

## Baksay Gergely-Kuti Zsolt

### Számvetés - nemzetgazdasági haszon, jegybanki költségek

*Rendkívüli időkben egy kivételesen eredményes hazai válságkezelésének voltunk tanúi az elmúlt két évben. A gazdaság gyors talpraállításában kulcsszerepet vállalt a jegybank, amely több mint 11 ezer milliárd forintot bocsátott a gazdaság szereplőinek rendelkezésére e kritikus időszak alatt. Több éves nyereséges működés után e programok és az infláció elleni küzdelem nyomán veszteség alakul ki a jegybanknál, a források pozitív hatásai azonban a teljes gazdaság szintjén jelentkeznek: a jegybanki programok két év alatt 4300 milliárd forinttal emelték a GDP-t, és 1500 milliárd forinttal növelték a költségvetés adóbevételeit. Ráadásul ezek a többletek tartósan beépülnek gazdaságunk növekedési pályájába. A számvetéshez így a teljes képet kell nézni.*

#### **Jegybanki eredmény, mint a válságkezelés garanciája**

**A jegybankok működésének nincsen eredmény célja.** A jegybanki működés fókuszában elsődlegesen az árstabilitás elérése, a pénzügyi stabilitás biztosítása és ezek elérése esetén a fenntartható növekedés támogatása állnak. Ugyanakkor a jegybank által követett monetáris politikának szükségszerűen vannak következményei a jegybank eredményére, ami időről-időre az érdeklődés középpontjába kerülhet. Az eredmény pályában különösen nagy változások történhetnek válságok időszakában.

**Mint azt láthattuk az elmúlt két globális válság során gyakori, hogy a központi bankok a makrogazdasági stabilitás biztosítása és a válságkezelés támogatása érdekében rövid időn belül nagymértékben növelték meg mérlegüket.** Ha ezt a szakaszt a kamatok gyors emelkedése követi, akkor a jegybankok gyorsan eredménypályájuk romlásával szembesülhetnek. Ez történt, illetve történik a Magyar Nemzeti Bank esetében is.

**Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a jegybanki negatív eredménye ez esetben a súlyos válsághelyzet sikeres elhárításának az ára.** A nagyobb mérlegén keresztül a Magyar Nemzeti Bank egy rendkívüli stressz időszakában biztosította széles körben a gazdaság forrás-ellátottságát. Ezekből a stabil és olcsó forrásokból működtek, beruháztak a vállalkozások és maradt stabil az állampapírpiac.

**Míg a jegybanknál költségek jelentek meg, addig a hasznok a teljes nemzetgazdaság szintjén jelentkeztek.** Ez hasonló helyzet ahhoz, mint amikor egy vállalkozás válságos közegben garanciát vesz igénybe. Garanciadíjat fizet azért, hogy az olcsó

forrásokot a szükséges esetben a szükséges mértékben lehívhatta. Hasonló a kapcsolat a költségvetés és a válság közegben negatívvá váló jegybanki eredmény között is, miközben a hasznok a teljes gazdaságban magasabb foglalkoztatás, több beruházás és gyorsabb kilábalás formájában jelentkeznek.

## **11 ezer milliárd forint a gazdaságnak**

**A magyar gazdaságtörténet legeredményesebb válságkezelése volt a koronavírus járvány által okozott recesszió legyőzése.** A hazai gazdasági teljesítménynek mindössze másfél év alatt sikerült elérnie a válság előtti szintet, míg ehhez az előző válság után több, mint hat évre volt szükség, valamint másfél évvel a járvány kitörése után már többen dolgoztak hazánkban, mint a rendszer-váltás óta bármikor. A sikeres válságkezelés kulcsa a magyar vállalatok és munkavállalók rugalmassága, valamint az egészségügyi és más érintett területeken dolgozók állhatatos munkája mellett a költségvetési és monetáris politika korábban soha nem látott mértékű gazdaságösztönző tevékenysége volt.

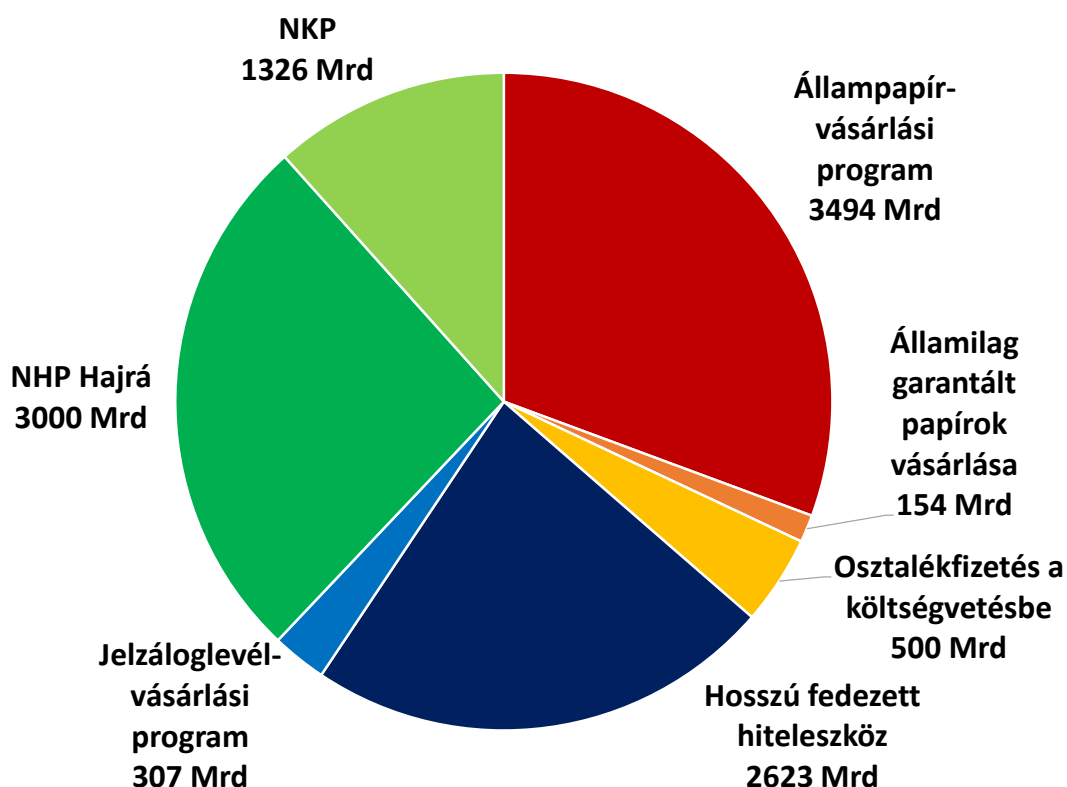
**A koronavírus-járvány megjelenése óta a Magyar Nemzeti Bank 11 ezer milliárd forintot, GDP-arányosan nemzetközi összevetésben is az egyik legtöbb forrást biztosította a gazdaság szereplői számára a járvány okozta gazdasági nehézségek leküzdéséhez.** A jegybanki források hozzájárultak ahhoz, hogy a válság ellenére fennmaradjon az élénk hitelnövekedés, aminek eredményeként a privát szektor hitelállománya az egész EU-ban a legnagyobb mértékben emelkedett. Másrészt a jegybank intézkedései hozzájárultak ahhoz is, hogy a költségvetési politika képes volt élénkíteni a gazdaságot, így a két nagy gazdaságpolitikai ág összességében jelentősen tudta támogatni a gazdaságot a válságban, és segíteni a kilábalásban. Az intézkedések biztosították a gazdaság működéséhez szükséges mértékű bankrendszeri likviditást, hozzájárultak az állampapírpiac stabilitásához, illetve hosszú fedezett hiteleszközök és állampapírok vásárlásával támogatták a monetáris transzmisszió erősödését. Az intézkedések pozitív hozadéka a gazdaság összes szereplője számára érezhető volt alapvetően két csatornán keresztül:

- 1. Közvetlenül került a gazdaságba a magánszektor hitelezését támogató 4600 milliárd forint, amelynek köszönhetően hitelalapú lehetett a válságkezelés.** A hitelezés fenntartása lehetővé tette a vállalatok számára, hogy áthidalják a kieső keresletet és megtarthassák alkalmazottaikat. A Növekedési Hitelprogram (NHP) legújabb konstrukciója, az NHP Hajrá! az új kihívások mellett is biztosította a kkv szektor fenntartható, stabil és hosszú távú finanszírozáshoz jutását. A 3000

milliárd forintos keretösszegével mintegy 40 000 mikro-, kis- és középvállalat számára nyújtott forrást működésre, korszerűsítésre, illetve növekedésre. A már 2019 nyarán elindított Növekedési Kötvényprogram (NKP) a nagyvállalatok kötvénypiacról történő forrásbevonását a járvány alatt is segítette, amelyre a vállalatok a bankhitellel történő finanszírozás valódi alternatívájaként tekintettek. Emellett a fenntartható finanszírozást és a pénzügyi stabilitást segítette a jelzálogvásárlási program is, ami lakossági jelzáloghitelek fedezetén alapuló jelzáloglevelek vásárlásán keresztül támogatta a bankrendszert.

- 2. Közvetve, az állampapír-piacon és a költségvetésen keresztül került a gazdaság vérkeringésében további 6800 milliárd forint.** A monetáris transzmisszió hatékonyságának növelése és az állampapírpiac stabilitásának fenntartása érdekében az MNB az állampapírvásárlási programon, az államilag garantált papírok vásárlásán és a fedezett hiteleszközén keresztül több mint 6000 milliárd forintnyi forrást biztosított. Becslésünk szerint ebből 2800 milliárd forintot tekintünk addicionálisnak, amelyet a hozamok vagy a devizaadósság jelentős emelkedése nélkül nem tudott volna az államháztartás bevonni. Emellett az eredményes működésének köszönhetően az MNB 500 milliárd forint osztalékfizetéssel volt képes támogatni a költségvetési válságkezelést. Összességében így 3300 milliárd forint addicionális költségvetési kiadás mögött állt ott a jegybank.

1. ábra Válságkezelő jegybanki programok likviditási hatása



Forrás: MNB

Megjegyzés: Az adatok a 2022. január 26-i állapotot mutatják.

### A sikeres válságkezelés ára

**A jegybank gazdaságösztönző lépései a nemzetgazdaság egészére fejtik ki kedvező hatásukat, míg a programok költségei a jegybanknál merülnek fel.** A jegybanknak nincsen eredménycélja, a monetáris politikai eszközeit a törvényben rögzített céljai elérése érdekében alkalmazza: az infláció leszorítása és a pénzügyi stabilitás fenntartása olyan nemzetgazdasági érdek, amit nem szabad befolyásolnia a döntések jegybanki eredményre gyakorolt hatásának. Ugyanakkor a monetáris politika vitele befolyásolja az eredmény és a jegybanki tőkeellátottság alakulását, amit az MNB folyamatosan figyelemmel kísér.

**A válság előtt az MNB folyamatosan nyereségesen működött.** Ez tette lehetővé, hogy a jegybank két év alatt összesen 500 milliárd forintos osztalékfizetésével is növelje az állam mozgásterét a kritikus időszakban, miközben az eredménytartalékát 200 milliárd forint fölé növelte.

**A koronavírus járvány miatt szükséges válságkezelés és az infláció elleni küzdelem ugyanakkor fordulatot hozott a jegybanki eredmény alakulásában.** A gazdaságösztönző programok mérlegbővítése az infláció leszorítása érdekében végrehajtott kamatemelésekkel együttesen a jegybanki eredmény romlása irányába mutatnak: a banki forrásokra fizetett kamatkidadások emelkednek, ami csökkenti a jegybank – korábban fokozatosan javuló, 2020-ban még pozitív – kamateredményét. A gazdaságösztönző programokon keresztül nyújtott jelentős, 11.000 milliárd forintot meghaladó eszközállományra vetítve 100 bázispontnyi kamatemelés éves szinten 110 milliárd forinttal változtatja az MNB eredményét. A monetáris politika vitele kapcsán felmerülő költségek ugyanakkor teljes nemzetgazdasági szinten sokszorosán megtérülnek a kedvező reálgazdasági hatásokon és a pénzügyi stabilitás biztosításán keresztül.

### **9 százalékos támogatás a GDP-nek**

**A jegybanki programok 2020-2021-ben összesen 9 százalékkal voltak képesek növelni a GDP-t.** A magánszektor közvetlen támogatásán keresztül elért hatás a két évben összesen 2,1 százalék volt, míg a költségvetési kiadások mögött álló jegybanki forrásbővülés a GDP bővülés további 6,9 százalékát támogatta.

**A közvetlenül a magánszektor számára nyújtott MNB programokból számításaink szerint mintegy 1000 milliárd forinttal, azaz 2,1 százalékkal növelték a GDP-t 2020-2021-ben összesen.** A 4600 milliárd forint összegű részben új hiteleket és beruházásokat eredményeztek, részben pedig olcsóbb, támogatott források részben piaci hiteleket váltottak ki. Becslésünk szerint két év alatt összességében mintegy 1000 milliárd forint olyan beruházás, fogyasztás és nettó export született, amely a jegybanki programok nélkül nem jöhetett volna létre, így a GDP-hez való hozzájárulás összesen 2,1 százalékot tett ki.

**Közvetve, a költségvetési finanszírozás stabilitásán keresztül az MNB mintegy 3300 milliárd forinttal, azaz 6,9 százalékkal járult a GDP-hez két év alatt.** Becslésünk szerint 3300 milliárd forint addicionális költségvetési kiadás mögött állt ott a jegybank, ami hasonló mértékű GDP-t teremtett. A költségvetési kiadások gazdasági növekedésre gyakorolt hatását a fiskális multiplikátor révén lehet kiszámítani, amely azt mutatja, hogy egységnyi hiánynövekedés mennyivel növeli a GDP-t. A költségvetési multiplikátor tényleges értéke erősen függ a körülményektől. A tapasztalatok szerint a multiplikátor hatása éppen válsághelyzetben a legerősebb, mert ekkor a költségvetés a magánszektor zuhanó kereslete helyére lép („kétszer ad, ki gyorsan ad”). Ilyen

esetben egységnyi hiánynövekedés akár önmagánál nagyobb mértékben is növelheti a GDP-t, azaz a multiplikátor meghaladhatja az 1-et. Becslésünkben 1-es multiplikátorral számoltunk, azaz a 3300 milliárd forintnyi költségvetési kereslet, amelyet a jegybanki programok tettek lehetővé, ugyanennyivel növelte a GDP-t 2 év alatt.

### A jegybanki programok hatása a GDP szintjére

	GDP-ha- tás
<b>Összesen (milliárd Ft)</b>	<b>4300</b>
A gazdasági szereplők célzott hitelezése*	1000
Közvetett hatás az állami kereslet növekedésén keresztül**	3300
<b>Összesen (2019. évi nominális GDP arányában)</b>	<b>9,0%</b>
A gazdasági szereplők célzott hitelezése*	2,1%
Közvetett hatás az állami kereslet növekedésén keresztül**	6,9%

Megjegyzés.: \* NHP Hajrá, NKP és jelzáloglevél-vásárlási program. \*\* Állampapír-vásárlás, államilag garantált papírok vásárlása, hosszú fedezett hiteleszközök, osztalékfizetés.

### 1500 milliárd forint adóbevételi többlet

**A jegybanki forrásokból eredő 4300 milliárd forintos többlet GDP mintegy 1500 milliárd forint adóbevételt eredményezett a költségvetés számára 2020-2021-ben.**

A magánszektorban és az államnak nyújtott többletforrásoknak köszönhetően megvalósuló beruházások a munkahelyek megtartásán és új munkahelyek létrehozásán keresztül emelik a munkára kivetett adó- és járulékbefizetéseket, ami mellett a termékenység javulása a vállalati adóbefizetések szintjét is növeli. A munkavállalók rendelkezésre álló jövedelmének növekedése a másodkörös hatásokon keresztül emeli a fogyasztást, valamint a magánberuházásokat, ami szintén növeli a kapcsolódó adóbevételek mértékét.

**A koronavírus válság két éve alatt az MNB 500 milliárd forint osztalékot fizetett be a költségvetésbe, ami a jegybanki osztalék elszámolásának módszertanára vonatkozó szabályok alapján a GDP 0,1 százalékaival csökkentette az ESA-hiányt.** A befizetett osztalék teljes egészében a költségvetési hiány finanszírozását támogatta, aminek köszönhetően ennyivel kevesebb adósságkibocsátásra volt szükség 2020-ban és 2021-ben. Ez a forrás közvetlen módon fedezetet jelentett ahhoz, hogy a költségvetés gazdaságvédelmi és gazdaság-újraindítási célú munkapiaci támogatásokat,

családtámogatási programokat, egészségvédelmi intézkedéseket, adócsökkentéseket és beruházásokat tudott végrehajtani.

**Az MNB intézkedései nemcsak növelték a fiskális mozgásteret, hanem segítették a kedvező hozamkörnyezet fenntartását.** Ennek is köszönhető, hogy nem következett be a hosszú állampapír hozamok 2008-2009-ben tapasztalt 400 bázispontos megugrásához hasonló emelkedés. Az MNB-programok olyan válságidőszakban segítették az állami finanszírozást, amikor enélkül csak kiugróan magas költségek és kockázatok mellett valósulhatott volna meg a forráshoz jutás. Az MNB finanszírozásban betöltött szerepét ugyanis csak részben tudta volna átvenni a bankrendszer, a hazai intézményi befektetők, illetve a külföldi szereplők. Az MNB-programok hatására az állami finanszírozási költségek kedvező szinten maradtak a turbulens időszakban is, amelynek segítségével az államháztartás jelentős kamatkiadást spórolt meg, míg további jótékony hatásként egyszerre volt biztosítható az adósság hosszítása, és hogy a finanszírozás továbbra is döntően forintforrásból valósuljon meg.

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2022. február 25-én.”*