

## **Boldizsár Anna - Tóth Daniella:**

### **Széleskörű fegyvertárral a pandémia okozta gazdasági kihívással szemben**

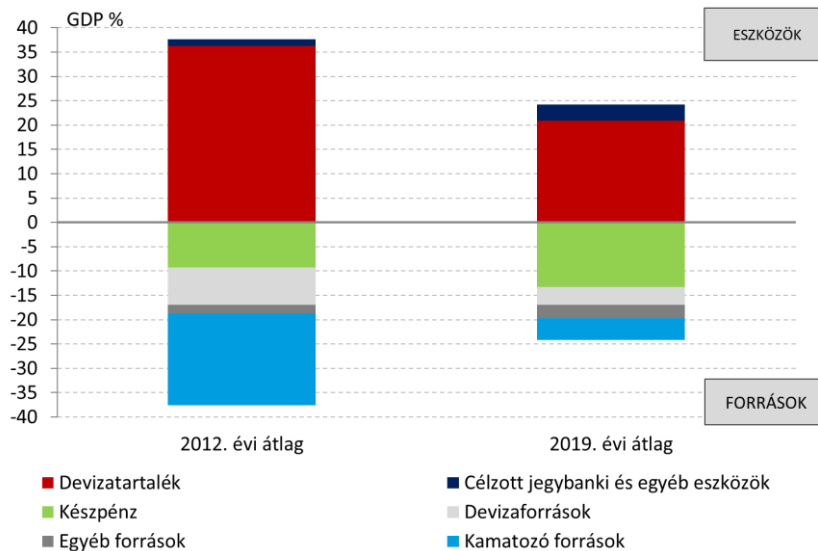
*A 2008-as válság kezelése során alkalmazott nemkonvencionális monetáris politikai lépések világszerte a jegybanki mérlegek jelentős növekedésével jártak. Magyarországon a válság kezdeti fázisában felduzzadó jegybanki mérleg azonban 2015-től úgy szűkült, hogy közben a jegybank elsődleges mandátuma veszélyeztetése nélkül, célzott programokkal járult hozzá a külső sérülékenység csökkenéséhez, a gazdasági aktivitás és a hitelezés élénküléséhez. További kedvező tényező, hogy az utóbbi években a jegybanki eszköztár átalakításával párhuzamosan a mérleg szerkezete is megváltozott: a kamatozó források csökkenésével a forrásoldali tételek kamatérzékenysége is mérséklődött. Az elmúlt évek kedvező folyamatainak köszönhetően a koronavírus által okozott gazdasági kihívás a jegybankot egy olyan időszakban érte, amikor a szűk és kedvező szerkezetű jegybankmérleg miatt jelentős mozgástérrel rendelkezik a negatív gazdasági hatások tompítására. A mérlegfőösszeg emelkedése nem jelenti automatikusan a kamatkiadás emelkedését: az eredményhatás az eszköz és a finanszírozásához szükséges forrás kamatának különbözetéből adódik, és programonként eltérő. Az új jegybanki programok elindításából eredően kismértékben növekszik az MNB kamatkockázata, ugyanakkor – a kamatozó források alacsony arányának köszönhetően – továbbra is mérsékelt maradhat, amelyre fedezetet jelent az utóbbi évek eredményéből felhalmozott eredménytartalék. Az MNB jelentős mértékű tartalékai fedezetet jelentenek a monetáris politika vitelével kapcsolatosan felmerülő kockázatokra.*

#### **1. A JEGYBANKI MÉRLEG SZEMPONTJÁBÓL IS KEDVEZŐ FOLYAMATOK ZAJLOTTAK**

**Az MNB mérlege jelentős átalakuláson ment keresztül az elmúlt bő egy évtizedben mind méretét, mind pedig szerkezetét tekintve,** amelyhez előbb a globális pénzügyi válság, majd később az ország külső sérülékenységének csökkenése és a célzott jegybanki programok is érdemben hozzájárultak. A 2008-2009-es globális pénzügyi válság hatására az MNB mérlegfőösszege jelentősen megnőtt: Magyarország devizataralékának megemelésével tudta megőrizni a befektetői bizalmat, ami azonban egyúttal a jegybanki mérlegfőösszeg felduzzadásához (pár év alatt megduplázódásához) vezetett. 2015-ig a jegybanki mérleg mérete a GDP 35-40 százaléka között ingadozott, majd gyors csökkenésnek indult. A válságot követő alkalmazkodás hatására jelentősen csökkent az ország külső sérülékenysége (pl. rövid külső adóssága). Így lehetővé vált, hogy a tartalékmegfelelés veszélyeztetése nélkül induljanak olyan célzott jegybanki programok (önfinanszírozás és lakossági devizahitelek forintosítása), amelyek a **külső sérülékenység és devizakitettség további markáns mérséklése mellett** egyúttal a jegybanki mérleg csökkenésével is együtt jártak. Az MNB önfinanszírozási programja a bankok állampapír-vásárlásának ösztönzésével elősegítette, hogy az állam a lejáró devizaadósságát forint állampapírokból finanszírozza, amelynek következtében a devizataralék csökkent. A 2015-től a lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódóan a bankrendszernek nyújtott devizaliquiditás is hozzájárult a jegybankmérleg szűküléséhez. 2015-től kezdve a jegybanki mérlegfőösszeg nominálisan és GDP-arányosan is jelentősen csökkent, és **2017-2019 között a GDP 25 százaléka körül – a válság utáni évekhez képest jóval alacsonyabb szinten –**

stabilizálódott. Az MNB tehát az utóbbi években érdemi mozgásteret alakított ki arra az esetre, ha a pénzügyi helyzet a nemkonvencionális eszközökön keresztüli beavatkozást tenne szükségessé.

1. ábra: A jegybankmérleg összehúzóódása és a mérlegszerkezet átalakulása

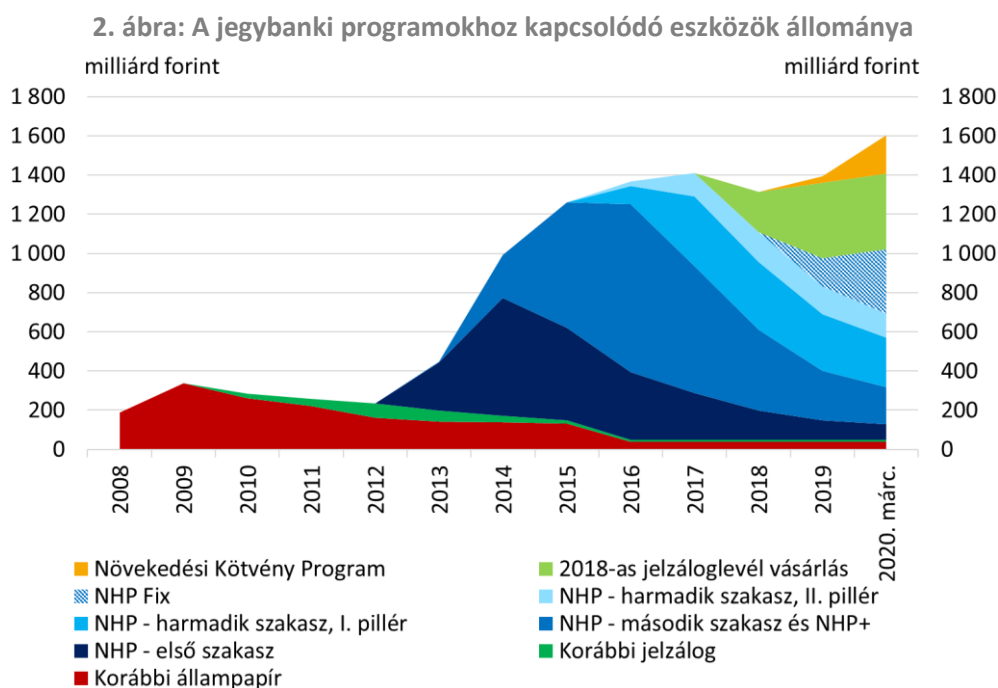


## 2. ÁTALAKULÓ MÉRLEGSZERKEZET, ÚJ JEGYBANKI PROGRAMOK

A jegybank célzott lépéseinek hatására az MNB mérlegének szerkezete jelentősen átalakult: az eszközoldalon számos új elem jelent meg az egyes jegybanki programokhoz kapcsolódóan, míg forrásoldalon a banki források összetétele változott jelentősen. A jegybank mérlegének eszközoldalát domináló devizatartalék mellett az egyes jegybanki programok életre hívásával új forint eszközökkel bővült az MNB mérlege 2013-tól. A korábban is meglévő értékpapírok (állampapírok és jelzáloglevelek) mellett megjelentek a Növekedési Hitelprogram keretében a hitelintézeteknek nyújtott refinanszírozási forintHITELEK, amelyek a vállalati hitelpiacok helyreállítását, a hitelezés ösztönzését célozták. Az egyes szakaszok fokozatos felfutásával az NHP állomány 2017-ben érte el a csúcst, meghaladva az 1300 milliárd forintot, ami az MNB mérlegének 14 százalékát tette ki. Az NHP mérlegnövelő hatását azonban több, mint ellensúlyozta a devizatartalék célzott, sérülékenységet csökkentő felhasználásának (önfinanszírozás és lakossági devizahitelek forintosítása) mérlegszűkítő hatása, így folytatódott a mérlegfőösszeg csökkenése. Érdemes megjegyezni, hogy az elmúlt évek során a mérlegben meg nem jelenő, de a jegybanki nemkonvencionális eszközök szerves részét képező kamatcsereügyletek (Önfinanszírozási program – IRS, Piaci Hitelprogram – HIRS és a hosszú hozamok leszorítását célzó MIRS) támogatták a bankok kamatkockázatának fedezését és hozzájárultak a jegybanki programok sikeréhez.

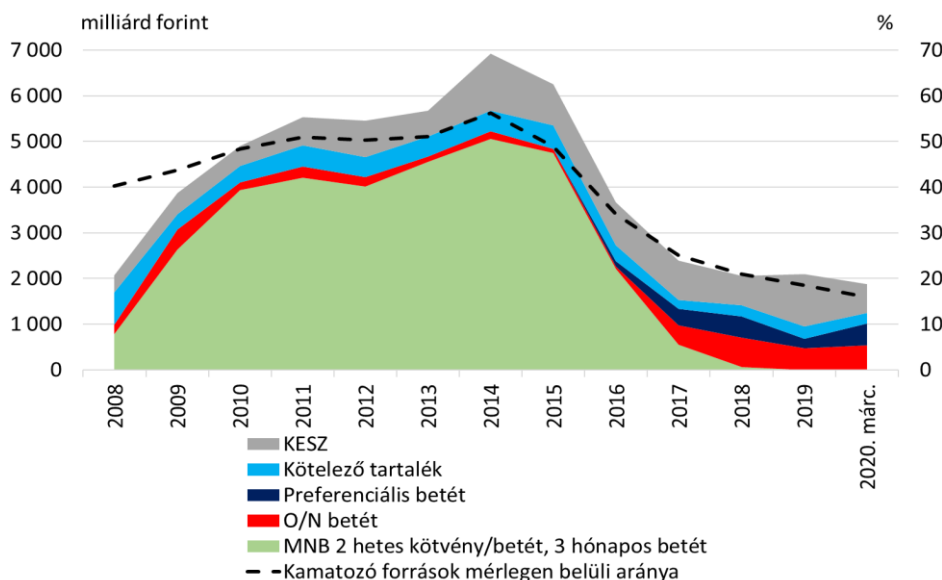
**A nemzetközi szinten és historikusan is alacsony mérlegfőösszeg mellett 2017 után további programok indítására kerülhetett sor:** a hozamgörbe hosszú szakaszának leszorítását célzó intézkedések részeként 2018-ban indított jelzáloglevél-vásárlás program keretében közel 400 milliárd forint összegű jelzáloglevél került az MNB mérlegébe. Ezt követően 2019-ben először az NHP program folytatásaként – a fix kamatozású hosszabb hitelek tértnyerésének elősegítése érdekében – indított

NHP fix konstrukcióval, majd a vállalati forrásszerzés diverzifikációjának elősegítése érdekében indított Növekedési Kötvényprogrammal bővült a jegybanki „fegyvertár”. A külső sérülékenység csökkentése terén elért eredményeknek köszönhetően kedvező tartalékmegfelelés mellett ezek a jegybanki programok a mérleg újbóli felduzzadása nélkül tudták segíteni a gazdaság stabilizációját, növekedési fordulatát és a felzárkózás újraindítását, miközben megteremtették annak lehetőségét, hogy a jegybank elegendő mozgástérrel rendelkezzen a jövőbeni kihívásokkal szemben.



**Az elmúlt évek nemkonvencionális jegybanki intézkedései a mérleg forrásoldalán – leginkább a kamatozó források mennyiségében és összetételében – markáns változásokat hoztak.** A mérleg szűkülésének következményeként – valamint a gazdasági aktivitás erősödésével és alacsony kamatokkal összefüggésben jelentősen bővülő készpénzállomány mellett – 2014 után folyamatosan csökkent a jegybank kamatozó forint forrásainak állománya. Egyrészt a banki forrásokat jelentősen átrendezte az inflációs cél eléréséhez szükséges laza monetáris kondíciók érdekében történt eszköztár-módosítás: az irányadó eszköz több lépésben történő átalakítása, majd a három hónapos betétállomány mennyiségi korlátozása, végül 2018 végi kivezetésének hatására a banki többletlikviditás egyre nagyobb része került O/N betétbe. Másrészt 2016 után megnőtt a kedvező kamatozást biztosító, célzott jegybanki programokhoz kapcsolódó (Piaci Hitelprogram, NHP fix, NHP) preferenciális betétek állománya is. Összességében a jegybank mérlegében a kamatozó források aránya 55 százalékos csúcstól jelentősen, 20 százalék alá csökkent, ami a forrásoldal kamatérzékenységének – és így a jegybanki mérleg kamatkockázatának – érdemi csökkenését eredményezte.

3. ábra: A jegybanki kamatozó források állománya és mérlegen belüli arány\*



\* 2020 áprilisától az MNB forrásai között új elemként jelenik meg, hogy aktiválásra került az egyhetes futamidejű betéti eszköz

### 3. AZ ÚJ KIHÍVÁSOK KEZELÉSE IS EGÉSZSÉGES SZERKEZETŰ MÉRLEG MELLETT TÖRTÉNHEK

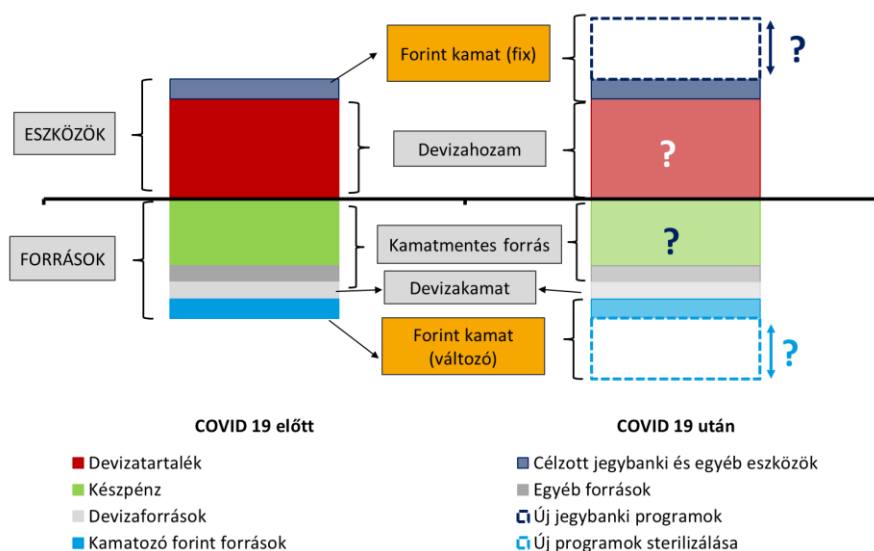
A koronavírus miatti rendkívüli makrogazdasági helyzetben kiemelt feladattá vált a **negatív reál-gazdasági és pénzügyi következmények tompítása és a gazdaság újraindításának megalapozása**. A felmerülő kihívásokra a jegybank koordinált lépéssorozattal reagált, átalakította monetáris politikai eszköztárát, és a fontos részpiacokon célzott és rugalmas beavatkozásokat eszközölt. Az ennek keretében bevezetett új eszközök (NHP Hajrá, állampapír-vásárlás, jelzáloglevél-program, NKP folytatása, fix kamatozású fedezett hiteleszköz) elősegítik a szükséges mértékű likviditás biztosítását és – a monetáris transzmissziót erősítve – a megfelelő monetáris kondíciók alakítását. Az egyes programok mérlegre gyakorolt hatása – méretükből és egyedi jellemzőikből fakadóan – eltérő, de közös jellemzőjük, hogy az MNB mérlegének eszközoldalára fix kamatozású követelésként kerülnek, relatíve hosszú futamidőre, amellyel szemben az MNB kamatozó forrásai (állammal, bankokkal szembeni kötelezettségek) bővülnek.

**Összességében az MNB új programjainak eredményhatása elsősorban a követelés kamatának és a finanszírozáshoz használt forrás kamatának különbözetéből adódik:** az NHP Hajrá! nettó kamatkiadást jelent az MNB számára, míg a többi program mindaddig nettó kamatbevételt, ameddig a követelésen keletkező kamatbevétel meghaladja a forrásköltségét. Az MNB kamatkockázata emelkedik a programok bevezetésével, hiszen hosszú lejáratú, fix kamatozású eszközökkel szemben változó kamatozású források állnak, amelyek a forinthozamok változása esetén változó kamatkiadást jelentenek. A kockázatok azonban ezzel együtt is mérsékeltek maradhatnak a mérleg alacsony forrásoldali kamatérzékenységének köszönhetően.<sup>1</sup> Az MNB kamatozó forrásainak jelenlegi,

<sup>1</sup> A mérlegen kívüli tételként megjelenő kamatcsere ügyletekre (Önfinanszírozási program – IRS, Piaci Hitelprogram – HIRS és a hosszú hozamok leszorítását célzó MIRS) az MNB szintén változó kamatot fizet a bankrendszernek. A forint kamatcsere eszközök állománya ugyanakkor 2018 óta csaknem a felére csökkent: a HIRS ügyletek teljes mértékben

rendkívül alacsony (20 százalék alatti) aránya azt jelenti, hogy a deviza és forinthozamok párhuzamos emelkedése esetén még növekszik is az MNB kamateredménye, és a kockázati felár esetleges emelkedése sem jár feltétlenül a kamateredmény romlásával. A kamatozó források aránya a programok hatására emelkedik, de a forrásoldal kamatérzékenysége ezzel együtt is visszafogott marad.

4. ábra: Az új jegybanki eszközök megjelenése sematikus jegybanki mérlegben



#### 4. KONKLÚZIÓ: SZÉLESKÖRŰ FEGYVERTÁR, MÉRSÉKELT KOCKÁZATOK

Az elmúlt évek kedvező mérlegfolyamatainak köszönhetően a koronavírus járvány jelentette új kihívások nem egy felduzzadt mérleg mellett érték az MNB-t, így **jelentős mozgástér áll rendelkezésre a monetáris transzmisszió erősítésére, a gazdaság helyreállításának elősegítésére és a jegybanki célok szempontjából fontos részpiacokon történő beavatkozásra**. A bejelentett lépések a mérlegfőösszeg emelkedésével járnak, a programok eredményhatása eltérő: mindaddig **nem okoznak kamatvesztést az MNB számára, ameddig az eszközök kamatbevételei meghaladják a finanszírozásuk költségét**. Bár az új jegybanki programok felfutásával növekszik, ugyanakkor – a kamatozó források továbbra is alacsony mérlegen belüli arányának köszönhetően – **mérsékelt maradhat az MNB kamatkockázata**. Az elmúlt években keletkezett nyereségekből az MNB jelentős mértékű **eredménytartalékot** halmozott fel, amely a saját tőkét növelve **jelentős fedezetet jelent a monetáris politika vitelével kapcsolatosan felmerülő kockázatokra**. A koronavírus járvány okozta sokkok kezelése érdekében induló új jegybanki programok tehát nem veszélyeztetik az MNB tőkeellátottságát és költségvetési térítési kötelezettségtől mentes működését.

kifutottak, és az Önfinanszírozási programhoz kapcsolódó IRS ügyletek háromnegyede is lejárt már. A kamatcsere eszközök csökkenésével összhangban az ehhez kapcsolódó kamatkockázat is egyre alacsonyabb.

„Szerkesztett formában megjelent a [portfolio.hu](http://portfolio.hu) oldalon 2020. június 5-én.”