

## Kuti Zsolt – Koroknai Péter

### **Az infláció elleni küzdelem ára a jegybanki eredményben jelenik meg**

*Az elmúlt három év eseményei – a gazdaság koronavírus járvány miatti újraindítása, illetve a döntően külső okokból megjelenő inflációs nyomás – a világ számos jegybankjához hasonlóan az MNB tevékenységére is komoly hatást gyakoroltak. Az összetett makrogazdasági hatások pontos megértése érdekében az MNB cikksorozatot indít, ahol részleteiben és közérthetően mutatja be a folyamatok mozgatórugóit. Bemutatjuk, hogy a gazdaság stabilizálásának és a növekedés újraindításának, illetve az infláció elleni küzdelemnek a költsége hogyan befolyásolja a jegybankok eredményét és működését. Ennek első jelei idehaza az MNB 2022. évi tényleges és 2023-as várható veszteségében mutatkoznak meg, amelyek együttesen negatívba fordítják a jegybank saját tőkéjét.*

**A világ jegybankjait az elmúlt években korábban nem tapasztalt kihívások érték, amelyek kezelése mindenhol, így a Magyar Nemzeti Banknál is rendkívüli erőfeszítéseket igényelt.** A koronavírus járvány miatt megemelkedett befektetői bizonytalanság kezelése és a lezárások negatív gazdasági hatásainak tompítása érdekében számos jegybank jelentős mértékű eszközvásárlást hajtott végre. Ebbe a sorba illeszkedtek az MNB programjai is: a sikeres hazai válságkezelésben kulcsszerepet vállalva a jegybank több mint 11 000 milliárd forint finanszírozást nyújtott a gazdaságnak a kritikus időszakban, ami célzottan segítette a súlyos válsághelyzet elhárítását és a gazdaság gyors kilábalását.

**A jegybank célzott programjai sokrétűen, hosszú távon is pozitív hatásokat keltve támogatják a hazai gazdaságot.** A jegybanki intézkedések összesen 10 százalékponttal növelik a GDP szintjét 2020 és 2024 között, amivel az MNB nagyban elősegítette a gazdaság gyors kilábalását. A programok a hitelalapú válságkezelésen keresztül növelték a beruházásokat, támogatták a munkahelyek megmaradását, valamint segítették a fogyasztás enyhébb szűkülését. Emellett a jegybanki források gazdaságélénkítő hatásának köszönhetően az állami adóbevételek is jelentősen bővültek az elmúlt években. A jegybanki állampapír-vásárlás és a hosszú fedezett hiteleszköz bevezetése biztosította a hazai pénzügyi piacok – kiemelten az állampapírpiac – stabil működését a koronavírus-járvány legsúlyosabb időszakában. Emellett a folyamatos és stabil finanszírozás biztosítása (kiegészülve a koronavírus válság legkritikusabb időszakában befizetett 500 milliárd forintos jegybanki osztalékkal) lehetőséget adott az államnak különböző gazdaságtámogató intézkedések végrehajtásához, miközben tartósan és jelentősen csökkentette az állami kamatkiadást is. Végül azt is fontos kiemelni, hogy a jegybank által biztosított források még most is ott forognak a gazdaság vérkeringésében és megtalálhatóak az egyes szektoroknál, a hosszú futamidő és alacsony forrásköltség miatt az állam és a magánszektor jelenlegi és jövőbeli finanszírozási helyzetére is kedvezően hatva. A pénzügyi rendszer és az állampapírpiac stabilitását, illetve a vállalati finanszírozás fenntartását szolgáló lépések ugyanakkor a jegybanki mérleg bővülésével jártak együtt.

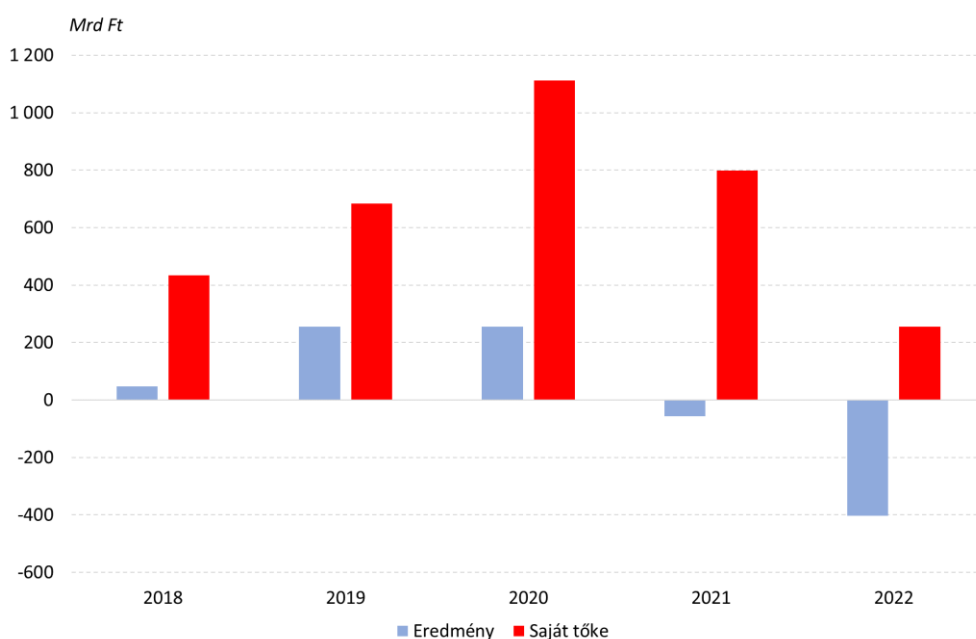
**A globálisan megjelenő, és egyre fokozódó infláció a monetáris politika gyors változását tette szükségessé: az infláció elleni küzdelem érdekében meg kellett indítani a jegybanki kamatemeléseket.** Az ellátási láncok tartósabb zavarai, az újrainduló gazdasági növekedés, az orosz-ukrán háború és a nyersanyagárak robbanásszerű emelkedése fordulatot hozott a nemzetközi és a hazai

monetáris politikai folyamatokban. Az inflációs kockázatot felismerve az MNB kezdte meg a leggyorsabban monetáris szigorítási ciklusát és emelte a legnagyobb mértékben a kamatokat az uniós országok között. Az infláció letörése érdekében szükséges magasabb globális kamatszinteknek ugyanakkor a válság alatt felduzzadt jegybanki mérlegek mellett komoly ára van – ami a világ sok országának jegybankjához hasonlóan az MNB számviteli eredményében is megjelenik. Fontos kiemelni, hogy a jegybank elsődleges feladata az árstabilitás elérése, így az MNB minden rendelkezésre álló eszközt bevetett elsődleges célja, az infláció letörése érdekében – akkor is, ha ez rövid távon jelentős költségekkel jár együtt.

**A járvány hatásainak kezelése miatt felduzzadt jegybankmérleg és az infláció letörése érdekében szükséges magasabb kamatszint együttes hatására a korábban nyereséges jegybank veszteségesé vált.** A koronavírus-válság előtt az MNB folyamatosan nyereségesen működött, ami amellet, hogy a jegybank eredménytartaléka 200 milliárd forint feletti szintre emelkedett, azt is lehetővé tette, hogy a járvány utáni kritikus időszakban két év alatt összesen 500 milliárd forintos osztalékfizetésével is növelje az állam mozgásterét, támogatva a költségvetési válságkezelést. A felduzzadt mérleg és az infláció leszorítása érdekében megindított kamatemelések hatására ugyanakkor jelentősen megnőtt az MNB-nél elhelyezett betétekre fizetett kamatkiadás, amit az árfolyameredmény nem tudott ellensúlyozni – így 2021-ben és 2022-ben a jegybank hosszabb idő óta először veszteséges volt (1. ábra).

**A magyar jogszabályok szerint a jegybank tőkeellátottságát a költségvetésnek feltőkésítés útján biztosítania kell, a tavalyi törvénymódosítás eredményeként azonban 2023-ban még nincs szükség ilyen térítésre.** A költségvetési feltőkésítési kötelezettség szempontjából a 2022 végén hatályba lépett új jegybanktörvény szerint – a korábban érvényben lévő jogszabálytól eltérően – már nem önmagában a jegybanki eredmény, hanem a saját tőke szintje számít. Bár a jegybank eredménytartaléka csak részben fedezte az MNB 2022. évi mintegy 400 milliárd forintos veszteségét, a saját tőke részét képező – lényegében a piaci árfolyamon nyilvántartott devizatartalékból származó – kiegyenlítési tartalékok jelentős szintje még pozitív tartományban tartotta a jegybank saját tőkéjét. Így 2023-ban még nem volt szükség az MNB pozitív saját tőkéjét biztosító, jogszabályban rögzített költségvetési feltőkésítésre.

1. ábra: Az MNB eredményének alakulása



**A jelenlegi várakozások és technikai feltételezések mellett ugyanakkor 2023 végén a jegybank saját tőkéje negatívba fordul, ami 2024-ben költségvetési térítést tehet szükségessé – ennek hatása azonban időben elnyújtva jelentkezik.** Az előzetes adatok alapján az MNB vesztesége 2023-ban tovább emelkedik: a 2022 utolsó negyedében 18 százalékra emelt O/N betéti tender kamat (a bankrendszer többletlikviditását lekötő eszközök többsége szempontjából „effektív” kamatszint) hosszabb időszakon keresztül érvényesülése jóval nagyobb kamatveszteséget, míg a bekerülési árfolyamhoz közeli árfolyam és az energiaárak normalizálódása miatt a tavalyitól várhatóan elmaradó konverziós mennyiség jóval kisebb árfolyameredményt valószínűsít. Ez egyben az MNB saját tőkéjének további csökkenését és negatívba fordulását vetíti előre. Így várhatóan szükség lesz a jegybank állam általi, jogszabályban előírt feltőkésítésére. A hatályos jogszabály értelmében amennyiben a tárgyév végére vonatkozóan a saját tőke összege a jegyzett tőke alá csökken, a különbözetet a központi költségvetésnek kell öt éven belül, évente egyenlő részletben megtérítenie. Össességében a saját tőke negatív szintje miatt szükséges – öt évre elosztott – költségvetési térítési kötelezettség 2024-ben a GDP 0,4-0,5 százalékát teheti ki.

**A negatív jegybanki eredmény a stabilizáció ára, enélkül jóval nagyobb költségeket kellett volna elszenvednie a hazai gazdasági szereplőknek.** 2021-ben és 22-ben Magyarország érdemben eltávolodott az egyensúlyi növekedési pályától: az infláció markánsan megemelkedett, ikerdeficit helyzet alakult ki, az ország sérülékenysége nőtt, piacainkon jelentősen megugrott a volatilitás. Az MNB erre a helyzetre a kamatkondíciók erőteljes szigorításával reagált. Ma már nagyban látszanak ennek a szigorításnak az eredményei. A jegybank a negatív piaci hangulatban is sikeresen stabilizálta a pénzügyi folyamatokat, a forint jelentős mértékben erősödött 2022. október óta. A szigorú monetáris kondíciók egyre erőteljesebben fejtik ki dezinflációs hatásukat. Ez abban is tükröződött, hogy az infláció csökkenése áprilisban ütemet váltva fokozódott. A szigorítások ahhoz is hozzájárulnak, hogy a 2022-es egyensúlyvesztés után a magyar gazdaság 2023-ban már közeledik az egyensúly ismételt eléréséhez, ami nélkül nem valósítható meg a fenntartható gazdasági növekedés. A

jegybank a magas kamatszint fenntartásával nyerte meg az ehhez szükséges időt, egyúttal a pénzügyi stabilitás megőrzésén keresztül támogatta az elsődleges, árstabilitási céljának elérését is. Ennek a stabilizációnak az ára a jegybanki veszteség. Ha ez a stabilizáció nem történik meg, akkor a gyengébb árfolyam, a magasabb infláció és a megugró kockázati prémium miatt mind a kormányzati, mind a magánszféra jóval magasabb költségekkel szembesült volna.

**Fontos hangsúlyozni, hogy míg a válságkezelés eddigi, és az inflációcsökkentés jövőbeli pozitív hatása az egész nemzetgazdaság szintjén érezhető, ezek költsége a jegybanknál koncentrálódik.**

A jegybank korábbi válságkezelő programjai során kibocsátott 11 000 milliárd forintnyi hosszú futamidejű hitelek még ma is olcsó forrásként ott szerepelnek a kormányzat, a lakosság, a bankok és vállalatok mérlegeiben. A megemelkedett kamatszint pedig ugyan jelentős kamatráfordítást jelent az MNB számára, de azok – közvetlenül vagy közvetett módon – szintén a fenti szektoroknál jelentkeznek a megtakarításaik utáni kamatbevétel formájában. A válságkezelés és az árstabilitás érdekében hozott intézkedések költségeit ezért azok nemzetgazdasági szinten jelentkező hasznaival együtt, konszolidált szemléletben érdemes értékelni.

*„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2023. június 12-én.”*