okozott a vizsgált időszakban. A működési költségek alakulásával kapcsolatban érdemesnek tartjuk megjegyezni, hogy a nominális költségek közel változatlan szinten maradtak a 2000-es években. Ehhez többek között hozzájárult a 200 forintos érme bevezetése, illetve az 1 és 2 forintos érmék bevonása is.

KÖLTSÉGVETÉSI HATÁSOK, ELSZÁMOLÁSI KÉRDÉSEK

Elszámolási szabályok¹⁷

Főszabályként az mondható, hogy a tranzakciókhoz kötődő, úgynevezett realizált (mérleg szerinti) eredmény miatti pénzmozgás megjelenik a költségvetési hiányban és az adósságban is, míg a tartalék átértékelő-

déséhez kötődő, nem realizált eredmény miatti kormányzati kifizetések csak az adósságban vannak elszámolva. A monetáris politika vitele befolyásolhatja az államháztartási folyamatok alakulását is, az elszámolási szabályok azonban eltérnek a realizált és nem realizált eredmény költségvetési hiányban és államadósságban való kimutatása tekintetében. Az előző évi realizált eredmény hozzáadódik az eredménytartalékhoz, és amennyiben az összegük negatív értéket mutat, akkor a költségvetésnek hiányt és adósságot egyaránt növelő módon kell a veszteséget megtérítenie a jegyzett tőke mértékéig. Nyereség esetén csak a kamateredményből származó (működési eredménnyel csökkentett) eredmény befizetése csökkenti a maastrichti kritérium alapjául is szolgáló ESA-egyenleget (költségvetési hiányt), valamint az adósságot, míg az átértékelődés miatti nyereség nem csökkenti a hiányt.

A tartalék átértékelődéséből fakadó, nem realizált hatások az egyes kiegyenlítési tartalékokban jelennek meg. A jegybanktörvény tartalmazza a kiegyenlítési tartalékokon keletkező veszteség megtérítésének pontos szabályait.¹⁸ Amennyiben e tartalékok miatt keletkezik a kormánzatnak fizetési kötelezettsége, akkor a kifizetés a költségvetési hiányt nem növeli, ugyanakkor az államadósság a finanszírozási szükséglet miatt növekszik. Az elszámolás aszimmetrikus abban a tekintetben, miszerint a realizált árfolyamnyereséggel ellentétben a nem realizált árfolyamnyereség nem csökkentheti az államadósságot, hiszen a pozitív kiegyenlítési tartalék nem vonható el. A jegybanki eredmény költségvetési hatását az 1. táblázatban mutatjuk be részletesen.

Fontos még kiemelni, hogy az esetleges költségvetési hatások alapesetben a jegybanki eredmény kialakulását követő évben jelentkeznek. A költségvetés kedvező költségvetési helyzetben dönthet úgy is, hogy korábban – akár még az esetleges veszteség kialakulása előtt – feltölti az eredménytartalékot, így a költségvetési hatás sem feltétlenül a veszteség kialakulását követően jelentkezik.

Realizált eredmény és költségvetési térítési kötelezettség

2002 és 2012 között a jegybanki eredmény –40 és +70 milliárd forint között ingadozott, de az eredménytartalék mindvégig pozitív maradt, így a költségvetésnek

¹⁷ Ebben a fejezetben alapvetően a jegybanki eredmény költségvetési elszámolásának statisztikai vetületeit mutatjuk be. Fontos hangsúlyozni, hogy az eredménynek költségvetési hatása csak akkor keletkezik, amennyiben valósan történik pénzmozgás is a költségvetés és a jegybank között. Azaz nem elegendő a jegybanki veszteség vagy nyereség kialakulása, a statisztikai elszámoláshoz az is szükséges, hogy a költségvetés ténylegesen megtérítse a veszteséget vagy osztalékfizetés formájában elvonja a nyereséget.

¹⁸ A 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról 147. §-a pontosan ezt tartalmazza: „Ha [...] a kiegyenlítési tartalékok összege a rendelkezésre álló adatok alapján negatív egyenlegű, valamint ezen negatív egyenleg meghaladja az eredménytartalék és a mérleg szerinti eredmény pozitív összegét, akkor a negatív egyenlegnek az eredménytartalék és a mérleg szerinti eredmény pozitív összegét meghaladó mértékéig, illetve az eredménytartalék és a mérleg szerinti eredmény negatív egyenlege esetén a kiegyenlítési tartalékok negatív egyenlegének mértékéig a tárgyévét követő év március 31-ig a központi költségvetés az eredménytartalék javára pénzben térítést nyújt, amit a tárgyévi mérlegben el kell számolni.”

1. táblázat

A jegybanki eredmény miatti pénzmozgások elszámolásának sematikus* szabályai, hatásai a költségvetési pozícióra

	Mérleg szerinti eredmény (~realizált eredmény)		Nem realizált eredmény	
	↓		↓	
	Eredménytartalék		Kiegyenlítési tartalékok [(1) Deviza-értékpapírok és (2) forintárfolyam kiegyenlítési]	
	↓	↓	↓	↓
	Ha negatív	Ha pozitív	Ha negatív	Ha pozitív
↓	↙ ↘	↓	↓	
	Kamat- eredmény nyeresége	Árfolyam- eredmény nyeresége		
Költségvetési hiány	Növekszik	Csökken	Nem változik	Nem változik
Államadósság	Növekszik	Csökken	Növekszik	Nem változik

* Az ábrán csak sematikus jeleztük az elágazásokat: a pontos elszámolási szabályokhoz figyelembe kell venni a 13. és 14. lábjegyzetet.

emiatt nem keletkezett térítési kötelezettsége. A 2000 környéki években a jegybank eredménye még kismértékben pozitív értéket mutatott, ami lehetőséget adott osztalékfizetésre is, 2002 után azonban a jegybank már nem fizetett osztalékot a költségvetésnek. 2003-ban az eredménytartalék nulla közelébe süllyedt, aztán a következő évek váltakozó jegybanki eredményességével párhuzamosan 5 és 70 milliárd forint közötti értékeket mutatott. Ez azt jelentette, hogy a költségvetésnek nem keletkezett térítési kötelezettsége veszteséges működés következtében, ugyanakkor osztalék fizetésére sem került sor. Középtávon a jegybankmérleg összehúzódása és mérséklődő kamatkülönbözet várható, így továbbra sem várható

veszteség, vagyis várhatóan nem lesz a költségvetésnek térítési kötelezettsége.

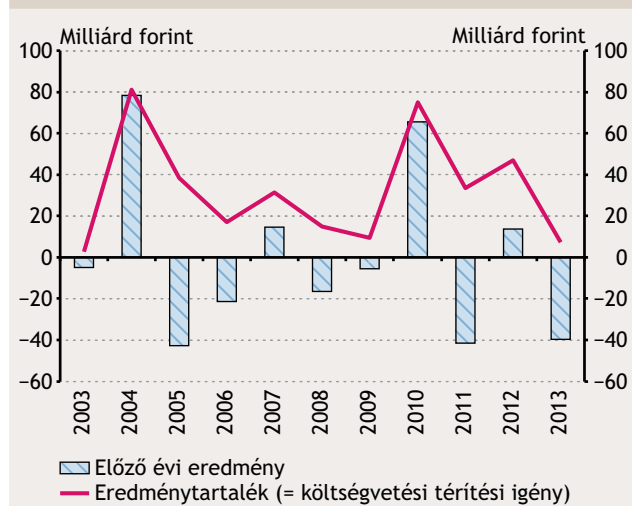
Nem realizált eredmény és tartalékfeltöltési igény

Az elmúlt tíz évben nem realizált veszteség következtében, a kötvényárfolyamok változásából fakadóan összesen mintegy 70 milliárd forint feltöltési kötelezettsége keletkezett a költségvetésnek, ami finanszírozási tételként érintette az államadósság alakulását. Az elmúlt években a deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka -25 és +45 milliárd forint között mozgott. Az idevonatkozó szabályozás 2011-es változását megelőzően ez azt jelentette, hogy egyes években a költségvetésnek feltöltési kötelezettsége keletkezett, mivel ezt a fajta kiegyenlítési tartalékot nem lehetett összevetni a forintárfolyam kiegyenlítési tartalékával. Összességében 2004 és 2011 között – amikor a kiegyenlítési tartalékok összevethetőek lettek – mintegy 70 milliárd forintos államadósság-hatást jelentett az értékpapírok árfolyamának kedvezőtlen irányú változása következtében kialakuló feltöltési kötelezettség. Az előző fejezetekben bemutatott magas kuponú kötvényeken keletkező veszteség 2012 végére 30 milliárd forintos mínuszba lökte a kötvényárfolyam kiegyenlítési tartalékának értékét, amiből ugyanakkor az új szabályozásnak (és a több százmilliárd forintos árfolyam-kiegyenlítési tartaléknak) köszönhetően nem származott költségvetési térítési kötelezettség.

Az elmúlt tíz évben a forint árfolyamának változása miatt nem volt térítési kötelezettsége a költségvetésnek, ebben az összességében folyamatosan leértékelődő árfo-

7. ábra

A realizált eredmény és az eredménytartalék alakulása 2003 és 2013 között



lyam játszott szerepet. A nem realizált eredményhez kötődően jóval meghatározóbb a forintárfolyam kiegyenlítési tartalékának volatilitása, miközben a kötvényárfolyamok mozgásából fakadó veszteségek jóval kisebb mértékűek. Az elmúlt tíz évben a forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka 0 és 1300 milliárd forint között mozgott azzal összefüggésben, hogy a forint euróval szembeni árfolyama 2005 óta vagy stabilan alakult, vagy leértékelődött.

Előre tekintve továbbra is a forintárfolyam mozgása határozhatja meg leginkább a kiegyenlítési tartalékok alakulását, ugyanakkor jelenlegi feltételezéseink mellett nem számolunk költségvetési térítési kötelezettség-gel. Előrejelzésünk során alapvetően stabil árfolyamot feltételezünk, ami azt jelenti, hogy a bekerülési árfolyam fokozatosan fog felzárkózni a jelenleg feltételezett szinthez, így az árfolyamnyereség is fokozatosan mérséklődhet. Amennyiben az árfolyam a feltételezettől eltérően alakul, akkor az árfolyameredmény, és így a tartalékfeltöltési kötelezettség is változhat. Az árfolyam erősödése szélsőséges esetben akár negatív kiegyenlítési tartalékokhoz vezethet, ugyanakkor az erősödés *ceteris paribus* csökkenti az államadósság forintban kifejezett értékét is. Az államadósság közel fele ugyanis jelenleg devizában denominált értékpapirokból, hitelekből áll. Ez azt jelenti, hogy az árfolyam erősödése csökkenti ezen adósságelemek forintban kifejezett értékét. Tehát miközben a kiegyenlítési tartalék negatívvá válása miatti tartalékfeltöltés növeli az államadósságot, az államadósság deviza része mérséklődik az átértékelődésből fakadóan. Ez a hatás azonban aszimmetrikus, ugyanis a leértékelődés az államadósság értékét emeli, miközben a pozitív árfolyam-kiegyenlítési tartalék nem vonható el a jegybanktól.¹⁹

KÖVETKEZTETÉSEK

Az MNB monetáris politikai döntéseinek meghozatalakor elsősorban az inflációs cél elérését, illetve a megfelelő méretű devizatartalékot tartja szem előtt a pénzügyi stabilitás érdekében, miközben ezen célok elérését minél kedvezőbb jegybanki eredmény mellett próbálja elérni. Az elmúlt években ugyanakkor a jegybanki kamateredmény jelentős romlása következett be. A válság során ugyanis a költségvetés finanszírozási nehézségei és az ország megnövekedett devizatartalék-igénye a nemzetközi szervezetektől származó devizahitel felvételéhez vezetett. Ennek hatására a jegybank mérlege felfúvódott, ami a növekvő forint-deviza kamatkülönbséggel együtt a jegybank kamatvesztésének

jelentős növekedését okozta. Ezt a veszteséget ugyanakkor nagyjából ellensúlyozta az árfolyameredmény emelkedése, ami a viszonylag gyenge árfolyamhoz, a végtörlesztéshez kapcsolódó devizaaukciókhoz és az ÁKK-val bonyolított devizaeladásokhoz köthető. Hosszabb távon a jegybankmérleg összehúzódásával (és a kamatvesztés csökkenésével) párhuzamosan a jegybanki eredmény nulla közelében alakulhat. Cikkünk egyik legfontosabb megállapítása szerint az elmúlt években a jegybanki kamatvesztés emelkedése mellett az államháztartás – a forintkamatoknál olcsóbb devizafinanszírozásnak köszönhetően – megtakarítást ért el. Nemzetgazdasági szinten tehát az állam finanszírozási költségének egy része a jegybanknál jelentkezik, miközben a megtakarítást a költségvetés realizálja. Ehhez hasonlóan a Növekedési Hitelprogram költségei is kismértékben emelik az MNB kamatkiadásait, amit azonban nemzetgazdasági szinten ellensúlyoz a magánszektor finanszírozási helyzetének várt javulása, illetve a várhatóan magasabb gazdasági növekedésből fakadó emelkedő adóbevételek.

FELHASZNÁLT IRODALOM

ANTAL J.–GEREBEN Á. (2011): Feltörekvő országok devizatartalék-stratégiái – a válságon innen és túl. *MNB-szemle*, április.

BALOGH CS. (2009): Az MNB-kötvény szerepe a hazai pénzügyi piacokon. Mi az összefüggés a magas kötvényállomány, a banki hitelezés és az állampapír-piaci kereslet között?. *MNB-szemle*, október.

BARABÁS GY.–HAMECZ I.–NEMÉNYI J. (1998): A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése. Magyarország tapasztalatai a piacgazdasági átmenet időszakában. *MNB Füzetek*, 1998/5.

CZETI T.–HOFFMANN M. (2006): A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk. *MNB-tanulmányok*, 50.

KOMÁROMI A. (2007): A monetáris bázis hatása a pénzmennyiségekre – Van-e információ tartalma a jegybankpénz mennyiségének?. *MNB-szemle*, június.

MNB (2012): *Monetáris politika Magyarországon*. Magyar Nemzeti Bank.

MNB (2013): Kivetítés a költségvetési egyenleg és az államadósság alakulásáról (2013–2027). *Elemzés az államháztartásról*, február. Magyar Nemzeti Bank.

¹⁹ Az Alaptörvényben szereplő adósságszabály szempontjából ugyancsak aszimmetrikus az elszámolás. A szabály ugyanis a forint erősödéséből származó államadósság-csökkenést nem veszi figyelembe, a forintárfolyam kiegyenlítési tartalékának esetleges feltöltése miatti többletadósságot azonban igen.

PULAI GY.–REPPA Z. (2012): A végtörlesztésekhez kapcsolódóan bevezetett jegybanki euroeladási program kialakítása és megvalósítása. *MNB-szemle*, június.

ROCHA R. R.–F. SALDANHA (1992): Fiscal and Quasi-Fiscal Deficit, Nominal and Real. Measurement and Policy Issues. *Policy Research Paper Series*, No. 919. The World Bank.