

Kuti Zsolt – Balogh Csaba

A jegybank költségeivel szemben a nemzetgazdaság haszna áll

Cikksorozatunk [első részében](#) áttekintettük, hogy a Magyar Nemzeti Bank eredménye hogyan függ össze a jegybank válságkezelő intézkedéseivel és az infláció elleni küzdelemmel. A [második részben](#) a nemzetközi tapasztalatok alapján pedig bemutattuk, hogy a negatív saját tőke nem korlátozza a jegybankok működését. Alábbi cikkünkben rávilágítunk arra, hogy az MNB mérlegében kialakult veszteség – ami végső soron egy válságegyüttes (COVID-energia-háború) leképeződése – valójában a gazdaság stabilitásának ára, aminek hasznait a teljes gazdaság élvezi.

Egyrészt a magánszektornak juttatott jegybanki források, valamint az állampapír-piaci program révén 11 ezer milliárd forint került a gazdaság vérkeringésébe a válság idején, amely 2020-2024 között 10 százalékponttal növeli a hazai GDP-t. Másrészt a jegybanki válságkezelés az állami költségvetést is nagyban tehermentesítette. Harmadrészt a gazdaságba pumpált likviditás továbbra is ott forog a gazdaság vérkeringésében, olcsó és stabil forrásaival biztos finanszírozási háttérrel nyújtva. Végül azt is ki kell emelni, hogy a megbomlott egyensúlyok közepette a jegybank monetáris szigorítása nemcsak az infláció elleni küzdelemben játszott fontos szerepet, de egyben a piaci egyensúly helyreállításában és fenntartásában is nélkülözhetetlen volt: a magas kamatszint ugyanis védőpajzsot is jelentett a gazdaságnak arra az időre, amíg az energiaárak korrekciója és a gazdaság alkalmazkodása nyomán a külső és belső egyensúly tartósan kedvezőbbé vált.

A negatív jegybanki eredmény általános jelenség, emellett a nemzetközi tapasztalatok vizsgálatából az is jól látszik, hogy a negatív jegybanki saját tőke önmagában nem jelent korlátot a monetáris politika vitelében. A Magyar Nemzeti Bank is úgy látja, hogy hatékony működéséhez a következő években nincs szüksége tőkefeltöltésre, negatív saját tőkéjét a későbbi években várható pozitív eredményével képes lesz ellentételezni. Ezzel összhangban a tőkefeltöltési szabályok változtatására vonatkozó javaslatainkat átadtuk a Kormányzat részére, amelyek tartalmilag megegyeznek a tavalyi évben átadott javaslatokkal.

Sikeres hitelalapú válságkezelés, jelentős növekedési és kínálatnövelő hatás

A világ jegybankjaihoz hasonlóan a koronavírus-járvány negatív hatásainak leküzdése a Magyar Nemzeti Banknál is rendkívüli lépéseket igényelt – amelyek sikerét jól mutatja, hogy a jegybanki célzott programok összesen 10 százalékponttal növelik a GDP szintjét 2020–2024 között. A koronavírus járvány negatív gazdasági hatásainak tompítása érdekében – más országok nemzeti bankjaihoz hasonlóan – az MNB is segítette a válságkezelést: több mint 11 ezer milliárd forint finanszírozást nyújtva a kritikus időszakban nagyban támogatva a gazdaság gyors kilábalását. Közvetlenül került a gazdaságba a magánszektor hitelezését támogató 4 800 milliárd forint, ami jelentős részben beruházások finanszírozásán keresztül emelte a gazdasági növekedést, amit kiegészített, hogy közvetve, az állampapír-piacon és a költségvetésen keresztül került a gazdaság vérkeringésében további 6 800 milliárd forint, szintén hozzájárulva a gazdasági növekedéshez.

Az intézkedések ára a jegybanknál, az előnyei a gazdaság minden szereplőjénél jelentkezték. A jegybank mérlegének alakulásában tetten érhetőek a teljes gazdaság folyamatainak alakulása is – vagyis a kialakult veszteséget sem úgy érdemes értelmezni, mint egy vállalat veszteségét, hanem mint egy évszázadonként sem jelentkező válságegyüttes (COVID-energia-háború), és az arra adott válaszok leképeződését. Eszerint a jegybanki veszteség végső soron az az ár, amit a jegybank fizet a gazdaság stabilitásáért, miközben ennek hasznai a gazdaságban jelentkeznek. A jegybanki források eredményeként a magánszektor hitelállománya az egész EU-ban a legnagyobb mértékben növekedett. Továbbá a jegybank intézkedései a költségvetési politika számára könnyebben finanszírozhatóvá tették a kormányzati válságkezelést, ami hozzájárult a beruházások növekedéséhez, támogatta a munkahelyek megmaradását, valamint segítette a fogyasztás enyhébb szűkülését. A fentieknek köszönhetően sikerült a gazdaság működéséhez szükséges mértékű bankrendszeri likviditást biztosítani, amely hozzájárult az állampapírpiac stabilitásához, illetve elősegítette a monetáris transzmisszió erősödését.

A jegybanki válságkezelés az állami költségvetést is nagyban tehermentesítette

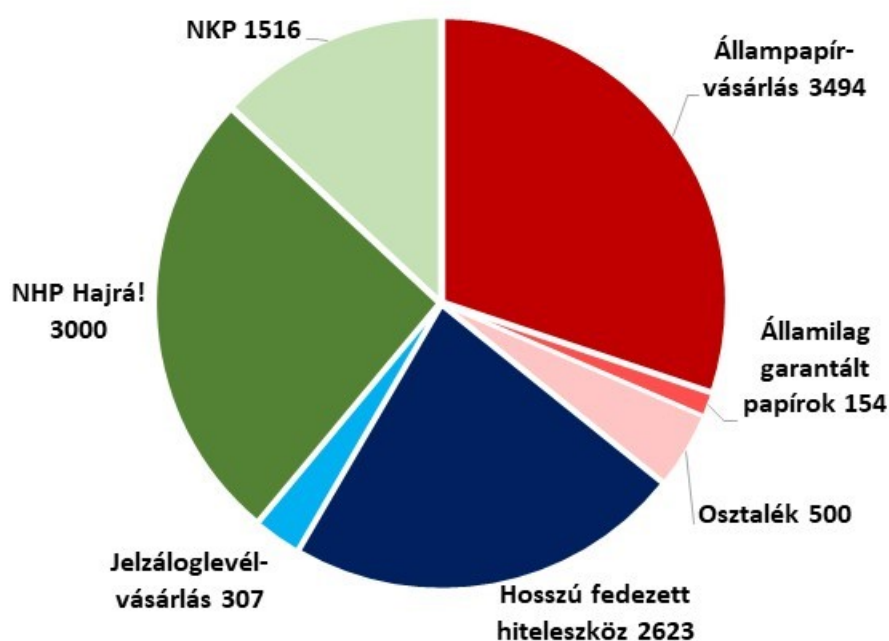
Az MNB intézkedései jelentős mértékben hozzájárultak ahhoz, hogy a magyar gazdaság az átmeneti sokk után gyorsan talpra állt. A jegybanki programok (pl. NHP, NHP Hajrá!, NKP, Zöld Otthon Program) nagy szerepet játszottak abban, hogy a vállalatok működőképesek maradtak, és termelékeny növekedést megalapozó beruházásokat hajtottak végre, valamint új munkahelyeket teremtettek vagy tartottak meg.

Ezek révén a költségvetési politika képes volt élénkíteni a gazdaságot, valamint család- és munkaerő-piaci támogatásokkal enyhíteni a válság hatását. A jegybanki programok sikeresen stabilizálták a pénzügyi piaci hozamokat, amely nélkül a fiskális politika mozgástere nagymértékben beszűkült volna.

Az MNB programjai több csatornán keresztül is kedvezően hatottak az állami költségvetésre – két év alatt az ESA-szerinti hiányt több mint 1500 milliárd forinttal csökkentette, míg az állam finanszírozását mintegy 6800 milliárd forinttal javította.

Az MNB gazdaságélénkítő programjai révén az állam adóbevétele összesen mintegy 1 500 milliárd forinttal emelkedett a két év során, ami a beruházások adótartalmából, a munkahelyek adó- és járulékbévételeiből és a vállalatok adóbefizetéséből származott. A hiányra gyakorolt hatást emellett az is fokozta, hogy az MNB által keltett stabil kereslet alacsonyan tartotta az állampapír-piaci hozamokat, amely nélkül az állam csak sokkal magasabb költségek mellett lett volna képes finanszírozni magát – ráadásul az alacsony kamatszint hosszú távra is rögzült, még a jövőben is visszafogva az állam kamatkiadását. A monetáris transzmisszió hatékonyságának javítása, valamint a piaci stabilitás fenntartása érdekében az MNB az állampapírvásárlási programon, az államilag garantált papírok vásárlásán és a fedezett hiteleszközén keresztül közel 6300 milliárd forintnyi forrást biztosított. Az MNB a legnehezebb finanszírozási időszakban ezenkívül nyereségéből 500 milliárd forint osztalékot fizetett az államnak, ami nemcsak az állampapír-kibocsátási igényt mérsékelte, hanem részben a költségvetési hiányt is.

1. ábra: Válságkezelő jegybanki programok likviditási hatása



Forrás: MNB

Szigorú monetáris politikával időt nyertünk a gazdaság megbomlott egyensúlyának helyreállításához

A szokatlanul gyorsan és hirtelen megemelkedő infláció egész Európában válaszlépésekre készítette a jegybankokat. A korábbi időszakra jellemző mérsékelt infláció korszaka után világszerte hirtelen, és az előtte tapasztalt recesszióhoz képest váratlanul megugrottak az inflációs mutatók, amely markáns változást okozott a világgazdasági és pénzpiaci környezetben. Az infláció globális emelkedése mögött nagy részben az energia- és nyersanyagár-emelkedés állt, ami ráadásul a bizonytalanság erősödését hozta magával a hazai pénzpiacokon. Magyarország külső egyensúlya a régióban jellemzőnél nagyobb energiapiaci kitettség miatt a gázárak robbanásával párhuzamosan romlott. Az MNB a gazdaság sérülékenységének felerősödésére, illetve az infláció emelkedésére reagálva gyors és erőteljes monetáris politikai lépéseket tett. A kamatszint jelentős mértékű emelése ugyanakkor az MNB eredményére is jelentős hatást gyakorolt: a koronavírus-válságkezelő jegybanki programok miatt felduzzadt jegybankmérleg és a korábbinál magasabb kamatkiadás miatt az MNB eredménye veszteségbe fordult. Mint azt a fentiekben láthattuk, a hasznok nemzetgazdasági szinten jelentkeztek a gazdaság többi szektoránál, addig a válságkezelés és az infláció elleni küzdelem költsége a jegybanknál koncentrált, ahogy azt a cikkoszorot [első részében](#) részletesen bemutattuk.

Az MNB lépései nélkül a nemzetgazdaságban jelentkező költségek megsokszorozódtak volna. Egy alacsonyabb kamatszint azt jelentette volna, hogy az infláció csak magasabb szintről és csak jóval később kezdhetett volna csökkenni, aminek következményeként a reáljövedelem csökkenése még hatványozottabban jelentkezett volna a magánszektorban – azaz a lakosság és vállalatok rendelkezésre álló jövedelmét még jobban erodálta volna az infláció. Alacsonyabb kereslet és vásárlóerő, illetve még jobban visszaeső beruházások mellett pedig a recesszió is mélyült volna hazánkban. Emellett alacsonyabb kamatszint és magasabb infláció megvalósulásával a lakosság nem kamatozó és kamatozó megtakarításain egyaránt jóval nagyobb veszteséget könyvelhetett volna el, jelentősen csökkentve a háztartások pénzügyi vagyonát. A magasabb kamatszint a fentiek elkerülése mellett a forint árfolyamát is stabilizálta, ami nemcsak a dezinflációs folyamatok erősödéséhez járult hozzá, de a tavalyi jelentős leértékelődés után indult euroizációs folyamatot is sikeresen megfékezte.

A jegybanknál jelentkező kamatkiadás a gazdaság széles körének növeli bevételeit. Fontos kiemelni, hogy a jegybank által a hitelintézeteknek fizetett kamat (ami 2022-ben mintegy 950 milliárd forinttal haladta meg a 2021-es szintet) a bankrendszer közvetítésével átgyűrűzik a gazdaságba. Egyrészt ebből a többletbevételből tudta kifizetni bankrendszer a kormányzati intézkedések (extraprofit adó, megemelt tranzakciós illeték, kiterjesztett kamatstop) jelentős, mintegy 4-500 milliárd forintos többletköltségét, ami a költségvetés alacsonyabb hiányában és a magánszektor kisebb kamatkiadásában egyaránt lecsapódott. És ugyan a bankok a lakossági látraszóló betétekre jellemzően nem emelték meg kamataikat, de a lekötött, illetve vállalatibetétekre a korábbinál magasabb kamatot fizetnek: 2022-ben a nem pénzügyi vállalatoknak fizetett kamatszintben nagyjából teljesen megjelent a jegybanki effektív kamat emelkedése, aminek hatására a vállalatok pénzügyi szektortól származó kamatbevétele közel 140 milliárd forinttal emelkedett az előző évhez képest, míg a háztartásoké közel 50 milliárd forinttal. A bankok révén a magasabb kamatszint tehát az állam és a magánszektor nagyobb jövedelmében is jelentkezik.

Nem csak magyar sajátosság a jegybanki eredmény csökkenése

A válságkezelés mérlegbővítő hatása és az infláció elleni harc jegybanki eredményt jelentősen csökkentő hatása az összes európai országot érinti. A fenntartható növekedés újbóli megalapozásának azonban ára van, amely a jegybankoknál jelentkezik. Az infláció emelkedése Európában mindenütt monetáris szigorítási ciklust indított el, amely a felduzzadt jegybanki mérlegek mellett a jegybanki eredmény

számottevő csökkenésével jár. Ahogy a cikksorozatunk [második részében](#) bemutatuk, ennek eredményeként voltak országok, ahol a jegybank GDP-arányos vesztesége a hazai 0,6 százalékos érték többszörösét tette ki 2022-ben: Svédországban például a GDP 1,3 százaléka volt, Csehországban a GDP több mint 6 százaléka, míg Svájcban a GDP 17 százalékát is meghaladta.

A MNB a későbbi években várható pozitív eredményével képes lesz ellentételezni negatív saját tőkéjét

A nemzetközi tapasztalatok vizsgálatából ugyanakkor az is jól látszik, hogy jegybankok tőkehelyzete nincs összefüggésben azzal, hogy mennyire képesek hatékonyan végrehajtani monetáris politikájukat. A negatív jegybanki saját tőke önmagában nem jelent korlátot a monetáris politika vitelében. Ez alapján a Magyar Nemzeti Bank úgy látja, hogy hatékony működéséhez a következő években nincs szüksége tőkefeltöltésre, negatív saját tőkéjét a későbbi években várható pozitív eredményével képes lesz ellentételezni. Ezzel összhangban a tőkefeltöltési szabályok változtatására vonatkozó javaslatainkat átadtuk a Kormányzat részére, amelyek tartalmilag meg-egyeznek a tavalyi évben átadott javaslatokkal.

„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság.hu oldalon 2023. július 6-án.”