

Boldizsár Anna-Kuti Zsolt

Jegybanki eredmény a válságkezelés szolgálatában

Az MNB Éves jelentésének megjelenését követően az elmúlt időszakban több sajtóorgánium is cikkezett az MNB 2020-as eredményének alakulásával kapcsolatban. A téma aktualitása és komplexitása miatt érdemes kicsit a színpalak mögé nézni, és megvizsgálni, hogy ténylegesen hogyan keletkezett az MNB kimagasló, 255 milliárd forintos éves eredménye és mire fordította ezt a jegybank.

Jó előre fontos tisztázni, hogy a jegybankoknak, így az MNB-nek sincsenek eredmény céljai. Ugyanakkor a monetáris politikai döntések, sőt mint látni fogjuk a gazdaságpolitika más szereplőinek döntései is folyamatosan hatással vannak az eredményre.

Jól ismert tény, hogy az MNB eredménye három tényező - az árfolyameredmény, a kamateredmény és a működési eredmény – eredője. A legtöbb szakmai írás összefoglalta az Éves Jelentésben közölt idevágó számokat, de érdemes jobban megvizsgálni, hogy az egyes komponensek alakításában mekkora a jegybank saját mozgástere.

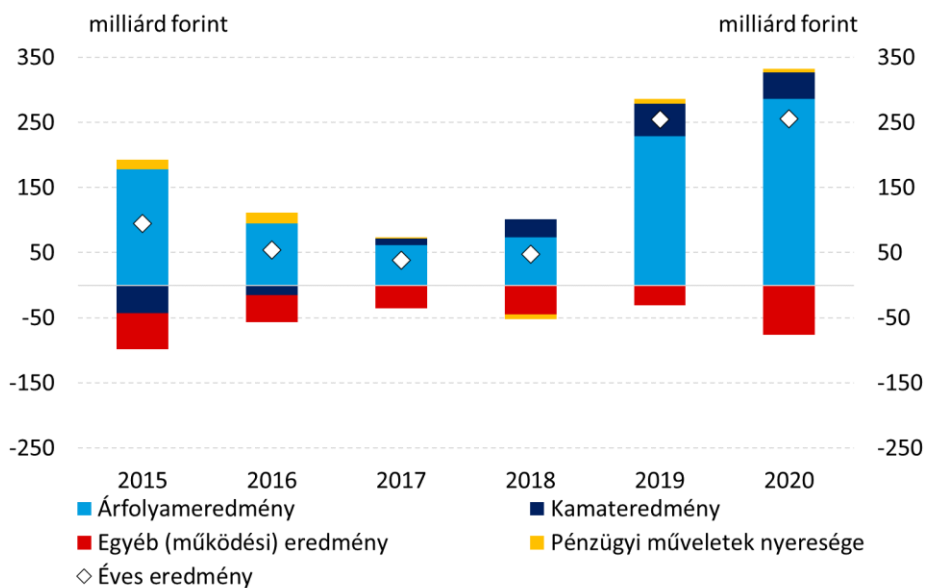
Több sajtóorgánium is hatásvadász című cikket jelenített meg az MNB kimagasló éves nyereségének keletkezése kapcsán, de valójában érdemes látni, hogy az eredményt jelentős részben a jegybank számára exogén tényezők alakítják. **A 2020. évi eredményben jelentős szerepet játszó magas árfolyameredmény nagyrészt külső adottság az MNB számára.** A számottevő mértékű árfolyameredményhez az árfolyam szintje és a konverziós mennyiség alakulása egyaránt hozzájárult, ezeket pedig alapvetően külső tényezők befolyásolják.

1. Egyrészt a forint árfolyamának alakulását a tavalyi évben főként a nemzetközi folyamatok határozták meg. Egy, a 2020-as koronavírus-járványhoz hasonlóan jelentős válság kitörését követően természetes pénzügyi reakció a kockázatkerülés felerősödése, aminek hatására a feltörekvő gazdaságok devizái gyengülnek a fejlett, menedékeszköznek számító devizákkal szemben. A válság akut szakaszának tekinthető tavaszi hónapokban a régiós devizák gyengülésének trendjébe illeszkedett a forint árfolyamának alakulása is. Ez a gyengülés mára részben – és országonként eltérő mértékben – korrigálódott, de összességében

elmondható, hogy a hazai deviza gyengülésének mértéke megegyezett a lengyel zlotyéval, míg tágabb feltörekvő piaci összetételben az átlagosnál kisebb volt.

2. A jegybank árfolyameredményére ható **másik tényező a devizakonverzió nagysága, amiben jelentős az állam devizaigényének (devizatörlesztések, devizakamatkifizetések, kormányzati beszerzések és egyéb állami devizakiadások) szerepe.** Az állam adósságszolgálathoz kapcsolódó devizasüksége 2020-ban jelentősen meghaladta az előző években jellemző szintet. Emellett a járvány alatt a kormányzat nagyarányú (pl. egészségügyi) védekezést szolgáló beszerzéseire szükséges devizamennyiséget is konvertált a jegybanknál, így az állami devizakiadások közel a kétszeresére emelkedtek 2020-ban az előző évekhez képest. A 2020-as árfolyameredményhez az állami konverziók mellett kisebb részben az MNB nemzetközi tartalékok kezeléséhez kapcsolódó intézkedései is hozzájárultak.

1. ábra: A jegybanki eredmény és tételeinek alakulása



Forrás: MNB.

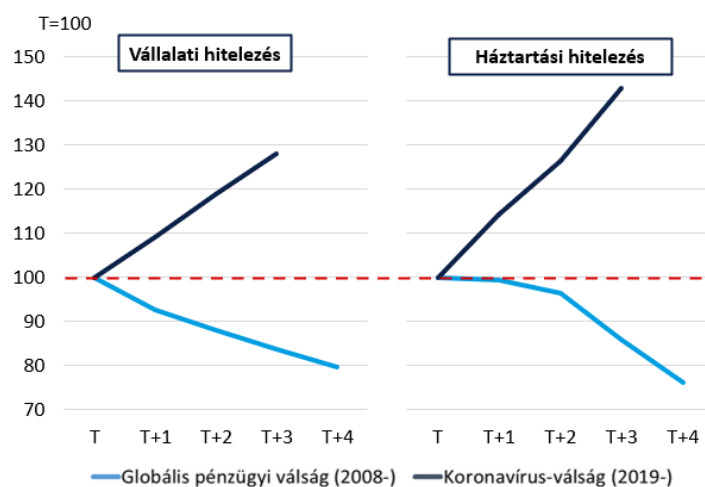
A válságkezelésben természetes, a globális folyamatokkal összhangban lévő irány, hogy a jegybank jelentős ösztönzőket épít be a gazdaság helyreállításának támogatása érdekében. **A koronavírus-járvány miatt szükséges válaszlépések hatása a pozitív, de csökkenő kamateredmény alakulásában és az egyéb eredménytétel nettó ráfordításának emelkedésében is tükröződött.**

- A válságkezelés során a hozamgörbe rövid oldalán a jegybank törekedett annak az optimális kamatszintnek a kialakítására, ami egyaránt támogatja a gazdaság

újraindulását, de fenntartja az ország stabilitását. Ezúttal a rövid oldali kamatok alakulása **összességében többletköltséget jelentett** mind közvetlenül a sterilizációs eszközökön keresztül, mind közvetetten a korábban felépült jegybanki kamatswapokhoz kapcsolódó kiadásokban.

- **A nemzetközi jegybanki gyakorlattal összhangban az MNB elsősorban a mérleg bővítésével reagált a válságra:** a GDP-arányos mérleg a 2020 február végi 24 százalékról 43 százalékra emelkedett 2020 végéig. A célzott likviditásbővítő intézkedésekkel **2020 során a jegybank összesen mintegy 5900 milliárd forint forrást nyújtott a gazdaság számára.** Ennek a forrásnyújtásnak a költségei – a kamatozó forrásokra fizetett magasabb kamatkidadások formájában – **a jegybanknál jelentek meg veszteségként,** ugyanakkor mindez **a gazdasági szereplők széles körét támogatta,** vagyis a költségek a nemzetgazdaság egészét tekintve térülnek meg.
- Emellett a **speciális gazdaságösztönző intézkedések** – mint az NHP Hajrá!-hoz és NKP programhoz kapcsolódó kedvezményes betételhelyezési lehetőség – további kamatköltséget jelentettek. Ugyanakkor ezek a programok nagyban hozzájárultak ahhoz, hogy **elkerülhető legyen a hitelpiac összeomlása.** Az NHP Hajrá! domináns szerepet játszott abban, hogy **2020-ban nem alakult ki olyan visszaesés a hitelpiacon,** mint amelyet a 2008-as válság során tapasztaltunk (2. ábra).

2. ábra: A 2008-09-es és a koronavírus-válság összehasonlítása a hitelpiaci kilábalás szempontjából (T=100)



Forrás: MNB.

Megjegyzés: 2019 esetén a T+2, T+3 és T+4 értékek az MNB 2021. márciusi előrejelzésére épülnek

Az egyéb (működési) eredménytégeiben látott magasabb ráfordítás szintén a válságkezelést szolgálta.

- **Az NHP Hajrá! és az Azonnali Fizetési Rendszerről szóló információszolgáltatás,** a programokkal kapcsolatos transzparens kommunikáció elengedhetetlen, kifejezetten pandémia idején, a kapcsolódó költségek növelték a jegybank működési költségeit.
- **A hitelezés támogatása mellett a hazai pénz- és tőkepiac stabilitásának fenntartása, a beruházások ösztönzése érdekében kockázatosabb piacokon is beavatkozott a jegybank.** Az ennek során keletkező kockázatnövekményre pedig prudens módon felkészült a monetáris célú értékpapírokra képzett értékvesztéssel, ami 2020-ban szintén eredményrontó tényező volt.

Összességében az MNB a válságkezelés során felelősen gazdálkodott:

- Az árfolyameredményben előálló **többletnyereség bőségesen fedezte a kamat- és működési kiadások** – főként válságkezelési célokat szolgáló – **emelkedését, így a kormányzatnak idén sem kell feltöltési kötelezettséget teljesítenie.**
- **Érdemes azt is kiemelni, hogy ugyan a gazdasági szereplők széles körét támogató lépések kamatvesztést jelentenek az MNB-nek, de azok számos csatornán keresztül, sokszorosán megtérülnek a magyar gazdaság számára.** Az intézkedések ugyanis változatos formában támogatták a hazai gazdaságot, többek között a gazdasági visszaesés mértékének csillapításán, a gazdaság újraindításának dinamizálásán és a kedvező munkaerőpiaci hatásokon keresztül, miközben elősegítették a hitelezés összeomlásának elkerülését és markánsan hozzájárultak az állampapír- és jelzáloglevél-piac stabilitásának fennmaradásához.
- **A felelős gazdálkodás eredményeként 2019 után 2020-ban is kimagasló mértékű volt az MNB eredménye, amelynek szinte teljes egésze, 250 milliárd forint osztalékként befizetésre került a költségvetésbe, ezzel a plusz forrással növelve a fiskális politika mozgásterét és támogatva a koronavírus-járvány negatív hatásai ellen való védekezést.** 2013 óta a jegybank immáron negyedik alkalommal fizetett osztalékot, a jegybanki befizetések így 2013 óta összesen 600 milliárd forint forrást nyújtottak az állam számára.
- A törvényben rögzített mandátumával összhangban **a jegybank számára az igazi eredményt azok a programok jelentik, amelyek az árstabilitás fenntartása**

mellett hozzájárultak a pénzügyi stabilitás sikeres megőrzéséhez, a hitelpiaci összeomlás elkerüléséhez, a gazdasági szereplők forrásellátottságának biztosításához, illetve a munkahelyek megőrzéséhez. Összességében tehát ahhoz, **hogy Magyarország megfelelő alapokkal rendelkezzen a gazdaság sikeres újraindításához.**

- *„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2021. június 4-én.”*