



ÁLLAMI
SZÁMVEVŐSZÉK

ELEMZÉSE

2018. február

ELEMZÉS



A monetáris politika hatása a költségvetési kockázatok csökkentésére

„Talán különös dolog ilyet mondani, de egyedül a fejlődésben, az átalakulásban és a változásban található meg az igazi biztonságot.”

(A. M. Lindbergh)



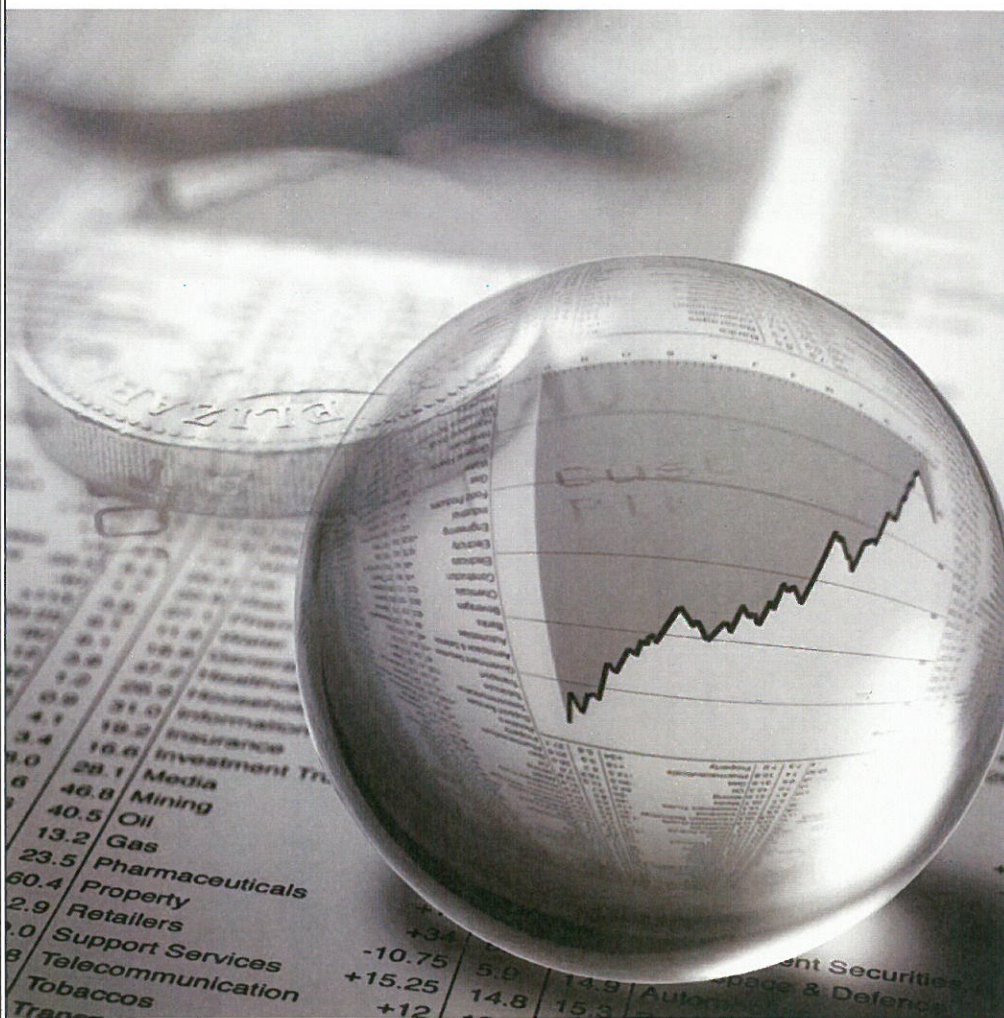
ÁLLAMI
SZÁMVEVŐSZÉK

ELEMZÉSE

„Talán különös dolog ilyet mondani, de egyedül a fejlődésben, az átalakulásban és a változásban találhatjuk meg az igazi biztonságot.”

(A. M. Lindbergh)

ELEMZÉS



ENGEDÉLYEZŐ:


Domokos László elnök



A monetáris politika hatása a költségvetési kockázatok csökkentésére

Szerkesztő:

MAROZSÁN LÁSZLÓNÉ projektvezető

Az elemzés elkészítését felügyelte:

HOLMAN MAGDOLNA felügyeleti vezető

Készítették:

MAROZSÁN LÁSZLÓNÉ projektvezető

SZARKA PÉTERNÉ számvevő

SZIKSZAINÉ KIRÁLY MÁRIA számvevő

Kiadja az Állami Számvevőszék

Az Elemzés
az interneten
a www.asz.hu
oldalon
olvasható.

TARTALOMJEGYZÉK

▶	Bevezetés.....	5
▶	VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ.....	6
▶	AZ ELEMZÉS CÉLJA ÉS MÓDSZERE.....	7
▶	1. A monetáris politikai eszközök működésének mechanizmusa és hatása az államháztartás egyenlegére és az államadósságra.....	8
	1.1. Az MNB monetáris eszköztárának megújítása.....	8
	– 1.1.1. A hagyományos monetáris politikai eszközök változása.....	8
	– 1.1.2. A jegybank által alkalmazott nem konvencionális monetáris politikai eszközök.....	10
	– 1.1.3. Az országkockázati mutató alakulása.....	11
	1.2. A hagyományos és az új eszközök közvetlen és közvetett hatásai az államháztartás egyenlegére és az államadósság alakulására.....	11
	– 1.2.1. A hagyományos monetáris politikai eszközök változtatásának hatása és kockázata a költségvetésre.....	11
	– 1.2.2. A nem konvencionális eszközök hatása a költségvetési folyamatokra.....	12
▶	2. A monetáris politika hatása az államadósság finanszírozási költségeinek alakulására a 2012-2016. években.....	15
	2.1. Az államadósság finanszírozási költségeinek alakulása 2012-2016. években.....	15
	2.2. AZ MNB monetáris politikájának szerepe a maastrichti kritériumok teljesítésében és Magyarország külső sérülékenységeinek csökkentésében.....	17
▶	3. Az MNB eredményességének alakulása és költségvetési hatásai.....	19
	3.1. Az MNB eredményességének alakulása.....	19
	3.2. Az MNB eredményességének költségvetési hatásai az elemzett időszakban.....	20
	– 3.2.1. A központi költségvetésből történő megtérítési kötelezettség alakulása.....	20
	– 3.2.2. Az osztalékfizetésből származó költségvetési bevétel.....	21
	– 3.2.3. A kiegyenlítési tartalékok alakulása.....	21
	– 3.2.4. A központi költségvetéssel szembeni nettó pozíció alakulása.....	22
▶	4. Az MNB középtávú (3-5 év) eredményességére ható tényezők és az ezzel kapcsolatos költségvetési kockázatok.....	23
	4.1. Az MNB eredményességére ható tényezők.....	23
	– 4.1.1. Az MNB mérleg szerkezetének alakulása.....	23
	– 4.1.2. Az MNB eredmény kategóriáinak alakulása.....	24
	4.2. A monetáris intézkedések MNB eredményére gyakorolt hatása és költségvetési kockázatai.....	26
▶	Mellékletek.....	28
▶	Függelékek.....	30
	Fogalomtár.....	30
	Rövidítésjegyzék.....	34
	Irodalomjegyzék.....	35

BEVEZETÉS

Az Állami Számvevőszék elnökének a Költségvetési Tanácsban betöltött tisztségéből adódó feladatához kapcsolódóan az Állami Számvevőszék a költségvetési folyamatok kockázatainak feltárásával, értékelésével, elemzések készítésével támogatja a Költségvetési Tanácsot feladatai ellátásában. Az Állami Számvevőszék szisztematikusan dolgozza fel a költségvetési kockázatokat. Jelen elemzés célja a monetáris politika 2012-2016. évi folyamatainak, azok költségvetési kockázatokra gyakorolt hatásának az elemzése.

Az MNB tv. szerint „*az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenálló képességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésre álló eszközökkel a Kormány gazdaságpolitikáját*”. Ezeknek a céloknak az eléréséhez az MNB tv. felhatalmazása alapján a jegybank különböző monetáris politikai eszközöket alkalmaz. Ezek a jegybanki intézkedések befolyásolják a költségvetési kitétséget és ezáltal a nemzetgazdasági kockázatot. Hozzájárulnak továbbá az államadósság szerkezetének megváltozásához, az ország külső sérülékenységének csökkenéséhez, melyen keresztül javul Magyarország pénzügyi és befektetői megítélése is, ami a gazdasági növekedés mellett társadalmi jelentőséggel is bír.

A monetáris politikai intézkedéseknek is vannak költségvetést érintő kockázatai, amely kockázati tényezők az elmúlt időszakban változtak, ártértékelődtek. Az Állami Számvevőszék a 2013-ban kiadott „*A monetáris politika költségvetési kockázatai, különös tekintettel az adósságszabályra*” című tanulmányában¹ a 2007-2011 közötti időszak vonatkozásában elemezte ezeket a kockázati tényezőket. Az azóta bekövetkezett változások indokolják, hogy ismételten áttekintsük a monetáris politika költségvetési kockázatokra gyakorolt hatását.

¹ <https://asz.hu/tanulmanyok-2013-ev>

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Az Állami Számvevőszék 2013. év elején adta ki „*A monetáris politika költségvetési kockázatai, különös tekintettel az adósságszabályra*” című tanulmányát, amely a központi költségvetés jegybank felé történő fizetési kötelezettsége és az államadósság alakulása közötti összefüggéseket mutatta be a 2007-2011. években. Az MNB tv. a központi költségvetés számára térítési, azaz fizetési kötelezettséget ír elő, amennyiben a jegybanki veszteségre annak eredménytartaléka nem nyújt fedezetet, továbbá ha a saját tőke részét képező kiegyenlítési tartalék negatív egyenlege miatt az szükségessé válik.

A 2013-ban készített tanulmány egyik felvetése az volt, hogy a jegybanki kötvényekhez való hozzáférés mennyiségi korlátozásával csökkenthető a jegybank monetáris politikájával kapcsolatos költsége, felvetette továbbá a devizataralékok nagysága miatt jelentkező jegybanki költségek csökkentésének lehetőségét. A 2012-től megkezdett alapkamat csökkentéssel, a jegybanki betét 2015 szeptemberétől bevezetett és egyre erőteljesebbé váló mennyiségi korlátozásával, továbbá a deviza-forint adósság arányának a forintadósság irányába történő elmozdításával hasznosultak az ÁSZ által tett felvetések. Jelen elemzésünk a korábban készített ÁSZ tanulmánnyal érintett időszak óta eltelt 5 év tapasztalata alapján elemzi a monetáris politika 2012-2016. évek közötti költségvetési kapcsolatait, eredményének alakulását, a kockázatok csökkentésének hatását.

A jegybanki intézkedések eredményeképpen a 2012-2016. évek között **a monetáris politika költségvetési kockázatai jelentősen csökkentek, a központi költségvetésnek térítési kötelezettsége nem keletkezett** tekintettel arra, hogy a 2013-2016. években a jegybank nyereséget realizált, a 2012. évi veszteségének összege pedig nem haladta meg az eredménytartalék összegét.

Az MNB irányadó eszközei (jegybanki kötvény, jegybanki betét) megváltoztatásával, az új nem konvencionális eszközök (pl. az önfinszírozási program, lakossági devizahitelek forintosítása) bevezetésével hozzájárult az állampapír-kereslet és ezáltal az államadósság belső finanszírozási arányának növekedéséhez, mely csökkentette az ország külső sérülékenységét, devizakitetséget, biztosabbá vált az államháztartás finanszírozhatósága, a pénzügyi rendszer stabilitása. A kereskedelmi bankok jegybank által befogadott likvid eszközállománya az irányadó eszköz mennyiségi korlátozása miatt folyamatosan csökkent, miközben a kereskedelmi bankok államadósságon belüli finanszírozási részaránya a 2012. évi 500 milliárd forintról 2016. évre 6 750 milliárd forintra nőtt. Az államadósság devizaaránya a 2012. évi több mint 40%-os mértékről 2016. évre 25% alá mérséklődött. Ezen kívül a jegybanki alapkamat csökkentése az állampapírokat terhelő kamatokat és ezen keresztül az adósságfinanszírozási költségeket is csökkentette. A 2013. évben kifizetett kamatokhoz képest 2016-ban számításaink szerint mintegy 250 milliárd forint megtakarítás jelentkezett a kamatkiadásokban.

Az MNB a Növekedési Hitelprogram keretében a hitelezés élénkítése, a gazdasági növekedés érdekében növelte a gazdaságban lévő jegybankpénz mennyiségét. Az NHP programok következtében 2015-ben átmenetileg közel 1 500 milliárd forint jegybankpénz áramlott a gazdaságba. Figyelemmel az inflációs célt követő magatartására, az MNB az önfinszírozási program végrehajtásával csökkentette ezt a pénzmennyiséget.

A monetáris politika maastrichti konvergencia kritériumok teljesített mutatóira gyakorolt hatását elemezve éles vonal húzható a korábbi és a jelen elemzésünkkel érintett időszakok közé. Az MNB 2013. évi jegybanki eszközeinek megújításával támogatta a fiskális politikát a maastrichti kritériumok teljesítésében.

Az MNB eredményének alakulását az elemzett időszakban a hazai alapkamat, a forintárfolyam, a forint- és a deviza befektetéseken elérhető hozamok, a tartalékok nagysága határozta meg. Nyereségének a 2013-2016. évek között stabil eredménytényezője volt a devizaárfolyamok alakulásából származó pozitív eredmény, ami szintén mérsékelte a költségvetési kockázatot. Az MNB az éves eredményét minden évben eredménytartalékba helyezte, mely a 2013-2016 között többszörösére nőtt, biztosítva a későbbi esetleges veszteségek fedezetét. Ez alól a 2015. évi eredmény kivételt jelentett, melyből 2016. évben 50 milliárd forint osztalékot fizetett a jegybank a központi költségvetésbe, mely befizetés csökkentette a költségvetés finanszírozási igényét és az államadósságot.

Mindezekből levonható az a következtetés, hogy az elemzett időszakban folytatott monetáris politika kedvező hatással volt az államadósság finanszírozási költségeinek a csökkenésére, azon keresztül a költségvetési egyenlegre és az államadósság alakulására, csökkentve ezzel a költségvetési kockázatokat.

A költségvetési térítési kötelezettség felmerülésének hosszú távú kockázatát azonban nem lehet kizárni a monetáris politikai eszközök kapcsán. A következő időszak monetáris eszközeinek meghatározása során további figyelmet kell fordítani az árfolyameredmény-csökkenés és a kamatkülönbözet negatív hatásának a kezelésére való felkészülésre.

AZ ELEMZÉS CÉLJA ÉS MÓDSZERE

Elemzésünk célja a 2012-2016. évek tekintetében értékelni a monetáris politika hatását a költségvetési kockázatok csökkentésére, ehhez kapcsolódóan az MNB eredményére. Az elemzés során azokat a jegybanki eszközöket vettük nagytétel alá, amelyek közvetlenül vagy közvetve érdemi hatást gyakoroltak a költségvetési egyensúlyra és az adósságállomány szerkezetének megváltoztatásával az adósság és ezen keresztül az adósságfinanszírozás költségeinek alakulására. Az elemzésnek nem volt célja a teljes alkalmazott monetáris politikai eszköztár áttekintése. Kitérünk arra is, hogy a jegybank eredményességének alakulása milyen mechanizmusokon keresztül hatott az államháztartási egyenlegre, illetve az államadósságra. Az elemzés kiterjed a jegybanki veszteség, illetve a kiegyenlítési tartalékok miatti központi költségvetésből történő megtérítési kötelezettségre, továbbá az osztalékfizetésből származó költségvetési bevételre és a központi költségvetéssel szembeni nettó pozíció alakulására is.

Az elemzésünkben bemutatjuk, hogy a monetáris politika hogyan hatott a maastrichti konvergencia kritériumok teljesülésére, illetve ez a hatásmechanizmus hogyan alakult a korábbi elemzésünkkel érintett időszak óta.

Magyarországon a különböző (a pénzforgalmi és az eredményszemléletű) számbavétel miatt eltér a hazai és uniós módszertan szerinti adósság-, valamint az adósság finanszírozási költségeinek számítása. Az EU statisztikai módszertana a statisztikai értelemben vett államháztartás (a kormányzati szektor) kiadásait veszi számba. Az államháztartásba tartozó szervezetek köre az ESA2010 módszertana szerint eltér attól a szervezeti körtől, amelyet az államháztartási törvény államháztartási szervezetként meghatároz. Az uniós módszertan szerint a nem költségvetési szervezetként működő, de közjavakat előállító szervezeti egységek (gazdasági társaságok, nonprofit szervezetek) is besorolásra kerülnek a kormányzati szektorba tekintettel arra, hogy az államadósság csökkentése az uniós módszertan szerinti adósságmutató csökkentésére irányul. A KSH az EDP jelentésekben is az uniós módszertan szerinti finanszírozási költségeket jeleníti meg, ezért elemzésünkben az államadósságot nem csak az államháztartás (költségvetési szféra) adósságával azonosítottuk, az államháztartásba tartozó szervezetek széles körét érintően a teljes „kormányzati szektorra” értelmeltük.

Az elemzés során felhasználtuk az ÁSZ által alkalmazott, és nyilvánosságra hozott, hatályban lévő módszertani előírások figyelembevételével az MNB honlapján megjelent adatokat, információkat, elemzéseket, jelentéseket, továbbá a KSH, az ÁKK és az EUROSTAT témát érintő adatait. Esetenként az adatokból idősorokat számolva mutattuk be az adott kérdéskört jellemző trendet. Az elemzés a 2012-2016 közötti időszakot dolgozza fel, de ezen belül a 2012. évi folyamatok bemutatásához bázisként a 2011. december végi adatokat is felhasználtuk. Néhány esetben a hosszú távú folyamatok elemezhetősége érdekében visszatekintettünk a 2012 előtti évekre is és az előző ÁSZ tanulmány által elemzett időszakra, továbbá a kockázatok jövőbeni alakulásának elemzéséhez a 2017. évet követő adatokra, pénzügyi minősítésekre is kitekintünk.

1. A MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZÖK MŰKÖDÉSÉNEK MECHANIZMUSA ÉS HATÁSA AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS EGYENLEGÉRE ÉS AZ ÁLLAMADÓSSÁGRA

1.1. Az MNB monetáris eszköztárának megújítása

1.1.1. A hagyományos monetáris politikai eszközök változása

A jegybank monetáris politikáján keresztül elősegíti a nemzeti fizetőeszköz vásárlóerejének védelmét, megteremt és megőrzi a pénzügyi egyensúlyt a nemzetgazdaság stabilitása érdekében és támogatja a gazdasági növekedést. A monetáris politika meghatározásáért és megvalósításáért Magyarország Alaptörvénye értelmében az MNB önállóan felelős. A jegybank monetáris tevékenysége hatást gyakorol a költségvetés egyenlegére és azon keresztül közvetetten az államadósság alakulására. Az államadósság kamatköltségei az államháztartási kiadások körébe tartoznak, ezért a jegybank irányadó eszközeinek kamatszintje, valamint a devizaárfolyamok alakulása meghatározó befolyással bírnak az államadósság finanszírozásának költségére, és azon keresztül a költségvetési deficit nagyságára.

A jegybank monetáris eszköztárát 2013-tól kezdte el megváltoztatni, melyhez a 2013. szeptember 27-től hatályba lépett MNB tv. által kibővített jegybanki célrendszer biztosította többek között a jogszabályi háttérrel.

Az irányadó eszköz változása

Az MNB 2013-2015. években többször megváltoztatta irányadó eszközét: a **kéthetes MNB kötvényt** 2014. augusztus 1-jétől a **kéthetes jegybanki betét** váltotta fel, majd 2015 szeptemberétől a **három hónapos jegybanki betét került bevezetésre**. Az irányadó eszközökben végrehajtott változtatások hatására a kereskedelmi bankok jegybanknál elhelyezett irányadó eszköz állománya két év alatt 2016 végére 84%-kal, 5 500 milliárd forintról 900 milliárd forintra csökkent².

Ennek eredményeként a kereskedelmi bankok az MNB irányadó eszköze helyett egyre növekvő nagyságrendben és egyre hosszabb lejáratú idejű állampapírokat vásároltak. Ezáltal a kereskedelmi bankok államadósság finanszírozáson belüli részesedése a 2012. év elején fennálló mintegy 500 milliárd forintról 2016. év végére közel 6 750 milliárd forintra emelkedett, amely megközelítőleg az államadósság 27%-át finanszírozta³. Az állampapír állományuk növekedésével a kereskedelmi bankok jegybank által befogadott likvid eszköz állománya csökkent, amely a jegybank kamatköltségét is mérsékelte, javítva ezzel a jegybanki eredményt.

A jegybanki alapkamat változása

A 2010-2011. évben az állampapírok kibocsátása mintegy 6%-os kamattal volt biztosítható. A magas kamat ösztönözte a befektetéseket. Ugyanakkor az időszak kormányzati intézkedéseinek hatására felszabaduló lakossági likviditás lehetőséget biztosított a lakossági adósság csökkentésére. Ezek együttesen mérséklően hatottak a fogyasztásra. A fogyasztás csökkenésével egy időben az infláció is csökkent, ami közvetve csökkentette a gazdasági növekedést és ezáltal a költségvetés bevételeit. Ezek a folyamatok kedvezőtlenül hatottak a költségvetési hiány alakulására.

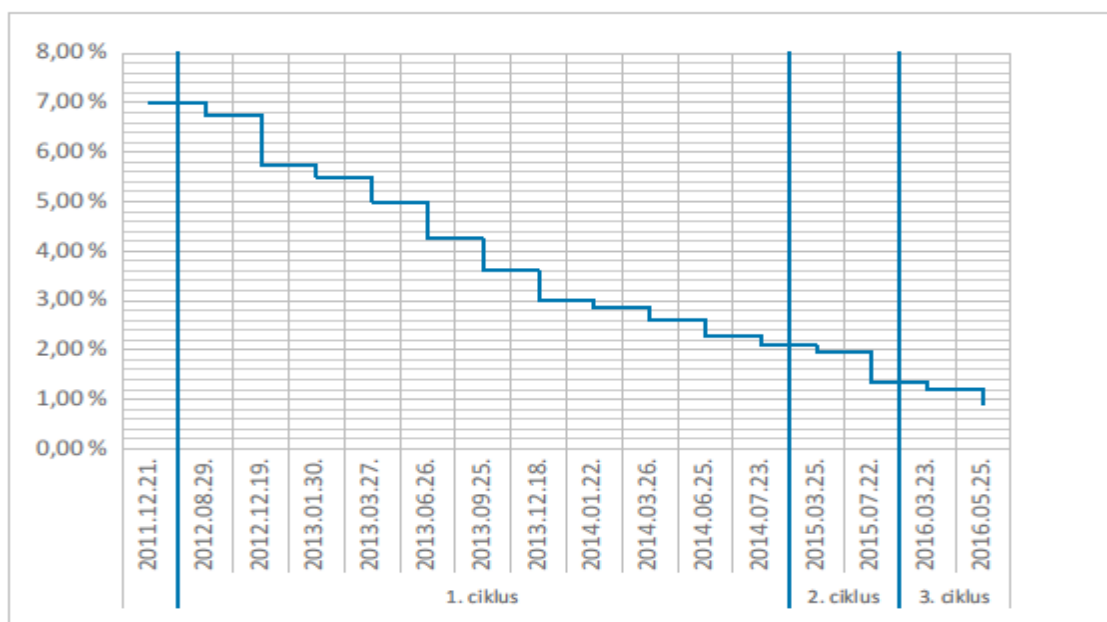
Az MNB Monetáris Tanácsa 2012 augusztusában a 6,75%-on tartott alapkamatot az 1. ábra által szemléltetett három kamatcsökkentési ciklusban 2016. május végére 0,9%-ra mérsékelte, mely 2016. év végére sem változott.

²Nagy M.–Virág B: Sikeres a jegybank nem konvencionális lazítása <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlomenyek/2016-evi-sajtokozlomenyek/nagy-marton-virag-barnabas-siker-es-a-jegybank-nemkonvencionalis-lazitasa>

³Nagy Márton – Hoffmann Mihály: Az önfinanszírozás aktuális kérdései <https://www.mnb.hu/letoltes/irs-kivezetes-20160510-szerkeszett-prezentacio.pptx>

1. ábra

A jegybanki alapkamat alakulása a 2012-2016. években



Forrás: MNB honlapján a jegybanki alapkamat alakulása adatbázis adatai alapján ÁSZ szerkesztés

Az MNB az alapkamat csökkentéssel azt a célt tűzte ki, hogy az infláció 2012-2014. években az általa meghatározott 3%-os, majd 2015-től a $3\pm 1\%$ -os inflációs értéket elérje, illetve megközelítse.

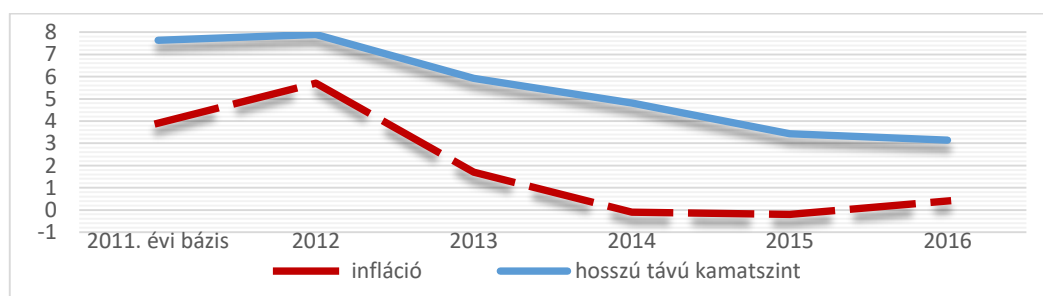
A 2012. évben az alapkamat csökkentése ellenére az 5 éven túli kamatszint növekedett, ami kedvezőtlenül hatott az államadósság finanszírozási költségeinek alakulására. A recessziót követően a gazdasági növekedés beindításához a fiskális politika mellett monetáris politikai eszközökre is szükség volt. 2013-tól az MNB bevezette a nem konvencionális eszközöket, illetve kezdte a hagyományos eszközeit megváltoztatni.

A 2013-2016. években – a gazdaságpolitikai célkitűzésekkel összhangban – a jegybanki alapkammattal közel arányosan, folyamatosan csökkent a hosszú távú kamatszint, ami kedvező hatást gyakorolt az államadósság finanszírozási költségeinek csökkentése révén a költségvetési egyenleg, és ezáltal az államadósság alakulására.

Az államadósság finanszírozási költségeire hatást gyakorló főbb mutatók alakulását a 2012-2016. évek között – a 2011. év végi adatokat bázisnak tekintve – a 2. ábra mutatja:

2. ábra

Az infláció és a hosszú távú kamatszint alakulása a 2012-2016. években (%)



Forrás: KSH, MNB, EUROSTAT adatok alapján ÁSZ szerkesztés

A választható tartalékráta eltörlése

Az MNB 2015 decemberében a bankok által korábban választható tartalékrendszerrel egységesen 2%-os, majd 2016. év végétől 1%-os kötelező tartalékot előíró rendszerre alakította. Ennek hatása egyrészt a kereskedelmi bankok felszabaduló pénzeszközeinek állampapírokba fektetésében nyilvánult meg, továbbá megnövekedett a kereskedelmi bankok által kihelyezhető hitelállomány, ami a forgalomban lévő pénz mennyiségének növelésével

a gazdasági növekedés irányába hatott. Ez – összhangban a gazdaságpolitikai törekvésekkel – tovább javította az államadósság forint alapú finanszírozásának arányát.

Árfolyamhatás

Az elemzéssel érintett években a beáramló uniós források biztosították a gazdaság devizaigényének finanszírozásához szükséges forrásokat és lehetővé tették a lakossági devizahitelek forintosítását. Az EU támogatások kedvezményezett felé történő kifizetéséhez a forint konvertálását a jegybank biztosította. További fedezetet nyújtottak ezekhez a műveletekhez az IMF-EU-tól a gazdasági válság idején, alacsony árfolyam mellett felvett hitelek is, amelyek felhasználásához kapcsolódó devizaműveletek során a jegybank árfolyamnyereséget realizált.

1.1.2. A jegybank által alkalmazott nem konvencionális monetáris politikai eszközök

A Növekedési Hitelprogram (NHP) és a Növekedés Támogató Program (NTP), mint a hitelezés ösztönzésének eszközei

Az NHP és az NTP bevezetésével az MNB a kkv szektor hitelfelvételi lehetőségeit támogatta. Az alacsony kamatozású – jegybanki alapkamathoz közeli – hitel a devizában fennálló hitelek kiváltását, ezzel az árfolyamkockázat megszűnését, másodsorban a beruházások fellendülését ösztönözte, mely hozzájárult a magyar foglalkoztatásban jelentős szerepet betöltő kisvállalkozások működésének stabilizálásához és a gazdaság élénkítéséhez.

Az NHP **első szakaszában** (2013 június – augusztus) a devizában fennálló hitelkiváltás valósult meg. A kkv-k törlesztésre vonatkozó pénzügyi döntései tervezhetővé váltak, tekintettel a konstrukció 2,5%-ban maximalizált hitelkamatlábára. A kereskedelmi bankok 0%-os kamaton kapták a jegybanktól az NHP hitelek kibocsátásához szükséges forrásokat, ami a kamateredmény csökkenése miatt az MNB nyereségét negatívan befolyásolta, azonban társadalmi és gazdasági hatása mellett ez másodlagos volt.

Az NHP **második szakaszára** (2013 október – 2015 december) elsősorban beruházási hitelek kihelyezése volt a jellemző. A második szakasszal párhuzamosan indult el a közepes kockázatú vállalkozások hitelezését támogató NHP+ konstrukció. A 2016. év elején az NTP részeként kezdődött meg az NHP **harmadik szakasza** (2016. január 1.–2017 március), mely a kereskedelmi bankok számára hosszú futamidejű, piaci alapú hitelezésre irányuló ösztönzési rendszer volt⁴, melyhez egy kamatcsere ügylet (HIRS) kapcsolódott. A harmadik szakasz részeként került bevezetésre a Piaci Hitelprogram (PHP), ami szintén a bankok piaci hitelezési lehetőségeit támogatta.

Az MNB az NHP keretében a hitelezés élénkítése, a gazdasági növekedés érdekében pénzteremtő hitellel növelte a gazdaságban lévő jegybankpénz mennyiségét. Az NHP programok következtében a 2015. évben átmenetileg közel 1 500 milliárd forint jegybankpénz áramlott a gazdaságba⁵, amelynek csökkentése a következőkben bemutatásra kerülő önfinanszírozási program végrehajtásával történt meg.

Az önfinanszírozási program, mint a külső sérülékenység mérséklésének programja

Az MNB 2014 áprilisában bevezette a jegybanki eszközök szerkezetét megváltoztató önfinanszírozási programot. Az önfinanszírozási program bevezetése keretében került sor a kéthetes jegybanki kötvény kéthetes betété váló átváltoztatására 2014 augusztus elején, melynek jegyzésére a külföldiek és a nem banki szereplők számára nem volt lehetőség, továbbá az IRS kamatcsere eszköz bevezetésére. Az önfinanszírozási program 2015. év közepéig több lépéssorozatot foglalt magába, melyekben a jegybank, az ÁKK és a hazai kereskedelmi bankok működtek együtt.

A program intézkedéseinek hatására a jegybank irányadó eszközének likviditása és mennyisége folyamatosan csökkent, ami a hazai bankokat egyre növekvő állományú értékpapír tartására ösztönözte. A felszabaduló forrásaiból a magyar bankrendszer jelentős mértékben növelte állampapír állományát. Azáltal, hogy a kereskedelmi bankok az önfinanszírozási program bevezetésével az államadósság finanszírozásában nagyobb részt vállaltak, csökkent az állampapírpiacon devizakülföldi ügyfelektől – jellemzően devizában – való függése, nőtt az adósság

⁴ Parragh Bianka: Monetáris hitviták - A megváltozott jegybanki szerepfelfogás eredményei; Pénzügyi szemle 2017/2 234-250. oldal

⁵ Surányi György: Cél és valóság: Az MNB monetáris politika kudarcai 2016. május 14.

<http://www.portfolio.hu/gazdasag/cel-es-valosag-az-mnb-monetaris-politika-kudarcai.231575.html>

belső finanszírozásának aránya. Ennek hatására csökkent az ország külső kitétsége, amely csökkentette a kamatszintben megjelenő országkockázati felárat. Míg 2014. év tavaszáig a kereskedelmi bankok elsősorban rövid futamidőn át finanszírozták a magyar költségvetést, 2016-ban a forint állampapírok piacán már a hazai bankrendszer volt a legmeghatározóbb szereplő és jelentősen nőtt az államadósság finanszírozásában a lakosság szerepe is. Az államadósság devizaarányának csökkenése a finanszírozáshoz szükséges devizatartalék csökkenésén keresztül hozzájárult az MNB mérlegének szűküléséhez.

A feltételes kamatcsere eszközök, mint a banki kockázatok mérséklését segítő eszközök

A kereskedelmi banki forrásoknak a jegybank irányadó eszközéből való kiáramlása – a likviditás csökkenése mellett – növelte a bankok kamatkockázatát, melynek kezelése az MNB által bevezetett 3, 5 és később 10 éves futamidejű kamatcsere eszköz (IRS) segítségével valósult meg. Az IRS ügylet során a bankok fix hozamú állampapírjait az MNB változó kamatozásúvá konvertálta. Az NHP piaci hitelezésűvé alakításának folyamatában bevezetett feltételes kamatcsere-ügyletet (HIRS) kötő bankok az ügylet értékének legalább negyedével növelték a kkv szektor irányába kihelyezett hitelállományukat.

Az MNB két kamatcsere-eszközének állománya 2016 júliusára több mint 2 500 milliárd forint lett. Ebből 780 milliárd forintot tett ki a 3 éves lejáratú HIRS és 652 milliárd forintot a 3 éves lejáratú IRS-eszköz. Az 5 éveset 904 milliárd forint, a 10 éveset 175 milliárd forint értékben jegyezték a bankok⁶.

A lakossági devizahitelek forintosítása (2014-2015)

A devizahitelek kivezetése vagy forintosítása a gazdasági folyamatokra kedvező hatás gyakorolt, mivel az árfolyam gyengülése miatti többletterhek a devizában eladósodott lakosságot nem terhelték tovább. A pénzügyi folyamatnak jelentős társadalmi hatása is volt. A törlesztési kötelezettségek kiszámíthatóvá válásával stabilizálódott az érintett magyar családok helyzete. A devizakonvertáláshoz szükséges jegybanki devizatartalék összege 2014. év nyarára fedezetet nyújtott a kereskedelmi bankok forintosításhoz szükséges mintegy 8 milliárd euró körüli⁷ devizakeresletére. A devizahitelek kivezetése a bankrendszer, illetve a pénzügyi rendszer erősödését okozta, mely szintén együtt járt az ország külső sérülékenységének csökkenésével. Ez csökkentette Magyarország kockázati felárat, ezen keresztül pedig az államadósság finanszírozási költségét.

1.1.3. Az országkockázati mutató alakulása

A magyar országkockázati mutató (CDS felárak) alakulása visszaigazolja az országkockázat jelentős csökkenését a 2012-2016 közötti időszakban. A magyar CDS felárak a 2008-2009-es években, a globális világgazdasági válság idején kiemelkedően magas értékre emelkedtek. Ebben az időszakban az 5 éves magyar forint és deviza államkötvények CDS felára a 600-700 bázispontot (6-7%-ot) is meghaladta. A magyar CDS felár ezt követően csökkent, 2012. második félévében ismét emelkedett, majd 2014 közepére 200 pont körüli értékre esett vissza. 2017 szeptemberében az addigi legalacsonyabb, 98 bázispontra csökkent az 5 éves magyar CDS felár, ami Magyarország és a magyar gazdaság külföld részéről egyre kedvezőbb megítélését mutatja. Ennek következtében a magyar államadósság egyre olcsóbban finanszírozható, kevesebb kockázatot jelent a költségvetés számára⁸.

1.2. A hagyományos és az új eszközök közvetlen és közvetett hatásai az államháztartás egyenlegére és az államadósság alakulására

1.2.1. A hagyományos monetáris politikai eszközök változtatásának hatása és kockázata a költségvetésre

A jegybank irányadó eszközének változtatásával megnőtt a banki kereslet az állampapírok iránt. Ennek eredményeként 2012-2016. évek között jelentősen megnőtt a kereskedelmi bankok részesedése az államadósság finanszírozásában. Az alapkamat csökkentése és az állampapírok megnövekvő banki keresletének hatására csökkentek az állampapírok után fizetett hozamok, ami csökkentette az MNB költségét. Ez rövidtávon kisebb, hosszabb távon jelentős mértékben járult hozzá az államadósság finanszírozási költségeinek csökkentéséhez, kedvező hatást gyakorolva a költségvetési egyenlegre és azon keresztül – a deficitesez gazdálkodásra tekintettel – a GDP arányos államadósság alakulására. Kedvező irányú változások következtek be a hitelkondíciók körében is. Az

⁶Az Önfinszírozási program első két éve - Tanulmánykötet <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-az-onfinanszirozasi-program-első-két-éve-tanulmánykötet.pdf> 28. o.

⁷Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám – Vonnák Balázs: A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer; Hitelintézeti Szemle 14. évfolyam, 2015. szeptember 60-87. oldal

⁸<https://www.portfolio.hu/deviza-kotveny/allampapir/tortenelmi-melypontra-esett-a-magyar-allam-csodkockazata.263053.html>

alacsony hitelkamatok növelték a gazdaság szereplőinek hitelkeresletét, amely hosszútávon a gazdasági növekedésre is pozitív hatást gyakorol és hozzájárul az ország költségvetési pozíciójának javulásához, mely pozíció tovább javult a 2016. évben kezdődött kedvező hitelminősítések eredményeképpen.

A magyar hitelminősítés alakulása

2013-2016. évek között Magyarország makrogazdasági mutatói jelentősen javultak. Az általános gazdasági helyzet javulása a hazai hosszú lejáratú állampapírok kedvezőbb kockázati besorolásában is nyomon követhető. Ennek eredményeképpen az államadósság finanszírozási költségei csökkentek. A rövid távú kilátások is kedvezőek.

A három nemzetközi hitelminősítő intézet – Standard & Poor's, Moody's Investor Service, Fitch Ratings – az elmúlt években a magyar államkötvények kockázati besorolását kedvező irányban módosította. A Fitch Ratings 2016. május 20-án a devizaalapú magyar államkötvények besorolását befektetésre ajánlott kategóriába minősítette („BBB-”). A Fitch Ratingsnél a forintalapú magyar államkötvények besorolása korábban is befektetésre ajánlott kategóriában volt („BBB-”). A Standard & Poor's hitelminősítő intézet 2016. szeptember 16-án a magyar forint és deviza államkötvények kockázati besorolását szintén felminősítette befektetésre ajánlott kategóriába („BBB-”). Végül 2016. november 4-én a harmadik nagy hitelminősítő, a Moody's is felfelé módosította a hosszú távú magyar deviza és forint államadósság hitelbesorolását, befektetésre ajánlott kategóriába („Baa3”). Ezen időponttól mindhárom hitelminősítőnél a magyar forint és deviza államkötvény (államadósság) kockázati besorolása befektetésre ajánlott kategóriában található. Ez lényegesen megkönnyíti a magyar államadósság (re)finanszírozását, mert további befektetők előtt nyitja meg a lehetőséget magyar állampapírok vásárlására. A három hitelminősítő a magyar rövidtávú kilátásokat is kedvező irányúnak értékelte a 2017. év végén. A Standard & Poor's és Fitch Rating hitelminősítők a magyar forint és deviza államkötvények kockázati besorolását pozitív kilátásúnak minősítette, mely további felminősítés lehetőségét vetíti elő. Ezzel az államadósság finanszírozása, refinanszírozása kedvezően alakulhat a következő időszakban is. A makrogazdasági környezet javulása és a felminősítések kedvező hatást gyakoroltak és gyakorolnak a fizetett kamatok szintjére. A kockázati szint csökkenése alacsonyabb kamatokkal, alacsonyabb finanszírozási költségekkel jár, ami kedvező hatást gyakorolnak az államháztartás egyensúlyára, szintjére, hozzájárulnak az ország költségvetési pozíciójának javulásához.⁹

1.2.2. A nem konvencionális eszközök hatása a költségvetési folyamatokra

Az NHP keretében a kkv szektornak biztosított alacsony kamat javította a kis- és közepes vállalatok hitelellátottságát, továbbá beruházás-ösztönző hatása emelte a gazdaság hosszabb távú növekedési képességét. Az NHP három szakaszában és az NHP+ konstrukció keretében a bankok több mint 2 800 milliárd forint értékű hitelszerződést kötöttek, közel 40 ezer kkv jutott kedvező finanszírozáshoz. A nyújtott hitelek 2% körüli mértékben járulhattak hozzá a GDP növekedéséhez¹⁰. A HIRS kamatcsere ügyletekhez kapcsolódóan – a PHP-ra áttérés során – a kereskedelmi bankok az MNB által előírtaknak megfelelően a 2016. évben 200 milliárd forintos vállalást tettek kkv-hitelezésük növelésére, amit közel 50%-kal túlteljesítettek¹¹.

A hitelt felvevő kis- és középvállalkozások hitelállomány-szerkezete az árfolyamkockázat megszűnésével, a fix kamat biztosításával és a hitelek jellemzően hosszú lejáratú miatt kedvezőbbé vált. Hatására egyrészt megállt a kkv hitelállomány évek óta tartó 5-7%-os csökkenése¹², másrészt a hitelezés nagyobb intenzitású lett. Ahogy az 1. táblázat is mutatja közvetett hatásként jelentkezett a kisvállalkozások számának, valamint az általuk foglalkoztatottak számának a növekedése. A beruházások és a forgóeszköz feltöltések növelték a piaci keresletet, amely a GDP emelkedésének irányába hatott. A vállalkozások eredményének javulása növelte az adóalapot, ami a költségvetés bevételeinek növelésével csökkentőleg hatott az államháztartás hiányára.

⁹ <http://www.akk.hu/hu/oldal/statisztika>

¹⁰ A Növekedési Hitelprogram eredményei 2017.; 2017. június 13.

<https://www.mnb.hu/letoltes/a-novekedesi-hitelprogram-eredmenyei-honlapra-20170613.pdf>

¹¹ Pénzügyi szemle online: A hazai problémák hazai megoldásokat igényelnek - interjú Kolozsi Pál Péterrel az MNB monetáris politikai eszköztárának megújításáról; Pénzügyi szemle online 2017. július 10.

<http://www.penzugyiszemle.hu/interju/a-hazai-problemak-hazai-megoldasokat-igenyelnek-interju-kolozsi-pal-peterrel-az-mnb-monetaris-politikai-eszkoztaranak-megujitasarol>

¹² Parragh Bianka: Monetáris hitviták - A megváltozott jegybanki szerepfelfogás eredményei; Pénzügyi szemle 2017/2 234-250.o.

1. táblázat

A kis-és középvállalkozások számának és a foglalkoztatottak létszámának alakulása (2013-2015.)

Kategória	Vállalkozások száma/db	Foglalkoztatottak létszáma/fő	Vállalkozások száma/db	Foglalkoztatottak létszáma/fő	Vállalkozások száma/db	Foglalkoztatottak létszáma/fő
	2013.		2014.		2015.	
0 fős mikro vállalkozások ¹³	9 220	-	2 063	-	5 786	-
1 fős mikro vállalkozások	392 914	392 914	424 110	424 110	461 151	461 151
2-9 fős mikro vállalkozások	173 174	584 438	170 329	583 478	170 322	587 308
Kisvállalkozások	29 197	473 362	30 372	494 046	32 013	521 196
Középvállalkozások	4 961	370 187	5 041	369 244	5 144	382 627
Összesen	609 466	1 820 901	631 915	1 870 878	674 416	1 952 282

Forrás: KSH adatok alapján ÁSZ szerkesztés

Az **önfinanszírozási program** eredményeként az államadósság-finanszírozás forint irányába történő elmozdulásának hatására **csökkent a magyar gazdaság külső sérülékenysége**. A banki állampapír-kereslet növekedésével párhuzamosan csökkent a forint állampapírok hozama. A 2014. évtől kezdődően folyamatosan nőtt a belső finanszírozás aránya, így biztosabbá vált az államháztartás finanszírozhatósága, a pénzügyi rendszer stabilitása. Az állampapírok alacsonyabb kamatkidrásai egyúttal az államadósság finanszírozási költségeinek csökkenése irányába hatottak. Az alacsonyabb külső adósság, illetve az adósságnak a forint irányába eltolódott szerkezete csökkentette az ország kockázati felárát. Az önfinanszírozási program eredményeként az ÁKK-n keresztül a Magyar Állam 2016 júliusáig több mint 9 milliárd euro devizaadósságot fizetett vissza forintban¹⁴, amely következtében 40%-ról 25% alá csökkent az államadósság devizaaránya¹⁵. Csökkent továbbá a külföldiek és nőtt a hazai bankrendszer szerepe az államadósság finanszírozásában. A központi költségvetés adósságának 2012-2016. év közötti szerkezeti változását mutatja be a 2. táblázat. A központi költségvetés adósságelemeinek lejárat szerkezetét a 2018-2031. év közötti időszakra az 1. melléklet mutatja.

2. táblázat

A központi költségvetés adósságszerkezetének alakulása 2012-2016 években*

Megnevezés	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Devizában fennálló adósság (Mrd Ft)	8 326,6	8 904,9	8 957,9	7 735,8	6 256,5
Az összes adósság százalékában	40,1%	40,5%	37,5%	31,3%	24,6%
Forintban fennálló adósság (Mrd Ft)	12 042,4	12 976,4	14 612,0	16 207,9	18 430,9
Az összes adósság százalékában	58,1%	59,0%	61,2%	65,6%	72,5%

*Egyéb kötelezettségek nélkül
Forrás: KSH EDP jelentések

¹³ KSH jelző, a foglalkoztatottal nem rendelkező vállalkozásokra

¹⁴ Hoffmann Mihály – Kolozi Pál Péter: Biztonságos szinten az MNB tartalékai; 2017. január 13.
<http://www.portfolio.hu/gazdasag/biztonsagos-szinten-az-mnb-tartalekai.242473.html>

¹⁵ Kicsák Gergely: Az EU-hitel utolsó részletének törlesztése egyszerre csökkentette az ország sérülékenységét és az adósságfinanszírozás költségét 2016. április 6.
<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/monetaris-politika/kicsak-gergely-az-eu-hitel-utolso-reszletenek-torlesztese-egyszerre-csokkentette-az-orszag-serulekenyseget-es-az-adossagfinanszirozas-koltseget>

Az önfinanszírozási programhoz kapcsolódóan a jegybank által bevezetett **kamatsere eszközök** közül az IRS a bankok állampapír vásárlásának ösztönözése mellett különösen a hosszú lejáratú államkötvényhozamok csökkenésére volt hatással. A bankok és a lakossági befektetők állampapírok iránt megnövekvő kereslete egyrészt csökkentette a rövid- és hosszú távú kamatokat, másrészt mérsékelte a kockázati felárat, amely kedvezően hatott az államadósság kamatkiadásaira. Ezzel érezhetővé vált a monetáris politika hatása a költségvetési kockázatok csökkentésére. A HIRS szélesítette a kereskedelmi bankok kkv szektor felé irányuló hitelezési kínálatát, feltételeit. Ezzel a jegybank a gazdasági növekedés fellendítésében játszott szerepet.

Az önfinanszírozási programhoz kapcsolódó jegybanki intézkedések – az adósságkezelési költségek csökkentése útján – pozitívan hatottak a költségvetés egyenlegére, továbbá az államadósság nagyságára, ugyanakkor a jegybanki eszközcserek növelték a jegybank kamatkockázatát. A kamatsere eszközökkel vállalt kamatvesztés a jegybank mérlegében az IRS-nél 3-10 évig, a HIRS-nél 3 évig áll fenn. Ilyen hosszú távon nehezen becsülhető meg, hogy a sterilizációs állomány tartásával kapcsolatos költségcsökkenés mekkora összegben lesz fenntartható. Különösen az IRS esetében magas a jegybanki kockázat-átvállalás miatt a jegybanki veszteségtényező bekövetkezésének lehetősége, ami kockázatot hordoz a költségvetési megtérítés tekintetében is.

2. A MONETÁRIS POLITIKA HATÁSA AZ ÁLLAMADÓSSÁG FINANSZÍROZÁSI KÖLTSÉGEINEK ALAKULÁSÁRA A 2012-2016. ÉVEKBEN

2.1. Az államadósság finanszírozási költségeinek alakulása 2012-2016. években

A fiskális politikában változásokat eredményezett, hogy az Országgyűlés az adósságszabály létrehozásával, annak Alaptörvénybe foglalásával 2012. január 1-jétől alkotmányos szintre emelte az adósság folyamatos csökkentésének célját. Ekkortól kormányzati és gazdaságpolitikai célként meghatározásra került, hogy a magas eladósodottságot mérsékelni kell, továbbá a GDP-arányos államháztartási hiányt a 3%-os maastrichti kritérium alá kell csökkenteni. A fiskális politika intézkedéseinek eredményeként a 2012. évben többletet mutatott az államháztartás GDP-arányos elsődleges egyenlege, ami a következő években folyamatosná vált. A jegybank monetáris politikája ekkor még elsősorban jogszabályi feladatként az árstabilitás fenntartására összpontosított. A hagyományos jegybanki eszközök 2013. évi megváltoztatásának és a nem konvencionális eszközök egyre szélesebb körű bevezetésének és alkalmazásának hatásai a 2014. évtől jelentkeztek az adósságfinanszírozási költségek alakulásában.

Az MNB kamatpolitikája – a gazdaságban érvényesülő hozamszinten keresztül – az államháztartás finanszírozási költségeire hatást gyakorolt. A kamatcsökkentési ciklusok eredményeként csökkent a forint állampapírok hozamszintje. Az alapkamat csökkentések ütemét szorosan követte a rövidebb futamidejű állampapírok kamatszintje, míg a hosszú lejáratú állampapírok kamata az alapkamat csökkenésének mintegy 60-70%-át tette ki. Az államháztartás kamatterheinek csökkenése a költségvetési egyenleg, valamint a GDP arányos államadósság javulását okozta annak ellenére, hogy 2012. év kivételével a nominális adósság növekvő tendenciát mutatott miközben, a 2015-2016. években a növekedés üteme a 2014. évihez képest folyamatosan csökkent. A 3. táblázat a kamatköltségek és az adósság állományának, változásának az alakulását szemlélteti.

3. táblázat

A kormányzati szektor adósságának és kamatköltségeinek alakulása 2011-2016. években

Megnevezés	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Kormányzati szektor bruttó adóssága (Mrd Ft)	22 720,7	22 414,1	23 076,2	24 514,2	25 403,2	25 921,8
ESA						
Az adósság változásának üteme előző évhez képest (%)	-	-1,3	3,0	6,2	3,6	2,0
ebből rövid lejáratú adósság (ESA/EDP) (Mrd Ft)	2 399,8	3 075,3	3 395,2	3 347,0	3 834,4	4 799,7
rövid lejáratú adósság aránya (%)	10,6	13,7	14,7	13,7	15,1	18,5
kormányzati szektor konszolidált kamatkiadása (Mrd Ft)	1 172,4	1 314,4	1 363,5	1 299,1	1 199,0	1 117,5
változás az előző évhez képest (Mrd Ft)	-	142,0	49,1	-64,4	-100,1	-81,5
változás 2013-hoz képest (Mrd Ft)	-	-	-	64,4	164,5	246,0
változás az előző évhez képest (%)	-	12,1	3,7	-4,7	-7,7	-6,8
változás 2013-hoz képest (%)	-	-	-	-4,7	-12,1	-18,0

Forrás: KSH, EDP jelentések adatai alapján ÁSZ szerkesztés

A 3. táblázat adatai mutatják, hogy az államadósság nominális értéke 2013-ban 3,0%-kal, 2014-ben 6,2%-kal, 2015-ben 3,6%-kal, 2016-ban pedig 2,0%-kal volt magasabb az előző évinél. A 2011. évi bázishoz képest a 2016. évben a kormányzati szektor hosszú lejáratú bruttó adóssága 3,9%-kal nőtt, mely kockázatot jelentett a kamatkiadások hosszú távú alakulására.

A 2012. január 1-jén a 7 %-os jegybanki alapkamat, az 5,7 %-os infláció, valamint a GDP csökkenése, továbbá a hosszú távú kamatszint emelkedése az adósságfinanszírozás költségeinek nominális alakulását kedvezőtlenül érintette. A jegybanki alapkamat csökkentése Magyarországon a nemzetközi környezethez képest későn kezdődött meg, így késleltetett módon befolyásolta a kamatszint alakulását, az állampapírok átárazódása nem azonnal történt meg. Ennek következtében az államadósság konszolidált kamatkiadása 2012-ben 12,1%-kal magasabb volt, mint az előző évben. A kormányzati szektor konszolidált kamatkiadásai 2012. évben az előző évihez képest 142,0 milliárd forinttal emelkedtek. 2013-ra a kifizetett kamatok 1 363,5 milliárd forintra nőttek, ami az előző évhez képest már mérsékelt, de további 3,7%-os növekedést jelentett. Az alapkamat csökkentés hatására a

kormányzati szektor konszolidált kamatkiadásai 2014-től kezdtek dinamikusan csökkenni. A 2013. évben kifizetett kamatokhoz képest 2014-ben 64,4 milliárd forint, továbbá kumuláltan 2015-ben 164,5 milliárd forint, valamint 2016-ban 246,0 milliárd forint megtakarítás jelentkezett a kamatkiadásokban.

A kamatkiadások csökkenése nemcsak az alapkamat és a hosszú távú kamatszint csökkenésével volt összefüggésben. Szerepet játszott benne, hogy a jegybank a 2013. évtől kezdődően nem konvencionális eszközök alkalmazásával aktív szerepet vállalt a gazdaságélénkítő folyamatok befolyásolásában, közreműködött továbbá az államadósság forint-deviza arányának a devizaarány csökkenésével járó átalakításában, ezáltal csökkent az árfolyamváltozás nehezen tervezhető hatása az államadósság finanszírozási költségeiben.

A 3. táblázatból látható az is, hogy az adósságon belül a rövid lejáratú adósság aránya 2012-2016. években növekvő tendenciát mutatott. Ez azt jelzi, hogy ebben az időszakban az adósságfinanszírozás megújításának kockázata nőtt. Egyelőre a teljesítési adatok nem támasztják alá, hogy a hosszabb lejáratú állampapírok irányába érdemi elmozdulás történt volna az állampapír-piacon. Ennek eredményei csak hosszabb távon lesznek számszerű adatokból értékelhetőek. Az elemzés során azonban nem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy – 2015 kivételével – az elemzett időszak minden évében törlesztésre került a 2008-ban felvett EU vagy IMF hitel egy része, ami természetesen a rövid lejáratú vagy abba átsorolt kötelezettségek között jelentkezett az EDP ki-mutatásokban és az ÁKK publikált adataiban¹⁶.

A kormányzati szektor hiánya – uniós módszertan szerint – az EU28 tagállamának átlagában és Magyarországon a következőképpen alakult:

4. táblázat

A kormányzati szektor GDP arányos hiányának uniós módszertan szerinti alakulása a 2012-2016. években

Megnevezés	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Kormányzati szektor ESA/EDP egyenlege a GDP %-ában (EU 28 ország)	-4,3	-3,3	-3,0	-2,4	-1,7
Kormányzati szektor ESA/EDP egyenlege a GDP %-ában Magyarország	-2,3	-2,6	-2,1	-1,6	-1,8

Forrás: KSH, EUROSTAT, 2016. évi zárszámadási törvényjavaslat adatai alapján ÁSZ szerkesztés

A 4. táblázat adataiból látható, hogy a kormányzati szektor GDP arányos hiánya Magyarországon 2012-2015. évek között lényegesen alacsonyabb volt az EU28 tagországának átlagos mutatójánál. A csökkenés üteme az EU28 átlagos mutatójánál ugyan magasabb volt, azonban a magyarországi GDP arányos hiány mutató ezen időszak alatt – a 2016. évi kivételével – kedvezőbben alakult. Az államháztartási hiánynak – a 2016. évi költségvetési hiány kivételével – az EU-s átlagnál kedvezőbb adatai igazolják a jegybank monetáris tevékenységének és a fiskális politikának, illetve a kettő együttműködésének sikerét a magyar nemzetgazdaság kockázatának csökkentésében.

A jegybank monetáris politikai eszközeinek alkalmazása önmagában nem elegendő arra, hogy a gazdaság strukturális szerkezetének alakulására jelentős hatást gyakoroljon. Az államot terhelő kamatkiadásoknak a GDP közel 1%-át kitevő csökkenése jelentősen megnövelte a költségvetés mozgásterét. Egyúttal lehetőséget nyújtott arra, hogy a fiskális politika, valamint az adópolitika olyan intézkedéseket tegyen a jövőben, amelyek kedvező irányban befolyásolják a gazdaság strukturális változását, valamint ösztönzik a termelést és foglalkoztatást bővítő beruházások megvalósítását, továbbá segítik a fogyasztás élénkítését. A kormányzat mindezt a hitelminősítők által is kedvezőnek ítélt környezetben teheti, aminek elérésében a jegybanki intézkedéseknek minden kétséget kizáróan komoly szerepe volt az elmúlt években.

¹⁶ A KSH honlapján közzétett a tárgyév utolsó negyedéves adatait tartalmazó EDP jelentések adataiból az ÁSZ által számított adatokat mutatja be a 4. táblázat, https://www.ksh.hu/edp_jelentes

2.2. AZ MNB monetáris politikájának szerepe a maastrichti kritériumok teljesítésében és Magyarország külső sérülékenységének csökkentésében

Az EU megalakulásakor aláírt maastrichti szerződés a tagországok számára az államháztartási hiány felső határát a GDP 3%-ában, az államadóssági szint felső határát a GDP 60 %-ában határozta meg. Az utóbbira vonatkozóan további kritériumként került az is rögzítésre, hogy egyértelműen csökkenő, fenntartható pályán kell lennie. A szerződés rendelkezett továbbá az infláció és a hosszú távú kamatlábak maximumáról is, amely mutatókat az EU három legkisebb inflációjú országának adott átlagos mutatójához rögzítette.

A következőkben bemutatjuk, hogy az ÁSZ által készített korábbi elemzésével és a jelen elemzéssel érintett 2007-2016-os időszakban milyen hatása volt az MNB monetáris politikájának a maastrichti kritériumok teljesítésére, a devizatartalékok alakulásán keresztül a külső sérülékenységre. Az 5. táblázat bemutatja a maastrichti követelményeket (referencia adatok) és teljesítésük alakulását, továbbá Magyarország adósságállományán belül a devizaarány alakulását a 2007-2016. évek között.

5. táblázat

A maastrichti kritériumok és teljesítésük, valamint az adósságállomány devizaarányának alakulása 2007-2016. évek között (%)

Konvergencia jelentés éve	infláció ¹⁷		hosszú lejáratú kamatláb		költségvetési hiány/többlet		államadósság mutató a GDP %-ában		adósságállomány deviza aránya ¹⁸
	ref. adat ¹⁹	Mo.	ref. adat ²⁰	Mo.	ref. adat	Mo.	ref. adat	Mo.	
2008. (2007.május-2008 április)	3,2	7,5	6,5	6,9	3,0	-5,5	60	66	2007: 29,5 2008: 40,1
2010. (2009.május-2010 április)	1,0	4,8	6,0	8,4	3,0	-4,0	60	78,3	2009: 46,2 2010: 50,2
2012. (2011.május-2012. április)	3,1	4,3	5,8	8,0	3,0	+4,3	60	80,6	2011: 45,2 2012: 40,1
2014. (2013.május-2014. április)	1,7	1,0	6,2	5,8	3,0	-2,2	60	79,2	2013: 40,5 2014: 37,5
2016. (2015.május-2016. április)	0,7	0,4	4,0	3,4	3,0	-3,1	60	74,7	2015:31,3
2016. évi zár- számadási tv. tervezet szerint	-	-	4,0	-	-	-2,0	-	74,1	2016: 24,6

Forrás: MNB honlap EKB Konvergencia jelentésekből, valamint KSH EDP jelentésekből, továbbá az éves zárszámadási törvény-tervezetekből ÁSZ szerkesztés

A 2007-2012. években az infláció, a hosszú lejáratú kamatláb, valamint a költségvetési hiány és az államadósság mutató is meghaladta a maastrichti elvárásokat. A 2013. évi monetáris politikai változások kedvező folyamatokat indukáltak a maastrichti kritériumok teljesítésében. A táblázat időszaki adataiban a 2012. évben kimutatott költségvetési többlet csak átmenetileg – a magánnyugdíjpénztári vagyon állami átvételéhez kapcsolódóan –, a mérési időpontban jelentkezett.

A 2013. évtől kezdődően Magyarország kikerült a túlzott deficit eljárás alól, és azóta a **költségvetési hiány** alatta maradt a referenciaként a GDP 3%-ában meghatározott mértéknek. A költségvetési hiány csökkenésében

¹⁷ a konvergencia jelentésekben bemutatott infláció, megjelölt időszakra számított értéke

¹⁸ http://www.parlament.hu/documents/126660/448547/KT_SzG_K_18. oldal 8. számú ábra felhasználásával, valamint az éves zárszámadási törvénytervezetek részletes indoklásából számított adatok

¹⁹ a három legalacsonyabb inflációjú ország átlagos inflációja+1,5 százalékpont

²⁰ a három legalacsonyabb inflációjú ország átlagos hosszú távú kamatlába + 2 százalékpont

a fiskális szigorítások mellett kiemelkedő szerepet játszott, hogy a központi költségvetést az államadósság miatt terhelő kamatkidadások 2013-tól kezdődően egyre emelkedő mértékben csökkentek, ami a jegybank önfinanszírozási programjának hatásával volt szoros összefüggésben.

A **hosszú távú kamatlábak** referencia érték alá csökkenése ugyancsak a 2013. évtől figyelhető meg. A hosszú lejáratú kamatszint csökkenése az államadósság szerkezetében bekövetkezett devizaarány csökkenése következtében változott kedvezően, továbbá alakulásában nagy szerepe volt a 2012-től végrehajtott folyamatos alapkamat csökkentésnek. Az adósságszerkezetnek a forint irányába történő kedvező elmozdulása a 2011. évben kezdődött és csökkenő tendenciája az önfinanszírozási program hatására 2014-től emelkedett nagymértékben. Az állampapírok vásárlására a kereskedelmi bankok részéről jelentkező egyre növekvő kereslet csökkentette az állampapírok után fizetett hozamok nagyságát, egyúttal kedvezően befolyásolta a hosszú távú kamatszint alakulását is. A nemzetgazdaság külső sérülékenységének csökkenése, valamint a gazdaság és a költségvetés stabilitásának elérése lehetőséget teremtett arra, hogy a hosszú távú kamatok és a kockázati felár csökkenjen.

Az **államadósság mutató** ugyan egyik évben sem érte el az EU által a GDP 60%-ában meghatározott arányt, de 2012-től annak egyértelmű és fenntartható csökkenését igazolják a mutatószámok. Az adósságmutató csökkenéséhez egyrészt az alapkamat csökkentés, másrészt a forint állampapírok irányába elmozduló adósságszerkezet és az alacsonyabb állampapír hozamok is hozzájárultak.

Az **infláció** 2014. évtől került az EU által támasztott követelmények referenciaértéke alá az MNB inflációs politikájának következtében. Az infláció 2014-2016. évi alacsony szintje szerepet játszott a pénzforgalmi szemléletű költségvetési hiány csökkenésében azáltal, hogy a kiadási előirányzatokban kalkulált infláció nem teljesült, ami a maradványt növelte, ezzel is segítette az eredmény szemléletű maastrichti hiánykritérium alatti költségvetési hiány elérését.

Az MNB irányadó eszközének mennyiségi korlátozása eredményeként és a hagyományos jegybanki eszközöket támogató önfinanszírozási program hatására csökkent az állam devizaadósságának az aránya, erősödött az államadósság belső forrásokból történő finanszírozása, mely hozzájárult az ország **külső sérülékenységének** a csökkenéséhez. Az államadósság alacsonyabb devizaaránya miatt Magyarországnak kisebb **devizatartalékra** volt szüksége, ami a finanszírozási költségek mérséklésén keresztül a költségvetés egyensúlyára is kedvezően hatott.

A fenti táblázatban bemutatott eredmények a 2013. évtől megvalósult fiskális és monetáris politika összehangolt, egymást erősítő működésének köszönhető. A jegybank monetáris politikai intézkedéseivel segítette a fiskális politikát a maastrichti kritériumok teljesítésében.

3. AZ MNB EREDMÉNYESSÉGÉNEK ALAKULÁSA ÉS KÖLTSÉGVETÉSI HATÁSAI

3.1. Az MNB eredményességének alakulása

Az MNB tv. rögzíti a jegybank függetlenségét, ugyanakkor előírja az MNB eredménytartalékát meghaladó tárgyevi veszteségének központi költségvetés általi megtérítési és az MNB saját tőkéjének részét képező kiegyenlítési tartalékok összege negatív egyenlegének MNB tv. szerinti feltöltési kötelezettségét.

A központi költségvetés egyenlege tekintetében és nemzetgazdasági szempontból kedvező, ha az MNB, az MNB tv.-ben meghatározott célokat minél alacsonyabb ráfordítás mellett éri el. Az MNB 2012-2016. években elért eredményének nagyságát egyrészt a monetáris politika legfontosabb változói (többek között mérlegének szerkezete, az alkalmazott monetáris eszköztár jellemzői), másrészt külső hatások is (például az állami devizakötvény-kibocsátás és -törlesztés, a lakossági devizahitelek forintosításának devizaigénye, a forintárfolyam, a külső kamatok) befolyásolták.

Az elemzett 5 éves időszakban az MNB mérleg szerinti eredménye a 2012. évben negatív volt (-39,8 milliárd forint), a további négy évet nyereséggel zárta. Az MNB a 2012. évi veszteséges gazdálkodása után – a 2013-as és a 2014-es évek 26 milliárd forintot meghaladó nyereségét követően – 2015-ben 94,5 milliárd forint, majd a 2016. évben több mint 54 milliárd forint nyereséget realizált.

Az elemzett években keletkezett mérleg szerinti eredményt – a 2015. év esetében annak osztalékfizetés feletti részét – eredménytartalékba helyezték, aminek következtében az eredménytartalék 2013. év végi 9,8 milliárd forintról 2016. év végére 107,9 milliárd forintra – több, mint 11-szeresére – nőtt.

Az MNB eredményének kedvező alakulása döntően az alapkamat-csökkentési ciklusokhoz, továbbá a jegybanki programokhoz (önfinanszírozási program, lakossági devizahitelek forintosítása) volt köthető, illetve a külső sérülékenység csökkentésével összhangban összehúzódó jegybankmérleg is a kedvezőbb eredmény irányába hatott. A költségvetés MNB-nek történő térítési kötelezettségét megalapozó adatok alakulását a 2012-2016. években a 6. táblázat mutatja be.

6. táblázat

A költségvetés térítési kötelezettségét megalapozó MNB mérlegadatok alakulása a 2012-2016. években (milliárd forint)

Megnevezés	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Mérleg szerinti eredmény	-39,8	26,3	27,4	94,5	54,3
Eredménytartalék	47,0	9,8	36,0	63,4	107,9
Forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka	564,0	509,6	518,0	312,6	182,5
Deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka	-30,2	-91,1	54,5	28,5	17,4
Kiegyenlítési tartalékok összege	533,8	418,5	572,5	341,1	199,9
Központi költségvetés kiegyenlítési tartalékok miatti térítési kötelezettsége	0	0	0	0	0
Saját tőke részét képező tartalékok összesen:	580,8	428,3	608,5	404,5	307,8
Fizetett osztalék	0	0	0	0	50,0*

*A 2015. évben keletkezett nyereségből 2016. évben fizetett osztalék

Forrás: MNB 2012-2016. évi beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés²¹

²¹ Magyar Nemzeti Bank Éves Jelentése 2012., <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek>, Magyar Nemzeti Bank Éves Jelentése 2013., <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek>, Magyar Nemzeti Bank Éves Jelentése 2014., <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek>, Magyar Nemzeti Bank Éves Jelentése 2015., <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek>, Magyar Nemzeti Bank Éves Jelentése 2016., <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek>

Az MNB a külföldi pénznemben fennálló követeléseinek és kötelezettségeinek a tárgyév utolsó napján érvényes hivatalos árfolyamon történő értékeléséből származó árfolyamnyereséget, illetve árfolyamvesztéséget a forint-árfolyam kiegyenlítési tartalékába, a devizában fennálló, értékpapíron alapuló követelések piaci értékelése alapján megállapított különbözetet – a nyitóállomány visszavezetése után – a deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartalékába köteles helyezni²².

A kiegyenlítési tartalékok egyenlege mind az öt elemzett év végén pozitív volt, így az elemzett időszakban nem keletkezett a kiegyenlítési tartalékkal kapcsolatos központi költségvetési térítési kötelezettség. Az MNB forint-árfolyam kiegyenlítési tartaléka a 2012-2016. évek során 67,6%-kal csökkent, a deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka a 2012. és 2013. évi negatív értékek után 2014-2016. években pozitív volt, a 2014. évi 54,5 milliárd forintról 2016. év végére 17,4 milliárd forintra, 68,1%-kal csökkent. A kiegyenlítési tartalékok csökkenése, a saját tőke csökkenésén keresztül hozzájárultak az MNB mérlegének szűküléséhez.

A 6. táblázatból látható, hogy a saját tőke részét képező tartalékok (kiegyenlítési tartalékok és az eredménytartalék) együttes összege 2012-2016. közötti időszakban közel a felére csökkent. Az eredménytartalék ugyanezen időszak alatt több, mint kétszeresére történő növekedése részben pótolta a kiegyenlítési tartalékok összegének csökkenését.

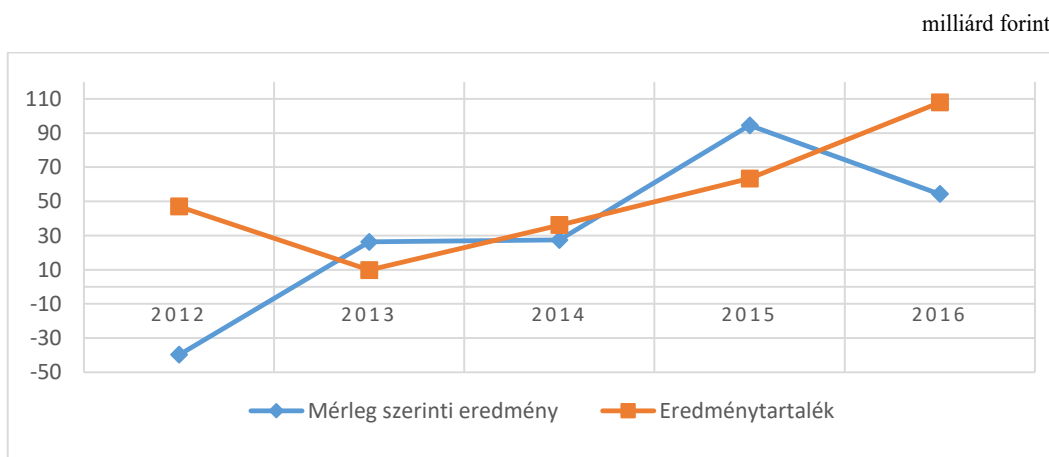
3.2. Az MNB eredményességének költségvetési hatásai az elemzett időszakban

3.2.1. A központi költségvetésből történő megtérítési kötelezettség alakulása

Az MNB 2012. évi 39,8 milliárd forint vesztesége nem haladta meg az eredménytartalék (47,0 milliárd forint) összegét, így a negatív eredmény ellenére a 2012. év tekintetében sem keletkezett központi költségvetésből történő megtérítési kötelezettség. A 2013-2014. és 2016. évek pozitív eredményének, továbbá a 2015. évi osztalékfizetés után fennmaradó eredményének eredménytartalékba helyezése után a 2016. év végén az MNB eredménytartaléka 107,9 milliárd forint volt. Az MNB eredményének és eredménytartalékának a 2012-2016. évek közötti alakulását a 3. ábra mutatja.

3. ábra

Az MNB mérleg szerinti eredményének és eredménytartalékának alakulása 2012-2016 között



Forrás: MNB 2012-2016. évi beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

Az eredménytartalék növelése óvatossági és költségvetési szempontból is célszerű, mert fedezetet nyújthat az esetleges későbbi kockázatokra, ezáltal a költségvetés pozíciójára a jövőben – az eredménytartalék mértékéig – nem lesz hatással egy váratlan jegybanki veszteség. Az eredménytartalék elég magas szintre való emelkedése az MNB Igazgatósága számára rugalmasságot biztosít arra vonatkozóan, hogy az MNB eredményével kapcsolatos potenciális kockázatok a megfelelő mértékben történő csökkenése esetén a későbbiekben annak terhére is fizethet osztalékot a költségvetésnek.

²² Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény 145.§ (1)-(2) bekezdés

3.2.2. Az osztalékfizetésből származó költségvetési bevétel

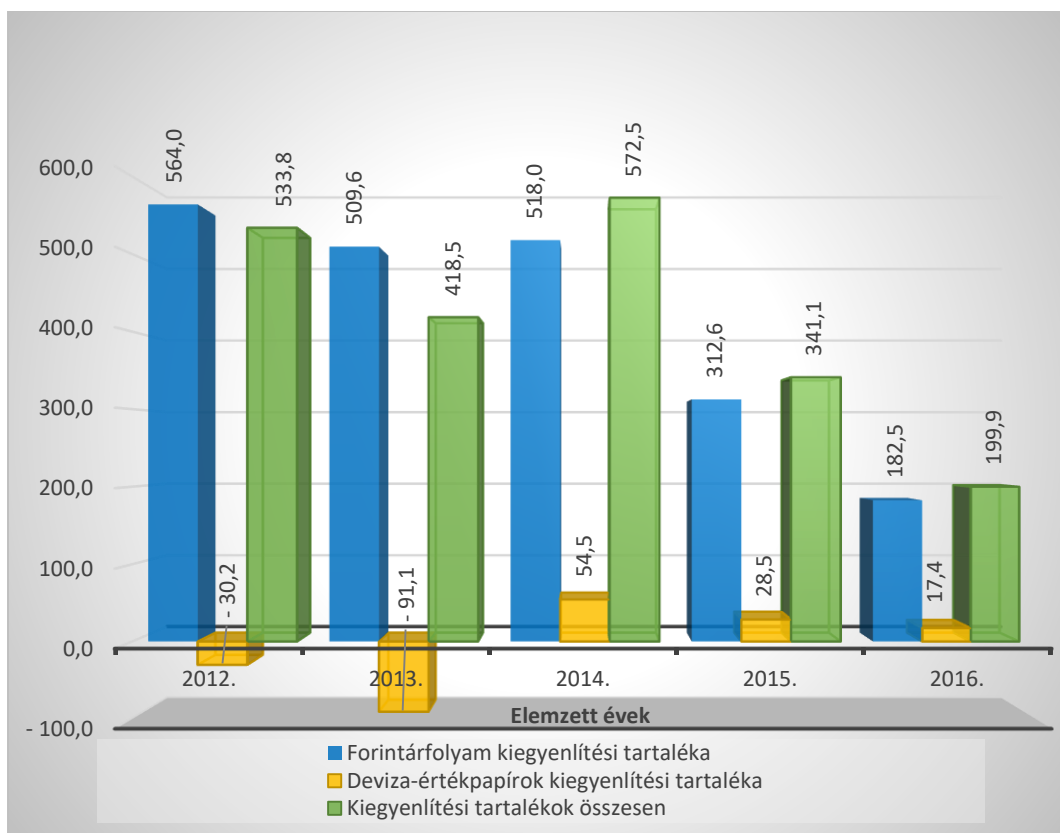
Az elemzett 5 évből négyben (2013-2016) az MNB nyereséggel gazdálkodott és az Igazgatóság 2016. április 27-ei döntése alapján²³ az MNB a 2015. évi 94,5 milliárd forint eredményéből 50 milliárd forint osztalékot fizetett be 2016. június 15-én a központi költségvetésbe, támogatva ezzel az államadósság csökkentését. Az MNB – a 2015. évi osztalékfizetést megelőzően – utoljára 2002. évben döntött a megelőző években keletkezett eredmény-tartalék terhére a költségvetés számára 23 milliárd forint osztalék megfizetéséről. A 2015-ben elért 94,5 milliárd forint eredmény és 50,0 milliárd forint költségvetésnek történő osztalékfizetés, meghaladta a rendszerváltás óta elért eddigi évenkénti értéket.

3.2.3. A kiegyenlítési tartalékok alakulása

A saját tőke részét képező forint és deviza kiegyenlítési tartalékok egyenlege az elemzett 5 évben – mint azt a 4. ábra mutatja – pozitív volt, így a központi költségvetésnek nem kellett az MNB eredménytartaléka javára térítést nyújtania.

4. ábra

Az MNB kiegyenlítési tartalékainak alakulása 2012-2016 között (milliárd forint)



Forrás: MNB 2012-2016. évi beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

A deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka a 2012. és 2013. években a piaci érték és a bekerülési érték különbségeként került meghatározásra. 2012. december 31-én és 2013. december 31-én az MNB portfóliójában lévő értékpapírok piaci értékkülönbözete a hozamváltozások hatására negatív egyenleget mutatott. A központi költségvetésnek – az MNB tv. alapján – 2012. és 2013. évek vonatkozásában mégsem keletkezett térítési kötelezettsége az MNB felé, mert a deviza-értékpapír kiegyenlítési tartalékának és a forintárfolyam kiegyenlítési tartalékának összevont egyenlege – deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka negatív összegének ellenére – pozitív volt.

²³ MNB/Sajtószoba/Sajtoközlemények/ 2016.évi Sajtoközlemények 2016. május 9.

<https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2016-evi-sajtokozlemenyek/az-mnb-rekordmerteku-50-milliard-forint-osztalekot-fizet-be-a-koltsegvetesbe>

A deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartalékának elszámolása a 2014. évtől változott. 2014. év végétől bevezetésre került az amortizáció elszámolása (az értékpapír értéke a piaci érték és az amortizált bekerülési érték különbségeként került meghatározásra), így 2014. december 31-én, 2015. december 31-én és 2016. december 31-én az MNB portfóliójában lévő értékpapírok piaci értékkülönbözete pozitív egyenleget mutatott és a deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartalékának összege a 2014. év végi 54,5 milliárd forintról 2016. év végére 17,4 milliárd forintra – közel egyharmadára – csökkent.

3.2.4. A központi költségvetéssel szembeni nettó pozíció alakulása

Az elemzett időszakban a központi költségvetéssel szembeni nettó pozíció végig negatív volt, mivel az MNB központi költségvetéssel szembeni kötelezettségei magasabbak voltak a követeléseinél. A központi költségvetéssel szembeni nettó pozíció szerkezete 2012 és 2016 között átrendeződött, a forintkötelezettségek 77,4%-kal nőttek, míg a devizakötelezettségek 41,8%-kal csökkentek. Az MNB költségvetéssel szembeni nettó pozíciójának alakulását a 2012-2016. években a 7. táblázat adatai mutatják.

7. táblázat

Az MNB központi költségvetéssel szembeni nettó pozíciójának alakulása a 2012-2016. években (milliárd forint)

Megnevezés	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Központi költségvetéssel szembeni nettó pozíció	-1236,4	-595,1	-936,1	-780,5	-1291,1
központi költségvetéssel szembeni forintkövetelések	142,2	138,4	139,5	39,2	39,2
központi költségvetéssel szembeni devizakövetelések	0	18,4	0	0	0
központi költségvetéssel szembeni forintkötelezettségek	442,8	242,0	524,8	403,6	785,6
ebből: KESZ	442,5	241,7	524,4	403,2	785,2
központi költségvetéssel szembeni devizakötelezettségek	935,8	509,9	550,8	416,1	544,6
Nettó forintpozíció	-300,6	-103,6	-385,3	-364,4	-746,5
Nettó devizapozíció	-935,8	-491,5	-550,8	-416,1	-544,6

Forrás: MNB 2012-2016. évi beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

A központi költségvetéssel szembeni forintkövetelések összegének alakulása gyakorlatilag a forint állampapírok állományának alakulásától, illetve 2014. évtől bevezetett amortizációs elszámolástól függött. A forint állampapír állománya 2012-2016 között 72,4%-kal csökkent. Az MNB központi költségvetéssel szembeni forintkötelezettsége a központi költségvetés MNB-nél elhelyezett forintbetéteinek állományához kapcsolódó fizetési kötelezettségéből következett.

A központi költségvetéssel szembeni devizakötelezettségek állománya az elemzett időszakban 416,1 milliárd forint és 935,8 milliárd forint között mozgott.

4. AZ MNB KÖZÉPTÁVÚ (3-5 ÉV) EREDMÉNYESSÉGÉRE HATÓ TÉNYEZŐK ÉS AZ EZZEL KAPCSOLATOS KÖLTSÉGVETÉSI KOCKÁZATOK

4.1. Az MNB eredményességére ható tényezők

Az MNB eredményének alakulását az elemzett időszakban a hazai alapkamat, a forintárfolyam, a forint- és a deviza befektetéseken elérhető hozamok, a tartalékok nagysága határozta meg. Az MNB 2014-2016. évi eredményére a 2014. évtől hatályos számviteli szabályok változása is befolyással volt. Az MNB mérlegének szerkezete a 2014-2016 időszakban jelentősen megváltozott, a mérlegfőösszeg 20,5%-kal csökkent.

4.1.1. Az MNB mérlegszerkezetének alakulása

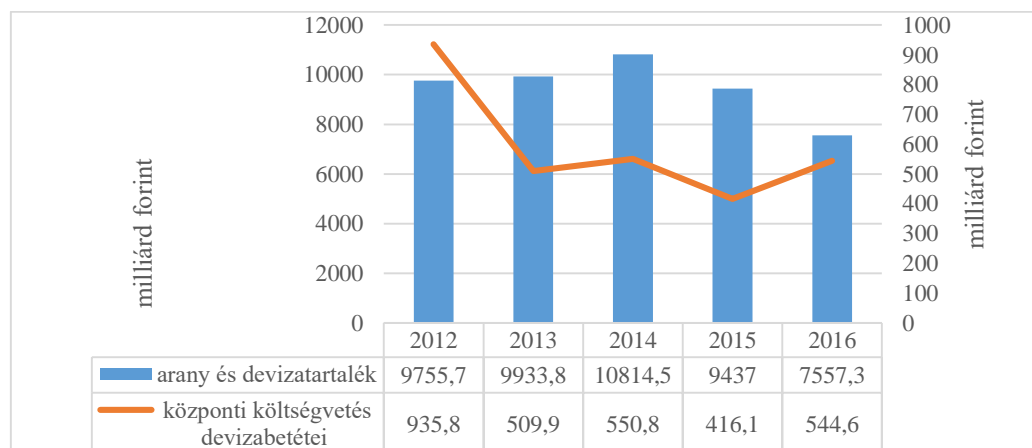
Az MNB mérlegének szerkezetére számos hazai és nemzetközi gazdasági folyamat eredménye gyakorolt hatást. Az elemzett időszakban mérlegfőösszeget növelő tényezőként jelentkezett az EU-transzferek beáramlása és az NHP, míg a devizahitelek törlesztése, az állam deviza kiadásainak, illetve a deviza kamatkidások csökkenése a mérleg szűkülése, a mérlegfőösszeg csökkenése irányába hatottak.

A 2. számú melléklet bemutatja, hogy 2014-2016 között mind a követelések, mind pedig a kötelezettségek állománya az önfinanszírozási program hatásaként a deviza alapról a forint alap irányába tolódott el. Eszközoldalon a forintkövetelések eszközállományon belüli aránya a 2012. évi 3,0%-ról 2016. végére 15,8 %-ra nőtt és ezzel egyidejűleg a devizakövetelések eszközállományon belüli aránya 95,4%-ról 82,4%-ra csökkent. Ugyanezen időszak alatt forrás oldalon a forintkötelezettségek forrásállományon belüli aránya 72,5%-ról közel 77,9%-ra nőtt és ezzel egyidejűleg a devizakötelezettségek forrásállományon belüli aránya 21,9%-ról 17,9%-ra csökkent. Ezt támasztja alá az MNB központi költségvetéssel szembeni nettó pozíciójának elemzési időszakot érintő – 3.2.4. pontban részletezett – változása is.

Az MNB mérlegének szűkülése irányába hatottak az önfinanszírozási program likviditást befolyásoló intézkedései, melyek hatására a hazai bankok a likvid forrásaikat az MNB sterilizációs eszköze (kéthetes majd három hónapos betét) helyett más likvid, fedezetként elfogadható nem jegybanki eszközben, elsősorban állampapírban kötötték le. A bankok állampapír-állományának emelkedése miatt az MNB-nél elhelyezett betét-állományuk mérséklődött, a többlet forintkibocsátásokhoz kapcsolódóan pedig nőtt a költségvetés forintbetéte. Ez önmagában csak az MNB mérlegének forrásoldali tételei közötti átrendeződést eredményezte volna, de az államháztartás ezt a forint többletlikviditást a devizaadósságának törlesztésére fordította. Ennek eredményeként a devizatartalék mellett az állam forintbetétje csökkent, mivel az államháztartás a törlesztéshez az MNB-től vásárolt devizát forint ellenében, ami az MNB mérlegének eszközoldali és forrásoldali tételeinek csökkenését, azaz mérlegszűkülést eredményezett.

5. ábra

Az MNB mérlegében a devizatartalékok és a központi költségvetés devizabetéteinek alakulása 2012-2016 között



Forrás: MNB 2012-2016. évi beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

Ahogy az 5. ábra mutatja, összességében az MNB mérlegének összehúzódását az eszköz oldalon lévő tartalékok és a forrásoldalon lévő forintforrások csökkenése okozta. Az alacsonyabb mérlegfőösszegnek köszönhetően csökkent az MNB kamatkiadása is, ami hosszabb távon is javuló eredményhez vezetett.

Az MNB a lakossági devizahitelek forintosításának lebonyolításához az árfolyamhatás elkerülése érdekében előre meghatározott konverziós árfolyamon devizát bocsátott a bankok rendelkezésére, amit a bankok nem azonnal használtak fel, hanem devizacsere ügyleteken keresztül az MNB-nél helyezték el. Ezáltal a devizatartalék és ezzel párhuzamosan az irányadó eszköz fokozatosan csökkent, ami az MNB mérlegfőösszegét csökkentette.

Az NHP keretében a kkv-szektor új beruházásainak megvalósítása, forgóeszköz-finanszírozása, EU-s támogatások előfinanszírozása és devizahitel-kiváltás érdekében 0%-os kamatozású hitelt nyújtott a kereskedelmi bankoknak, hogy azt 2,5% kamattal helyezték ki a kkv-hoz.²⁴ Az alapkamatnál alacsonyabb szintű kamattal nyújtott hitel többletköltséget jelentett az MNB számára, ami rontotta az MNB eredményét, és a pénzteremtő hitellel együtt járó pénzkibocsátás növelte az MNB mérlegfőösszegét. Az NHP a gazdasági növekedés elősegítése révén pozitív hatást gyakorolt a magánszektor helyzetére, ami az adóbevételek növekedését eredményezte. A megnövekedett adóbevétel javította az államháztartás finanszírozási pozícióját.

A 2016. évi osztalékfizetés, a 2012-2016 közötti időszakban – a 2014. év kivételével – a kiegyenlítési tartalékok összegének csökkenése az MNB saját tőkéjének csökkenését, míg a 2013-2016. évek eredménytartalékba helyezett mérleg szerinti eredménye az MNB saját tőkéjének növekedését eredményezte. Ezek együttes hatásaként 2012-2016 között az MNB saját tőkéje 32,5%-kal csökkent. Ez a csökkenés 2014 és 2016 között ennél is intenzívebb, 42,4% volt, ami az államadósság forint-deviza arányának megváltoztatásával összefüggő devizatartalék csökkentésnek, valamint az irányadó eszköz mennyiségi korlátozásának MNB mérlegre gyakorolt hatásával együtt szintén hozzájárult a költségek és a mérlegfőösszeg 2014. és 2016. évek közötti 20,5%-os csökkenéséhez és elemei révén magában hordozta a gazdálkodás egyes eredmény-kategóriájára gyakorolt hatásokat.

4.1.2. Az MNB eredmény kategóriáinak alakulása

Az MNB eredménye számviteli szempontból egyrészt a realizált, másrészt a nem realizált eredményből tevődik össze. Az MNB eredményének alakulására leginkább az árfolyamváltozások, illetve az ezekből fakadó átértékelődések gyakoroltak hatást. A forintárfolyam változása esetén a devizaeszközök átértékelődnek, a forrásoldalon forintban lévő tételek azonban nem. A mérlegegyezőség teljesüléséhez szükséges, hogy a saját tőke, ezen belül a kiegyenlítési tartalék összege változzon.

A realizált eredmény alapvetően négy komponensből áll: a nettó kamat- és kamatjellegű eredményből, a pénzügyi műveletek realizált eredményéből, a realizált árfolyameredményből, valamint a banküzemmel és a működéssel kapcsolatos eredményből. Az első három a monetáris eszköztár működéséhez kötődik, a banküzemmel és működéssel kapcsolatos eredmény a monetáris eszköztár működtetéséhez kevésbé kapcsolódik.

Az MNB eredménykategóriáinak alakulását a 2012-2016. években a 8. táblázat szemlélteti.

²⁴ Matolcsy György – Palotai Dániel: A fiskális és monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben Hiteletintézeti Szemle 15. évfolyam 2. szám (2016. június) 4.1. pont

8. táblázat

Az MNB eredménykategóriáinak alakulása 2012-2016. években (milliárd forint)

Megnevezés	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Mérleg szerinti eredmény	-39,8	26,3	27,4	94,5 (44,5)	54,3
Nettó kamat- és kamat jellegű eredmény	-153,6	-49,4	-86,3	-42,7	-15,6
- nettó kamateredmény	-136,8	-47,1	8,5	29,6	42,6
- nettó kamatjellegű eredmény	-16,8	-2,3	-94,8	-72,3	-58,2
Pénzügyi műveletek realizált eredménye	-33,2	-112,6	-119,6	14,9	16,8
Realizált árfolyameredmény	158,3	200,3	511,0	177,7	95,1
A banküzemmel és a működéssel kapcsolatos eredmény	-13,0	-11,2	-274,2	-51,5	-37,9
- nettó banküzemi eredmény	-11,6	-14,3	-32,1	-33,5	-35,6
- bankjegy-, érmegyártás költsége	-4,1	-4,2	-5,2	-11,3	-14,2
- egyéb eredmény	2,7	7,3	-236,9	-6,7	12,0
Egyéb eredményre ható tényező (céltartalék képzés és felhasználás, értékvesztés és visszaírás)	1,7	-0,8	-3,5	-3,9	-4,1

Forrás: MNB 2012-2016. évi beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

A nettó kamat- és kamatjellegű eredmény részét képező kamateredményt a forrásoldali kötelezettségekre fizetett kamatkidadások és a devizatartalékra kapott kamatbevétel különbsége adja, így a kamategyenleget alapvetően a mérlegszerkezet (mekkora a tartalék és kötelezettségek állománya), valamint a betéti- és hitelkamatok nagysága befolyásolja. A kamatjellegű eredmény nagyrészt a származékos ügyletek devizaárfolyam-változáshoz nem kapcsolható bevételeinek és ráfordításainak egyenlege. Az MNB kamat- és kamatjellegű eredménye – a pénzügyi műveletek eredményével együtt – az elemzett időszakban a 2016. évet kivéve negatív volt.

A kamatsökkentések közvetetten is érintették az MNB eredményét, mivel a likviditáslekötő eszközökre fizetett alacsonyabb kamat miatt a likviditástöbblet is kisebb mértékben nőtt, ami szintén a kamatkidadások mérséklődését támogatta, – javítva ezáltal az MNB eredményét. Az alacsony kamatszint miatt csökkent a készpénztartás költsége is, ami a készpénzkereslet növekedésén keresztül csökkentette a kamatozó forintforrások állományát.

Az MNB előzőekben vázolt intézkedéseit a gazdaság sérülékenységének csökkentése érdekében végrehajtott jegybanki programok – önfelfinanszírozási program és a lakossági devizahitelek forintosítása – mérlegszűkítő hatása mellett, a kamatbevételek és kamatráfordítások egyenlegének javulása is erősítette. A 2014. évtől a kamateredmény pozitív lett, és 2016 végére a 2014. évi összeg ötszörösére nőtt.

A kamatjellegű eredmény az elemzett években negatív volt, a 2012. és 2013. években a kamateredmény negatív összegét erősítette, a 2014-2016. években a negatív összege kioltotta a kamateredmény pozitív hatását és ez alapján a kamat- és kamatjellegű eredmény együttes összege a teljes elemzett időszakban negatívvá vált.

A pénzügyi műveletek realizált eredménye szoros kapcsolatban áll a kamateredménnyel, a pénzügyi műveletekből származó nyereség és veszteség a deviza- és forintértékpapírok értékesítéséből és lejáratából származó realizált nyereségeket és veszteségeket, valamint az értékpapír-kölcsönzésből származó befektetések értékesítéskor realizált eredményt, továbbá a CDS-ügyletekhez kapcsolódó eredménytégeket tartalmazta.

Az értékpapírokon realizált hozam a kamatbevételekben és az értékpapírok piaci árának változásában ölt testet, aminek megnőtt a jelentősége az elemzett időszakban, mivel a 2012-2014. évi pénzügyi műveletek vesztesége főként abból keletkezett, hogy az alacsony globális hozamkörnyezetben jellemzően csak olyan állampapírokat lehetett vásárolni, melyek beszerzési ára a névértéknél magasabb volt, amelyek eladásakor, vagy a lejáratakor veszteség keletkezett. A beszerzési árfolyam és a névérték közötti különbség eredményrontó tételként jelentkezett, mivel az aktuális egyedi hozamok alacsonyabbak voltak a kibocsátáskorinál, amit ellensúlyozott az értékpapírokra a korábbi években kapott magasabb devizakamat-bevétel. Ez összességében csak az eredmény évek közötti átcsoportosítását jelenti. A 2016. évi nyereség nagyobb része a kamatozó deviza értékpapírok értékesítéséből származó árfolyameredmény volt.

A számviteli elszámolási szabályok 2014. év végi módosításával az értékpapírok ázsiója az értékpapír lejáratáig egyenletesen amortizálódott, így ennek negatív eredményhatásával a papírok lejáratakor a 2015-2016 években nem kellett számolni, a pénzügyi műveletek realizált eredménye pozitív lett.

A realizált árfolyameredményt döntően a forint/euro árfolyam alakulása és a konverziós mennyiség befolyásolja. Az MNB 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 hogyan viszonyul az úgynevezett bekerülési árfolyamhoz (ami azt mutatja meg, hogy a devizatartalékot alkotó euro összeg mekkora átlagos árfolyamon került be a tartalékba). Ha a devizatartalék átlagos bekerülési árfolyama alacsonyabb, mint az aktuális árfolyam, akkor devizaeladásakor az MNB-nek árfolyamnyeresége keletkezik. Az MNB realizált árfolyameredménye az elemzett években magas, pozitív szintet ért el, amiben szerepet játszottak a gazdaság sérülékenységének csökkentése érdekében tett MNB intézkedések.

Az önfinanszírozási programnak köszönhetően emelkedett az állam belső finanszírozása. A lejáró devizaadósság visszafizetése egyre nagyobb mértékben forintforrásból történt, amihez az állam a devizát az MNB-től szerezte be. Az ügyleteken az MNB árfolyamnyereséget realizált, mivel a devizatartalék válság elején történő nagymértékű emelkedése viszonylag erős forintárfolyamon történt, az IMF-EU hitelek tartalékából és az önfinanszírozási program keretében történő törlesztése viszont gyengülő forintárfolyam mellett valósult meg. A 2014. évi kiemelkedő realizált árfolyameredmény kialakulásához az EU devizahitel visszafizetésén túl a lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó aukciókon elért nyereség is hozzájárult. A 2015. évi 177,7 milliárd forintos árfolyam eredményhez továbbra is hozzájárult a 2014. év őszén megkezdett lakossági devizahitelek forintosítása. 2016-ban az MNB realizált árfolyameredménye 95,1 milliárd forint nyereség volt, amit elsősorban az állam devizaigényének kielégítéséhez kapcsolódó konverziók határoztak meg.

Megjegyezzük, hogy az árfolyamváltozásból eredő teljes hatás az árfolyamváltozásból származó realizált eredményből, továbbá mérlegben szereplő forintárfolyam kiegyenlítési tartalék állományának változásából (nem realizált ártértékelési eredmény) tevődik össze, így a forintárfolyam kiegyenlítési tartalék állományának csökkenése (mérlegszűkülés) az árfolyamváltozásból eredő teljes hatást csökkenti.

A banküzemmel és a működéssel kapcsolatos eredménytényezők is hatottak az elemzés alá vont időszakban az MNB eredményére. Az előzőekben elemzett eredménykategóriák elsősorban a jegybanki eszköztár működéséhez, valamint az államháztartás finanszírozási folyamataihoz kötődnek, a működési eredménytényezők ezektől függetlenek, jellemzően a jegybank operatív feladataihoz kapcsolódnak. A banküzemmel és a működéssel kapcsolatos eredménytényezőkön belül a legjelentősebb tételeket a felügyeleti díjbevételek, a bankjegy és érme gyártás költségei, a jutalékeredmény és a jutalékeredménytől eltérő egyéb eredmény, illetve a bank működési költségei képviselik. Ezek a költségek a 2012-2014. években az összes ráfordítás mintegy 4-5%-át tették ki, ami a 2015-2016. években megközelítőleg kétszeresére nőtt. A banküzemmel és a működéssel kapcsolatos veszteség 2012 és 2016 között háromszorosára nőtt, melyből a 2014. évi 274,2 milliárd forint veszteség egyszeri vezetői döntés hatása volt, nem jelentett tartós veszteséget.

Az árfolyameredmény az elemzett 5 évben pozitív volt, de a 2012. évben nem tudta ellensúlyozni a többi eredménykategória negatív hatását, a 2013. és 2014. években a többi eredménykategória negatív hatása ellenére pozitívba fordította a mérleg szerinti eredményt. A 2015. és 2016. években ezt a hatást a pénzügyi műveletek realizált eredményének pozitívba fordulása erősítette. A 2013-2016. évek nyereségének kialakulásában a kamatkidadások folyamatos csökkenése mellett a jelentős árfolyameredmény, illetve a pénzügyi műveleteken realizált nyereség játszott szerepet.

4.2. A monetáris intézkedések MNB eredményére gyakorolt hatása és költségvetési kockázatai

Elemzésünkben bemutatjuk azokat a kockázati tényezőket, amelyek az MNB – 2012-2016 közötti időszakban végrehajtott – monetáris politikai intézkedései következtében merültek fel és pozitív hatásuk mellett a jegybanki eredményre egyes időszakokban kedvezőtlen hatást gyakoroltak, kockázatot jelentettek. Ezek közül kiemelhetjük az árfolyameredmény csökkenéséből és a kamatcsökkenésből adódó negatív hatást, melyek figyelemmel kísérésének, a felmerült kockázatok kezelésének kiemelten fontos szerepe van a költségvetési kockázatok mérésében.

2013-ról 2016-ra folyamatosan csökkent ugyan a jegybank realizált árfolyameredménye, azonban a teljes időszakban jelentős pozitív értéket ért el, amiben meghatározó szerepe volt a lejáró devizaadósság visszafizetésével kapcsolatos devizaügyletekből származó realizált árfolyam nyereségnek. Az önfinanszírozási program hatására emelkedett az állam belső finanszírozása, aminek következtében kisebb devizatartalékra van szüksége a jegybanknak. A devizaműveletekből származó árfolyamnyereség csökkenés eredményre gyakorolt kedvezőtlen hatásának ellensúlyozására fel kell készülni.

Felvetődik annak a kérdése is, hogy a jegybanki alapkamat milyen hatást gyakorol a költségvetésre? Tudja-e hosszabb távon is biztosítani az MNB azt, hogy a költségvetésnek továbbra se legyen felé térítési kötelezettsége, ne merüljön fel tevékenységét érintően költségvetési kockázat?

Fontos tényezője volt az elemzett időszakban az MNB eredményének alakulásában az NHP egyes szakaszait kísérő kamateredmény csökkenés. Az NHP harmadik szakaszában újabb fordulatot jelentett a kereskedelmi bankok piaci hitelezéshez való visszatérését segítő, 2016. január 1-jétől indult NTP és a pozitív ösztönzést jelentő PHP és a kapcsolódó kamatcsere-ügyletek. Ezeknek a programoknak az MNB eredményére/eredménykategóriáira, azon keresztül a költségvetésre gyakorolt hatását 2-3 év után érdemes egy újabb elemzésben bemutatni és értékelni.

MELLÉKLETEK

1. melléklet

A központi költségvetés adósságelemeinek lejárat szerkezete 2017. december 31-én (milliárd forint)

Adósságelem	2018. év	2019. év	2020. év	2021. év	2022. év	2023. év	2024. év	2025. év	2026. év	2027. év	2028. év	2029. év	2030. év	2031. év
Forintadósság	6 272,0	2 236,7	3 201,5	1 386,2	2 155,3	1 121,8	958,4	1 315,4	301,8	734,5	283,0	60,6	230,6	393,5
Devizaadósság	672,9	671,7	850,0	808,9	205,3	1 025,3	497,7	11,0	11,8	475,2	106,1	91,8	33,2	8,1
Összesen	6 944,9	2 908,5	4 051,5	2 195,0	2 360,6	2 147,1	1 456,2	1 326,3	313,6	1 209,7	389,1	152,3	263,8	401,5

Forrás: <http://www.akk.hu/hu/oldal/statisztika>

Az MNB mérlegszerkezetének alakulása a 2012-2016. években (milliárd forint; %)

	2012. (Mrd Ft)	Megosz- lás 2012.(%)	2013. (Mrd Ft)	Megosz- lás 2013. (%)	2014. (Mrd Ft)	Megosz- lás 2014. (%)	2015. (Mrd Ft)	Megosz- lás 2015. (%)	2016. (Mrd Ft)	Megosz- lás 2016. (%)	válto- zás 2012. évhez (%)	válto- zás 2014. évhez (%)
Eszközök összesen	10 681,9	100,0%	11 438,0	100,0%	12 640,6	100,0%	11 495,5	100,0%	10 054,9	100,0%	94,1%	79,5%
Követelések forintban	325,9	3,0%	959,9	8,4%	1 180,9	9,3%	1 446,8	12,6%	1 590,5	15,8%	488,0%	134,7%
ebből: központi költségvetéssel szembeni forint követelések	142,2	1,3%	138,4	1,2%	139,5	1,1%	39,2	0,3%	39,2	0,4%	27,6%	28,1%
Követelések devizában	10 186,4	95,4%	10 308,5	90,1%	11 263,5	89,1%	9 843,3	85,6%	8 286,5	82,4%	81,3%	73,6%
ebből: arany és devizatartalék	9 755,7	91,3%	9 933,8	86,8%	10 814,5	85,6%	9 437,0	82,1%	7 557,3	75,2%	77,5%	69,9%
ebből: központi költségvetéssel szembeni deviza követelések	0,0	0,0%	18,4	0,2%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0,0%	0,0%
Banküzemi eszközök	33,4	0,3%	33,4	0,3%	84,2	0,7%	109,6	1,0%	108,7	1,1%	325,4%	129,1%
Aktív időbeli elhatárolások	136,2	1,3%	136,1	1,2%	112,0	0,9%	95,7	0,8%	69,2	0,7%	50,8%	61,8%
Források összesen	10 681,9	100,0%	11 438,0	100,0%	12 640,6	100,0%	11 495,5	100,0%	10 054,9	100,0%	94,1%	79,5%
Kötelezettségek forintban	7 747,1	72,5%	9 470,8	82,8%	10 290,3	81,4%	9 527,7	82,9%	7 833,8	77,9%	101,1%	76,1%
ebből: központi költségvetés betétei forintban	442,8	4,1%	242,0	2,1%	524,8	4,2%	403,6	3,5%	785,6	7,8%	177,4%	149,7%
ebből: hitelintézetek betétei forintban	1 009,2	9,4%	864,5	7,6%	5 997,8	47,4%	4 772,3	41,5%	2 408,1	23,9%	238,6%	40,1%
Kötelezettségek devizában	2 342,7	21,9%	1 455,6	12,7%	1 650,7	13,1%	1 407,9	12,2%	1 798,1	17,9%	76,8%	108,9%
ebből: központi költségvetés betétei devizában	935,8	8,8%	509,9	4,5%	550,8	4,4%	416,1	3,6%	544,6	5,4%	58,2%	98,9%
ebből: hitelintézetek betétei devizában	0,0	0,0%	0,6	0,0%	59,1	0,5%	58,0	0,5%	75,9	0,8%	0,0%	128,4%
Céltartalék	4,3	0,0%	4,1	0,0%	4,3	0,0%	2,0	0,0%	0,7	0,0%	16,3%	16,3%
Banküzem egyéb forrásai	17,8	0,2%	15,6	0,1%	18,0	0,1%	17,8	0,2%	17,8	0,2%	100,0%	98,9%
Passzív időbeli elhatárolások	18,9	0,2%	27,3	0,3%	31,5	0,3%	31,0	0,3%	32,5	0,3%	172,0%	103,2%
Saját tőke	551,1	5,2%	464,6	4,1%	645,9	5,1%	509,0	4,4%	372,0	3,7%	67,5%	57,6%

Forrás: MNB 2012-2016. évi beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

FÜGGELÉKEK

Fogalomtár

adósságszabály	Az Alaptörvény rögzíti az államadósság maximális szintjét, míg a Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló törvény az államadósság lebontásának módját definiálja. Az Alaptörvény közpénzügyi szempontból legjelentősebb rendelkezése az adósságszabály, az a kötelezettség, hogy a GDP arányos államadósságot mindaddig évről-évre csökkenteni kell, amíg az el nem éri a GDP 50 százalékát.
adósságszerkezet	Az államadósság állományának forint és deviza összetétele
Alaptörvény	Az Alaptörvény Magyarország jogrendszerének alapja.
állampapír	Egy állam által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, mely azt tanúsítja, hogy az "államnak hitelt nyújtottunk". Az állampapírok kibocsátását Magyarországon az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) bonyolítja le.
CDS-ügylet (Credit Default Swap)	Biztosítási ügylet. A CDS vásárlója (a biztosítás vásárlója) a CDS felárat fizeti meg a CDS kiírójának (a biztosítás eladójának), aki cserében vállalja, hogy a mögöttes termék – pl. az 5 éves magyar államkötvény – nemfizetése esetén kifizeti a mögöttes termék névértékét a CDS vásárlója részére. A CDS felár az államadósság törlesztési leállás kockázatára köthető piaci biztosítási cseretranszakció felára. Minél kisebb a nemfizetés kockázata, annál kisebb a fizetendő CDS felár.
EDP jelentés	Az Európai Unió Túlzott Hiány Eljárása (Excessive Deficit Procedure = EDP) keretében a tagországok adatszolgáltatás során jelentik (EDP Jelentés, notifikáció) a kormányzati szektor két kiemelt mutatójának (a kormányzati szektor hiányának és adósságának) alakulását.
eredményszemléletű kamatkiadás	A kamat/GDP mutató, a kamat a tényleges pénzfogalmi kamatkiadáson kívül tartalmazza a lejárat előtti visszaváltás árfolyamkülönbözését és a devizaátértékelődést az összes eltelt időszakban.
ESA2010	Az Európai Unió 2013. május 21-én elfogadta az 549/2013/EU parlamenti és tanácsi jogszabályt. Ennek melléklete egyben az ESA2010 (European System of Accounts – A nemzeti számlák európai rendszere című módszertani kézikönyv.) Az ESA2010 felváltotta a 2014 szeptemberéig alkalmazott ESA95-öt. Az új módszertan követi a gazdasági környezetben lezajlott változásokat, figyelembe veszi az új kutatási eredményeket és a felhasználók új igényeit, konzisztens az IMF Fizetési mérleg statisztikájával (BPM6). A nemzeti számlák a gazdaságstatisztika modern rendszerének a központi elemét képezik, és szisztematikus

	statisztikai keretet nyújtanak a gazdasági folyamatok összegzéséhez és elemzéséhez.
EUROSTAT	Az EUROSTAT az Európai Bizottság egyik főigazgatósága. Fő célja, hogy megfelelő statisztikai információkat biztosítson az Európai Unió intézményeinek, valamint statisztikai módszerek harmonizációja a tagállamok, az EFTA országok és a tagjelöltek között.
HIRS	Változó kamatot fizető, hitelezési feltételhez kötött, 3 éves forint kamatcsere ügylet.
hosszú távú kamatszint	5 évestől hosszabb futamidejű államkötvény
irányadó eszköz	Az irányadó instrumentum arra szolgál, hogy a jegybank közvetítse az általa optimálisnak ítélt kamatszintet a piac számára. Az irányadó eszköz kamatának változtatása jelzést ad a piac számára a kamatok jövőbeli alakulásáról. Az irányadó jegybanki kamat változtatása a pénzüpiaci kamatokon keresztül más, banki és tőkepiaci kamatokra, hozamokra is hat. Az irányadó kamat változtatása másrészt a devizaárfolyam elmozdulásán keresztül hat az aggregált keresletre. Magyarországon az irányadó eszköz a jegybank hitelintézeti partnerei által igénybe vehető kéthetes jegybanki kötvény volt, jelenleg jegybanki betét, amelyek kamata a jegybanki alapkamat.
IRS (interest rate swap)	A kamatswap vagy kamatcsere ügylet a derivatív ügyletek (származtatott pénzügyi termékek) egyik legnépszerűbb formája, a magyar forint hazai és külföldi piacain is elterjedten használják. Fix kamatozású pénzáramlást konvertál változó kamatozásúra, vagy fordítva, illetve lehet különböző piacok változó kamatozású pénzáramlásainak cseréje is.
jegybanki alapkamat	A jegybanki alapkamatot a Monetáris Tanács határozza meg. Az a kamat mérték, amelyet a jegybank fizet a kereskedelmi bankoknak a nála elhelyezett irányadó eszköz után.
jegybanki kötvény	A jegybank egyik irányadó eszköze, amelynek hozama megegyezik a jegybanki alapkammattal.
kiegyenlítési tartalék	Az MNB saját tőkéjének részét képező forintárfolyam és deviza-értékpapír kiegyenlítési tartalék.
kockázati felár, országgockázati prémium	Kockázati felárnak nevezzük azt a hozamot, amely kompenzálja a befektetőt a vállalt kockázatért. A felárat a kockázatmentes befektetésekhez (például államkötvényhez), valamint azok hozamához szokás viszonyítani. Másképp megfogalmazva a tényleges hozamnak a kockázatmentes hozam feletti részét jelenti a kockázati felár. Az országgockázat megjelöli a külgazdasági kapcsolatokban – mint pl. az exportban vagy a hitelezési intéze-

	tek pénzügyi tevékenységében – lévő speciális kockázati tényezőket, amelyek a külföldi szerződő felekkel szembeni követelések behajtásában, illetve a tőkebefektetések és az elvárt nyereség elvesztésében jelentkeznek. A kockázati prémium az adott befektetési eszköz kockázataért nyújt kompenzációt a befektető számára.
kormányzati szektor adóssága	A központi, az önkormányzati alrendszer, továbbá a kormányzati szektorba sorolt – közfeladatot ellátó – egyéb szervezetek együttes adóssága.
lakossági devizahitelek forintosítása	Magyarországon a 2008-as gazdasági válság idejére a lakosság jelentős devizahitel-állománnyal rendelkezett. A háztartási szektor kitétségének csökkentésére több kormányzati és állami intézkedés született, végleges megoldást pedig a lakossági deviza és devizaalapú jelzáloghitelek 2014-es kivezetése, forint alapúra cserélése hozott.
maastrichti kritériumok	A konvergencia kritériumok az Európai Uniót létrehozó maastrichti szerződés 121. paragrafusában felsorolt feltételek, amelyeket az EU-tagállamoknak teljesíteniük kell az Európai Gazdasági és Monetáris Unió harmadik szakaszába való belépéshez és az euró bevezetéséhez. A kritériumok célja az uniós országok gazdaságának egymás felé való konvergálása és stabilitása.
mérlegszűkülés	A mérleg főösszegének csökkenése.
MNB központi költségvetéssel szembeni nettó devizapozíciója	Az MNB központi költségvetéssel szembeni nettó devizapozíciója a központi költségvetéssel szembeni devizakövetelések és devizakötelezettségek különbsége.
MNB központi költségvetéssel szembeni nettó forintpozíciója	Az MNB központi költségvetéssel szembeni nettó forintpozíciója az MNB központi költségvetéssel szembeni forintköveteléseinek és forintkötelezettségeinek a különbsége.
MNB központi költségvetéssel szembeni nettó pozíciója	Az MNB központi költségvetéssel szembeni nettó pozíciója MNB központi költségvetéssel szembeni forint és devizaköveteléseinek és kötelezettségeinek egyenlege.
Monetáris Tanács	Az MNB legfőbb döntéshozó szerve.
recesszió	A gazdasági aktivitás visszaesése, a legelterjedtebben használt meghatározás szerint a bruttó hazai termék (GDP) csökkenése.
sterilizációs állomány	A bankrendszer likviditás többletének lekötését szolgálja.

tartalékráta	Azt mutatja, hogy a bankoknak, a korrigált mérlegfőösszegük mekkora hányadát kell a jegybanknál elhelyezni. Ez után kamatot fizet nekik a jegybank, ugyanakkor a betétként elhelyezett pénzt a jegybank saját mérlegében szerepelteti és használja.
---------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Rövidítésjegyzék

Alaptörvény	Magyarország Alaptörvénye
ÁKK	Államadósság Kezelő Központ Zrt.
ÁSZ	Állami Számvevőszék
EDP	Az Európai Unió Túlzott Hiány Eljárása (Excessive Deficit Procedure = EDP)
EKB	Európai Központi Bank
ESA2010	European System of Accounts – A nemzeti számlák európai rendszere című módszertani kézikönyv
EU	Európai Unió
GDP	bruttó hazai termék
kkv	mikro-, kis- és középvállalkozások
Igazgatóság	az MNB igazgatósága
IMF	Világbank
KESZ	Kincstári Egységes Számla
KSH	Központi Statisztikai Hivatal
MNB	Magyar Nemzeti Bank
MNB tv.	Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény
Moody's	pénzügyi kutatással, elemzéssel, hitelminősítéssel foglalkozó nemzetközi szervezet
NHP	Növekedési Hitelprogram
NTP	Növekedés Támogatási Program
PHP	Piaci Hitelprogram
S&P	A Standard & Poor's (S&P) nemzetközi hitelminősítő intézet, mely pénzügyi kutatásokat, valamint kötvény - és részvénypiaci elemzéseket tesz közzé.

Irodalomjegyzék

1. Hoffmann Mihály – Kékesi Zsuzsa – Koroknai Péter: A jegybanki eredmény alakulása és meghatározó tényezői MNB Szemle 2013. október, <https://www.mnb.hu/letoltes/hoffmann-kekesi-koroknai-1.pdf>
2. Kékesi Zsuzsa – Lénárt-Odor Rita: Megvan, miért lett nyereséges a jegybank 2015. október 8. <http://www.portfolio.hu/gazdasag/megvan-miert-lett-nyereseges-a-jegybank.220686.html>
3. Kékesi Zsuzsa – Koroknai Péter – Palotai Dániel – Szalai Ákos – MNB Miért nem kell aggódni az MNB eredménye miatt 2016. április 8. <https://www.mnb.hu/letoltes/miert-nem-kell-aggodni-az-mnb-programok-eredmenyre-gyakorolt-hatasa-miatt-mnb-honlapra.pdf>
4. Babos Dániel – Koroknai Péter: A jegybanki eredmény felhasználásának szabályai Szerkesztett formában megjelent a Vilaggazdasag.hu oldalon 2017. szeptember 4. <https://www.mnb.hu/letoltes/babos-daniel-koroknai-peter-a-jegybanki-eredmeny-felhasznalasanak-szabalyai-out-honlapra.pdf>
5. Jegybanki intézkedések hatása az MNB eredményére és a többi szektorra, Publikálás dátuma 2016. február 27. <https://www.mnb.hu/letoltes/a-jegybanki-intezkedesek-hatas-a-mnb-eredmenyere-es-a-tobbi-szektorra.pdf>
6. Az MNB önfelfinanszírozási programja 2014 április – 2015. március 3. Az Önfelfinanszírozási program hatása az MNB mérlegére és eredményére <https://www.mnb.hu/letoltes/a-jegybanki-intezkedesek-hatas-a-mnb-eredmenyere-es-a-tobbi-szektorra.pdf>
7. Gergely: A 2012-2015-ben bevezetett jegybanki intézkedések hatása az államháztartás finanszírozására, 2015. június 29. <http://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/monetaris-politika/kicsak-gergely-a-2012-2015-ben-bevezetett-jegybanki-intezkedesek-hatas-a-alamhaztartas-finanszirozasara>
8. Az ország adósságszerkezete tovább javítható A bankok az állampapírok vásárlásával segíthetik az ország önfelfinanszírozását MNB (Háttéranyag), 2014. április 22. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-hatteranyag-az-orszag-adossagszerkezete-tovabb-javithato.pdf>
9. Csávás Csaba – Teremi Márton: A devizatartalékok elvárt szintje: jóból is megárt a sok? 2015. október 9. <http://www.portfolio.hu/gazdasag/devizatartalekok-jobol-is-megart-a-sok.220729.html>
10. Nagy Márton – Virág Barnabás: „Minimum 40 milliárd euró” - sok vagy kevés? Mennyi a devizatartalék optimális szintje?, 2016. május 23., <http://www.portfolio.hu/gazdasag/minimum-40-milliard-euro-sok-vagy-keves.232201.html>
11. Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter: Biztonságos szinten az MNB tartalékai, 2017. január 13. <http://www.portfolio.hu/gazdasag/biztonsagos-szinten-az-mnb-tartalekai.242473.html>
12. Az MNB monetáris politika eszköztára, 2012. május <https://www.mnb.hu/letoltes/eszkozta-teszletes.pdf>
13. Kolozsi Pál Péter – Hoffmann Mihály A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel A Magyar Nemzeti Bank jegybanki eszköztárának megújítása (2014–2016) 2016. január 12. https://www.asz.hu/storage/files/files/penzugviszemle/2016/kolozsi_2016_1.pdf?download=true
14. Kolozsi Pál – Hoffmann Mihály: Bevetésre készen állnak az MNB új fegyverei, Portfolio.hu 2016. október 7. <https://www.mnb.hu/letoltes/kolozsi-pal-hoffmann-mihaly-bevetesre-keszek-az-mnb-uj-fegyverei.pdf>
15. Kolozsi Pál Péter: Stabilitás és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei, 2014. június 13. <https://www.mnb.hu/letoltes/kolozsi-pal-peter-jegybanki-eszkozok.pdf>
16. Baksay Gergely – Kicsák Gergely: A jegybanki programok hatása az államháztartás kamatkidadásaira – Mit mutatnak a tények?, 2015. augusztus 18. <https://www.mnb.hu/letoltes/a-jegybanki-programok-hosszu-tavu-hatas-a-alamhaztartas-kamatkiadasaira.pdf>
17. Palotai Dániel – Horváth Dániel: Az MNB kamatcsökkentései nyomán jelentősen mérséklődnek az államháztartás kamatterhei, 2014. július 31. <http://www.mnb.hu/sajtozoba/sajtozolemenyek/2014-evi-sajtozolemenyek/palotai-daniel-horvath-daniel-az-mnb-kamatcsokentesei-nyoman-jelentosen-merseklodnek-az-alamhaztartas-kamatterhei>
18. Fábián Gergely–Mátrai Róbert: A nemkonvencionális jegybanki eszközök magyarországi alkalmazása, 2012. <https://www.mnb.hu/letoltes/mt100.pdf>
19. Komlóssy Laura A nem-hagyományos monetáris politikai eszközök nemzetközi és hazai tapasztalatai, 2017. április 13. <https://www.mnb.hu/letoltes/komlossy-laura-a-nem-hagyomanyos-monetaris-politikai-eszkozok-nemzetko.pdf>
20. MNB: Mi indokolja az NHP+ elindítását?, 2015. március 5. <https://www.mnb.hu/letoltes/hatterelemzes-final-hu.pdf>
21. MNB Tanulmány: A Magyar Nemzeti Bank hitelösztönző eszközének tapasztalatai 2013-2015, 2016. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-hitelprogram-a-magyar-nemzeti-bank-hitelosztonzo-eszkozene-tapasztalatai.pdf>
22. A Magyar Köztársaság 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 évi költségvetéséről szóló beszámoló indoklása www.parlament.hu/irom.pdf
23. A jegybank, ami szembemegy a világgal <http://index.hu/gazdasag/penzbeszel/2016/08/18/a-jegybank-ami-szembemegy-a-vilaggal/>

24. ÁKK: Éves jelentése, 2012., 2013., 2014., 2015., 2016.
<http://www.akk.hu/hu/oldal/kiadvanyok#eves-jelentesek>
25. EUROSTAT Database - Data Navigation Tree – Tables by Themes – Economy and finance – Government statistics (t_gov) - Government finance statistics (EDP and ESA 2010) (t_gov_gfs10) – Government deficit and debt (t_gov_dd) – General government gross debt (tsdde410)
<http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

ÁLLAMI SZÁMVEVŐSZÉK

1052 Budapest, Apáczai Csere János utca 10.

Levélcím: 1364 Budapest 4. Pf. 54

Telefon: +36 1 484 9100 Telefax: +36 1 484 9200

www.asz.hu