

Kolozsi Pál Péter

Átvállalt kockázatok: az MNB veszteségével szemben a nemzetgazdaság haszna áll

A jegybankok nem profitorientált intézmények, céljuk nem nyereség elérése, hanem törvényben rögzített mandátumaik, kiemelten az árstabilitási mandátum teljesítése. Ebből adódóan pénzügyi eredményeiket sem lehet az üzleti világban megszokott módon értékelni. Az utóbbi évek válságaira adott jegybanki reakciók miatt jelenleg a világ számos jegybankjához hasonlóan a Magyar Nemzeti Bank is veszteségekkel szembesül, döntően a negatív kamateredmény miatt. Ez a kamatvesztés nagy mértékben arra vezethető vissza, hogy a koronavírus-válság kezelésekor az MNB több mint 11 ezer milliárd forint hosszú futamidejű és fix kamatozású forrást juttatott a magyar gazdaságba, és ezzel – az akkori kihívásokhoz igazodva és a nemzetközi példákat követve – átvállalta a gazdasági szereplők kamatkockázatát. Ezek a kedvező feltételekkel folyósított források az infláció megugrását kezelő, megemelkedett kamatkörnyezetben is ott maradtak a magyar gazdaság vérkeringésében, azaz folyamatosan stabil és olcsó finanszírozást nyújtanak a gazdasági szereplőknek, de egyben elmaradó kamatbevételeket és veszteséget okoznak a jegybanknak. A jegybanki kamatvesztés tehát a gazdasági szereplők kamatmegtakarításának ellenoldala, ami a kamatszint csökkenésével mérséklődni fog.

Törvényi kötelezettségének megfelelően a Magyar Nemzeti Bank (MNB) május végével közzétette a 2023-as esztendőről szóló [Éves jelentését](#). A jelentés bemutatja, hogy egy kiemelten nehéz és összetett problémákkal jellemezhető időszak után 2023-ra a magyar gazdaságban már egyértelműen a javuló trendek voltak a jellemzők, melyek közül jegybanki szempontból különösen fontos volt a pénzügyi rendszer és a pénzpiacok stabil működése, illetve ehhez kapcsolódóan az inflációs és a külső egyensúlyi fordulat. A stabilizációs lépések következtében a pénzügyi piacainkat korábban jellemző turbulenciákat magunk mögött hagytuk, az infláció az év eleji magas szintek után a tavalyi év végére megközelítette, majd idén el is érte a jegybanki toleranciasávot, miközben a folyó fizetési mérleg egyenlege a 2022-es mélypont után 2023 során 8 százalékpontnál is nagyobb mértékben javult. A korrekció tehát történelmi összevetésben is kifejezetten gyors volt, ami az azonnali és közvetlen pozitív hatásokon túl azért is fontos eredmény, mert megalapozta, hogy 2024-ben fenntartható módon tudjon helyreállni a gazdasági növekedés Magyarországon.

Az MNB Éves jelentése a kedvező irányban változó makrogazdasági és pénzügyi környezet, valamint a jegybanki tevékenységek bemutatása mellett tartalmazza a jegybank auditált beszámolóját is. Az ebben megjelenő adatok jellege és újszerűsége miatt nem meglepő módon az Éves jelentésnek ez a fejezete és kiemelten a negatív jegybanki kamateredmény váltotta ki a legnagyobb médiavisszhangot. A jegybank felhatalmazásának, törvényben rögzített céljainak és nemzetgazdaságon belüli helyzetének sajátosságai miatt ezeknek a számoknak a szakmailag helytálló értelmezése nem triviális. A jegybank mérlege és eredményének alakulása is komplex folyamatok eredője, aminek teljesskörű elemzése szétfeszítené jelen írás kereteit. Ebben a cikkben ezért a hatások nagy részét magyarázó forintban elszámolt kamatokra fogunk fókuszálni, a követhetőség érdekében egyszerűsített és elsősorban kvalitatív megállapításokat téve. Az MNB tavalyi cikksorozatát ([itt](#), [itt](#) és [itt](#)) folytatva ahhoz adunk támpontokat, hogy miért félrevezető és

téves a monetáris politika viteléből adódó veszteséget az üzleti élet veszteségéhez hasonlóan értelmezni, és miért igaz, hogy a jegybank költségeivel szemben jelen esetben a magyar nemzetgazdaság haszna áll.

11 ezer milliárd forint a gazdaság talpra állásához

A tavalyi év elején az infláció világszerte történelmi összevetésben is kimagasló szintek közelében alakult, majd az inflációs ráták innen kezdtek mérséklődni. A nemzetközi monetáris politikai környezetet szigorú kondíciók jellemezték, a globálisan meghatározó jegybankok az év második felében érték el kamatpályájuk csúcsát. Magyarország a többi európai uniós országnál nagyobb inflációs sokkal szembesült, ami a kapcsolódó pénzügyi turbulenciákkal együtt szigorú monetáris kondíciók fenntartását tette szükségessé. A hazai infláció az év eleji csúcst követően csökkenő pályára állt és gyors ütemben mérséklődött, az effektív jegybanki kamat így az év végére 10,75 százalékra csökkenhetett, ami 725 bázispontos éven belüli mérséklést jelentett. A kamatcsökkentés idén is folytatódott, az alapkamat jelenleg 7,25 százalék.

A magas infláció letörése és a piaci egyensúly helyreállítása érdekében kialakított szigorú kamatkörnyezet azáltal lett hatással az MNB nettó kamateredményére, hogy elváltak egymástól a jegybank által fizetett és kapott kamatok. Ez a jegybankmérleg struktúrájából adódott, jelesül abból, hogy az elmúlt évek eseményei, kiemelten a gazdaság koronavírus-járvány miatti újraindítása a világ számos jegybankjához – többek között az MNB számára fontos referenciapontot jelentő [Európai Központi Bankhoz és az eurózóna jegybankjaihoz](#) - hasonlóan az MNB tevékenységére is komoly hatást gyakorolt. 2020 és 2022 között a válságkezelés részeként az MNB a magánszektort célzó hitel- és kötvényprogramok, azaz az NHP és az NKP, valamint az állampapír-piaci program révén több mint 11 ezer milliárd forintot juttatott a gazdaság vérkeringésébe. Közvetlenül került a gazdaságba a magánszektor hitelezését támogató 4800 milliárd forint, ami jelentős részben beruházások finanszírozásán keresztül emelte a növekedést, amit kiegészített, hogy az állampapír-piacon és a költségvetésen keresztül további 6800 milliárd forintnyi jegybankpénz került a gazdaságba, szintén hozzájárulva a gazdaság újraindulásához. Ez a forrásnyújtás az MNB becslése szerint 2020-2024 között 10 százalékponttal növeli a hazai GDP-t (hiszen olyan gazdasági aktivitást generált, ami a programok nélkül nem, vagy nem ilyen mértékben, illetve nem ilyen költség mellett tudott volna megvalósulni), valamint a hazai cégek mellett az állampapírpiacot is nagyban segítette azokban az években, amikor a Covid-válságkezelés megnövekedett költségeit finanszírozni kellett.

A jegybank átvállalta a gazdasági szereplők kamatkockázatát

Jelen elemzésünk szempontjából kiemelten fontos, hogy a programok révén a magyar gazdaságba juttatott likviditás továbbra is ott forog a gazdaság vérkeringésében, olcsó és stabil forrásaival biztos finanszírozási háttérrel nyújtva. Ezeknek a jegybanki programoknak a likviditásnyújtás gyorsasága és volumene mellett ugyanis az is fontos tulajdonsága volt, hogy – a reálgazdaság oldaláról nézve - hosszú futamidejű és fix kamatozású forrásokban öltöttek testet. Ez azt jelenti, hogy a jegybank ezekkel a programokkal nem csak a forrásnyújtás pillanatában segítette az egész magyar gazdaságot, hanem átvállalta az érintett gazdasági szereplők kamatkockázatát is.

Az átvállalt kamatkockázat terminus technicusát feloldva arról van szó, hogy például az NHP programban résztvevő kis- és közepes vállalatok kamatkidadásai annak ellenére 2,5 százalékon maradtak az utóbbi időben is, hogy az inflációs és pénzügyi sokk miatt az effektív kamatok ennek sokszorosára emelkedtek. Ugyanez igaz a Növekedési Kötvényprogram finanszírozását használó nagyvállalati körre is, amelyeknek a finanszírozásuk ezen részén szintén nem kellett szembesülniük a megemelkedett kamatokkal. A fix kamatozású és hosszú lejáratú forrásoknak épp az az előnye, hogy egyfajta védőhálót jelentenek az adott gazdasági szereplő esetében a kamatok emelkedésekor – azaz védelmet nyújtanak a már említett kamatkockázattal szemben.

Ez a kamatkockázat-átvállalás az érintett gazdasági szereplőknél tehát könnyebbséget jelentett az utóbbi években, míg az MNB esetében azt okozta, hogy a jegybanki eszközök utáni kamatbevételei nem emelkedtek – miközben a kamatkidadásai a monetáris szigorítás miatt nőttek. Az MNB negatív nettó kamateredménye nagy részben ebből adódik, azaz arra vezethető vissza, hogy a monetáris politikai céloknak megfelelően alakított szigorú kamatkörnyezet miatt ugyan megemelkedtek a jegybanki kamatkidadások, de a 2020 és 2022 közötti célzott jegybanki programok fent említett védőháló funkciója „bekapcsolt”, így az MNB kamatbevételei, vagyis a reálgazdasági szereplők által fizetett kamatok nem emelkedtek.

Az MNB kamatvesztése a gazdasági szereplőknél kamatmegtakarításként jelentkezik

A jegybankok a gazdasági élet speciális szereplői, ezért félrevezető az eredményeiket az üzleti élet eredményeivel megegyező módon értékelni. A jegybankok ugyanis az üzleti világgal ellentétben nem profitorientált intézmények. Ez nem csak azt jelenti, hogy nem nyereségességi céllal, hanem a törvényi mandátumaik alapján végzik a munkájukat, de azt is, hogy a nyereségességi szempontokkal ellentétes döntéseket is hoznak és a nemzeti fizetőeszköz kibocsátóiként akár negatív tőkével is működhetnek, amennyiben közpolitikai céljaik ezt indokolják. Egy profitcéllal létrehozott vállalkozás esetében adódik a nyereségesség mint sikerkritérium (bár manapság egyéb, például fenntarthatósági vagy társadalmi szempontok is felmerülnek a vállalati értékeléseknél), de a jegybank működését így nem lehet és nem is szabad megítélni.

Ha ezen a szemüvegen át tekintünk a jegybank számaira, azt látjuk, hogy a jegybank negatív kamateredménye a reálgazdasági szereplőknek kamatmegtakarítás, ami az MNB tudatosan kialakított eszközstruktúrájából adódott. A célzott hiteleszközök pont akkor nyújtottak támaszt a kiemelten fontos gazdasági szereplőknek, amikor azoknak az inflációs sokk miatt különösen szükségük volt rá. Ha ehhez hozzávesszük a programok aktív szakaszának növekedéstámogató hatását, akkor beláthatjuk, hogy a jegybank most olyan költségekkel szembesül kamatoldalon, ami a nemzetgazdaság egyéb szereplőinél elmaradt kiadásként, azaz haszonként jelentkezik.

A negatív jegybanki kamateredménnyel kapcsolatban fontos szempont a szabályozói környezet is, a veszteségek ugyanis – több egyéb tétel mellett - lecsapódnak a jegybank saját tőkéjében. A veszteséges jegybanki működés általános jelenség, és a nemzetközi tapasztalatok vizsgálatából is jól látszik, hogy a tartósan negatív jegybanki saját tőke önmagában nem jelent korlátot a monetáris politika vitelében. A hatályos jegybanktörvény is elismeri ezt a sajátosságot, amikor azt írja elő, hogy ha a jegybanki saját tőke hosszabb ideig a jegyzett tőke szintje alatt van, a tőkehelyzetet akkor

sem azonnal, hanem „elfogadható időn belül” kell rendezni – az MNB kivetítése szerint a hatékony működéshez a következő években nem lesz szükség tőkefeltöltésre, negatív saját tőkéjét a későbbi években várható pozitív eredményével képes lesz a jegybank ellentételezni.

A jegybank munkájának mércéje a nemzetgazdaságra gyakorolt hatás

Az MNB nem nyereségességi céllal végzi a munkáját, így félrevezető pénzügyi eredményének alakulásából következtetéseket levonni a jegybanki lépések sikeressége és hozzáadott értéke tekintetében. Az MNB lépéseit a jegybanktörvényben meghatározott mandátumok, kiemelten az árstabilitási és a pénzügyi stabilitási mandátum felől indokolt értékelni, amit az is alátámaszt, hogy a jegybankra az üzleti élettől eltérő szabályozási keretek vonatkoznak, például a saját tőke tekintetében.

Magyarország az utóbbi években rendkívüli időket élt meg, amire a gazdaságpolitika alakítói rendkívüli lépésekkel reagáltak. A koronavírus-járvány 2020. évi kitörését követően az MNB is határozott lépéseket tett az egymást felerősítő krízisek által okozott kihívások kezelése érdekében, amelyeknek nemzetgazdasági hatásai 2023-ban is jelentősek voltak – és áttételesen a negatív jegybanki kamateredmény okának is tekinthetők. Az MNB mérlegében kialakult veszteség végső soron egy válságegyüttes (COVID-energiakrízis-háború), illetve a válsághelyzetekre adott jegybanki válaszlépések leképeződése. A válságkezelő jegybanki eszközök egyik fő jellegzetessége világszerte és Magyarországon is a hosszú futamidő és a kamatkockázat átvállalása voltak, amelyek révén a negatív jegybanki kamategyenlegben a gazdasági szereplők kamatmegtakarítása tükröződik.