

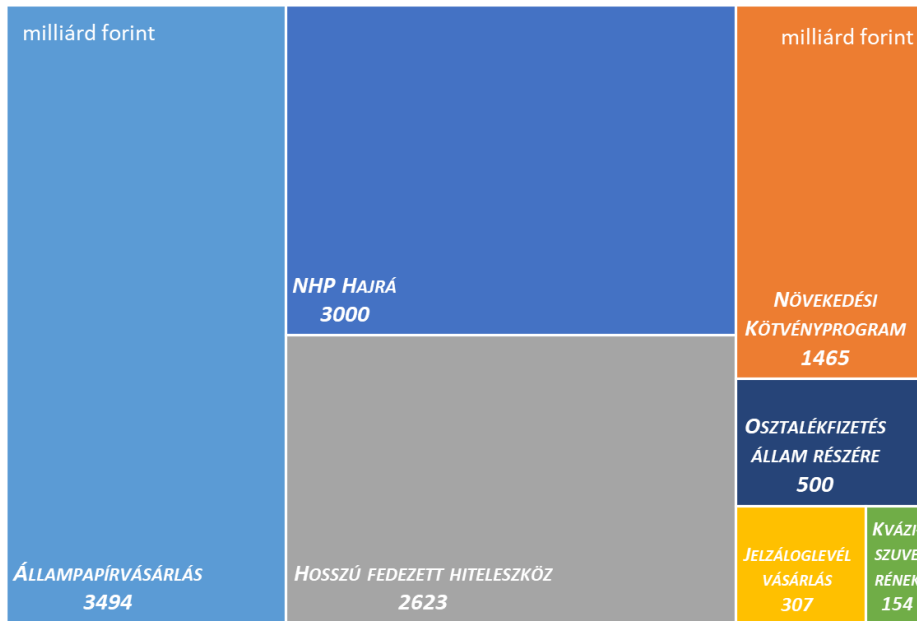
## Horváth Gábor

### **A pandémia akár pénzügyi krízist is okozhatott volna, ha nincs az MNB**

*A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2020 tavasza és 2022 januárja között végrehajtott válságkezelő és a magyar gazdaságot újraindító programjai révén összesen több mint 11 ezer milliárd forintot juttatott a magyar gazdaságba. Az MNB számos intézkedést tett a koronavírus-járvány gazdasági és pénzügyi hatásainak ellentételezése érdekében a likviditásbővítő és célzott hitelprogramtól a vállalati kötvények és az állampapírok vásárlásán át egészen a példátlan nagyságrendű költségvetési osztalékfizetésig. Az MNB a költségvetést, a vállalati szektort és a bankrendszert is kiemelkedő mértékben támogatta, így a válságkezelő lépések következtében jelentős mértékben bővült az MNB mérlege, mely nagyban hozzájárult a pénzügyi stabilitás fenntartásához és a gazdaság sikeres újraindításához.*

**A Magyar Nemzeti Bank a koronavírus okozta sokkokra megfelelő időzítéssel, célzottan, rugalmasan és a kellő mértékben reagált, 2022. január végéig több mint 11 ezer milliárd forint jegybanki forrást nyújtva a gazdaság szereplőinek.** Az elmúlt száz évben a 2010-es évtized volt az első alkalom, amikor hazánk gazdasága úgy tudott növekedni, hogy a makrogazdasági egyensúly is biztosított volt. Ennek eredményeként a magyar gazdaságot erős immunrendszer mellett érte el a koronavírus-járvány, ami lehetővé tette, hogy a pandémia ne járjon pénzügyi válsággal. Ebben nagy szerepe volt a jegybanki programoknak (1. ábra), amelyek megvédték és stabilizálták a pénzpiacokat, fenntartották a hitelezést a vállalati és lakossági szegmensben, és ezzel megalapozták Európa egyik leggyorsabb gazdasági helyreállítását.

## 1. ábra: Válságkezelő jegybanki programok nagyságrendje



Megjegyzés | Az adatok a 2022. január végi állapotot mutatják, milliárd forintban. Forrás | MNB

**A Magyar Nemzeti Bank programjait mindenekelőtt a célzottság jellemezte: a beavatkozások jellemzően a megfelelő időben, a megfelelő részpiacon, a megfelelő mértékben történtek, ami hatásosnak és hatékonynak bizonyult.** A válságkezelés során korábban már sikeres jegybanki programok újabb keretösszeggel történő feltöltése, és egészen újszerű megoldások egyaránt előkerültek.

- **Növekedési Hitelprogram Hajrá!**: A 2013-tól rendkívül sikeres és védjeggyé vált jegybanki célzott hitelprogram új pilléréként indult el a Hajrá! konstrukció 2020 májusában, amely 3000 milliárd forintos keretösszeggel állt a hazai kkv-k rendelkezésére elsősorban hosszú, beruházási hitelek refinanszírozására, de működési célok biztosítására egyaránt.
- **Növekedési Kötvényprogram**: Szintén a vállalati szektort támogatta, hogy a legsikeresebb és megfelelő hitelminősítéssel rendelkező magyar vállalatok kötvény-kibocsátásaikor a jegybank is belépett vásárlói oldalon. Ezzel a drágább vagy hiányzó beruházási hitelek helyettesítését biztosította közel 1500 milliárd forinttal, érdemben hozzájárulva a vállalati kötvénypiac fejlődéséhez.
- **Hosszú fedezett hitel**: A jegybank a bankrendszer likviditási szükségletét hosszú hiteltendereken keresztül biztosította, amelyek segítségével nem csupán a rövid pénzügyi, de a hosszabb kötvénypiaci felárak is csökkentek. A

tendereken összesen 2623 milliárd forint került fedezet ellenében a bankrendszerhez, túlnyomó részt 5 éves futamidőn.

- **Jelzáloglevél-vásárlási program:** Az MNB 2018-tól aktívan támogatta a jelzáloghitelezést és a hosszú banki források minél kedvezőbb árú bevonását. Ennek folytatásaként indult el 2020-ban a Jelzáloglevél-vásárlási program II., ami a válságra adott egyik válaszként segítette a banki hosszú finanszírozást és a jelzáloghitelezés dinamikájának fenntartását. Emellett az MNB 2021 nyarán elindította Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Programját is, ami egyéb programokat kiegészítve célzottan segíti elő a zöld jelzáloghitelek térnyerését.
- **Állampapír-vásárlási program:** Az MNB eszközvásárlási programjának legnagyobb pillére a közel 3500 milliárd forintos állampapírvásárlás volt, ami stabil, kiszámítható finanszírozási környezetet teremtett a hozamgörbe hosszú szakaszán. Ezzel a hosszútávú beruházási döntésekben mérvadó tőkeköltség is csökkent, ami miatt pozitív megtérülés mellett indulhattak új projektek.
- **Államilag garantált értékpapírok vásárlása:** 2020 októberében a nemzetközi gyakorlatot követve az állami tulajdonban lévő fejlesztési bankok kötvényei is bekerültek az állampapírvásárlási programba, 300 milliárd forintos kibocsátásaik felét vásárolta meg a jegybank, ezzel támogatva a célzott fejlesztéseket és az exportorientált vállalkozásokat.
- **Osztalékfizetés a költségvetésnek:** Az MNB egyetlen részvényese a magyar állam, így a korábbi évek működéséből származó eredmény osztalék formájában közvetlenül támogatta a költségvetést, mintegy 500 milliárd forint értékben.

2. ábra: Jegybanki források szektoronként összesítve



Megjegyzés | Az adatok a 2022. január végi állapotot mutatják. Forrás | MNB

**Az MNB a költségvetést, a vállalati szektort és a bankrendszert is kiemelkedő mértékben támogatta, a járványból adódó gazdasági károk minimalizálása és a likviditás fenntartása érdekében, ami egyrészt a hozam és kamatkörnyezet stabilitását, másrészt a finanszírozási igények teljesülését is biztosította.** A jegybanki programok mennyiségi és hozamoldalról egyaránt jelentőséggel bírtak a pandémia során nehézségekkel szembesülő szektorok számára (2. ábra). Egyrészt az eszközvásárlások olyan pénzügyi intézkedésnek tekinthetők, amikor a jegybank a válság sújtotta, bizalmat vesztő piacok keresleti oldalán belépve az árak (kamatok és hozamok) szintjének és volatilitásának mérséklődését éri el. Másrészt az olyan célzott programokkal, mint a refinanszírozást nyújtó NHP Hajrá! vagy a Növekedési Kötvényprogram, kiszámítható finanszírozáshoz juttatják a gazdaság gerincét adó vállalkozásokat, a válságos pillanatokban jellemzően befagyó befektetési hitelpiacot helyettesítve (3. ábra).

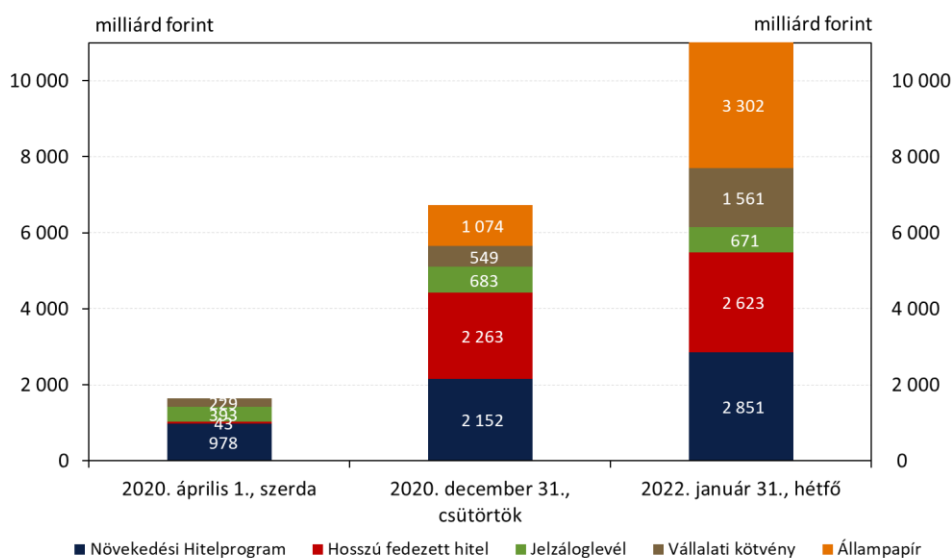
### 3. ábra: A jegybanki programok hozam- és likviditási hatásának képlete



Forrás | MNB.

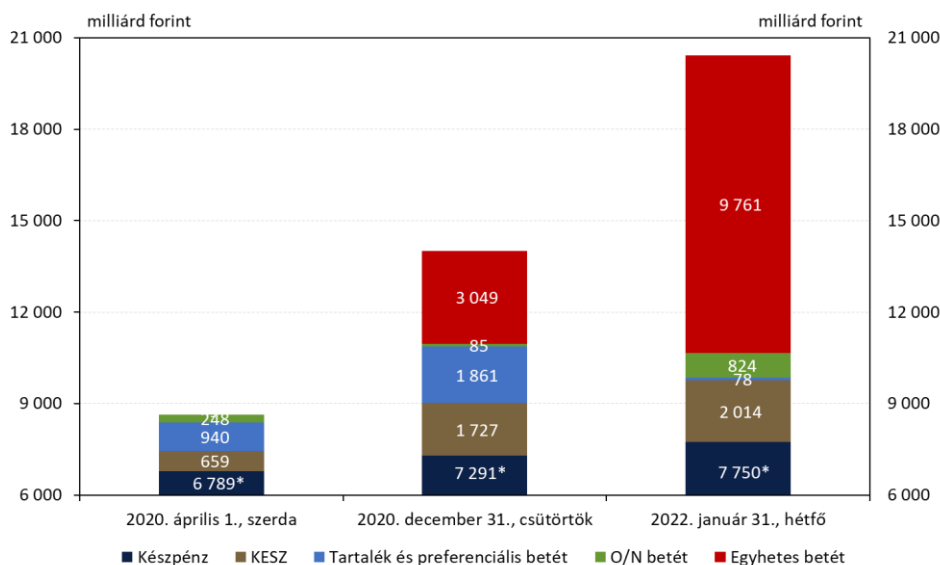
**Az MNB mérlegének bővítésével hajtotta végre válságkezelő lépéseit.** A válságkezelő lépések jelentős nyomot hagytak a jegybankmérlegen: eszközoldalon megemelkedett a refinanszírozási hitelek, hosszú bankrendszernek nyújtott hitelek és értékpapírok állománya, míg forrásoldalon ezt szignifikáns likviditásbővülés kísérte. 2020 végére az MNB csak a célzott monetáris politikai eszközök révén már közel 6000 milliárd forinttal, majd 2022. január végéig további több mint 4000 milliárd forinttal növelte eszközállományát (4. ábra). A bőséges jegybanki likviditást az MNB többféle rövidoldali eszközben sterilizálja (5. ábra).

4. ábra: Az MNB eszközoldalának releváns tételei



Megjegyzés | Az értékpapírok bekerülési értéken vannak nyilvántartva. Forrás | MNB.

## 5. ábra: Az MNB forrásoldalának releváns tételei



Megjegyzés | A készpénzállomány 6000 milliárd forint feletti része van az ábrán. Forrás | MNB.

**A jegybank válságkezelése tükröződik a bankrendszer likviditási helyzetében is.** A bankok tartozásai a jegybank felé (aktív oldal), valamint az általuk elhelyezett betétek összege (passzív oldal) különböző monetáris politikai rezsimekben eltérhet. A nemzetgazdasági és társadalmi szempontból kedvező lépések miatt áttételesen a jegybank kamatkidásai megemelkednek, hiszen az MNB-nek minden egyes válságkezelést segítő forint után kamatot kell fizetnie. A válságkezelés haszna tehát az egész nemzetgazdaságot érintően jelentkezett, míg a kapcsolódó költségek elsősorban a jegybankot terhelik. A költségek persze ebben az esetben is viszonylagosak – a kamatkidások értékelésénél ugyanis azt is figyelembe kell venni, hogy a válságkezelés elmaradása beláthatatlan következményekkel járt volna a gazdaság gerincét adó állami, vállalati és banki szektor működésére, így a magyar gazdaság és társadalom stabilitására is.

*„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaságban 2022. március 10-én.”*