

Mérlegen a jegybankok mérlegbővítése - jegybanki válságkezelés és hitelösztönzés

Az eurobevezetéssel kapcsolatosan a közelmúltban felerősödő vita a jegybankok válságkezelésének mértékét és eredményességét is érintették. Cikkünkben ennek apropóján nemzetközi kontextusban vizsgáljuk a koronavírus-járvány miatti jegybanki válságkezelő intézkedéseket. Összevetjük a régiós jegybankok, az EKB és a Magyar Nemzeti Bank mérlegbővítő intézkedéseinek nagyságrendjét és összetételét. Az MNB nemzetközi szinten is jelentős szerepet vállalt a koronavírus járvány miatti válságkezelésben: célzott intézkedéseivel régiós összevetésben kiemelkedő mértékben javította a magyar gazdaság forrásellátottságát, és a mérlegbővítés közelítette a globálisan meghatározó jegybankok esetében tapasztalt GDP-arányos nagyságrendet. Az EKB általánosabb, kevésbé fókuszált likviditásbővítésével szemben a magyar jegybank intézkedései a gazdasági szektorokat célzottan támogatták a válság alatt. Az MNB intézkedései fontos szerepet játszottak a hitelpiac élénkítésében, a pénzügyi stabilitás megőrzésében, a régióval és az euroövezettel összevetve is kedvező(bb) hitellezési folyamatok pedig jelentősen támogatták a gazdaság újraindítását.

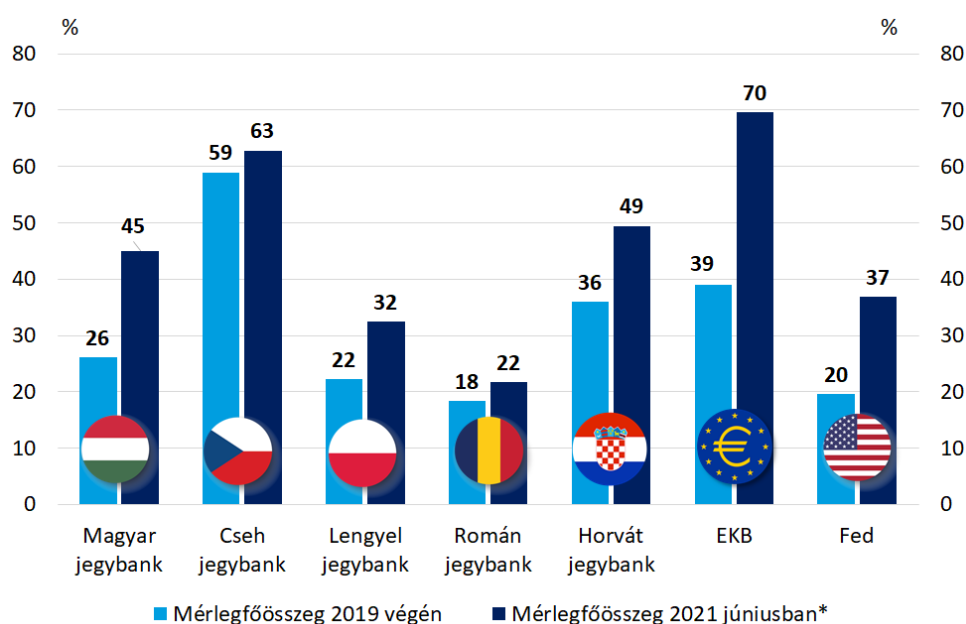
A JÁRVÁNY OKOZTA KIHÍVÁSOKRA A JEGYBANKOK JELENTŐS MÉRLEGBŐVÍTÉSSEL REAGÁLTAK

Az elmúlt hetekben az eurobevezetés kérdése újra a sajtó érdeklődésének középpontjába került, és felerősödött a vita az euro hazai bevezetésének lehetőségéről, korlátairól. A publikált vélemények a jegybankok válságkezelésének mértékét és eredményességét is érintették. A 2021. július 15-i, a portfolio.hu hasábjain megjelent „*Imádják az eurót vagy utálják a forintot a magyarok? - Most fizetjük meg a forint zuhanásának az árát*” című cikk szerint „*az Európai Központi Bank monetáris politikája még támogatóbb is, mint a Magyar Nemzeti Bank politikája*”. Bár a cikk ezen állítása nem kerül érdemben alátámasztásra, meglátásunk szerint érdemes ezt a kérdést alaposabban szemügyre venni.

A koronavírus-járvány negatív gazdasági hatásának enyhítése, a gazdasági szereplők és a pénzügyi piacok forrásellátottságának javítása érdekében a jegybankok jelentősen bővítették a mérlegüket az elmúlt másfél évben. A válságkezelés nemzetközi szinten hasonló eszközökkel történt, azonban az egyes programok méretét és összetételét illetően érdemi különbségek mutatkoznak. A válságkezelés egyik eszköze a 2008-as pénzügyi válság során is alkalmazott mennyiségi lazítás volt, amely során a jegybankok állampapírokat, vállalati

értékpapírokat és egyéb eszközöket (eszközfedezetű és kereskedelmi papírokat) vásároltak a monetáris kondíciók lazítása, a likviditás növelése és a pénzpiacok stabilitásának megőrzése érdekében. Emellett a jegybankok különböző formában közvetlen forrásnyújtással is támogatták a bankrendszer likviditásának javítását, a hitelpiaci és a pénzpiacokon fellépő feszültségek elkerülését, enyhítését. A mérlegek bővülése a nagy, fejlett jegybankok esetében volt a legjelentősebb a GDP arányában, azonban a Magyar Nemzeti Bank esetében is régiós szinten kiemelkedő mértékben növekedett a jegybankmérleg a gazdasági szektoroknak történt forrásnyújtás hatására (1. ábra).

1. ábra: Az EKB, a Fed és a régiós jegybankok mérlegfőösszegének alakulása (a GDP arányában)



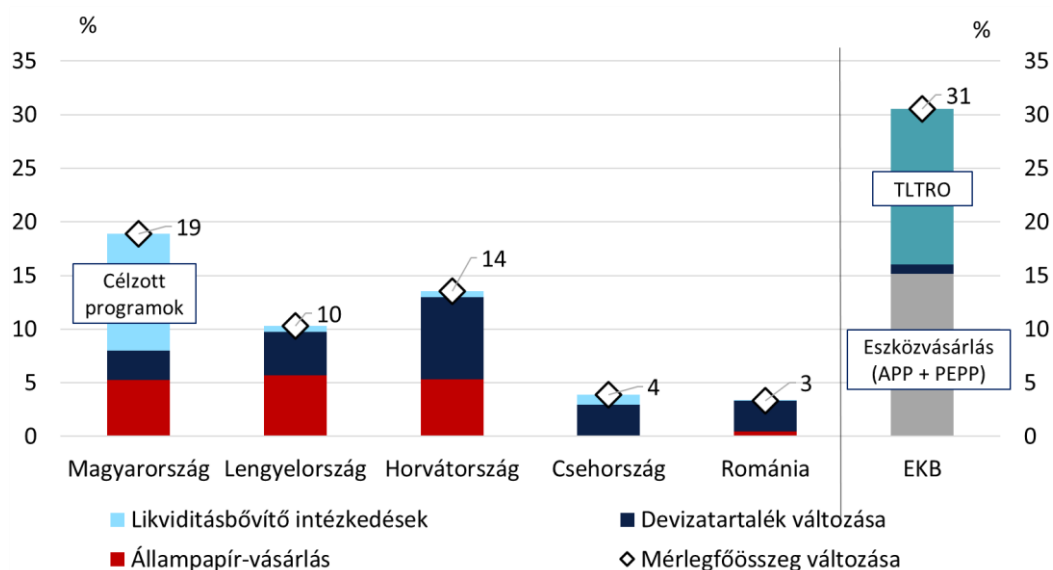
*A cseh, lengyel, román, horvát jegybanki mérlegre vonatkozóan 2021. májusi adat áll rendelkezésre.

Forrás: EKB, Fed és nemzeti jegybankok.

A mérlegnövekedés a régió országaiban jellemzően részben a devizatartalék bővüléséhez kötődött: a legnagyobb mértékben a horvát devizatartalék bővült, de a régió többi országában is érdemi tartaléknövekedés történt (2. ábra). Emellett a régiós jegybankok mérlegbővülésének nagyságrendjét jellemzően a mennyiségi lazítás mértéke határozta meg: hazánk mellett a lengyel és a horvát jegybank alkalmazta az állampapír-vásárlást, mint nem konvencionális jegybanki eszközt, amelynek hatása a két ország jegybanki mérlegének kétszámjegyű bővülésben is tükröződött.

Magyarországon – a régióban szinte egyedülálló módon és nagyságrendben – az állampapír-vásárlásokon és a devizatartalék bővülésén túlmenően jelentős célzott, a gazdasági szereplők széles körét érintő likviditásbővítésre is sor került. E programok nagysága messze meghaladja a régióban tapasztalható mértéket, és inkább az EKB által alkalmazott – eszközvásárlásokon felüli – likviditásbővítő intézkedések nagyságrendjéhez közelít (3. ábra). Ugyanakkor a jegybanki válságkezelő intézkedések értékelése során nem elegendő a nyújtott források mennyiségére koncentrálni, hiszen a válságkezelés eredményessége jelentősen függ a források „minőségétől”, vagyis, hogy hogyan hasznosulnak azok a gazdaságban.

2. ábra: A jegybankok GDP-arányos mérlegbővülésének dekompozíciója



*Az MNB és az EKB esetében 2019 vége és 2021 júniusa között, a régió többi országában 2019 vége és 2021 május között. Az APP, PEPP: az EKB eszközvásárlási, valamint pandémiás eszközvásárlási programjainak rövidítése. MRO, TLTRO: az EKB rövid és hosszú lejáratú refinanszírozási műveleteinek elnevezése.

Forrás: EKB és nemzeti jegybankok.

AZ MNB-INTÉZKEDÉSEK A RÉGIÓBAN A LEGNAGYOBB MÉRTÉKBEN, CÉLZOTTAN TÁMOGATTÁK A GAZDASÁG FORRÁSELLÁTOTTSÁGÁT

A járvány előtti, régiós szinten szűk mérleg érdemi mozgásteret jelentett a magyar jegybank számára a válságkezelésben. A pandémia okozta gazdasági kihívásokra reagáló célzott jegybanki lépések azzal jártak, hogy az MNB mérlege a régióban a legnagyobb növekedést mutatta, ami a járványt megelőző szűk mérlegnek köszönhetően továbbra is a régió átlaga körüli mérlegfőösszeget jelent. Az MNB GDP-arányos mérlege a 2019. végi 26 százalékról 2021 júniusáig a GDP 45 százalékára, mintegy 19

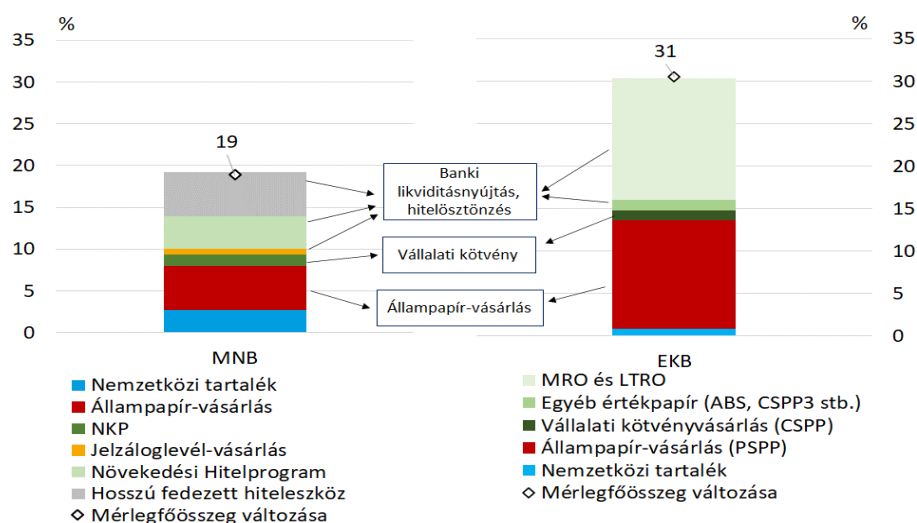
százalékponttal emelkedett. **Az MNB célzott programjai a gazdasági szereplők széles körének biztosítottak jelentős mennyiségű, kedvező áron elérhető finanszírozást, amely egyszerre járult hozzá a magyar gazdaság újraindításához, az állampapírpiacon stabilizálásához és támogatta a pénzügyi stabilitás fenntartását.** A jegybank különböző célzott likviditásbővítő intézkedései 2020-ban 5900 milliárd forint forrást biztosítottak az állam, a vállalatok és a bankrendszer számára. A 2021-ben a jegybank már több mint 4000 milliárd forint forrást juttatott a gazdasági szereplők széles köréhez. **A járvány 2020 tavaszi berobbanása óta 2021 júliusának végéig a gazdaságba jutott jegybanki források volumene így megközelíti a 10 000 milliárd forintot:**

- A 2020 áprilisában elindított **Növekedési Hitelprogram Hajrá!** konstrukcióban az MNB a bankoknak nyújtott refinanszírozási hitelek keresztül **3000 milliárd forint forrást** juttat a kkv szektor számára új beruházásaik és működésük finanszírozására.
- A vállalati kötvénypiac likviditásának növelése, a hazai vállalatok kötvénypiaci forrásbevonásának támogatása érdekében indított **Növekedési Kötvényprogram** keretében a jegybank eddig több, mint **830 milliárd forint értékben vásárolt nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott, jó minősítéssel rendelkező kötvényeket.**
- Az MNB mintegy **2620 milliárd forintnyi hosszú lejáratú fedezett hitellel** bővítette közvetlenül a bankrendszer likviditását, ösztönözve a bankokat a hitelfolyósításra és állampapír-állományuk növelésére.
- Az állampapír-piac stabilizálása és a hosszú hozamok leszorítása érdekében indított **állampapír-vásárlási program** keretében vásárolt állampapírok és államilag garantált kötvények állománya több, mint **2730 milliárd forint.** A jegybanki program az állampapír-piac stabilizálása mellett a hosszú papírok iránt támasztott kereslettel hozzájárult a magyar államkötvények átlagos hátralévő futamidejének hosszításához, vagyis – EU-s összevetésben is – kedvező hatással volt az államadósság lejárat szerkezetére, és az államilag garantált kötvények piacán történő vásárlásokkal a fejlesztési banki kötvények piacának fejlesztését is támogatta.
- A 2020 tavaszán **újraindított jelzáloglevél-vásárlási program** keretében a piac likviditásának mélyítése érdekében – 307 milliárd forint értékben – vásárolt jelzálogleveleket az MNB.
- A mérlegbővítő lépéseken túl az MNB két év alatt összesen **500 milliárd forint osztalékot fizetett be a költségvetésbe,** a többletfinanszírozással növelve az állam mozgásterét a válságkezelés időszakában.

AZ EKB AZ ESZKÖZVÁSÁRLÁSOK MELLETT JELENTŐS BANKI LIKVIDITÁSBŐVÍTÉST HAJTOTT VÉGRE

Az EKB válságkezelése elsősorban a nagymértékű állampapír-vásárlásokra, illetve a banki refinanszírozásra fókuszált. Az EKB a globális jelentőségű jegybankok közül is kiemelkedő mértékben, a teljes eurozóna GDP-jének 31 százalékaival növelte a mérlegét, amelynek mérete így 2021 első félévének végére már a GDP 70 százalékát közelítette. Az Európai Központi Bank a válságkezelés részeként eszközvásárlással, illetve a bankoknak nyújtott hosszú finanszírozással (TLTRO) juttatott forrást a gazdaság élénkítésére és a magánszektor banki hitelezésének támogatására, így növelve a mérlegét (3. ábra). Az EKB nemzetközi befektetési tartaléka eközben a régióban tapasztalt növekedéshez képest relatíve stabilan alakult, csupán kis mértékben emelkedett. A mérleg felduzzadásában közel hasonló nagyságrendű volt az eszközvásárlások és a bankrendszeri likviditásbővítés GDP-arányos mértéke. Az eszközvásárlási programok (APP, PEPP) döntő részét az állampapír-vásárlás (1350 milliárd euro) tette ki, de kisebb részben vállalati és egyéb (kereskedelmi, eszközfedezet melletti) értékpapírokkal (120-120 milliárd euro) is bővült az EKB mérlege. A célzott, hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleten (TLTRO) keresztül – a korábbi állományok lejáratait is figyelembe véve – közel nettó 1600 milliárd euro többletforrás került az eurozóna bankrendszeréhez. Bár a magyar jegybank mérlegbővülése alacsonyabb az EKB – globális jegybankok között is kiemelkedőnek számító – expanziójának mértékénél, de a források célzottságát és tekintve érdemes összevetni a két intézmény likviditásbővítő intézkedéseit.

3. ábra: Az MNB és az EKB mérlegnövekedése eszköztípusonként (2019 vége és 2021 június között, a GDP arányában)



Forrás: EKB, MNB.

AZ MNB KIEMELKEDŐ MÉRTÉKBEN TÁMOGATTA A HITELPIACOT

Az MNB intézkedései fontos szerepet játszottak a hitelpiac stabilizálásában, így a régióval és az euroövezettel összevetve is kedvező hitelezési folyamatok jelentősen támogatják a gazdaság újraindítását. A magánszektor banki hitelállománya a koronavírus járvány előtti időszakhoz képest Magyarországon bővült a legnagyobb mértékben az Európai Unióban. Ebben fontos szerepet játszott a jegybanki hitelösztönzés, valamint a hitelezési moratórium és a babaváró hitelek is támogatták a hitelállomány növekedését. Az egészséges mértékű hitelezés kulcsfontosságú a válságkezelésben és ebből eredően a gazdaság helyreállása szempontjából is. A hitelezés nélküli kilábalás nehézségeit Magyarország a saját bőrén is megtapasztalta a 2008-as válságot követően, amikor is a teljes vállalati hitelezési volumen 2009 és 2013 között, az NHP elindulását megelőzően évente átlagosan 4 százalékkal mérséklődött, melyen belül a kkv-hitelezés még ennél nagyobb mértékben évente átlagosan 6 százalékkal esett vissza.

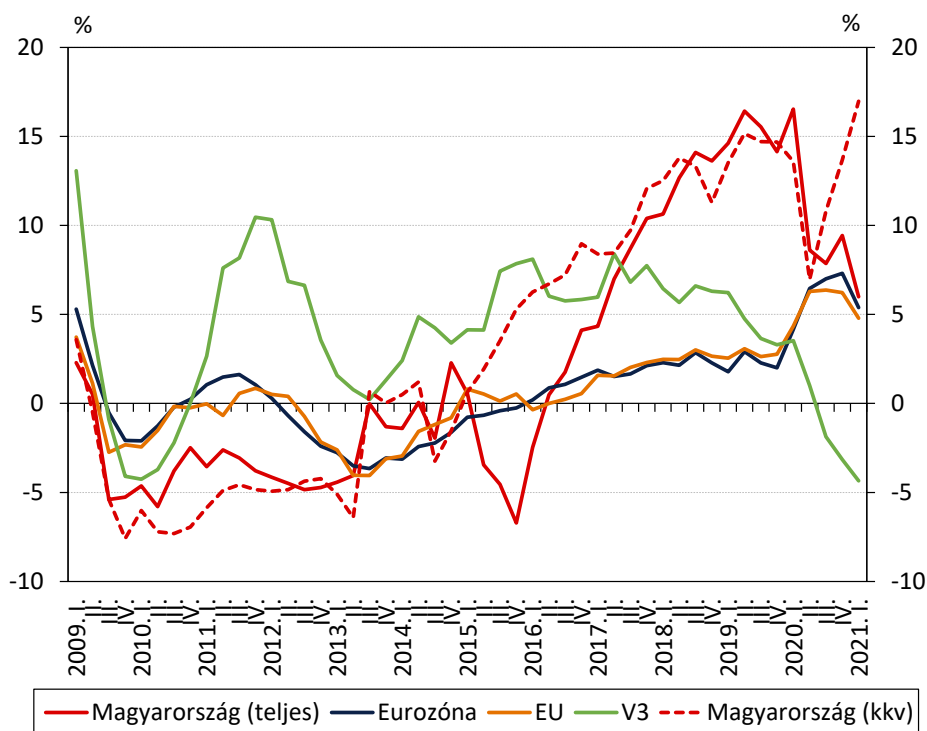
A Növekedési Hitelprogram Hajrá keretében nyújtott finanszírozás fontos forrást jelentett a bankrendszer számára a hitelezési aktivitás fenntartásában. A program a koronavírus-válság akut szakaszában támogatta a hitelpiaci összeomlás elkerülését, ezzel a vállalatok likviditásának megőrzését és a munkaerőpiac stabilizálását, majd ezt követően a gazdaság újraindítását. Az NHP Hajrá által támasztott vállalati hitelpiac éves tranzakciós növekedési üteme a koronavírus óta folyamatosan magasabb Magyarországon, mint a régió országaiban vagy az eurozóna átlagos értéke. Májusban a magyar vállalati hitelállomány éves növekedése 7 százalékot ért el, ami 5, illetve 9 százalékponttal magasabb, mint az eurót használó tagországok átlagos növekedési üteme, valamint a V3 csoport dinamikája.

Az MNB az NHP programjával fókuszáltan segítette a hitelpiac stabilizálását. Az NHP-t célzottan a kis- és középvállalkozások, valamint önálló vállalkozások tudták igénybe venni, az EKB TLTRO-III programban részt vevő hitelintézetek a program indulása előtti hitelezési tevékenységük alapján kapott forrásokat – lakáshitelek kivételével – jóval szélesebb célokra használták, így az MNB fókuszáltabb programmal támogatta a kkv-szektor. 2021. júniusával bezárólag az NHP Hajrá összesen 2924 milliárd forint finanszírozáshoz juttatta a kkv-kat és az önálló vállalkozókat, mely kihasználtság a 2020. februári (koronavírust megelőző) teljes vállalati hitelállomány 34 százalékát teszi ki. Ez a TLTRO-III programhoz hasonló nagyságrendű, az EKB közvetve hitelezést ösztönző programjának kihasználtsága a koronavírus óta nagyjából 2000 milliárd euro, mely a 2020. februári programra jogosult hitelállomány 37 százalékát

éri el, és a bankrendszer számára – a lejáratokat is figyelembe véve – nettó 1600 milliárd euro likviditásbővítést jelent. A TLTRO-III azonban összességében általánosságban abban az értelemben, hogy a bankok nem konkrét hitelek refinanszírozására kapják a forrást.

Az MNB programja tehát direkter, hiszen azt csak a kkv-k vehették igénybe, és az igénybe vett forrás minden esetben konkrét kkv hitelt refinanszíroz, a vállalatok számára kedvező kamatok biztosításával. Mindennek hatására a kkv hitelállomány növekedése a válság ellenére sem lassult le, amellett, hogy a pandémia okozta szigorítás a hitelfeltételekben is rövidebb és kevésbé széleskörű volt, mint 2008-at követően. 2021. első negyedévében a kkv-k hitelállománya mintegy 17 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel azelőtt, mely növekedési ütem nagyjából 10 százalékponttal magasabb, mint a teljes vállalati szektorban megfigyelt növekedés (4. ábra).

4. ábra: A vállalati hitelezés tranzakciós éves növekedési üteme nemzetközi összehasonlításban



Forrás: MNB, EKB.

„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2021. szeptember 8-án.”