

**Kékesi Zsuzsa – Lénárt-Odorán Rita:**  
**A jegybanki eredmény alakulása**

*A jegybanki eredmény alakulását egyrészt – az MNB mandátumából fakadóan az árstabilitást, valamint a pénzügyi stabilitást célzó és a gazdasági növekedést támogatandó – monetáris politikai döntések, másrészt a jegybanktól független tényezők befolyásolják. A jegybanki eredmény alakulása azért lényeges, mert befolyásolhatja a költségvetési hiány és az államadósság mértékét is. Ezért különösen fontos, hogy az MNB –az előző két év 25 milliárd forintot meghaladó nyereségét követően – 2015 I. félévében ismét jelentős, 36 milliárd forintot kitevő nyereséget ért el. Az elmúlt évek nyereségének kialakulásában fontos szerepe volt a jegybanki kamatkiadás mérséklődésének, amihez az inflációs cél eléréséhez szükséges alacsonyabb irányadó kamat és mérséklődő sterilizációs állomány egyaránt hozzájárult. A jegybanki eredmény kedvező alakulása főként a közelmúlt sikeres jegybanki döntéseinek (kamatcsökkentések, önfinanszírozási program, forintosítás) leképeződése. Ezen programok, intézkedések nélkül érdemi deflációs kockázatok épülhettek volna fel a gazdaságban, és az ország sérülékenysége is csak lassabb ütemben csökkent volna.*

## 1. BEVEZETÉS

Az elmúlt években a Magyar Nemzeti Banknak több olyan intézkedése, programja volt, amely erőteljesen befolyásolta az MNB eredményének alakulását. Az alapkamat-csökkentés, a devizahitelek forintosítása és az Önfinanszírozási program az eredmény emelkedését eredményezte, míg a Növekedési Hitel Program ellentétes irányba hatott. Ezen intézkedések, programok egy (vagy több) gazdaságpolitikai cél elérését támogatták. A kamatcsökkentések nélkül az inflációs cél tartós és érdemi alullövését kockáztatta volna a jegybank. A lakossági devizahitelek megmaradása esetén pénzügyi stabilitási kockázatok maradtak volna fenn, míg az önfinanszírozási koncepció nélkül az államháztartás jobban rászorult volna a külföldi befektetők általi finanszírozásra.

Fontos ehhez hozzátenni, hogy eredményt befolyásoló egyéb tényezők a jegybank számára gyakran külső adottságok: ilyenek például a devizatartalék nagyságát változtató tényezők (állami devizakötvény-kibocsátások, EU-transzferek), a külső kamatok, az állam egyéb devizakonverziójának mértéke, illetve a lebegő árfolyamrendszer miatt részben az árfolyam is. Ezen exogén tényezők, valamint a fentebb bemutatott programok összességében azt eredményezték, hogy 2015. első félévében is kedvezően alakult a jegybank eredménye.

Cikkünkben a fontosabb eredménytényezők bemutatását követően ismertetjük a 2015. I. félévi eredmény, ezen belül is a kamateredmény alakulását. Ez az a tétel ugyanis, amelyre a monetáris politika – árstabilitás és pénzügyi stabilitás megőrzése érdekében hozott – döntései leginkább hatással lehetnek.

## 2. A JEGYBANKI EREDMÉNY TÉNYEZŐI

Az MNB eredménye alapvetően három fő komponensből tevődik össze. Ezek a kamateredmény és a pénzügyi műveletek eredménye, a realizált devizaárfolyam eredmény, valamint a banküzemmel és működéssel kapcsolatos eredmény:

- **Az MNB kamateredménye – a pénzügyi műveletek eredményével együtt – évek óta negatív, mivel a jegybank a devizatartalékon a forintforrásokra fizetett kamatoknál alacsonyabb devizahozamot realizál.** A kamategyenleget alapvetően a mérlegszerkezet és a kamatkülönbözlet befolyásolja. A kamateredmény a forrásoldali kötelezettségekre fizetett kamatküiadások és a devizatartalékra kapott kamatbevétel különbségeként adódik. Az MNB a forintforrásokra magasabb kamatot fizet, mint amit a többségében likvid és alacsony kockázatú befektetésekből álló devizatartalékon realizál. A kamateredményt korábban a pénzügyi műveletek realizált eredményével együtt volt érdemes vizsgálni, mivel a kamatkülönbség egy része a számviteli szabályok miatt ezen a soron jelentkezett (és jellemzően főként devizatartalékot alkotó deviza értékpapírok piaci árfolyamváltozásból származó eredményt tartalmazta, ami a papírok eladásakor vagy lejáratakor keletkezett).
- **A második fontos eredménytényező a realizált árfolyameredmény, amelyet döntően a forint/euro árfolyam alakulása és a konverziós mennyiség befolyásol.** A jegybank jelentős mértékű nyitott devizapozícióval rendelkezik, ugyanis devizaeszközeivel szemben döntően forintforrások állnak, így a forint árfolyamának alakulása befolyásolhatja az MNB eredményét. Az eredmény realizálásához ugyanakkor szükséges a devizapozíció változása (konverzió) is. Az árfolyameredmény előjele szempontjából az a meghatározó, hogy az adott napon érvényes hivatalos árfolyam hogy viszonyul az úgynevezett bekerülési árfolyamhoz (ami azt mutatja meg, hogy a devizatartalékot alkotó euro összeg mekkora átlagos árfolyamon került be a tartalékba). A devizatartalék nagymértékű emelkedése a válság elején viszonylag erős forintárfolyam mellett következett be, így a devizatartalék átlagos bekerülési árfolyama jelenleg alacsonyabb, mint az aktuális árfolyam. Így devizaeladásakor a jegybanknak árfolyamnyeresége keletkezik.
- **A jegybanki eredményre a banküzemmel és a működéssel kapcsolatos eredménytényezők is hatnak.** Ezen belül a legjelentősebb tételeket a felügyeleti díjbevételek, a bankjegy és érmegyártás költségei, az értékvesztés, illetve a bank működései költségei képviselik. A korábban bemutatott komponensek elsősorban a jegybanki eszköztár működéséhez, valamint az államháztartás finanszírozási folyamataihoz kötődnek, a működési eredménytényezők ugyanakkor ezektől függetlenek, jellemzően a jegybank operatív feladataihoz kapcsolódnak (bővebben lásd Hoffmann et al., 2013)<sup>1</sup>.

A jegybanki eredmény a költségvetéssel való kapcsolata miatt kiemelten fontos, hiszen alakulása befolyásolhatja az államháztartási folyamatokat is. Ha az adott évi jegybanki eredmény negatív, és az eredménytartalék nem nyújt rá fedezetet, akkor a költségvetésnek ezt a veszteséget meg kell térítenie a jegyzett tőke mértékéig, ami a hiányt és az adósságot egyaránt növeli.

### 3. AZ MNB ELSŐ FÉLÉVES NYERESÉGE

**Az MNB 2015 I. félévében közel 36 milliárd forint nyereséget ért el, ami meghaladja a 2014-ben, teljes évben realizált mintegy 26 milliárd forint nyereséget.** Az évek közötti összehasonlí-

---

<sup>1</sup> [Hoffmann Mihály—Kékesi Zsuzsa—Koroknai Péter \(2013\): A jegybanki eredmény alakulása és meghatározó tényezői, MNB-szemle](#)

tást ugyanakkor számos, egyedi tényező nehezíti: egyrészt a tavalyi év árfolyameredményét érdemben növelte a lakossági devizahitelek elszámolásához és forintosításához kapcsolódó devizaaukciókon realizált árfolyamnyereség, másrészt a kamateredmény esetében a számviteli elszámolási szabályok 2014. év végi változása okozott egyszeri, 100 milliárd forintos veszteséget (bővebben lásd Kékesi-Koroknai, 2015<sup>2</sup>).

### **3.1. Kamateredmény és pénzügyi műveletek eredménye**

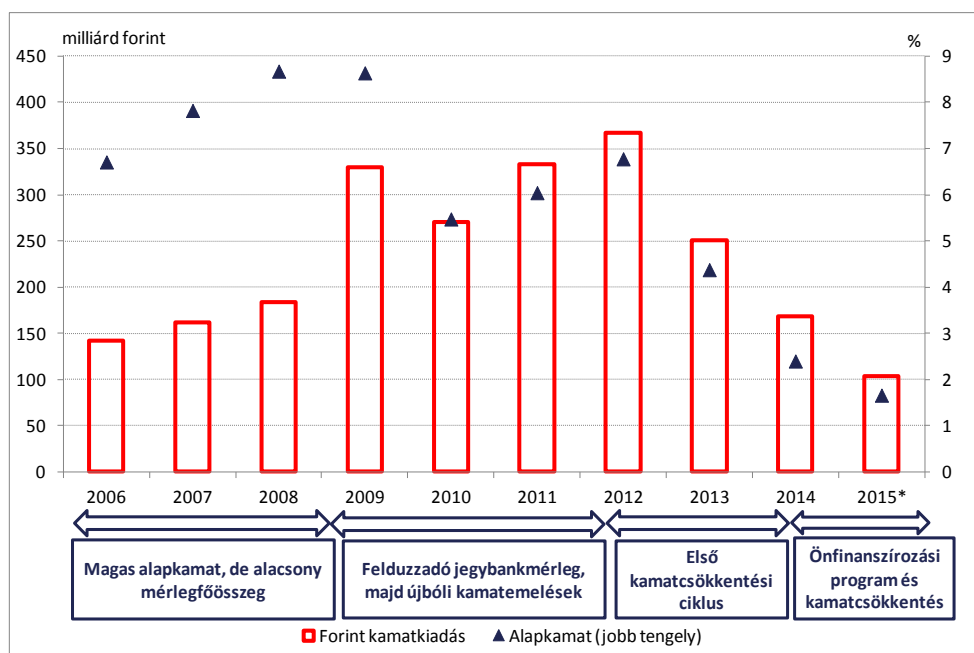
**Az MNB kamateredménye tovább javult 2015 I. félévében: a jegybank nettó kamateredménye és a pénzügyi műveletek eredménye együtt -25 milliárd forintot tett ki.** A két tényező összege 25 milliárd forinttal javult 2014 első félévéhez képest, ami főként a jegybanki kamatkiadások mérséklődésével magyarázható. Az MNB ugyanis a tavalyi első félévhez képest közel 30 milliárd forinttal kevesebb kamatot fizetett ki a nála elhelyezett forintforrásokra.

**A kamateredmény javulását főként az inflációs cél elérését célzó kamatcsökkentési ciklus folytatása támogatta.** A kamateredmény alakulását jelentősen befolyásolta, hogy 2015 márciusától kezdve folytatódott a kamatcsökkentés: az alapkamat 2,1 százalékról 1,35 százalékra csökkent. A 2012 augusztusában, illetve 2015 márciusában kezdődő – az inflációs cél elérését célzó – kamatcsökkentési ciklusok jelentősen mérsékeltek a jegybank kamatkiadásait – 2012-höz képest 2014-ben 200 milliárd forinttal volt alacsonyabb, 2015-re pedig várhatóan már 250 milliárd forinttal lehet alacsonyabb az MNB kamatkiadása, ami a tovább csökkenő átlagos alapkamat mellett már az MNB programok (önfinanszírozási program, forintosítás) mérlegsűkítő hatásának is a köszönhető. Az alapkamat forintkiadásokra gyakorolt szerepét jól mutatja, hogy annak ellenére, hogy 2014-ben a kamatozó forintforrások átlagosan 7000 milliárd forintos szintre emelkedtek, az MNB forintkamat-kiadásai már elmaradtak a 2008-ban tapasztalt szinttől.

---

<sup>2</sup> [Kékesi Zsuzsa–Koroknai Péter \(2015\): Tisztább kép – A hullámzó jegybanki eredmény kisimítása, MNB szakmai cikk](#)

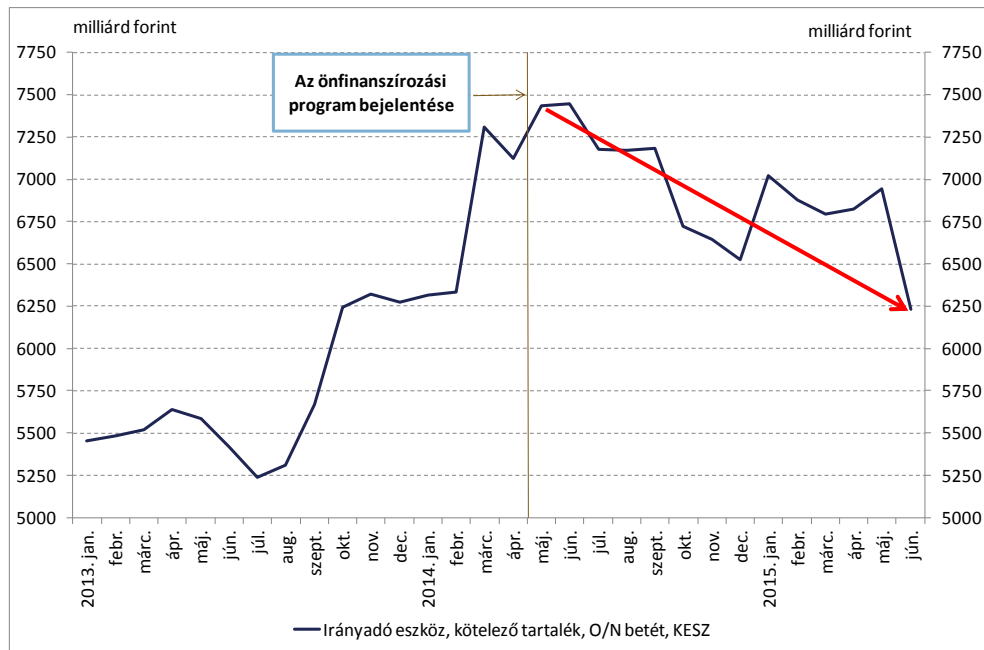
1. ábra: A jegybanki kamatkiadások és az átlagos alapkamat alakulása



\* A 2015-ös évre vonatkozó érték becslés.

**Az MNB kamatozó forintkötelezettségeinek mérséklődése is a kamateredmény javulása irányába hatott.** A kamatozó forintforrások állománya az önfinanszírozási program bejelentése óta közel 1000 milliárd forinttal csökkent. A mérlegösszehúzódság irányába hat egyrészt, hogy az MNB a jelzáloghitelek elszámolásához és forintosításához közel 9 milliárd euró értékben nyújtott devizát a bankrendszernek (ennek hatása elnyújtva, több éven keresztül jelentkezik). Másrészt a forintosítás mellett az önfinanszírozási program következtében is csökken az MNB mérlegfőösszege, így a forrásoldalon lévő forintforrások csökkenésével párhuzamosan csökken az MNB kamatkiadása is, ami javuló eredményhez vezet. Az NHP keretében nyújtott hitelek ugyanakkor a kamatozó forintkötelezettségek állományának növekedése irányában hatnak. A kamatozó forintforrások alakulását ezeken kívül egyéb, olyan tényezők is befolyásolják, amelyekre az MNB-nek nincs közvetlenül befolyása (autonóm tényezők például a készpénzállomány alakulása, a beáramló EU-támogatások, illetve az államháztartás deviza-kifizetései).

2. ábra: A kamatozó forintforrások állománya (hó végi értékek)



A pénzügyi műveletek eredménye az előző két év jelentős, 100 milliárd forintot meghaladó veszteségével szemben 2015. I. félévben közel 5 milliárd forint nyereség volt. A javulás főként azzal magyarázható, hogy a számviteli elszámolási szabályok módosítása következtében az értékpapírok lejáratokor már nincs eredményhatás, és eladásukkor is csak kisebb eredmény keletkezik. Az új elszámolás alkalmazásával továbbá – az elszámolt amortizáció miatt – a deviza kamatbevételek is csökkentek: a kimutatott devizakamat-bevételek alakulása így már jobban tükrözi a piaci folyamatokat, a számviteli és a közgazdasági hozam közelebb került egymáshoz (bővebben lásd Kékesi-Koroknai, 2015<sup>3</sup>).

### 3.2. Árfolyameredmény

Az MNB realizált árfolyamnyeresége 2015. I. félévben 86 milliárd forintot tett ki, ami szintén hozzájárult ahhoz, hogy az MNB nyereséges legyen. Az árfolyameredményt nagyrészt a jegybanktól független tényezők alakítják. Az MNB devizaműveletein nyereséget ér el, mivel a devizatartalékban lévő deviza a jelenlegi árfolyamnál kedvezőbb árfolyamon került be a tartalékba. Az első félévben az aktuális és a bekerülési árfolyam közötti különbség széles sávban mozgott, de az MNB egy euro eladásán jellemzően 10-20 forint nyereségre tett szert. A konverziós mennyiség is adottság az MNB számára, mértéke jellemzően az állam devizaműveleteitől függ. Míg a 2014-es év eredményéhez jelentős mértékben hozzájárult az, hogy az elszámoláshoz és forintosításhoz kapcsolódó aukciókon az MNB devizát nyújtott a bankoknak, addig 2015 I. félévében az árfolyamnyereség jelentős része állami tranzakciókhoz, ezen belül az állam lejárató devizaadósságának visszafizetéséhez és kisebb részben a Budapest Bank megvásárlásához kötődött. Az államnak számos más esetben is szüksége volt devizára, ami szintén árfolyamnyereséggel járt: ilyen ügylet például a devizában denominált államadóssághoz kapcsolódó kamatfizetés, a Magyar Államkincs-

<sup>3</sup> Kékesi Zsuzsa-Koroknai Péter (2015): Tisztább kép – A hullámozó jegybanki eredmény kisimítása, MNB szakmai cikk

tárral kötött ügyletek (például a devizában teljesített nyugdíj-kifizetések vagy áfa-visszatérítések), illetve az ÁKK deviza-forint relációjú likviditásmenedzselési műveletei.

#### 4. ÖSSZEGZÉS

Mivel a jegybanki eredmény alakulása hatással lehet az államháztartás hiányára, különösen fontos, hogy az MNB a jegybanki célokat (alacsony infláció, pénzügyi stabilitás) minél kedvezőbb jegybanki eredmény mellett próbálja elérni. Az MNB eredményére kedvezően hatott, hogy 2013-tól a forint kamatkidadások fokozatosan mérséklődni kezdtek, melyben a kamatcsökkentések mellett az MNB-hez kötődő programok (forintosítás, önfinanszírozás) is szerepet játszottak. Az MNB 2015 I. félévében – a 2013-as és a 2014-es 25 milliárd forintot meghaladó nyeresége után – 36 milliárd forint nyereséget realizált. A kamateredmény és a pénzügyi műveletek eredményének együttes javulásához a fent említett tényezőkön kívül az MNB által kezdeményezett kormányrendelet-módosítás is hozzájárult. Az MNB eredménye az év második felében is pozitív lehet, hosszabb távon pedig a jegybankmérleg – MNB programok miatti – összehúzódásával, valamint az alacsony alapkamat-szint fennmaradásával párhuzamosan továbbra is kedvezően alakulhat.

Vagyis összességében a jegybanki eredmény kedvező alakulása a közelmúlt jegybanki döntéseinek leképeződése. Míg a kamatcsökkentési ciklus és az önfinanszírozási program hatása a kamateredmény javulásában tükröződik, addig a devizahitelek forintosítása érdemi árfolyamnyereséget eredményezett. Ezek a döntések ugyanakkor az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás megőrzése, valamint az ország külső sérülékenységének csökkentése érdekében történtek. Ezen döntések nélkül az MNB az inflációs cél elérését kockáztatta volna, a lakossági devizahitelek miatt a pénzügyi stabilitási kockázatok fennmaradtak volna, illetve az államháztartás jobban rászorult volna a külföldi befektetők általi finanszírozásra.

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. október 8-án.”*