

Csortos Orsolya – Nagy-Kékesi Zsuzsa:

Mi tartotta szárazon az MNB puszkaporát? – A jegybanki mérleg mozgástere

A koronavírus járvány miatt kialakult gazdasági kihívások a jegybankokat világszinten beavatkozásra készítették, ami ismét a mérlegükre irányította a figyelmet. Az új évezredben a jegybankok először a 2008-2009-es válság következményeinek kezelése során szembesültek a hagyományos monetáris politikai eszközök korlátaival, amelyet követően nemkonvencionális eszközök alkalmazásába kezdtek (eszközvásárlások, devizapiaci intervenciók), ami a jegybankmérlegek felduzzadáshoz vezetett. A válság kezdeti fázisát követően az MNB azonban úgy tudta fenntartani a laza monetáris kondíciókat, hogy intézkedéseinek egy része (Önfinanszírozás és forintosítás) egyaránt támogatta az ország külső sérülékenységének mérséklődését és a jegybankmérleg zsugorodását. Az elmúlt évek gazdaságpolitikájának köszönhetően a koronavírus járvány kitörésekor az MNB mérleg a GDP-hez viszonyított arány tekintetében nemzetközi összevetés alapján a középmezőnybe tartozik. Historikus összehasonlításban is alacsonynak tekinthető ez az arány, különösen, ha a mérlegben belül csak a – gazdaság készpénzigényétől függő, így exogén változónak tekinthető – készpénz nélkül vett, kamatozó jegybanki források állományát vesszük figyelembe. Míg a legtöbb jegybankot a mérleg normalizálásának kezdeti fázisában érte az újabb válság, addig az MNB már éretdemben tudta szűkíteni mérlegét, így jelentős mozgásteret alakított ki a nemkonvencionális eszközökön keresztüli beavatkozásra. Ennek köszönhetően a jegybank kellő tűzerővel rendelkezik a koronavírus járvány okozta kihívások kezelésére.

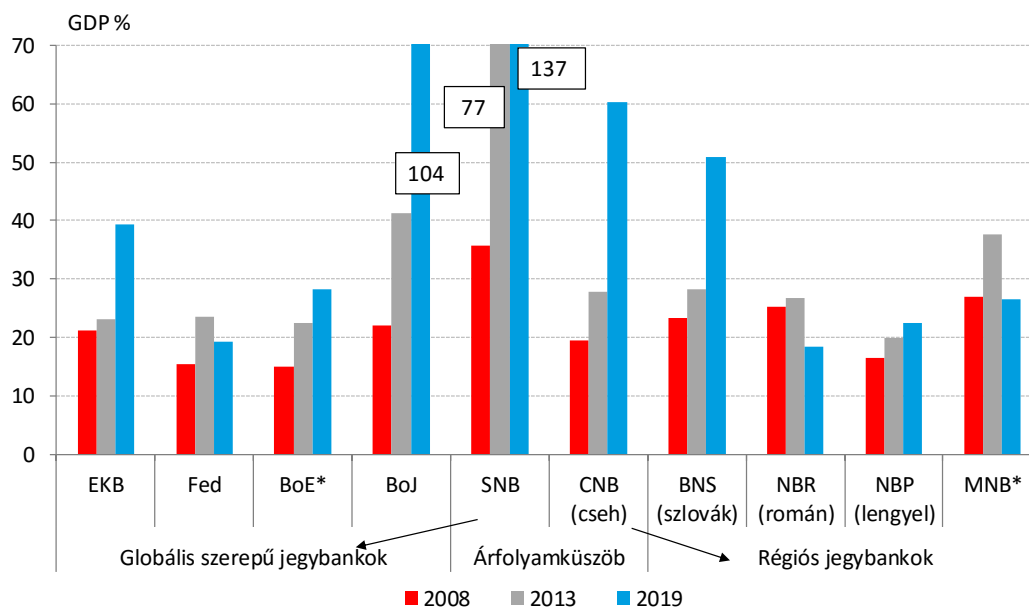
1. A JEGYBANKOK MÉRLEGFŐÖSSZEGÉT MÁR A 2008-2009-ES VÁLSÁG MEGNÖVELTE

A hagyományos monetáris politikai eszközök korlátainak elérését követően a jegybankok széles körben kezdtek nemkonvencionális eszközök alkalmazásába, ami jelentősen megnövelte a jegybankok mérlegfőösszegét. A gazdasági világválság lassuló konjunkturális - adott esetben recessziót előidéző - folyamataira, a Lehman-csőd után bekövetkező bizalmi válságra adott reakcióként a fejlett gazdaságok jegybankjai jelentős monetáris lazításba kezdtek. A kamatkondíciók mérséklése ugyanakkor több országban hamar a 0 alsó korlátba (ZLB) ütközött, ami arra ösztönözte a monetáris politikai döntéshozókat, hogy a jegybanki mérlegek nagyságát és/vagy összetételét megváltoztató nemkonvencionális eszközöket alkalmazzanak az adott jegybank céljának minél hatékonyabb elérése érdekében. **A nem konvencionális eszközök egyik jellemző formája az eszközvásárlás volt,** amely során a jegybankok (pl. Fed, EKB, BoE, BoJ) saját mérlegükbe állampapírokat, eszközfedezetű értékpapírokat vásároltak a monetáris kondíciók lazítása, a likviditás növelése és a pénzpiaci kockázatok csökkentése érdekében. **Az eszközvásárlás mellett más jegybankoknál hitelprogramok (pl. BoE) és devizapiaci intervenciók (pl. cseh és svájci jegybank) játszottak meghatározó szerepet a mérleg bővülésében.**

A koronavírus kitörésekor a globálisan meghatározó jelentőségű, illetve régiós jegybankok többségének GDP-arányos mérlegfőösszege érdemben meghaladta a 2008-as szinteket (1. ábra). Bár nagymértékben szóródik a globális jegybankok mérlegének GDP-arányos változása, összességében

elmondható, hogy a növekedés még 2019 végén is jelentős nagyságú volt 2008-hoz képest, ami **néhány esetben azt eredményezte, hogy a GDP-arányos mérlegfőösszeg meghaladja a teljes GDP-t** (pl. japán és svájci jegybank). A közép-kelet-európai jegybankok mérlegének alakulása országspecifikus tényezők következményeként vegyes képet mutat. Az intervenciók stratégiát folytató **cseh jegybank** 2017. áprilisban törölte el az árfolyamküzőböt, amelyet követően **mérlege még mindig a válság előtti szint háromszorosát teszi ki**. Ettől elmaradó mértékben, de a szlovák jegybank mérlege is jelentősen bővült, miközben **a lengyel jegybank esetében az elmúlt évtizedben csak kisebb emelkedés történt, a román jegybanki mérleg pedig mérséklődött**.

1. ábra: Globálisan meghatározó és régiós jegybankok GDP-arányos mérlegfőösszege



*A BoE esetében 2018. decemberi az utolsó elérhető adat. Az MNB esetében a statisztikai mérlegfőösszegeket szerepeltettük.

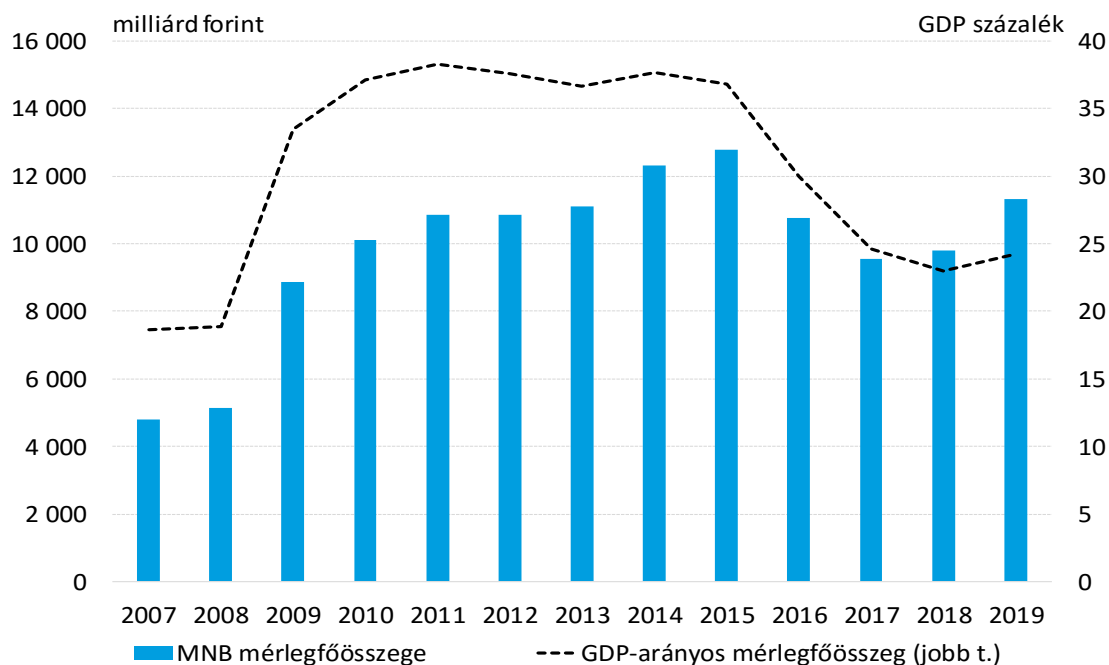
Forrás: Jegybanki honlapok, MNB

2. A GLOBÁLIS TRENDEKKEL SZEMBEN AZ MNB MÉRLEGE NAGYMÉRTÉKBEN SZŰKÜLT 2014 ÓTA

Az MNB mérlegének válságot követő emelkedése után 2014-től az ország külső sérülékenységének érdemi csökkenése lehetővé tette a felfúvódott jegybankmérleg szűkítésével járó intézkedések megvalósítását (2. ábra). Az MNB mérlegfőösszege 2008 végén jelentősen bővült. Ebben a devizatartalék – döntően nemzetközi szervezetektől felvett hitelekhez kapcsolódó, a pénzügyi válságban megnövekedett tartaléki igény miatt szükséges – emelkedése volt meghatározó, amellyel párhuzamosan a forrásoldalon a bankok MNB-nél elhelyezett kötvényállománya emelkedett. A bővülés következményeként **2015-ig az MNB mérlege a GDP 35- 40 százaléká között stagnált**. Az elmúlt években ugyanakkor a jegybank devizatartalékának célzott felhasználásával olyan **sérülékenységcsökkentő programokat** (önfinanszírozás és a lakossági devizahitelek forintosítása) hajtott végre, amely **egyszerre szűkítette a jegybankmérleget** és – a külső eladósodottság és devizakitetés markáns csökkenésének eredményeképp – **mérsékelte a tartalékszükségletet**. **Az MNB GDP-arányos mérlegfőösszege így 2017 óta 25 százalék közelében alakul** az olyan mérlegfőösszeg-

növelő intézkedések ellenére is, mint az NHP – egészséges szerkezetű vállalati hitelezés jegybanki elősegítését célzó folytatása (NHP fix) vagy a monetáris kondíciók fenntartása érdekében nyújtott likviditásbővítő swap-ügyletek.

2. ábra: Az MNB számviteli mérlegfőösszegének* historikus alakulása



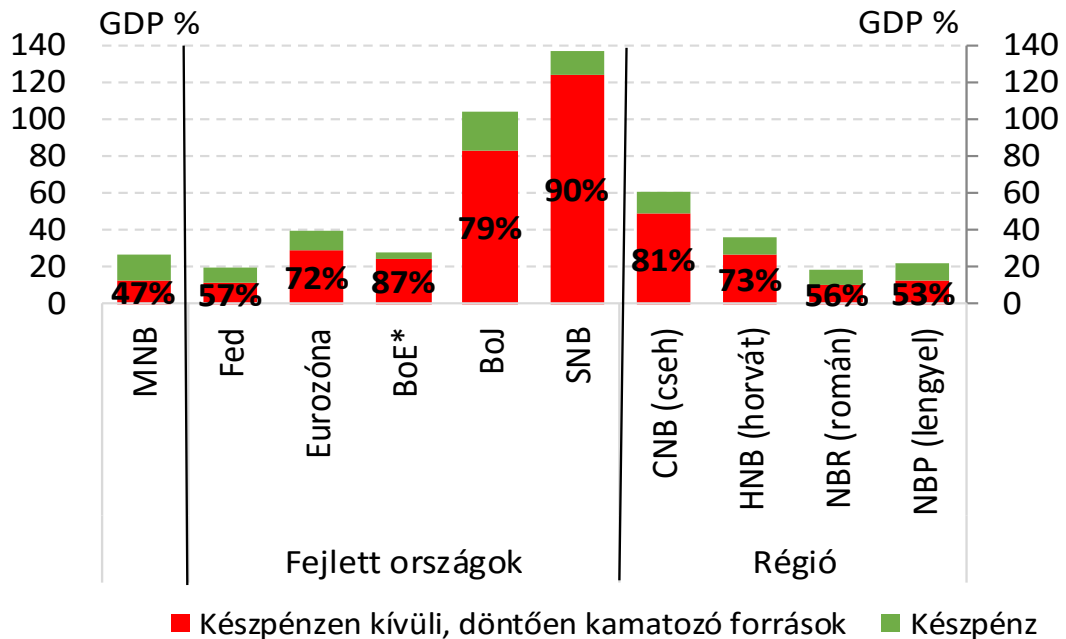
*Az MNB számviteli és statisztikai mérlegfőösszege – főként a derivatívák eltérő kezeléséből adódóan – különbözik egymástól.

Forrás: MNB

3. AZ MNB MÉRLEGÉBEN A KAMATOZÓ FORRÁSOK ARÁNYA IS ALACSONY

A globális és régiós jegybankokban lejátszódó folyamatokkal szemben az MNB mérlegében a szűkülés mellett a kamatozó források aránya is lecsökkent, amelyben meghatározó szerepet játszott a készpénzállomány emelkedése. A 2008-2009-es válságra adott jegybanki válaszlépések hatására a jegybankok eszközoldalának átalakulásával párhuzamosan a forrásoldal összetétele is megváltozott. A fejlett országok mérlegeinek forrásoldalán növekedett a kamatozó források szerepe, mivel a likviditásbővítő intézkedések következtében emelkedett a kereskedelmi bankok által elhelyezett forrás nagysága. Ehhez képest a **feltörekvő országokban nagymértékben bővült a készpénz aránya**, amely mellett a kamatozó források súlya csak kisebb mértékben emelkedett. **Az MNB forrásoldalának szerkezeti átalakulásában is jelentős szerepet játszott a készpénzállomány 2013 óta gyorsuló növekedése**, ami részben az infláció csökkenésével párhuzamosan mérséklődő banki hozamokból, valamint a gazdasági aktivitás növekedéséből adódott. Mára a készpénz teljes **forrásokon belüli aránya meghaladja az 50 százalékot**. A fenti folyamatok hatására összességében az MNB mérleg forrásoldalán jóval kisebb a kamatozó források aránya a fejlett vagy a régiós jegybankokhoz képest, amelynek köszönhetően a **kamatkockázat is mérsékeltnek tekinthető**.

3. ábra: A jegybankmérlegek forrásoldalának nemzetközi összehasonlítása



Forrás: Jegybanki honlapok, MNB

4. KONKLÚZIÓ: AZ MNB MÉRLEGE TERET ENGED A CÉLZOTT JEGYBANKI PROGRAMOKNAK

A 2008-2009-es válság lecsengését követően – a globális jelentőségű jegybankok mérlegfőösszegének folytatódó emelkedésével szemben – az MNB úgy tartott fent 2012 óta laza monetáris kondíciókat, hogy intézkedéseinek egy része (önfinanszírozás és forintosítás) egyaránt támogatta az ország külső sérülékenységének mérséklődését és a jegybankmérleg zsugorodását. Ezért míg a legtöbb jegybankot a mérleg normalizálódásának kezdeti fázisában érte az újabb válság, addig az MNB nemzetközi és historikus összehasonlításban is alacsonynak tekinthető mérlege jelentős mozgásteret jelent nemkonvencionális, célzott eszközökön keresztüli beavatkozásra és a koronavírus miatti külső sokkok következményeinek kezelésére.

„Szerkesztett formában megjelent a portfolio.hu oldalon 2020. május 27-én.”