

## Egyre nagyobb a kamatnyereség szerepe az MNB eredményének alakulásában

*A Magyar Nemzeti Bank 2019 első félévében ismét jelentős, 53 milliárd forintot kitevő nyereséget ért el. A jegybanki eredmény összetételében jelentős átalakulás történt az elmúlt években – az árfolyameredmény mérséklődő szerepe mellett hangsúlyosabbá vált az MNB kamateredménye. A kamateredmény javulásában – így a 2013 óta folyamatos nyereség elérésében – meghatározó volt a jegybanki kamatkiadás mérséklődése. A kedvező eredményhez a historikus mélypontra csökkenő alapkamat, valamint az MNB programjainak köszönhetően mérséklődő bankoktól származó jegybanki forrásállomány is hozzájárult. A nettó kamat és kamatjellegű eredmény pedig 2017 második felére pozitívvá is vált, 2018-ban 27, 2019 első félévében 28 milliárd forintot tett ki. A kamateredmény többek között azért is érdemel kiemelt figyelmet, mert részét képezi az ún. tranzakciós eredménynek, melynek osztalékként történő befizetése nemcsak az államadósságot, hanem a költségvetési hiányt is mérsékli. Továbbá az árfolyameredmény várható csökkenése miatt a jegybank nyereséges működésének fennmaradásában egyre fontosabb szerepet tölt be a kamateredmény alakulása.*

### 1. BEVEZETÉS

**A 2012-es veszteséget követően az MNB az elmúlt években jelentős nyereséget ért el, melyet eleinte az árfolyameredmény, később a kamateredmény jelentős javulása támogatott.** A jegybanki eredmény alakulására a külső tényezők (például az állam devizahitel-felvétele és törlesztése, az EU-transzferek nagysága és időzítése, a külső kamatok) mellett a monetáris politika legfontosabb változói is hatással bírnak – vagyis a jegybanki eredmény a külső tényezők és a monetáris politikai döntések együttes eredőjeként alakul ki. A jegybank elmúlt évekbeli nyereségének egy jelentős része a devizakonverziókon realizált eredményből származott, ugyanakkor az árfolyameredmény szerepe – a mérséklődő konverziós mennyiség és emelkedő bekezdési árfolyam miatt – fokozatosan csökkent, miközben egyre kisebb volt a kamatkiadás is. Cikkünkben bemutatjuk az MNB eredményének elmúlt évekbeli alakulását, illetve megvizsgáljuk az eredmény javulásában egyre fontosabb szerepet játszó kamateredmény változásának háttérében álló tényezőket.

## 2. NYERESÉGESSÉ VÁLÓ JEGYBANK

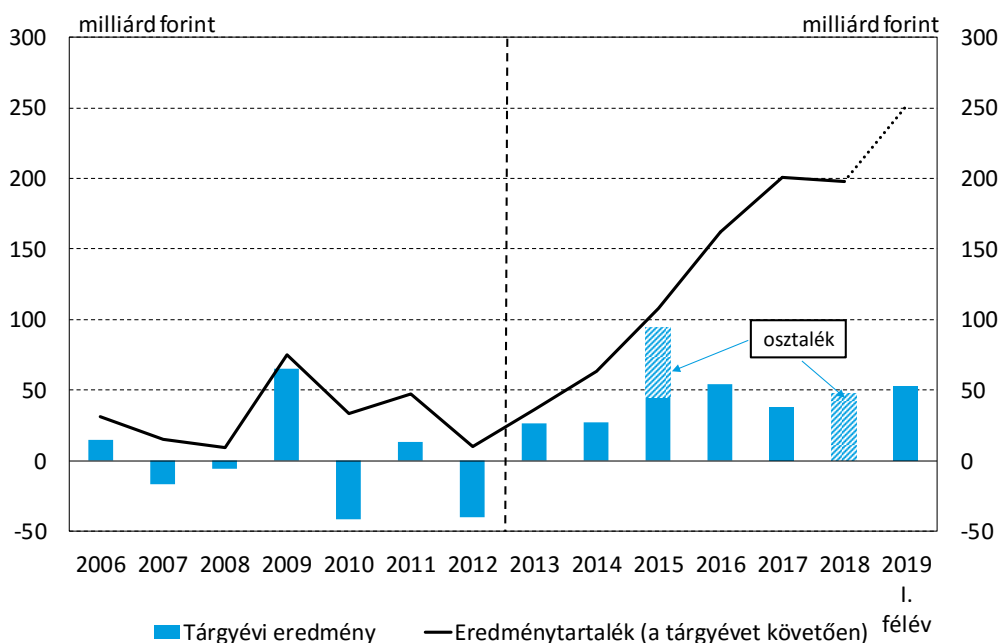
**A korábbi évek nyeresége után az MNB 2019 első félévében is nyereséges volt: a jegybank eredménye mintegy 53 milliárd forintot tett ki.** A 2012-ben még veszteséges jegybank 2013-tól folyamatosan nyereséget ért el – az előző évek kimagasló nyeresége után a jegybank eredménye 2019 első félévében is jelentős mértékű volt, meghaladta az 50 milliárd forintot. Összességében az MNB éves eredménye – a korábbi években előforduló veszteségeket követően – 2013 óta folyamatosan pozitív: a jegybanki eredmény 2013-ban 26 milliárd forint, 2014-ben 27, 2015-ben 95, 2016-ban 54, 2017-ben 38, 2018-ban 48, 2019. első félévében 53 milliárd forint volt. Vagyis 2013 eleje és 2019 közepe között összességében 340 milliárd forint körüli összeget tett ki.

**Az MNB elmúlt években elért nyereségei – a költségvetésnek fizetett, összesen 100 milliárd forintos osztalékon kívül – a jegybank eredménytartalékát növelték.** Az elért közel 340 milliárd forintos eredmény felhasználása a következőképpen történt: a 2015-ös és a 2018-as nyereségből az államháztartásba befizetett 50-50 milliárd forint osztalékon kívüli összegeket az MNB igazgatósága az eredménytartalékba helyezte, melynek köszönhetően a jegybank eredménytartaléka a 2013-as 10 milliárd forintról 2019-re 200 milliárd forint közelébe emelkedett (a 2019. I. félévi 50 milliárd forintot meghaladó eredményről jövő évben születik döntés). Az elmúlt évek döntéseikor az MNB körültekintően járt el, és egyaránt figyelemmel volt a jövőben várható folyamatokra és a költségvetési hatásokra is. Az eredménytartalék jelentős puffert jelent az esetleges veszteségek fedezésére, és hosszabb távon is biztosítja, hogy a költségvetésnek ne keletkezzen térítési kötelezettsége a jegybankkal szemben.

**A kamateredmény azért is érdemel kiemelt figyelmet, mert részét képezi az ún. tranzakciós eredménynek, melynek osztalékként történő befizetése az államadósság mellett a költségvetési hiányt is mérsékelheti.** A költségvetés eredményszemléletű hiányát a befizetett osztalékból az európai uniós szabályok értelmében csak a működési és a kamateredmény összege, az ún. tranzakciós nyereség mérsékli. Azaz a jegybanki eredmény többi tényezője: az árfolyameredmény, a kamatjellegű eredmény és a pénzügyi műveletek eredménye nincs hatással az eredményszemléletű egyenlegre, azok „csak” az állam finanszírozását segíthetik azáltal, hogy csökkentik az államadósságot. Míg a 2016. évi osztalékfizetés az ESA hiányt nem érintette, addig a 2019-ben befizetett 50 milliárd forintos osztalék egy része az eredményszemléletű hiányt is csökkentheti. Az utóbbi évek nyereségének döntő része a

devizakonverziókon realizált eredményből származott, ugyanakkor az árfolyameredmény szerepe – a mérséklődő konverziós mennyiség és emelkedő bekerülési árfolyam miatt – jelentősen csökkent. Ebben az időszakban a kamateredmény fokozatosan javult, és egyre nagyobb mértékben járult hozzá az MNB stabil eredményének biztosításához. A következőkben ezért a kamateredmény alakulását vizsgáljuk meg: áttekintjük, hogy a kamateredmény javulásában milyen tényezők játszottak szerepet.

1. ábra: Az MNB eredményének és eredménytartalékának alakulása



Megjegyzés: A félévi eredmény eredménytartalékba helyezését feltételezve

### 3. AZ MNB INTÉZKEDÉSEINEK KÖSZÖNHETŐEN POZITÍVVÁ VÁLÓ KAMATEREDMÉNY

**Az MNB kamateredménye 2004 és 2016 között erős hullámzást mutatott, de jellemzően negatív volt.** A jegybanki eredmény egyik legmeghatározóbb eleme a kamateredmény, ami a kamatozó jegybanki forrásokra (pl. korábban a három hónapos betét, preferenciális betétek, O/N betét, KESZ) fizetett kamatok és devizatartalék, illetve egyéb jegybanki eszközök (pl. jelzáloglevelek) hozamának különbségeként képződik. A kamatvesztés alapvetően két tényezőre vezethető vissza: egyrészt a devizabeáramlás – EU-transzferek, nemzetközi hitelfelvételek, deviza kötvénykibocsátások – következtében jelentősen megnőtt a sterilizációs állomány, másrészt az erre fizetett irányadó kamat jóval meghaladta a devizatartalékon elérhető hozamot.

**Az MNB-nek nincs eredménycélja, ugyanakkor az elmúlt években több olyan gazdaságpolitikai cél elérését támogató jegybanki intézkedés született, amelyek jelentősen javították az MNB kamateredményét is.** Bár az MNB intézkedései elősorban gazdaságpolitikai célok (infláció tartós alullövésének elkerülése, pénzügyi stabilitás megőrzése, a külső sérülékenység mérséklése okán a külföldi finanszírozás mérséklése, illetve a fenntartható gazdasági növekedéshez való hozzájárulás) elérését segítették, ugyanakkor az MNB mérlegszerkezetének és a forint kötelezettségekre fizetett kamatok szintjének megváltoztatása révén az MNB kamateredményére, így végső soron teljes eredményére is pozitívan hatottak.

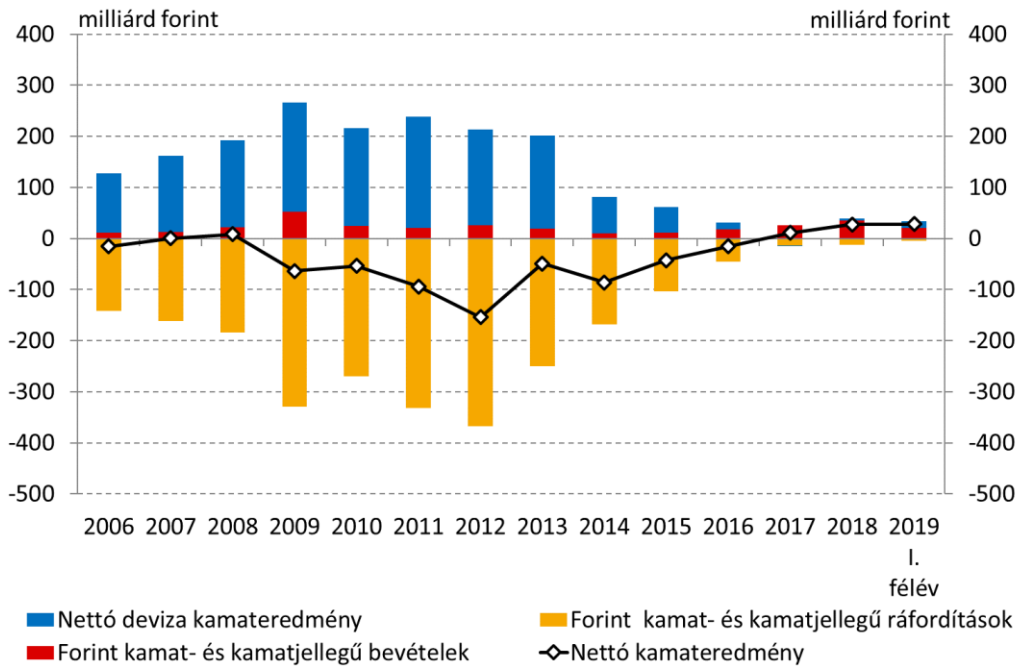
**2013-tól a kamateredmény döntően a kamatcsökkentési ciklusnak és az árfolyam alakulása miatt emelkedő deviza kamatbevételeknek köszönhetően jelentősen javult.** 2014-ben a kamateredmény a korábbi számviteli elszámolási szabályok alapján már pozitívba fordult volna, akkor a visszaesést az elszámolási szabályok változása, a deviza értékpapírok beszerzési árfolyam-különbözetének (ázsio) amortizálása okozta.<sup>1</sup> Az új módszertanra történő átállással járó egyösszegű veszteség ugyanakkor lehetővé tette a későbbi évek eredményének javítását.

**2015-től a kamatcsökkentés mellett az önfinanszírozási program, valamint a lakossági devizahitelek forintosítása miatt erőteljesen összehúzódó mérleg és az eszköztár – az alapkamat hosszú távú stabilitását célzó – átalakítása is kedvezően érintette a kamateredményt.** Az MNB intézkedései összességében a devizatartalék és a likviditást lekötő eszközök állományának jelentős csökkenésével jártak, ami a kamateredmény javulását eredményezte. A háromhónapos betéti tenderre vonatkozó mennyiségi korlátozás is a kedvezőbb kamateredmény irányába hatott: a bankok a felesleges likviditásuk egy jelentős hányadát egynapos O/N betétben helyezték el, amelyen a jelenlegi kamatkörnyezetben az MNB-nek – az irányadó kamat fizetése helyett – kamatbevétele keletkezik. Továbbá a forint kamatkidadások mérséklődése irányába hatott a készpénzállomány növekedése is. Miközben a forint kamateredmény jelentősen javult, addig a tartósan alacsony deviza hozamkörnyezet és a csökkenő devizatartalék miatt a deviza kamatnyereség mérséklődött. A devizakamat-egyenleg romlása azonban 2018-ban megállt, és 2019-ben a fejlett piaci hozamok emelkedésével ismét pozitívba fordult.

---

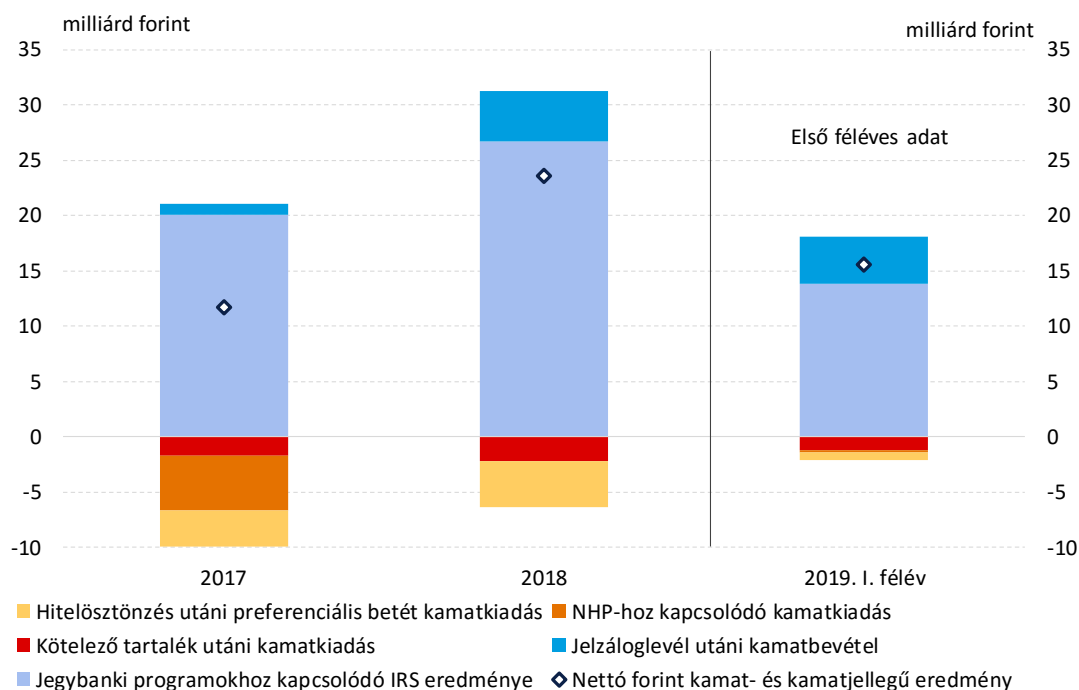
<sup>1</sup> Az új módszertan szerint a névérték felett vásárolt értékpapírok árának névérték feletti része (ázsio) a lejáratáig egyenletesen kerül elszámolásra a kamatbevételek terhére. Így az értékpapírok lejáratakor már nem keletkezik a pénzügyi műveletek eredményét rontó veszteség. Az új módszertanra történő átállás a 2014-es kamateredményt közel 100 milliárd forinttal rontotta.

2. ábra: A kamat és kamatjellegű eredmény egyes tételeinek alakulása



**A javuló forint kamateredmény mögött – a kiadások korábban említett csökkenése mellett – a kamatbevétel jelentős növekedése is állt, ami elsősorban a jegybanksi programokhoz kapcsolódó IRS-ekhez és a jelzáloglevelek utáni kamatbevételhez kötődött.** A forint kamategyenleg, így a teljes kamategyenleg pozitívba fordulását jelentősen támogatta a különböző jegybanksi programokhoz kapcsolódó (önfinanszírozási, hitelösztönzési, illetve monetáris politikai céllal kibocsátott) IRS ügyleteken realizált – kamatcsökkenésből származó – nyereség is. Emellett a jelzáloglevélpiac fejlesztését célzó programnak köszönhetően a jegybanksi mérlegbe került jelzálogleveleken realizált hozam is egyre nagyobb szerepet játszik a kamateredmény javulásában.

### 3. ábra: A forint kamateredmény alakulását meghatározó fontosabb tényezők



**Összességében a kamateredmény szerepe felértékelődött a jegybank pozitív eredményének biztosításában.** A fenti folyamatok eredőjeként a forint kamateredmény 2017-től pozitívvá vált. Míg az MNB 2017-es nyereségéhez a kamat és kamatjellegű nyereség 11 milliárd forinttal járult hozzá, addig a 2018-as eredményből már 27 milliárd forint a kamateredményhez kötődött. A kamateredmény szerepének felértékelődését jól mutatja, hogy a jegybank 2019 első félévi nyeresége 53 milliárd forint volt, amelyből mintegy 28 milliárd forintot a kamatnyereség magyaráz.

#### 4. AZ MNB EREDMÉNYE A KÖVETKEZŐ ÉVEKBEN IS POZITÍV MARADHAT

**Az MNB eredménye a következő években is várhatóan pozitív marad, amelyben egyre nagyobb szerepet játszik a kamateredmény alakulása.** Az MNB eredménye a következő években enyhén pozitív lehet. Míg az állam mérsékelt devizaigényével és az EU-transzfer beáramlás hatására emelkedő bekerülési árfolyammal összefüggésben az árfolyameredmény folyamatosan mérséklődik, addig fokozatosan javuló nettó kamateredményre számítunk. Az MNB növekvő kamatnyereségét a deviza kamatnyereség mellett a forint kamategyenleg is támogathatja, amihez a sterilizációs állomány – nem kamatozó források emelkedéséhez köthető – alakulása is hozzájárulhat. Vagyis összességében a kamateredmény hosszú távon is fontos szerepet tölthet be az MNB pozitív számviteli eredményének biztosításában.

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2019. október 10-én.”*

