

VIHAROS VIZEKEN IS STABILAN

A MAGYAR MONETÁRIS POLITIKA ELMÚLT 12 ÉVE (MÁSODIK RÉSZ)

2013 márciusában új vezetés lépett a Magyar Nemzeti Bank élére és ugyanebben az évben a megújult jegybanktörvény kibővítette az MNB feladatait és működési kereteit. Ez alatt a közel tizenkét esztendő alatt számos változás ment végbe a magyar gazdaságban – köztük megannyi gyökeres, gazdaságszerkezeti átalakulás is. A jegybanknak kihívások sorával kellett szembenéznie, hogy teljesítse az elsődleges rábízott célt, és fenntartsa az árstabilitást. Kétrészes esszesorozatunkban a monetáris politika elmúlt közel 12 évét mutatjuk be, és végigvesszük, hogy mit tett azért a Magyar Nemzeti Bank, hogy a magyar gazdaság egy alacsony inflációjú, stabil és fenntartható felzárkózási pályára állhasson. Első esszénkben azzal foglalkoztunk, hogy a hazai monetáris politika milyen válaszokat adott a kihívásokra. Második esszénkben azt mutatjuk be, hogy a Magyar Nemzeti Bank sikeresen lépett a törvényi mandátumainak teljesítése irányába. A célok elérése érdekében a jegybanknak ugyan volt, hogy költségeket kellett vállalnia, ezek azonban a mandátumok teljesülésének nemzetgazdasági haszna révén bőven megtérültek.

I. BEVEZETÉS

Az MNB tevékenységének megítélésekor a leghasznosabb, ha megnézzük, milyen feladatokkal látta el a jogalkotó a jegybankot. E tekintetben a jegybanktörvény így fogalmaz:

„Az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenállóképességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a Kormány gazdaság-, valamint a környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját.”

Jól látható, hogy egyértelmű hierarchia van a mandátumok között: az MNB elsődleges célja az árstabilitás megteremtése, minden más feladatára ezen cél teljesülésének függvényében kell és lehet figyelmet szentelnie. Persze a való élet nem mindig ilyen egyszerű, az egyes mandátumok nem választhatóak el egymástól ilyen tisztán: gondoljunk csak az esszesorozat előző részében már bemutatott összefüggésre, miszerint a pénzügyi piacok stabilitása nélkül nem érhető el fenntartható módon az árstabilitás sem. De ugyanígy: a döntéshozatal során érdemes azt is folyamatosan mérlegelni, hogy az elsődleges cél elérésének van-e növekedési áldozata és ha igen, mekkora, valamint, hogy mekkora mozgásteret tesz lehetővé a döntésben a jegybank rugalmas monetáris politikai mozgástere.

Kétrészes esszesorozatunk második részében sorra vesszük a jegybanktörvény által kijelölt feladatokat, valamint a jegybank mérlegének és eredményének alakulását. Az egyes területeket

részletesen megvizsgáljuk, hogy számot vessünk azzal, hogy az MNB hogyan felelt meg a törvényi mandátumainak az elmúlt közel 12 évben.

II. HOGYAN TELJESÍTETTE MANDÁTUMAIT A JEGYBANK?

II.1. Infláció és árstabilitás: Változó széljárás mellett is elkötelezetten és hitelesen

A Magyar Nemzeti Bank elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Ennek megfelelően a jegybank a 2013 óta tartó időszak egészében annak érdekében hozta meg a döntéseit, hogy az átlagos árváltozást a 3 százalékos inflációs cél közelében tartsa. A különböző részidőszakok eltérő inflációs karaktere miatt az MNB-nek a kihívások széles körével kellett szembenéznie az árstabilitás elérése érdekében, amit sikeresen meg is tett.

A 2013 és 2017 közötti időszakot cél alatti infláció jellemezte (1. ábra). Ennek hátterében a pénzügyi válságot követő kiigazítás miatti gyenge európai konjunktúra és a nyomott energiaárak, valamint az ebből fakadó importált defláció álltak. Az MNB alapkamat-csökkentési ciklusának és nemkonvencionális intézkedéseinek köszönhetően az infláció a mélyen negatív tartományból 2017 elejéig fokozatosan visszatért a jegybanki toleranciasávba.

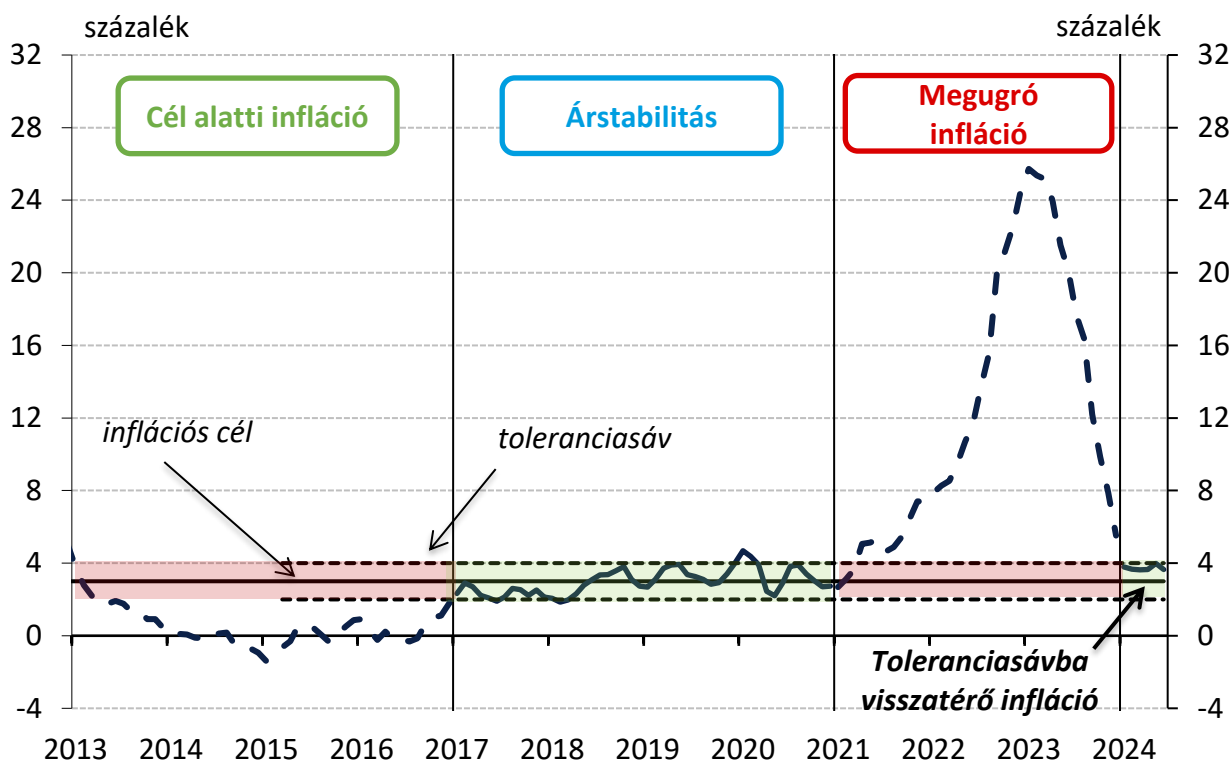
2017 januárja és 2020 decembere között a magyar gazdaság modernkori története során először tartósan elérte az árstabilitást. Az infláció az időszak 48 hónapjából 44-ben a jegybanki toleranciasávon belül tartózkodott, körülbelül fele-fele arányban az inflációs cél alatt és fölött. A toleranciasáv fölé is jellemzően csak átmeneti, a monetáris politika számára nem kezelhető események hatására emelkedett az infláció. Jó példa erre, hogy a 2020. januárban 4,7 százalékra növekvő infláció közel felét két tényező, a sertéspestis árfelhajtó hatása és a dohánytermékek jövedéki adójának markáns megemelkedése adta. Az inflációs folyamatok értékelése során fontos megjegyezni, hogy a 2010-es évtized elejére jellemző importált defláció az évtized végére eltűnt, sőt, az olajárak jelentősen emelkedtek a koronavírus-járvány előtt. Ugyanakkor a járvány során a gazdasági élet részleges leállításával a lefelé mutató inflációs kockázatok voltak többségben. Végeredményben az időszakra jellemző átlagos infláció éppen 3 százalék volt. Ez alapján nyugodtan ki lehet jelenteni, hogy az MNB végig az időszak kihívásainak megfelelő monetáris politikai irányultságot alkalmazva teljesítette az elsődleges mandátumát.

2021 elején az infláció kilépett a jegybanki toleranciasávból, és gyors emelkedésnek indult. Ez részben globális, részben pedig országspecifikus okokra vezethető vissza. Egyfelől a járványt követően a kereslet rövid idő alatt visszatért, miközben a részleges lezárások miatt az ellátási láncok problémákkal küzdöttek. Továbbá a nyersanyagárak a világgazdaság visszapattanásával gyors emelkedésbe kezdtek, amit tovább fűtött az orosz-ukrán háború kirobbanása és az európai energiaválság is. Másrészt ugyanakkor tény, hogy a magyar gazdaság a magas energiainportfüggőség miatt bőségesen importálta az inflációt, valamint az is, hogy a költségvetési fegyelem a járványt követően alábbhagyott, elnyújtva a keresleti oldal alkalmazkodását, miközben egyes kormányzati intézkedések hosszú távon emelték az inflációt. Az MNB azonnal és erőteljesen fellépett az inflációs veszély ellen: az elsőként jelezte 2021 elején az inflációs kockázatok emelkedését, és az Európai Unióban elsőként indította meg a kamatemeléseket. Az árstabilitás

újbbóli elérése érdekében a jegybank az EU-s országok közül összességében a legnagyobb mértékű kamatemelést hajtotta végre.

Az MNB határozott fellépésének köszönhetően az infláció 2023 elején tetőzött, és gyors dezinfláció vette kezdetét. Ennek részeként az infláció a tetőzést követően egy éven belül, 2024. januárban visszatért a jegybanki toleranciasávba, és azóta is ott tartózkodik. A dezinfláció sikerét jelzi, hogy 2023-ban hazánkban csökkent a legnagyobb mértékben az infláció az uniós országok közül – igaz, rendkívül magas szintről. Bár 2023 eleje óta a magyar gazdaság nagy utat tett meg az árstabilitás fenntartható elérése felé, ez még nem teljesült maradéktalanul, ezért a jegybank szigorú monetáris politikai irányultságot fog követni mindaddig, amíg ez be nem következik.

1. ábra: A hazai inflációs periódusok alakulása



Forrás: KSH

II.2.1. A pénzügyi rendszer stabilitása – pénzügyi közvetítő rendszer

A 2010-es évtized első felét a magyar bankrendszer számára a 2008-as pénzügyi válság és annak utóhatása határozta meg. Jól szemlélteti ezt, hogy 2012 végén a hitelállomány 17,4 százaléka volt 90 napot meghaladó késedelemben, és ekkor még ez az arány enyhén emelkedő tendenciát mutatott. A háztartások mérlegét devizahitelek terhelték, a lakáspiacot pangás jellemezte, a kereskedelmiingatlan-piacot magas kihasználatlanság, félbehagyott fejlesztések és bedőlő hitelek fémjelezték. A bankok finanszírozási szerkezete törékeny volt, és a jövedelmezőséget is alacsony szinten tartották a jelentős hitelezési veszteségek, valamint a devizahitelezés szociális következményeinek megoldását célzó kormányzati programok.

Az MNB az évtized során határozott szabályozói elvárásokat fogalmazott meg, ezzel hozzájárulva a bankrendszer egészséges fejlődéséhez és sokkellenállóvá válásához. A fő elvárások az alábbiak:

1. A hitelfelvevők csak olyan mértékű és típusú kockázatot vállaljanak, melyeket képesek kezelni.
2. A bankok rendelkezzenek elegendő tartalékkal a nem várt kockázatok kivédése érdekében.

A jegybank számos intézkedést hozott, amelyek hozzájárultak a háztartások hitelkockázatának jelentős mérséklődéséhez. A devizahitelezésből fakadó kockázatok kezelése érdekében 2014 novemberében megtörtént a hitelek forintra való konverziója. Az új hitelek tekintetében a jegybank 2015-től adósságfék-szabályokat alkalmaz, ezzel elősegítve azt, hogy az újonnan hitelfelvevő háztartások biztonságos mértékű adósságszolgálatot vállaljanak. A Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel brand bevezetése, valamint az adósságfék-szabályok alakítása támogatták a rögzített kamatozású hitelek fokozatos térnyerését. A törekvések eredményeként 2023 végén a teljes jelzáloghitel-állomány 15 százaléka volt csupán változó kamatozású konstrukció.

A 2010-es évtized során az MNB döntései a bankokat is megerősítették. Ehhez hozzájárult az, hogy az MNB szabályozói eszköztára érdemben alkalmasabbá vált a kockázatok kezelésére, mivel a pénzügyi felügyelet beolvadása révén mikroprudenciális mandátumot, a 2013-ban módosuló jegybanktörvény alapján pedig makroprudenciális mandátumot kapott a jegybank. Az MNB likviditásra és finanszírozási szerkezetre vonatkozó előírásokat vezetett be, amelyek eredményeként a bankrendszer külföldi forrásokra való ráutaltsága és hitel-betét mutatója csökkent. A jegybank megújította a tőke megfelelés keretrendszerét is, ami hozzájárult a szektor tőkehelyzetének érdemi javulásához és a tartósan a bankok mérlegében ragadt nemteljesítő hitelportfólió leépítéséhez. A lépések eredményeként a 2010-es évek végére a bankrendszer mutatói kevés hasonlóságot mutattak az évtized eleji törékeny állapothoz képest.

Az intézkedések sikerét jelzi, hogy mára a magyar bankrendszer stabil, a sokkellenálló-képessége erős. A fenti változások és szabályozói lépések jelentősen hozzájárultak ahhoz, hogy az utóbbi évek kihívásokkal terhelt időszakában sem remegett meg a pénzügyi stabilitás. A hazai bankok 2020 és 2023 között folyamatosan stabilan működtek, magas sokkellenálló-képességgel rendelkeztek, és megfelelő hitelezési kapacitásokkal álltak a reálgazdasági szereplők rendelkezésére. A 2020-as évtizedben – a korábbi évtizeddel ellentétben – a bankszektor nem mélyítette el a kihívásokat, sőt: a válságkezelés egyik pillére volt, erősítve az állami és jegybanki programok hatását.

II.2.2. A pénzügyi rendszer stabilitása – pénzügyi piacok

Ahogy a kétrészes esszé sorozat előző részébentöbbször is hangsúlyoztuk: a pénzügyi piacok stabilitása nélkül nincs árstabilitás sem. Emögött az egyszerűnek tűnő kijelentés mögött összetett szempontrendszer húzódik. Egyrészt a monetáris politika döntései a pénzügyi piacokon keresztül érvényesülnek: instabil és turbulens piacokon romlik a monetáris transzmisszió hatékonysága, ami veszélyezteti a jegybanki célok elérését. Másrészt a devizaárfolyam alakulása közvetlenül is hat az importált inflációra, ez a hatás ráadásul az utóbbi években erősödött is. Harmadrészt a destabilizálódó piaci folyamatok kedvezőtlenül befolyásolják a gazdasági szereplők várakozásait, fokozzák óvatosságukat, ami az általános gazdasági helyzetre is kedvezőtlenül hat, a fogyasztás

mérséklésén, a beruházások elmaradásán vagy a gazdaság euroizációján keresztül. A következőkben elsősorban a forint árfolyam mint kitüntetett pénzügyi piaci indikátor szerepét és alakulását mutatjuk be.

Hazánk esetében az árfolyam hatása a gazdaságra rendkívül összetett, ráadásul időben is változó. Gyakori az a vélekedés, hogy kis nyitott gazdaságként hazánk a devizaárfolyam leértékelődésében érdekelt, a helyzet azonban ezzel szemben az, hogy a devizaárfolyam számos csatornán keresztül eltérő irányban hat a magyar gazdasági folyamatokra. Az árfolyam stabilitása számottevő hatással van a lakosság fogyasztási-megtakarítási döntéseire. Legutoljára 2022 harmadik negyedéve, illetve az azt követő időszak szolgáltatott bizonyítékot arra, hogy a gyors árfolyamgyengülés és a túlzott árfolyam-volatilitás rombolja a fogyasztói bizalmat, és növeli az euroizáció veszélyét. A túl nagy bizonytalanság a vállalatok beruházási döntéseit is negatívan érinti. Ráadásul számításaink szerint a 2020-as években az árfolyamgyengülés begyűrűzése az inflációba duplájára erősödött, és kétszer gyorsabbá vált.

Közkeletű tévhit, hogy 2013 óta a forint folyamatos leértékelődése, sőt tudatos leértékelése zajlik. Objektíven vizsgálva a forintpiacot az időszak nagy részében inkább sávos kereskedés jellemezte (2. ábra). Ezek a sávok két külső sokk hatására tolódtak el felfelé (Covid, orosz-ukrán háború és következményei), ami alapján az időszak három részre bontható.

A forint árfolyama a koronavírus-válságot megelőző időszak szinte teljes egészében stabilan, szűk sávban alakult. 2013-2019 között a forint/euro árfolyam nagyrészt a 300-320-as sávban mozgott, kismértékű gyengülés csak a periódus végén, főként a Fed kamatpolitikai szigorításának hatására következett be. Az infláció alakulása egyértelműen azt bizonyítja, hogy ebben az időszakban a devizapiaci folyamatok az inflációs céllal konzisztensen alakultak. A forint mozgása nem volt kirívó más országok fizetőeszközéhez képest, és az árak eltérő alakulását figyelembe vevő, ún. CPI alapú reál-effektív árfolyam is stabil maradt.

A 2020-as években azonban új fejezet kezdődött a devizapiacra is. A koronavírus-válság kezdetével a forint/euro kereskedési sáv azonnal feljebb tolódott, a 360-as szint környékére, illetve a nemzetközi folyamatokkal összhangban megugrott a volatilitás. A következő 2 éves periódust fokozatosan csökkenő árfolyamvolatilitás jellemezte, azonban a kereskedési sáv alapvetően nem változott.

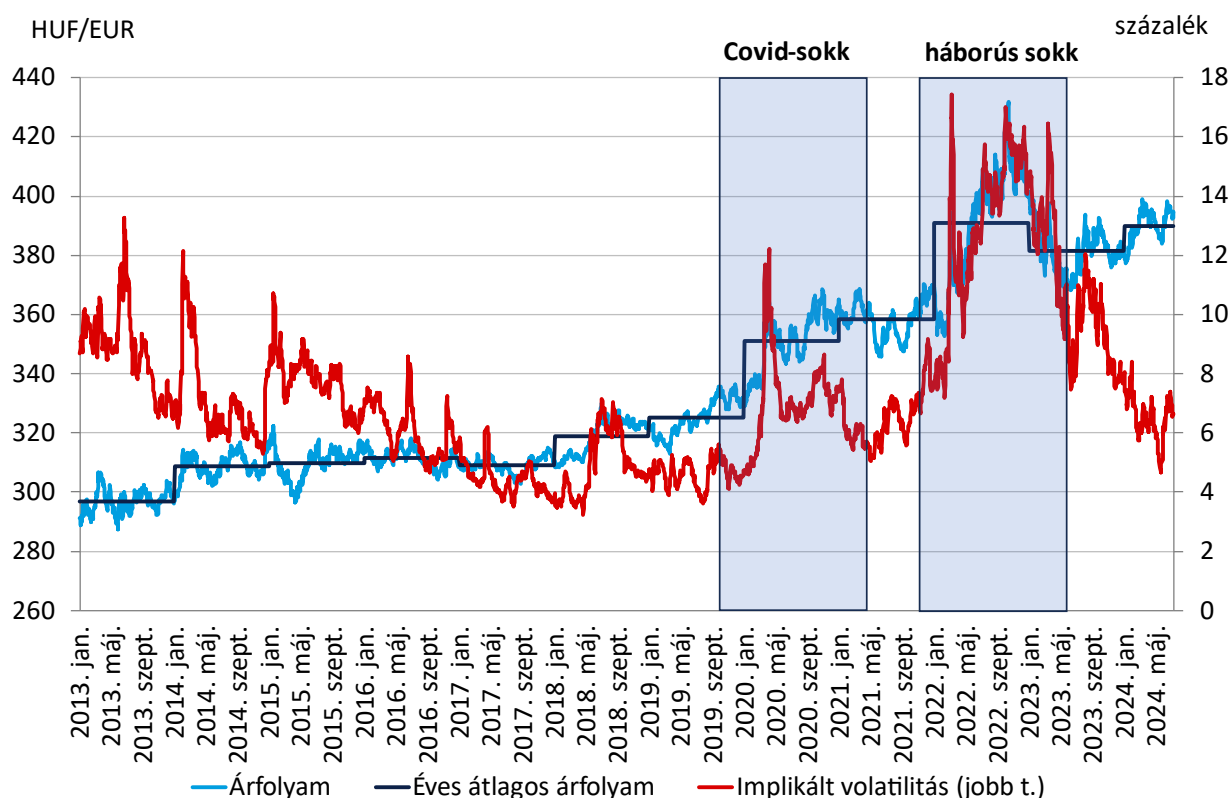
Ezt követően az orosz-ukrán háború elindulása, valamint a globális szinten erőteljes inflációs környezet, illetve az energiaválság ismét új helyzetet teremtettek. Egy ponton túl már nem csak a kereskedési sáv jelentős felfelé tolódásáról beszélhettünk, hanem az árfolyam destabilizálódásáról, ami egyfelől az árstabilitást veszélyeztette, másrészt az említett csatornákon keresztül a reálgazdasági folyamatokra is potenciálisan romboló hatással lehetett volna. A kibontakozó folyamatot a jegybank 2022. októberi határozott fellépése fordította meg, ami a forint/euro árfolyamot a 430 feletti szintről rövid időn belül egy 400 alatti árfolyamsávba terelte vissza. Ez kulcsmomentum volt mind az árstabilitás elérése, mind a hazai gazdaság általános stabilitása szempontjából.

A jegybank árfolyammal kapcsolatos kommunikációjának pontos megértése is kulcsfontosságú. A kommentárok hajlamosak két szélsőség valamelyikét választani: „a jegybankot nem érdekli a forint árfolyama”, illetve „a jegybanknak árfolyamcélja van”. A helyzet azonban sokkal árnyaltabb,

hiszen a forint árfolyamának hatásai is összetettek a jegybanki célrendszerre nézve. A rendkívül komplex hatásmechanizmus, illetve a jegybanki célrendszerre ható számos más tényező indokolja, hogy az MNB óvatosan kommunikáljon az árfolyamról. Konceptcionális szinten az alábbiak mondhatók el a hazai monetáris politika árfolyammal kapcsolatos viszonyáról:

1. Az utóbbi években a devizaárfolyam szerepe erősödött az inflációs és reálgazdasági folyamatok tekintetében;
2. Ugyanakkor az MNB nem kitüntetett szintek és rövidtávú mozgások alapján ítéli meg a pénzügyi piaci helyzetet és azok tovaryűrűző hatásait;
3. Elemzéseinkben kulcsfontosságú, hogy az árfolyam alakulása hogyan befolyásolja az egyes gazdasági szereplők (lakosság, vállalatok, pénzügyi piac hazai és külföldi szereplői, állam) viselkedését, várakozásait, potenciális lépéseit, és mindez hogyan hat a hazai inflációs, stabilitási és növekedési folyamatokra;
4. Az inflációs cél elérése és teljes célrendszerünk szempontjából a piacaink stabilitása az igazán fontos.

2. ábra: A forint árfolyamának és volatilitásának alakulása



Forrás: Bloomberg

II.3. A kormány gazdaságpolitikájának támogatása, gazdasági növekedés ösztönzése

A Magyar Nemzeti Bank mandátumai közé tartozik a Kormány gazdaságpolitikájának támogatása, amit a jegybank az árstabilitási mandátumának veszélyeztetése nélkül végez. Az elmúlt évtized tapasztalatai rávilágítottak, hogy a jegybank számára a gazdasági növekedés

támogatására eltérő lehetőségei vannak alacsony infláció és árstabilitás, valamint magas infláció mellett.

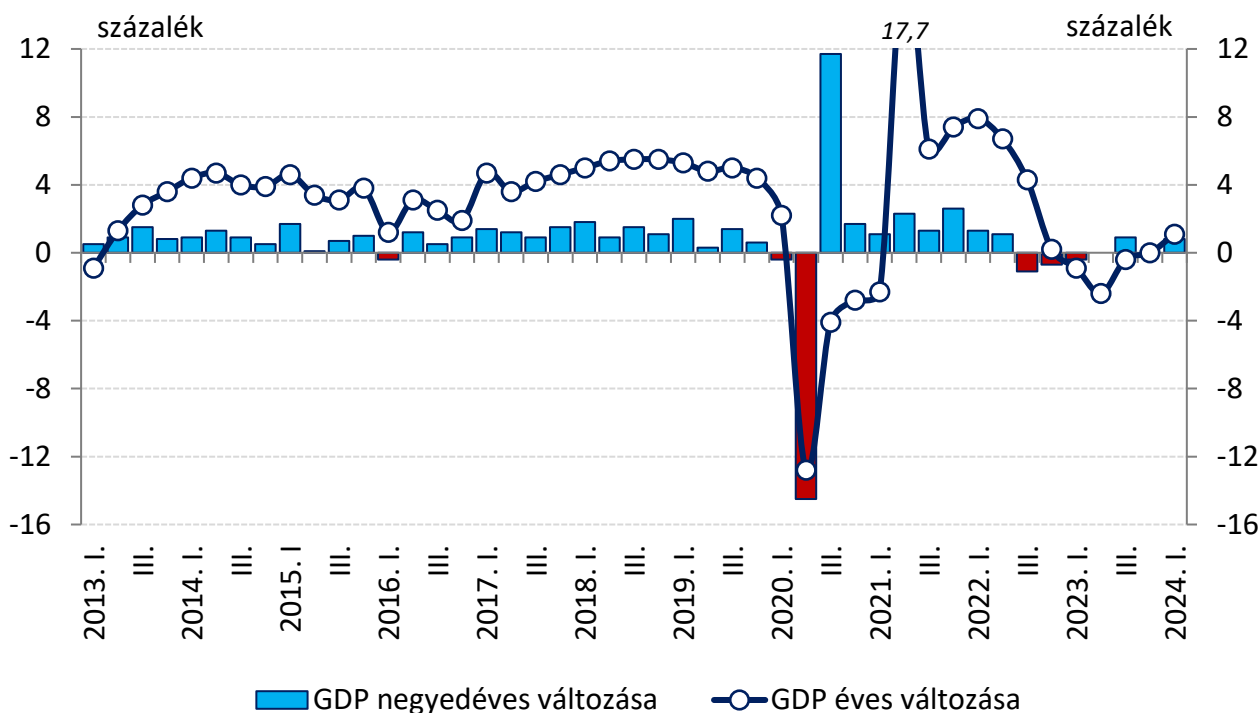
A céltól elmaradó infláció és az árstabilitás idején a jegybank árstabilitási mandátuma és a gazdasági növekedés ösztönzése egybecsengett. Ennek megfelelően 2017 előtt az MNB egyszerre lépett fel sikeresen az infláció célra emelése érdekében, és támogatta a gazdasági növekedés élénkülését az alapkamat-csökkentésekkel és a célzott nemkonvencionális eszközeivel. Az árstabilitás elérése és a gazdasági egyensúlyok helyreállása egy gyors növekedési pályát tettek lehetővé a magyar gazdaság számára 2017 eleje és 2019 vége között (3. ábra). A tartósan alacsony kamatkörnyezet, a még meglévő szabad munkaerőpiaci kapacitások, az alacsony sérülékenység, az ország többletes finanszírozási képessége lehetővé tette, hogy ebben az időszakban a gazdaságpolitika a magas nyomású gazdaság koncepcióját alkalmazza, ezzel egyszerre ösztönözve a munkaerőpiaci aktivitás erősödését, a termelékenység növekedését, az új technológiák átvételét és a beruházások megvalósítását.

A koronavírus-járvány alatt és után a jegybanknak új szerepet kellett vállalnia: a programok fő célja az volt, hogy a magyar gazdaság a lehető leggyorsabban talpra álljon a járvány okozta sokkhelyzetből. A jegybank összesen több mint 11 ezer milliárd forint likviditást nyújtott a gazdasági szereplők számára, amiből minden szektor részesült. Ennek, valamint a fiskális oldal határozott reakciójának köszönhetően a magyar gazdaságtörténet legeredményesebb válságkezelése volt a koronavírus-járvány által okozott recesszió legyőzése.

A megugró infláció időszakában ismét változott a jegybanki szerepkör: ebben a szakaszban a gazdaság újraindulásához a stabilitás helyreállításával tudott a leginkább hozzájárulni az MNB. A magas áremelkedéssel párhuzamosan a reálbérek és a reálvagyonok mérséklődtek, és csökkent a fogyasztói bizalom is. Ilyen gazdasági környezetben az MNB elsősorban azzal járul hozzá az újbóli élénküléshez, ha letöri az inflációt, helyreállítja az árstabilitást, és fenntartja a pénzügyi piaci stabilitást – mindezzel csillapítva a gazdasági szereplők óvatosságát. Mára egyértelművé vált, hogy mindezzel jó úton halad, nagyban hozzájárulva ahhoz, hogy már egyre több jele legyen a konjunktúra visszatérésének. A hitelezés beindítása érdekében a monetáris politika azt a lehető legalacsonyabb kamatpályát választotta, ami egyúttal biztosította az árstabilitás elérését és a pénzügyi piacok egyensúlyát is.

A megváltozott inflációs közegben felértékelődött a strukturális gazdaságfejlesztési politikák és a versenyképességet javító intézkedések szerepe. Az árstabilitás és a külső egyensúly a korábbi évekhez hasonlóan továbbra is támogatják a növekedést, ezért ezek elérése kiemelten fontos. Ugyanakkor míg defláció idején a ciklikus gazdaságpolitikák hasznos szerepet játszottak a konjunktúra élénkítésében, a 2020-as évtizedben fenntartható gazdasági felzárkózást kell folytatnunk. Ennek kulcsa a versenyképesség javítása, amely hosszú távon és fenntartható módon biztosítja a folytatódó növekedést. A versenyképességi fordulat központi elemei a digitalizáció fejlesztése, az energiahatékonyság javítása és a gazdaság zöld átállásának támogatása lehetnek. A fordulat elérése és a fenntartható felzárkózás elősegítése érdekében az MNB folyamatosan elemzi a magyar gazdaság versenyképességét, valamint több körben (előbb 330 majd 144 pontban) konkrét javaslatcsomagot dolgozott ki.

3. ábra: A GDP éves és negyedéves változása



Megjegyzés: A negyedéves változás esetében szezonálisan igazított és naptárhatásokkal korigált adatok.

Forrás: KSH

II.4. A zöld átállás támogatása

Az elmúlt években egyértelművé vált, hogy az éghajlatváltozással együtt járó természeti, gazdasági és társadalmi változások a jegybankok alapvető feladataira is hatással vannak. A globális felmelegedés és a szélsőséges éghajlati jelenségek növelik az inflációt és rombolják a gazdasági környezet stabilitását. A klíma kiszámíthatatlansága a vállalatok jövedelmezőségét is negatívan érinti, ami ráirányítja a figyelmet arra, hogy milyen fontos vizsgálni a pénzügyi rendszer éghajlati kockázatoknak való kitettségét. A klímaváltozás hatásai végső soron fokozott kihívást jelentenek a jegybankok számára a mandátumaik teljesítése során. A zöld gazdasági átmenet jelentős mennyiségű finanszírozást is igényel, miközben a szükséges források mobilizálásához elengedhetetlen a pénzügyi rendszer egészének átalakulása. Ebben a folyamatban a jegybankoknak úttörő szerepet kell vállalniuk.

Az Országgyűlés 2021. májusi döntése alapján a Magyar Nemzeti Bank mandátuma – az európai jegybankok körében az elsők között – kiegészült a kormány környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikájának támogatásával. A jegybanki mandátum kiegészítése megteremtette annak a lehetőségét, hogy az MNB monetáris politikájának megvalósítása során célzottan érvényesítsen zöld szempontokat elsődleges célja, az árstabilitás veszélyeztetése nélkül.

A zöld átmenet megvalósításában meghatározó szerepe van a lakáspiacnak. A hazai lakásállomány műszaki szempontból elavult, ezért jelentős igény mutatkozik az új, magas energiahatékonyságú épületek építésére. Az MNB 2021 augusztusában elindította a Zöld

Jelzáloglevél-vásárlási Programot, 2021 októberében pedig az NHP Zöld Otthon Programot, ezzel támogatva a lakáspiac energetikai korszerűsítését. A Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program fennállása alatt összesen több mint 156 milliárd forint névértékű jelzáloglevél került kibocsátásra, és a piac a program lezárása után is bővült. Az összesen 300 milliárd forintos keretösszegű Zöld Otthon Program mintegy 8 600 háztartás számára tette lehetővé, hogy kedvező hitellel építsen, vagy vásároljon energiahatékony lakóingatlant. Ezen programok bevezetésekor fontos szempont volt a lehető legnagyobb célzottság megvalósítása annak érdekében, hogy az új intézkedések ne gyengítsék a jegybank kibontakozó monetáris politikai szigorítását.

Az MNB a monetáris politikai eszköztárába is integrálta a klímatudatos attitűdöt. A zöld értékpapírok iránti kereslet növelése érdekében a jegybank zöld fedezetkezelési rendszert vezetett be 2021 szeptemberében, ami kedvezményes feltételek mellett fogad el hitelfedezetként zöld értékpapírokat. Az MNB a programot további transzparencia-feltételekhez köti, például hatásjelentések publikálását is elvárja, így támogatva a zöld pénzügyi eszközök piacának átláthatóbbá tételét.

A fenntarthatósági szempontok a devizatartalék-kezelésében is megjelennek. A jegybank 2019 óta rendelkezik dedikált zöldkötvény-portfólióval, hozzájárulva a zöldkötvény-piac fejlődéséhez. Az MNB 2023 novemberében közzétette a Fenntartható és Felelős Befektetési Chartáját, hogy a zöld szempontokat minél szélesebb körben beépítse a devizatartalékok kezelésébe, miközben közép- és hosszú távú célokat tűzött ki a tartalékkezelés környezetbarátabbá tételére. A fenntarthatóság további támogatása érdekében a jegybank 2023 végén bejelentette a portfólió méretének megduplázását, 250 millió euróról 500 millió euróra.

Az MNB prudenciális elemekkel is támogatta a magyar gazdaság környezetileg fenntartható irányba terelését. A jegybank ilyen jellegű intézkedései közül kiemelendő a Zöld tőkekövetelmény-kedvezmény program, illetve a Jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutatóval (JMM) kapcsolatos szabályozás. A tőkekövetelmény-kedvezmény program keretében a hitelintézetek bizonyos zöld eszközök – többek között a zöld lakossági jelzáloghitelek után – kedvezményhez jutnak, ami a zöld hitelezést ösztönzi. A jegybank a JMM számítása során kedvezményesen veszi figyelembe a zöld jelzálogleveleket. Emellett az MNB a Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel feltételrendszerét is kiegészítette zöld célokkal, tovább ösztönözve a bankrendszert a zöld lakáscélok kedvező feltételek melletti finanszírozására.

III. KÉT KIEMELT TERÜLET: A MAGYAR NEMZETI BANK MÉRLEGÉNEK ÉS EREDMÉNYÉNEK ALAKULÁSA

A jegybank számtalan intézkedést hozott a mandátumok teljesítése érdekében, ezek hatása természetesen lecsapódott a jegybank mérlegének és eredményének alakulásában is. Ezeket az elmúlt évek során szinte folyamatosan erős figyelem övezte, ugyanakkor az értelmezésük sajnálatos módon többször félreértéseket és félinformációkat is tartalmazott. Ezek fényében érdemes áttekinteni a Magyar Nemzeti Bank idevágó meglátásait is. Már az elején fontos ugyanakkor felhívni arra a figyelmet, hogy az MNB teljesítményét sosem ezek a tételek határozzák meg, hanem az, hogy a jegybank hogyan teljesítette a mandátumait – kiemelten az árstabilitást.

Bár bizonyos körülmények között a jegybank a céljait csak költségek mellett tudta elérni, de ezek a mandátumok teljesülésének nemzetgazdasági haszna révén bőven megtérültek.

III.1. Az MNB mérlege

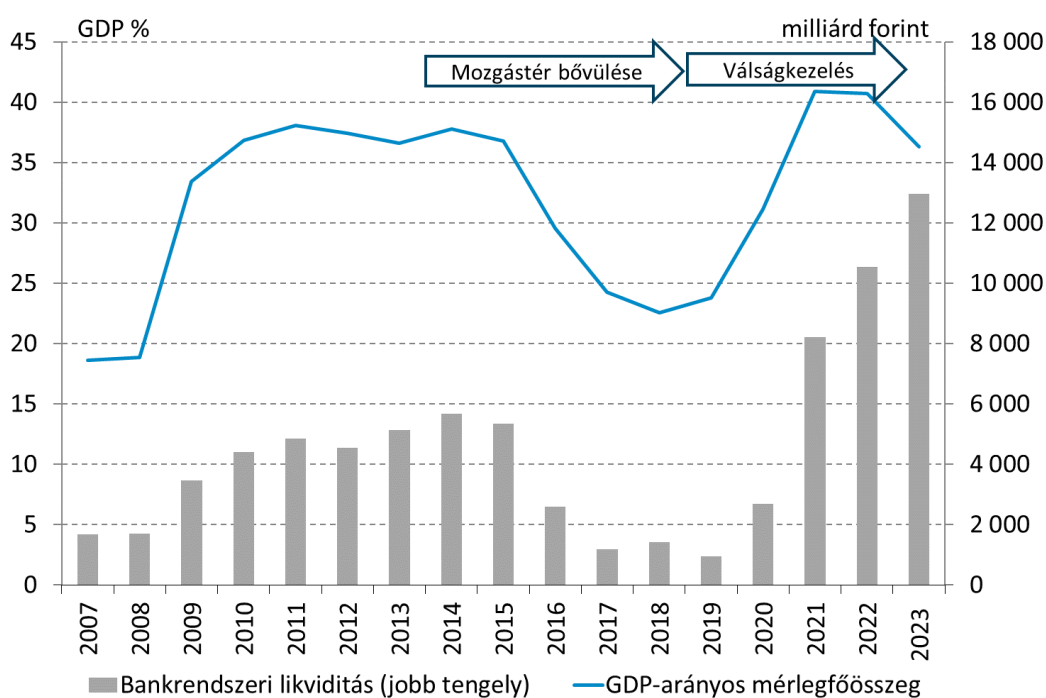
Az MNB 2010-es évek közepi intézkedései egyszerre valósítottak meg fontos gazdaságpolitikai célokat és teremtették meg a mozgásteret a későbbi válságkezeléshez. 2013-tól az MNB több, fontos gazdaságpolitikai célokat megvalósító programja jelentősen hatott a jegybank mérlegére: míg az önfinanszírozási program és a forintosítás mérsékelte a sterilizációs állományt, addig a Növekedési Hitelprogram némiképp ellensúlyozta ezt a hatást. A fenti lépések – a kitűzött célok teljesülése mellett – összességében a jegybankmérleg és a bankrendszeri likviditásfelesleg szűkülésével jártak: 2019-re az MNB mérlegének GDP-arányos nagysága 25 százalék alá, a banki likviditástöbblet pedig 1 000 milliárd forint alá mérséklődött – mindkettőre csak a 2008-as válság előtt volt példa (4. ábra).

Ahhoz, hogy a koronavírus-járvány alatt a magyar gazdaságtörténet legeredményesebb válságkezelése menjen végbe, elengedhetetlen volt a jegybank mérlegének növelése: az MNB programjaival széles körben biztosította a gazdaság forrásellátottságát, és támogatta a gazdasági növekedést. 2020 elején, a járvány kitörésével a világ jegybankjai lépéskényszerbe kerültek: egyszerre kellett lépniük a súlyos gazdasági károk enyhítése és a pénzügyi stabilitás megőrzése érdekében. E két cél egyidejű megvalósításának világszerte alkalmazott módja a jegybankok számottevő likviditásbővítése volt. Ahogy az esszéorozat első részében bemutattuk, a gazdaság talpra állítása és a pénzügyi stabilitás fenntartása érdekében az MNB több mint 11 000 milliárd forint forrást nyújtott a gazdasági szereplők számára. Mindennek az lett az eredménye, hogy a Magyar Nemzeti Bank GDP-arányos mérlegfőösszege 40 százalék fölé emelkedett.

A járvány miatti válságkezelő intézkedések összhangban voltak a jegybank árstabilitási mandátumával. A jegybanki programok szerkezete és időzítése biztosította, hogy azok inflációs hatása mérsékelt maradjon. Egyrészt válság idején, kereslethiányos környezetben élénkítették a gazdaságot, amikor ezen intézkedések inflációs hatása mérsékelt. Másrészt az MNB célzottan nyújtott likviditást: a programok túlnyomó részt beruházásokat, és így a kínálatot élénkítették, vagyis hosszú távon nem növelték az inflációt. Harmadrészt a jegybank az inflációs hatások elkerülése érdekében a kereslet élénkülésének idején fokozatosan visszafogta programjait.

A folyamat értékelésével kapcsolatban érdemes kiemelni, hogy a likviditás nagysága önmagában nem határozza meg a monetáris politika irányultságát: szűk mérleg mellett is lehetnek lazák, és nagy mérleg mellett is lehetnek szigorúak a monetáris kondíciók. Erre a legjobb példa a 2010-es évek második fele, amikor szűk likviditás mellett tartósan fenn lehetett tartani az alacsony kamatszintet az alacsony inflációs nyomással összhangban. Vagy fordítva, a 2022 végén elért 40 százalék feletti GDP-arányos mérlegfőösszeg rekordmagas szintnek számított, miközben a monetáris kondíciók ebben az időszakban voltak a legszigorúbbak hazánkban, ami bő likviditás mellett is biztosította az árstabilitás újbóli elérését.

4. ábra: Az MNB GDP-arányos mérlegfőösszegének és a bankrendszer likviditásának alakulása



Forrás: MNB

III.2. Jegybanki eredmény

Az MNB mindig is hangoztatta, hogy nem eredménycélja, hanem inflációs célja van. Ez természetesen nem azt jelenti, hogy ne lenne felelősen gazdálkodó intézmény, hanem azt, hogy az eredményhatástól függetlenül hoz meg minden szükséges intézkedést a törvényben rögzített mandátumai – így elsődlegesen az árstabilitás elérése és fenntartása – teljesítéséhez. A cél eléréséhez szükséges lépések természetesen befolyásolják a jegybanki eredményt, azonban annak értékelésekor tisztában kell lenni azzal is, hogy az intézkedések hogyan hatottak az inflációra, illetve tágabban a magyar gazdaság egészére.

Az MNB eredményének 2013 óta tartó alakulása alapvetően két szakaszra osztható.

1. **Az első, 2020-ig tartó szakasz,** amikor az MNB az inflációs cél fenntartható elérése mellett folyamatosan nyereséges volt. A kialakult nyereség azt is lehetővé tette, hogy az MNB összesen 600 milliárd forintnyi osztalékot fizessen a költségvetésbe.
2. **A második szakasz 2021-ben indult,** amikor – az első szakasszal szembeni éles váltásként, az infláció letörése és a pénzügyi piacok stabilizálása érdekében megemelt kamatszintből adódóan – a jegybank egyre nagyobb veszteséget könyvelt el.

A válságsorozat kezelésére a világ jegybankjainak, így az MNB-nek is rendkívüli válaszlépéseket kellett tenniük. Ezen lépések költségei a jegybankoknál koncentrálnak, míg hasznai széles körben szétterülnek a gazdaság egészében. A 2020-tól kezdődő válsághullám gyökeresen eltérő reakciót kívánt meg a jegybankoktól, ennek hatására előbb megemelkedett a jegybankok által teremtett likviditás mennyisége, majd a növekvő kamatszintek jelentősen megemelték ennek a

likviditásnak a költségét. A sikeres jegybanki válságkezelés a gazdaság támogatásával, azaz a vállalatok túlélésének és a munkahelyek megmaradásának segítségével, a pénzügyi stabilitás fenntartásával biztosította a nemzetgazdaság működését, az infláció letörése pedig a fenntartható gazdasági növekedés környezetének biztosításával hoz jelentős hasznot mindenki számára. Az ezt biztosító lépések mindenhol költséggel járnak, ami azonban csak a jegybankokat terheli. Ennek következtében 2023-ban az MNB-hez hasonlóan sok európai ország jegybankja is jelentős veszteséget könyvelt el.

A növekvő veszteség azzal a következménnyel járt, hogy az MNB saját tőkéje 2024-re negatívba fordult – ami azonban nem akadályozza a monetáris politika hatékony vitelét. A negatív saját tőke a jegybankok egyre szélesebb körét érinti (például a cseh vagy a chilei jegybank hosszú évek óta negatív saját tőke mellett működik, de a régiós országok között a szlovák vagy a lengyel jegybank saját tőkéje is negatív), ezért több nemzetközi intézmény mellett számos szakmai fórum is megvitatta a jelenséget. Egységes az a szakmai álláspont, miszerint a jegybankok megfelelően tudnak működni veszteségesen is, hiszen pénzteremtő képességüknél fogva nem tudnak csődbe menni. Abban is teljes az egyetértés, hogy sem a jegybanki veszteségek, sem a negatív tőke nem veszélyezteti a jegybankok azon képességét, hogy teljesítsék mandátumukat.

2023 végén megszületett az a törvénymódosítás, amely értelmében a várhatóan csak átmeneti jelleggel tapasztalható veszteség esetén át lehet nézni a potenciálisan kialakuló negatív saját tőkén. Így a következő időszakban nincs szükség a gazdaságpolitika mozgásterét szűkítő, illetve a társadalomnak fölösleges költséget jelentő költségvetési térítésre. Az új jegybanktörvény tervezetét az EKB is előzetesen jóváhagyta, ezzel megerősítve, hogy a hazai törvény a módosítással összhangba került az európai országok többségére jellemző rugalmasabb szabályozással.

A saját tőkét övező fokozottabb érdeklődés mellett ugyanakkor az MNB-nek az eddigieknél nagyobb figyelmet kell fordítania tőkehelyzetének – illetve az azt meghatározó legfontosabb tényezőkre, mint pl. az eredményének vagy a mérlegének – várható alakulására. Előretekintve a jegybank céljaival (például alacsony infláció, pénzügyi stabilitás fenntartása, külső sérülékenység csökkentése) összhangban álló intézkedések a kockázati felárak és ezzel a hazai kamatszint mérséklődésén keresztül pozitív hatást gyakorolnak a jegybanki eredményre is. A mandátumok elérését célzó lépések tehát a tartósan alacsony kamatszinten és a jegybankmérleg szűkülésén keresztül hozzájárulnak a jegybanki eredmény fokozatos javulásához, illetve a saját tőke pozitívba fordulásához is. Összességében az egész országnak az az érdeke, hogy olyan gazdaságpolitikai döntések születhessenek, amelyek ebbe az irányba terelik a folyamatokat.

IV. KONKLÚZIÓ

A Magyar Nemzeti Bank az intézkedéseit mindig a törvényben lefektetett céljaival összhangban hozta meg. Az árstabilitás elérése érdekében a jegybank a konvencionális és innovatív eszközök sorát alkalmazta sikeresen. Mindez lehetővé tette, hogy – Magyarország történetében először – a 2010-es években sikeresen érvényesítsük az árstabilitást, valamint, hogy a 2020-as évek pusztító inflációja mára a jegybanki cél közelébe szelődüljön. A bankrendszer stabilitása az elmúlt 12 év során egy pillanatra sem kérdőjeleződött meg, a pénzügyi piacokon pedig egy árfolyamválság kialakulását kerülte el az ország az MNB határozott fellépésének köszönhetően. A jegybank a

gazdasági növekedés támogatásához is hatékonyan járult hozzá, mind konkrét programokkal, mind pedig versenyképességi javaslatcsomagokkal. Végül – a 2021-ben kapott mandátumával összhangban – az MNB eszközök sorozatával és példamutató magatartásával úttörő szerepet vállalt a zöld átállás támogatásában is.

A jegybanki mandátumok teljesülésének nemzetgazdasági haszna bőven ellensúlyozta a célok elérésének esetleges költségét. A jegybank lépései és programjai természetesen lecsapódtak az MNB eredményében és mérlegében is – csupán ezek alapján azonban nem lehet megítélni a jegybank eredményességét. A Covid-válságot követő inflációs sokk alatt például a jegybank veszteséges lett, ezt azonban a nemzetgazdaság több szereplőjének érdekében vállalta: mind a mérlegbővítésre, mind pedig a kamatemelésre szükség volt a kiszámítható, stabil gazdasági környezet fennmaradásához. Mindezek alapján bátran ki lehet jelteni: az MNB monetáris politikája 2013 óta egy jó utat járt be, és nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a magyar gazdaság – az egyensúly és növekedés képletének mentén – fenntartható felzárkózási pályára állhasson.

„Szerkesztett formában megjelent a portfolio.hu oldalon 2024. augusztus 5-én.”