

Egyre hangsúlyosabb a jegybanki kamateredmény szerepe

A Magyar Nemzeti Bank 2013 óta folyamatosan nyereséges volt, amelyben fontos szerepet töltött be a jegybanki kamateredmény javulása. A kamateredményben bekövetkezett változást jól szemlélteti, hogy míg 2012-ben éves szinten közel 370 milliárd forintot fizetett ki az MNB a döntően banki forrásaira, addig 2017-ben a forint kamatráfordítás már nem érte el a 15 milliárd forintot. A nettó kamateredmény jelentős javulásához a monetáris politikai fordulat keretében historikus mélypontra csökkenő alapkamat, valamint az MNB programjainak és a mérleg átalakulásának köszönhetően csökkenő sterilizációs állomány egyaránt hozzájárult.

Az MNB mérlegének szűkülése, a forrásoldali tételek átrendeződése, illetve a készpénz mérlegen belüli arányának emelkedése együttesen azt eredményezték, hogy a MNB mérleg forrásoldalán lecsökkent a kamatérzékeny tételek aránya. Ennek következtében a hozamváltozás összességében nagyobb hatással van az MNB mérlegének eszközoldalára, mint a forrásoldalára. Így az MNB kamatkidadásai már jóval kevésbé érzékenyek a kamatok változására, mint a kamatbevételek, ami több mint ellensúlyozza a hosszú kamatcsere-ügyletekkel vállalt kamatkockázatot. A sterilizációs állomány további csökkenése ezt a tendenciát tovább erősíti, de fontos hangsúlyozni, hogy a kamateredmény javulásához nincs szükség arra, hogy a bankrendszer aktív oldalra álljon át.

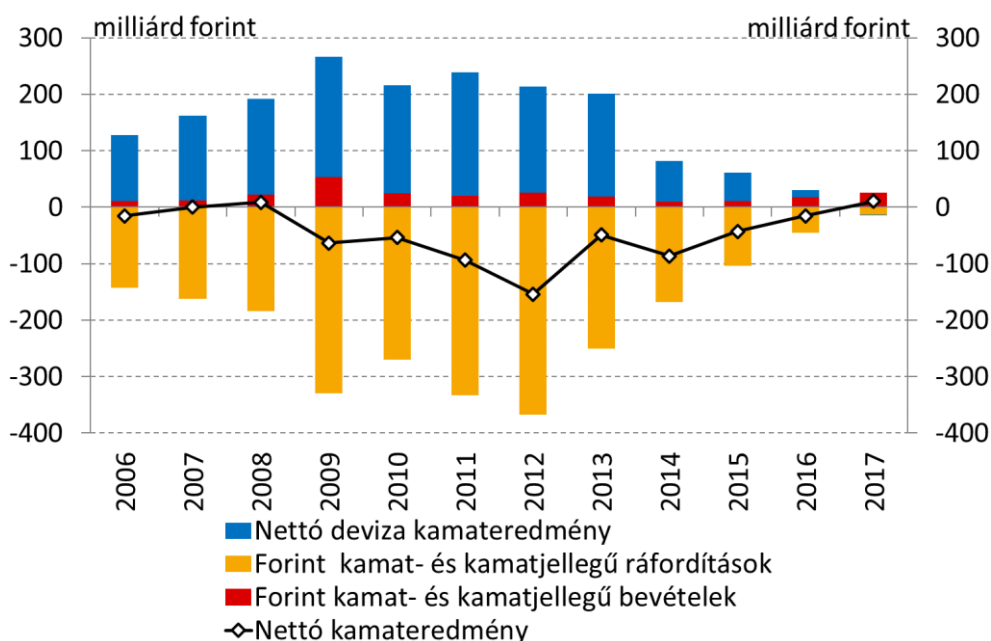
1. BEVEZETÉS

A jegybanki eredmény alakulását a külső tényezők mellett a monetáris politika legfontosabb változói is befolyásolják– vagyis a jegybanki eredmény részben a monetáris politikai döntések eredményeként alakul ki. Azok az eredményt befolyásoló tételek, amelyeket nem a monetáris eszköztár határoz meg, a jegybank számára külső adottságként értelmezhetőek: ilyenek például a devizatartalék nagyságát változtató tényezők (például az állam devizahitel-felvétele és törlesztése, az EU-transzferek nagysága és időzítése), a külső kamatok, illetve az árfolyam alakulása is. A Magyar Nemzeti Bank mindig a törvényben meghatározott feladatait tartja szem előtt, de nemzetgazdasági szempontból kifejezetten kedvező, ha az alapfeladatok teljes körű ellátása mellett sem válik szükségessé veszteségtérítés a költségvetés részéről.

2. POZITÍVBA FORDULÓ KAMATEREDMÉNY

A kamatcsökkentések és az egyéb jegybanki intézkedések nemcsak az MNB jegybanktvényben kijelölt céljainak elérését támogatták, hanem összességében azt is eredményezték, hogy 2017-ben a jegybank kamateredménye is – egy hosszú időszak után – pozitívvá vált. A jegybanki eredmény egyik fontos eleme a kamat- és kamatjellegű eredmény, ami a kamatozó eszközök kamatbevétele (döntően a devizatartalék hozama) valamint a jegybanki források (pl. három hónapos betét) után fizetett kamatkiadás különbségeként képződik, és kiegészül a mérlegen kívüli derivatív ügyletek forintban keletkező kamatjellegű eredményével. Az MNB utoljára 2012-ben volt veszteséges, amit döntően a kamatveszteség okozott, ami az MNB mérlegének felfúvódásának és a megelőző kamatemelések miatt megnövekedett kamatkülönbözetnek volt a következménye. A válság kitörésekor ugyanis a piacról finanszírozhatatlanná vált államháztartás helyzete miatt felvett EU/IMF-hitel a jegybanki devizatartalék, és végső soron az MNB-kötvény állományának növekedésében csapódott le, miközben a jegybank az irányadó kamatot is magasan tartotta. 2013-tól azonban fordulat történt a monetáris politikában – bár az MNB intézkedései elősorban gazdaságpolitikai célok (infláció tartós alullövésének elkerülése, pénzügyi stabilitás megőrzése, a külső sérülékenység mérséklése) 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. Az MNB alább részletezett intézkedéseinek hatására a forint kamateredmény jelentősen javult, és 2017-re pozitívvá vált. A monetáris politikában elért fordulat így a jegybanki eredmény alakulását is kedvezően befolyásolta: az MNB tavalyi 38 milliárd forintos eredményéhez 11 milliárd forinttal járult hozzá a kamateredmény. A 2017. évi nyereség eredménytartalékba kerülésével az MNB eredménytartaléka 200 milliárd forint fölé emelkedett, ami fedezetet jelent az esetlegesen felmerülő kockázatokra, és biztosítja, hogy a költségvetésnek hosszabb távon se keletkezzen térítési kötelezettsége a jegybankkal szemben.

1. ábra: Az MNB kamateredményének alakulása



2.1. MONETÁRIS POLITIKAI FORDULAT

Az MNB eredményét számottevően javították az elsődleges céljának elérése érdekében elindított kamatcsökkentési ciklusok. A kamateredmény alakulását jelentősen befolyásolta, hogy 2012 augusztusától három lépcsőben az alapkamat 7 százalékról – historikus mélypontra – 0,9 százalékra csökkent. Az alapkamatcsökkentések nemcsak a monetáris politikai célok elérését támogatták, hanem mérsékeltek az MNB kamatkiadásait is, mivel az MNB az irányadó eszközre egyre kisebb kamatot fizetett. A forint kamategyenleg javulását támogatta a jegybanki Önfinszírozási programhoz kapcsolódó IRS ügyleteken realizált – részben a kamatcsökkentések nyomán bekövetkezett hozamcsökkenésből származó – nyereség is. Fontos hangsúlyozni, hogy a kamatcsökkentéseket a monetáris politikai célok elérése indokolta, mivel az irányadó kamat csökkentése nélkül az MNB elsődleges céljának elvételét kockáztathatta volna: a kamatcsökkentések nélkül érdemi deflációs kockázatok épülhettek volna fel a gazdaságban.

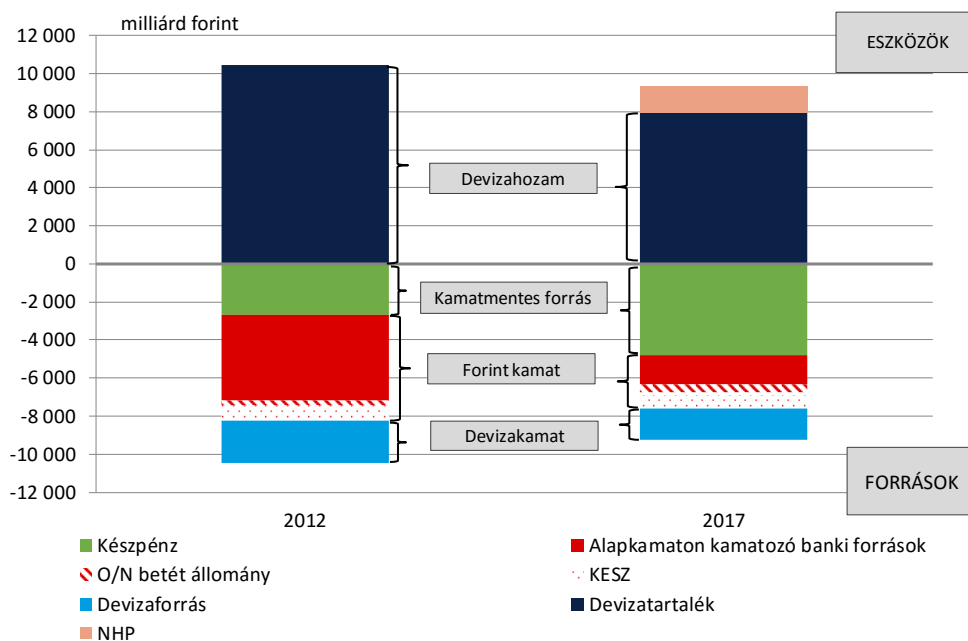
2.2. A JEGYBANKMÉRLEG ÁTALAKULÁSA

Az Önfinszírozási program, a lakossági devizahitelek forintosítása miatt erőteljesen összehúzóó jegybanki mérleg, illetve a mennyiségi korlátozáshoz kapcsolódó eszköztár-átalakítás is kedvezően érintette a kamateredményt. Az MNB forint kamatkiadásainak csökkenését a jegybanki intézkedések mérlegsűkítő hatása is támogatta. A külső sérülékenység csökkentését célzó Önfinszírozási program, illetve a lakossági devizahitelek kivezetéséhez szükséges forintosítás összességében a devizatartalék és a likviditást lekötő eszközök állományának jelentős csökkenésé-

vel jártak (a jegybanki irányadó eszközben 2012-ben átlagosan elhelyezett 4000 milliárd forintról 2017 végére 75 milliárd forintra csökkent), ami a kamateredmény erőteljesebb javulását eredményezte. Ezt követően a háromhónapos MNB-betét állomány korlátozása is támogatta a kamateredmény javulását. Az intézkedés egyrészt – az Önfelfinanszírozási programhoz hasonlóan – támogatta a mérleg szűkülését, másrészt a mennyiségi korlátozás miatt a jegybanki forrás oldali eszközök között is átrendeződés történt. A háromhónapos betéti tenderre vonatkozó mennyiségi korlátozás eredményeként a bankok felesleges likviditásuk jelentős hányadát a 0,15 százalékos kamatfizetést igénylő egynapos O/N betétben helyezték el, vagyis az MNB-nek ezen a soron kamatbevétele keletkezik. Összességében a bankok által elhelyezett források átlagos szintje a 2012-ben tapasztalat közel 5000 milliárd forintos szintről 2017-ben 2000 milliárd forint alá mérséklődött.

A jegybank mérlegét ugyanakkor nemcsak az MNB döntései, hanem exogén tényezők is alakították: a kamateredmény javulását az MNB mérlegének forrásoldali átrendeződése, a nem-kamatozó készpénz mérlegen belüli arányának emelkedése is támogatta. Azt, hogy a jegybank mennyi készpénzt bocsát ki, a gazdaság készpénzigénye határozza meg. Az MNB számára a készpénz kamatmentes forrást biztosít, vagyis a devizatartalék finanszírozása ebben az esetben jár az egyik legalacsonyabb kamatráfordítással (jelenleg az O/N betét annak negatív kamata miatt olcsóbb finanszírozást jelent). Az elmúlt években, főként 2013 óta jelentősen felgyorsult a készpénzállomány növekedése, ami részben az infláció csökkenésével párhuzamosan mérséklődő banki hozamokból, valamint a gazdasági aktivitás növekedéséből adódott. Emellett néhány egyedi tétel is növelhette a forgalomban lévő készpénz mennyiségét: például több befektetési szolgáltató végelszámolása miatti kártérítéseket részben készpénzben fizette ki az OBA, illetve a devizahitelek tisztességtelen kamatemelésekkel összefüggő elszámolása is részben készpénzben kerültek kifizetésre. Az átlagos készpénzállomány így a 2012-es 2700 milliárd forintról 2017-re 4800 milliárd közelébe emelkedett.

2. ábra: A jegybankmérleg változása



Alapkamaton kamatozó banki források: MNB-kötvény/MNB-betét, kötelező tartalék, preferenciális betét.

A fenti folyamatok eredőjeként ma már az MNB mérleg forrásoldala kevésbé érzékeny a kamatokra, mint az eszközoldala – vagyis kiadások jóval kevésbé reagálnak a kamatok változására. Az elmúlt években érdemben – részben a jegybankmérleg szűkítése, részben a készpénzállomány emelkedése miatt – jelentősen lecsökkent a jegybankmérleg forrásoldalán a kamaterzékeny tételek (pl. alapkamaton kamatozó banki források, O/N betét, KESZ) részaránya. Ugyanakkor a mérleg eszközoldalán – az NHP hitelek ellenére – nem tapasztaltunk hasonló mértékű átrendeződést, itt továbbra is jóval nagyobb a kamaterzékeny tételek (főként a devizatartalék) aránya.

3. A KÖVETKEZŐ ÉVEK EREDMÉNYÉT MEGHATÁROZÓ FOLYAMATOK

Az MNB eredménye a következő években is várhatóan pozitív marad, amelyben egyre nagyobb szerepet játszik a kamateredmény alakulása. Az MNB banküzemmel és működéssel kapcsolatos nettó ráfordításának fedezésében a következő évek mérsékelt árfolyamnyeresége mellett egyre inkább felértékelődik a kamateredmény szerepe. Míg a következő években az állam mérsékelt devizaigényével összefüggésben az árfolyameredmény folyamatosan mérséklődik, addig a kamateredmény fokozatosan javulhat. Egyrészt a gazdasági szereplők készpénzigényének függvényében változó, kamatmentes forrást biztosító **készpénzállomány** az előző évek dinamikus emelkedését követően – részben az MNB elektronikus fizetéseket

ösztönző törekvéseinek köszönhetően lassulva ugyan, de – tovább növekedhet. Másrészt a **NHP kifutása** az MNB mérlegének szűkülése irányába hat, ami forrásoldalon a kamatozó tételek mérlegen belüli arányának csökkenésével jár.

Az MNB által nyújtott hosszú kamatcsere-ügyletek a jegybank mérlegének átalakulása és időbeli korlátosságuk következtében nem jelentenek tartós többletkockázatot az MNB kamateredményére. Az MNB eredménnyel kapcsolatban általában negatív kockázatként említik az MNB által kötött kamatcsere-ügyleteket (Önfinanszírozási programhoz kapcsolódó IRS, Piaci Hitelprogramhoz kapcsolódó, hitelezési feltételhez kötött HIRS, monetáris politikai célú MIRS). A kamatcsere-ügylet során a bankok fix kamatért cserébe változó kamatot kapnak, ezáltal az ezzel kapcsolatos kamatkockázat az MNB-hez kerül. A kötött ügyletekkel kapcsolatos kockázatokat azonban jelentősen árnyalják az alábbi tényezők:

- Az MNB mérlegen kívüli derivatív ügyletei közül a **hitelezési feltételhez kötött kamatcsere ügyletek** (HIRS) 100 százaléka, az **Önfinanszírozási programhoz kapcsolódó IRS** ügyletek 80 százaléka kifut a következő másfél évben, vagyis ezekhez kapcsolódóan fokozatosan lecsökken az MNB kamatkockázata.
- A szintén mérlegen kívüli **MIRS ügyletek** eredményhatása a futamidő alatt nem egyenletes: az első években enyhe pozitív nettó kamatbevétel várható, ami a hozamgörbe változatlansága esetén a futamidő végéig fokozatosan emelkedő nettó ráfordításba vált. A későbbi évek kamatráfordítása a monetáris politika költségének tekinthető, mértéke jóval kisebb az MNB mérlegen belüli tételekhez kötődő kamatnyereségénél.
- **A jegybankmérleg szerkezetének átalakulása miatt a deviza és forinthozamok változása összességében nagyobb hatással van az MNB mérlegének eszközoldalára, mint a forrásoldalra.** Például egy egységnyi hozamemelkedés a mérlegen kívüli tételeken keresztül kedvezőtlenül érintheti az MNB kamateredményét, a mérlegen belüli tételek átárazódása azonban ellensúlyozhatja ezt a hatást. A kamatozó források alacsony súlya miatt ugyanis a devizatartalékon realizált bevétel emelkedése meghaladja a kamatozó forrásokon keletkező ráfordítást, vagyis ez ceteris paribus javítja az MNB kamateredményét.
- A sterilizációs állomány további csökkenése ezt a tendenciát tovább erősíti, de fontos hangsúlyozni, hogy a kamateredmény javulásához nincs szükség arra, hogy a bankrendszer aktív oldalra álljon át, azaz, hogy megszűnjön a

bankrendszer likviditási többlete és az MNB likviditásnyújtó eszközeinek igénybevételével biztosítsák a rendszer működéséhez szükséges forrásokat.

4. ÖSSZEGZÉS

A kamatcsökkentések és az egyéb jegybanki intézkedések nemcsak az MNB törvényben megjelölt céljainak elérését támogatták, hanem összességében azt is eredményezték, hogy 2017-ben a jegybank kamateredménye is – egy hosszú időszak után – pozitívvá vált. A kamateredményben bekövetkezett változást jól szemlélteti, hogy míg 2012-ben éves szinten közel 370 milliárd forintot fizetett ki az MNB a döntően banki forrásokra, addig 2017-ben a forintkamatkiadás már nem érte el a 15 milliárd forintot. Az MNB a következő években is várhatóan nyereséges marad, amelyben egyre nagyobb szerepet játszik a kamateredmény alakulása. A hosszú kamatcsere-ügyletekkel vállalt kamatkockázat sem jelent veszélyt az MNB kamateredményére, mivel azt semlegesíti, hogy a korábbi évek intézkedéseinek és a jegybankmérleg átalakulásának következtében az MNB mérleg forrásoldala kevésbé érzékeny a kamatokra, mint az eszközoldala.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2018. július 12-én.”