



ÁLLAMI
SZÁMVEVŐSZÉK

TANULMÁNY

A monetáris politika költségvetési kockázatai, különös tekintettel az adósságszabályra

Jóváhagyom:

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Domokos László'.

Domokos László

Budapest, 2013. február

Készítette:

Máté János számvevő gyakornok

Dr. Németh Ildikó számvevő gyakornok

Dr. Pulay Gyula számvevő igazgató, felügyeleti vezető

Dr. Zelei Andrásné számvevő

TARTALOMJEGYZÉK

1. Bevezetés.....	5
2. Az adósságszabály és a monetáris politika költségvetési kockázatainak összefüggése.....	7
3. Az MNB költségvetési kapcsolatai (2002-2011)	9
4. Miért jelent költségvetési kockázatot a monetáris politika és a devizatartalékolás?.....	12
5. A három jegybanki eszköz bemutatása.....	16
6. Az egynapos jegybanki betét nettó állománya után fizetett kamatok alakulása (2007-2011).....	18
7. Az MNB kéthetes kötvényei után fizetett kamatok alakulása (2007-2011).....	21
8. A kötelező tartalék után fizetett kamatok alakulása (2007-2011)	25
9. Nemzetközi összehasonlítás.....	26
10. A monetáris politikai eszközök és a devizatartalékok finanszírozásának összefüggései	31
11. A költségvetés kockázatai a következő években	36

Bevezetés

Magyarország Alaptörvényének 36. cikke (5) bekezdése szerint „Mindaddig, amíg az államadósság a teljes hazai össztermék felét meghaladja, az Országgyűlés csak olyan központi költségvetésről szóló törvényt fogadhat el, amely az államadósság a teljes hazai össztermékhez viszonyított arányának csökkentését tartalmazza”. Ez az alkotmányos kötelezettség az Állami Számvevőszéket (ÁSZ), mint az Országgyűlés gazdasági és pénzügyi ellenőrző szervét, új feladatok elé állítja. Egyfelől az ÁSZ a központi költségvetési törvényjavaslat véleményezése során kiemelt figyelmet fordít arra, hogy az államadósság csökkentésének feltételeit a törvényjavaslat tartalmazza-e, másfelől szisztematikusan ellenőrzi és elemzi az államadósságnak azokat az összetevőit, amelyek nem kapcsolódnak közvetlenül a központi költségvetéshez. A 2011. évtől kezdődően az ÁSZ ellenőrzései között nagy súlyt képviselnek az önkormányzatok pénzügyi helyzetének megismerésére irányuló ellenőrzések. Ezek keretében az ÁSZ feltárta a megyei, a megyei jogú városi és a városi önkormányzatok eladósodásának mértékét és okait. 2012-ben ellenőriztük az államháztartás központi alrendszere adósságának kezelését. Megkezdjük a többségi állami, illetve önkormányzati tulajdonban lévő gazdasági társaságok ellenőrzését is, többek között azért, mert az általuk felhalmozott adósság is része az államadósságnak.

Az államadósságot növeli az a térítési kötelezettség is, amelyet a központi költségvetésnek akkor kell fizetnie, ha a Magyar Nemzeti Bank (MNB) valamelyik tartalékalapjában hiány keletkezik. Ilyen jogcímen az elmúlt években a központi költségvetésnek tízmilliárdos nagyságrendű fizetési kötelezettségei keletkeztek. A tényleges kockázat azonban ennél nagyobb, amit jól mutat, hogy az MNB egy 2011. júliusi elemzése¹ 94 milliárd forintos térítési kötelezettséget jelzett előre a 2012. évi költségvetésre nézve, az Európai Bizottság 2012. őszi előrejelzése² pedig az MNB 2013. évi gazdálkodása kapcsán jelzett egy a GDP 0,5 százalékának, azaz mintegy 150 milliárd forintnak megfelelő térítési kötelezettségét.

A központi költségvetésnek ezek a térítési kötelezettségei az MNB alapvető feladatai (elsősorban a devizatartalékolás és a monetáris eszközök alkalmazása) megvalósításának következményeként keletkeznek, amelyeket tekintetében az ÁSZ-nak nincsen ellenőrzési jogosultsága. Ezért az államadósság növekedésének az MNB tartaléktérítéseivel kapcsolatos kockázatát nem ellenőrzéssel, hanem egy tanulmány elkészítésével próbáltuk körbejárni. A tanulmány kizárólag nyilvános, az MNB – és az államadósság tekintetében az ÁSZ – honlapján megjelent adatokat, információkat használ fel.

¹ Elemzés az államháztartásról, MNB 2011. július 24. oldal

² Forrás: European Commission: European Economic Forecast Autumn 2012
(http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-7_en.pdf)

Tanulmányunk célja, hogy az elmúlt öt év (illetve esetenként hosszabb időszak) adatainak elemzésével, az összefüggések bemutatásával feltárjuk, milyen okok vezethetnek el oda, hogy a központi költségvetésnek térítési kötelezettsége keletkezik. Elemzésünk azt tárta fel, hogy számos tényező súlyosbítja a térítési kötelezettség keletkezésének kockázatát. Ezért – saját nemzetközi összehasonlításunkra is támaszkodva – megfogalmazunk néhány kérdést, amelyeknek a pozitív megválaszolásával feltárt kockázatok valószínűleg mérsékelhetőek lennének. Tanulmányunk végén arra is rámutatunk, hogy az MNB tartaléktérítési kötelezettséggel kapcsolatos kockázat eredményesebb kezelése célszerűvé teheti az ún. államadósság-szabály módosítását is.



Az adósságszabály és a monetáris politika költségvetési kockázatainak összefüggése

Az államadósság csökkentésének a bevezetőben említett alkotmányos kötelezettségét a Stabilitási törvény³ konkretizálja az ún. adósságszabály megállapításával. Ez utóbbi törvényben meghatározott államadósság-mutató számlálójában az államháztartás központi alrendszerén kívül az önkormányzati alrendszer és a kormányzati szektorba sorolt egyéb szervezetek együttes konszolidált év végi adóssága van, a nevezőjében pedig az éves bruttó hazai termék (GDP). Tekintettel arra, hogy itt költségvetési törvényjavaslatról van szó, az államadósság-mutatóban értelemszerűen tervezett, illetve várható értékek szerepelnek. Az államadósság-szabály értelmében ennek a mutatónak kell a költségvetési évben a viszonyítási, azaz a költségvetési évet megelőző évhez képest csökkennie. Betartásától csak különleges jogrend idején, illetve a nemzetgazdaság tartós és jelentős visszaesése esetén lehet eltérni.

A költségvetési törvényjavaslat véleményezése⁴ során az ÁSZ ellenőrzi, hogy a törvényjavaslatban foglalt számok alapján az államadósság szabály teljesül-e. Még meghatározóbb a Költségvetési Tanács szerepe⁵, mivel a Tanácsnak a költségvetési törvény zárószavazása előtt meg kell vétóznia annak elfogadását, ha az adósságszabály teljesülését nem látja biztosítottnak.⁶ A Költségvetési Tanács munkáját az ÁSZ elemzések készítésével is támogatja, következésképpen az ÁSZ feladata azoknak a kockázatoknak a feltárása, amelyek az adósságszabály teljesülését veszélyeztetik.

Az adósságmutató számlálóját leginkább a folyó költségvetés hiánya befolyásolja, ezért az ÁSZ kockázatelemző tevékenysége első lépésben a költségvetési egyenleggel kapcsolatos kockázatok megismerésére irányult. Az ÁSZ egy ellenőrzése⁷ azonban feltárta, hogy az államadósság alakulására egy-egy évben jelentősen hatnak a hiány alakulásától független tényezők is. Az ennek az ellenőrzésnek a Jelentéséből átvett táblázat (lásd az **1. számú táblázatot**) tartalmazza azokat a jelentősebb tényezőket, amelyek 2006 és 2011 között az államadósságot jelentősen növelték vagy csökkentették, de nem jelentek meg az adott évek központi költségvetésében bevételként vagy kiadásként, hanem közvetlenül csökkentették vagy növelték az államadósságot.

A táblázatban bemutatott nagyságrendek alapján nyilvánvaló, hogy az ezekkel a tényezőkkel kapcsolatos kockázatok is célszerű vizsgálni az államadósság-szabály

³ Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló 2011. évi CXCV. törvény

⁴ Az Állami Számvevőszékről szóló 2011. évi LXVI. törvény 5. § (1) bekezdés; Magyarország Alaptörvénye 43. cikk (1) bekezdés

⁵ Magyarország Alaptörvénye 44. cikk

⁶ Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló 2011. évi CXCV. törvény 25-26. §

⁷ Jelentés az államháztartás központi alrendszerének adóssága és éven túli kötelezettségvállalásának ellenőrzéséről, Állami Számvevőszék 2012. augusztus

teljesülésének értékelése során. A 1. sz. táblázat tanúsága szerint az államadósság alakulása szempontjából a legnagyobb bizonytalansági tényezőt az árfolyamhatás jelenti. Éppen ezért az államadósság-mutató törvényben szabályozott számítási módja a tervezett adósságadatokban az árfolyamhatást szándékosan kiszűri, azáltal, hogy a külföldi pénznemben kimutatott adósságelemeket azonos árfolyamon kell figyelembe venni. A mutató értékét nem befolyásolja az sem, ha az államháztartás központi alrendszere átvállalja az önkormányzati szektor és/vagy a kormányzati szektor egyéb szervezeteinek adósságát, mivel ezek az adósságok már eleve szerepeltek az államadósság-mutatóban.

1. sz. táblázat

Az államadósság változását eredményező néhány tényező hatása az államadósság alakulására (2006-2011)

(milliárd forint)

Tényező	2006	2007	2008	2009	2010	2011
MNB tartalékfeltöltés	14,8	20,6	2,8	0,0	0,0	29,1
Privatizációs bevételek	-268,7	-67,3	-3,1	-1,1	-30,1	-36,7
EU támogatások megelőlegezései	35,8	-370,7	10,6	-34,4	125,1	-406,6
Adósság-átvállalás	415,9	58,2	0,0	0,0	0,0	246,0
Kincstári egységes számla és egyéb számla állományának változása	102,1	-95,1	-104,4	305,7	-9,6	240,5
IMF/EB hitel betét elhelyezés/felszabadítás	0,0	0,0	1561,3	-304,6	-324,4	-496,3
Árfolyamhatás	-22,4	13,9	156,1	7,4	337,2	1 164,5

Forrás: Jelentés az államháztartás központi alrendszerének adóssága és éven túli kötelezettségvállalásának ellenőrzéséről, Állami Számvevőszék 2012. augusztus, 16. oldal

A fentiek mellett is marad azonban néhány olyan, a költségvetési hiány alakulásától független tétel, amelyek számottevő eltérést okozhatnak a viszonyítási év és a költségvetési év adósságállománya között. Ezek közé tartozik az az eset is, amikor az MNB negatívvá vált tartalékait a központi költségvetésnek fel kell töltenie. (A pontos jogszabályi előírást később ismertetjük.) A jelen elemzés ezt a kockázatot járja körül. Tekintettel arra, hogy az ÁSZ az MNB alapvető tevékenységeinek ellenőrzésére nem jogosult, tanulmányunk elkészítéséhez csak nyilvános, az MNB honlapján elérhető adatokat dolgoztunk fel. Az államadósság alakulásával kapcsolatosan felhasználtuk az ÁSZ ellenőrzései során feltárt, az ÁSZ jelentéseiben nyilvánosságra hozott adatokat is.

Az MNB költségvetési kapcsolatai (2002-2011)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2011. évi CCVIII. törvény (a továbbiakban: MNB törvény) a jegybank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását rögzíti. A jegybank e cél veszélyeztetése nélkül – a rendelkezésére álló monetáris politikai eszközökkel – támogatja a kormány gazdaságpolitikájának megvalósulását. A jegybanki függetlenség jegyében a monetáris politika érvényesítését szolgáló eszközöket az MNB törvényben foglalt keretek között önállóan alakítja ki.

Az Európai Unió jogi előírásainak⁸ megfelelően az MNB törvény – de az ezt megelőző törvény⁹ is – kimondja a Magyar Nemzeti Bank függetlenségét. A szakirodalom a nemzeti bankok függetlenségének kritériumait három dimenzió, a személyi, a szakmai és a pénzügyi függetlenség mentén szokta megfogalmazni. (A személyi függetlenség kérdésével itt nem foglalkozunk.) A szakmai függetlenség az MNB törvény megfogalmazása szerint hazai viszonylatban azt jelenti, hogy az MNB, valamint szerveinek tagjai az MNB törvényben foglalt feladataik végrehajtása és kötelességeik teljesítése során nem kérhetnek, és nem fogadhatnak el utasításokat a Kormánytól vagy bármilyen más szervezettől, illetve politikai párttól. A Kormány vagy bármilyen más szervezet tiszteletben tartja ezt az elvet és nem kísérli meg az MNB, valamint szervei tagjainak befolyásolását feladataik ellátása során.

A pénzügyi függetlenség elsősorban azt jelenti, hogy az MNB tevékenységét nem korlátozza a mindenkori központi költségvetés. Ez a gyakorlatban két dolgot jelent. Az első az, hogy az MNB jelentős saját bevételekkel rendelkezik tevékenységeinek finanszírozására. Másfelől viszont azt is jelenti, hogy ha a saját források (és az ezekből képzett tartalékok) nem elegendőek a kiadások finanszírozására, akkor veszteséget a központi költségvetés az MNB részére megtéríti. Ez egyáltalán nem csak egy elméleti lehetőség, mivel az MNB-nek – és minden ország központi bankjának – több olyan tevékenységet is kell folytatniuk, amelyek esetében a kiadások – adott feltételek mellett – számottevően meghaladják a bevételeket. Erre majd a későbbiekben részletesen kitérünk. Előbb azonban tekintsük át, hogyan alakultak az MNB költségvetési kapcsolatai.

A 2010. december 31-ig hatályos törvényi szabályok¹⁰ szerint a központi költségvetésnek meg kellett térítenie az MNB veszteségét, ha arra az eredménytartaléka nem nyújtott fedezetet, valamint ki kellett pótolnia az MNB „forintárfolyam kiegyenlítési tartalékát”¹¹, illetve „deviza-értékpapírok kiegyenlítési

⁸ Az Európai Unióról szóló szerződés és az Európai Unió működéséről szóló szerződés 130. cikk; KBER Alapokmány 7. cikk

⁹ A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény

¹⁰ A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény

¹¹ MNB devizában fennálló követeléseinek és kötelezettségeinek hivatalos árfolyamon és átlagos beszerzési árfolyamon számított értékének a különbsége.

tartalékát”¹², ha azok bármelyike negatív egyenlegűvé vált. Ez utóbbi két pénzáradás nem jelent meg a folyó költségvetés kiadásai között, hanem a pénz átutalását közvetlenül az államadósság növekedéseként számolták el. E szabályozás logikája az, hogy az MNB „forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka” és az államadósság devizában denominált részének forintban mért összege a forint árfolyamának változása következtében azonos irányban mozdul el. Ha a forint árfolyama erősödik, akkor a devizában denominált államadósság forintban mért összege csökken, és ez mintegy fedezetet nyújt a „forintárfolyam kiegyenlítési tartalék” kipótlására, ha az a forint árfolyamának javulása következtében negatívba fordul. Közgazdaságilag tehát indokolt az ugyanazon ok miatt bekövetkezett veszteséget és nyereséget egymással szemben elszámolni. A devizában fennálló, értékpapíron alapuló követelések piaci értékelése is összefügg – bár sokkal közvetettebben – a forint árfolyamának alakulásával, ezért az e rovaton keletkezett hiány elszámolásánál is hasonló logika érvényesült.

A szabályozás bevezetése, azaz 2002 óta a fenti szabályozás alapján a költségvetésnek hatszor keletkezett fizetési kötelezettsége (lásd a **2. számú táblázatot**).

2. sz. táblázat

Az MNB forintárfolyam kiegyenlítési tartalékának, deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartalékának, eredménytartalékának, mérleg szerinti eredményének és a központi költségvetés térítési kötelezettségének alakulása (2002-2011)

(millió forint)

Év	Forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka	Deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka	Eredménytartalék	MNB mérleg szerinti eredménye	Központi költségvetés térítési kötelezettsége
2002	-82 890	19 976	7 546	-4 886	82 890
2003	199 240	4 198	2 659	78 464	0
2004	19 506	-1 112	81 123	-42 766	1 112
2005	105 965	-14 816	38 357	-21 421	14 816
2006	49 595	-20 600	16 936	14 571	20 600
2007	49 857	-2 799	31 507	-16 582	2 799
2008	236 258	46 744	14 925	-5 464	0
2009	230 792	21 515	9 461	65 542	0
2010	415 937	-29 142	75 003	-41 577	29 142
2011	1 324 963	5 593	33 426	13 598	0

Forrás: MNB honlap

¹² A devizában fennálló, értékpapíron alapuló követelések piaci értékelése alapján megállapított különbözet.

A „forintárfolyam kiegyenlítési tartalékban” 2011-re óriási többlet (mintegy 1325 milliárd forint) halmozódott fel. A 2007-2011. évek között a tartalék összege mintegy 26-szorosára nőtt a forint nagymértékű gyengülése következtében. (2011 végén 1 euróért 22,8%-kal több forintot kellett adni, mint 2007 végén.) Így rövidtávon nem áll fenn annak a veszélye, hogy a költségvetésnek e tartalék negatívvá válása miatt fizetnie kelljen. Ugyanakkor a „forintárfolyam kiegyenlítési tartalék” állománya a vizsgált időszakban egyik évről a másikra százmilliárd forintos nagyságrendű ingadozásokat is produkált, így a forint erősödése esetén számottevő kockázat forrásává válhat. (2004-ben és 2006-ban a korábban felhalmozott tartalék egy év alatt 180, illetve 56 milliárd forinttal csökkent.)

Az MNB arany- és devizatartaléka a 2007-2011. évek között évente több mint 1000 milliárd forinttal nőtt, 2011 végén mintegy 12 000 milliárd forintot tett ki. Ennek következtében a forint egy százalékos erősödése – azaz az euró árfolyam mintegy 3 forintos csökkenése – 120 milliárd forinttal mérsékelné a devizatartalék forintban mért értékét. Emiatt a forintárfolyam kiegyenlítési tartalék is néhány év alatt könnyen negatívvá válhat, amely a költségvetési térítés veszélyét hordozza magában.

A vizsgált 10 éves időszakban az MNB mérleg szerinti eredménye hat alkalommal lett negatív.¹³ Ez annak ellenére is jól jelzi a költségvetési kockázat meglétét, hogy az elmúlt 10 éves időszakban egyszer sem kellett a költségvetésnek az MNB veszteségét megtérítenie, mivel arra az eredménytartalék fedezetet nyújtott.

A költségvetési térítés szükségessé válásának kockázatát ugyanakkor mérsékli, hogy a forintárfolyam kiegyenlítési tartalékkal, valamint a deviza értékpapírok kiegyenlítési tartalékával kapcsolatos központi költségvetési térítési kötelezettség az MNB törvény 16. § (4) bekezdése szerint módosult. Eszerint térítési kötelezettség akkor áll fenn, ha a kiegyenlítési tartalékok összevont egyenlege negatív, és arra a mérleg szerinti eredmény és az eredménytartalék együttesen sem nyújt fedezetet. Ebben az esetben a fennmaradó negatív egyenleg erejéig nyújt térítést a központi költségvetés az MNB-nek. Az eredménytartalék negatívvá válása esetén viszont a központi költségvetésnek azonnali (nyolc napon belüli) fizetési kötelezettsége keletkezik.¹⁴

¹³ „A jegybank eredményét elsősorban a hazai és a nemzetközi makrogazdasági folyamatok, valamint a monetáris politika céljai és választott eszközei határozzák meg, ezért az nem használható a jegybanki működés sikerességének mérőszámaként.” A Magyar Nemzeti Bank 2009 évi jelentése 9. oldal

¹⁴ A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2011. évi CCVIII. törvény 64. § (3) bekezdés

Miért jelent költségvetési kockázatot a monetáris politika és a devizatartalékolás?

Elméletileg is levezethető, hogy nemcsak az MNB, hanem bármely jegybank esetében jelentős a veszélye annak, hogy alapvető feladataihoz kapcsolódó bevételei alatta maradnak az e tevékenységek folytatásához szükséges források költségeinek.

Elemzésünkben két alapvető – egymással összefüggő – funkcióval a devizatartalékolással és a monetáris politika eszközeinek alkalmazásával foglalkozunk. A szakirodalom szerint is a devizatartalékolás a jegybankok számára gyakran veszteséges tevékenység, mivel a tartalékokat – éppen azok funkciója miatt – csak viszonylag rövidlejáratú és alacsony kockázatú eszközökben szabad lekötni. Az ilyen eszközök hozama viszont általában alacsony, gyakran alacsonyabb, mint a devizatartalékolást finanszírozó források átlagköltsége. A veszteségesse válás kockázatát némileg enyhíti, hogy a központi bankok bizonyos forrásokhoz viszonylag olcsón, a jegybanki alapkamatnál alacsonyabb vagy azzal megegyező költséggel tudnak hozzájutni.

A monetáris politika eszközeinek alkalmazása azért növelheti egy jegybank veszteségesse válásának kockázatát, mert ezen eszközök bevetésénél az egyetlen szempont a monetáris politikai célok elérése, és emellett eltörpülnek a jegybank veszteségesse válásának szempontjai, mivel annak végső terhét a költségvetés fizeti. Nyilvánvaló, hogy a felelős döntéshozók ezt a szempontot is mérlegelik, a morális kockázat azonban – legalábbis elméletileg – jelen van.

Konkréten az MNB esetében a devizatartalékolás veszteségesse válásának kockázata különösen nagy. Egyfelől az MNB eszközei között meghatározó súlyt képviselnek a devizában fennálló követelések, míg forrásszerkezetében igen jelentős a súlya a forintkötelezettségeknek (lásd a **3. számú táblázatot**). Bár ez utóbbiak döntő hányada után az MNB csak a jegybanki alapkamatnak megfelelő vagy még kisebb kamatot fizet, a magas alapkamat következtében ez a kamatköltség is igen tetemes.

3. sz. táblázat

Az MNB forintban, illetve devizában fennálló követeléseinek és kötelezettségeinek megoszlása (2007-2011)

	2007	2008	2009	2010	2011
Követelések forintban	3,26	7,43	3,15	3,14	2,34
Követelések devizában	96,74	92,57	96,85	96,86	97,66
Összes követelés	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Kötelezettségek forintban	98,57	68,33	72,85	67,21	72,50
Kötelezettségek devizában	1,43	31,67	27,15	32,79	27,50
Összes kötelezettség	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Forrás: Az MNB mérlegadatai alapján végzett saját számítás

Az MNB éves jelentései¹⁵ megerősítik ezeknek a kockázatoknak a fennállását. Az eredmény-kimutatások adataiból is kiolvasható (lásd a **4. számú táblázatot**), hogy a devizakövetelések után elszámolt kamat és kamatjellegű bevételt rendre meghaladták a források után – nagyobb részt forintban, kisebb részt devizában – elszámolt kamat- és kamatjellegű ráfordítások, olyannyira, hogy az MNB tevékenysége 2007-ben, 2008-ban és 2010-ben is veszteséggel zárult. Az MNB a veszteséget csak azokban az években tudta elkerülni, és eredménytartalékát feltölteni, amikor korábbi években olcsóbban vett devizát magasabb árfolyamon nagy mennyiségben értékesített. Ez történt 2009-ben, amikor 143,6 milliárd forint és 2011-ben, amikor 101,9 milliárd forint devizaárfolyam-változásból származó bevétel ellensúlyozni tudta a kamatbevételek és a kamatkiadások közötti különbséget.

4. sz. táblázat

Az MNB főbb bevételei és ráfordításai (2007-2011)

(milliárd Ft)

Tételek	2007	2008	2009	2010	2011
Forintban elszámolt kamat- és kamat jellegű bevételek	12,2	22,3	52,9	24,7	20,0
Devizában elszámolt kamat- és kamatjellegű bevételek	209,0	204,5	282,1	254,3	287,2
Devizaárfolyam-változásból származó bevételek	13,5	26,4	143,6	53,1	101,9
Egyéb bevételek	5,2	4,3	6,2	6,4	4,2
Bevételek összesen	242,7	272,2	537,2	393,6	495,8
Forintban elszámolt kamat- és kamatjellegű ráfordítások	161,8	183,7	329,6	270,0	332,6
Devizában elszámolt kamat- és kamatjellegű ráfordítások	59,1	34,5	69,0	62,7	68,6
Devizaárfolyam-változásból származó ráfordítások	4,5	17,2	6,9	2,7	3,2
Bankjegy- és érmegyártás költsége	9,1	7,0	8,2	8,5	4,9
Pénzügyi műveletek realizált vesztesége	6,8	8,3	36,8	74,0	56,6
Céltartalék	1,7	8,4	0	0,1	1,8
Banküzem működési költségei és ráfordításai	14,7	15,3	15,2	13,0	12,1
Ráfordítások összesen	259,3	277,7	471,7	435,2	482,2
Tárgyévi eredmény	-16,6	-5,5	65,5	-41,6	13,6

Forrás: Az MNB éves jelentéseiben publikált eredmény-kimutatások

¹⁵ Az egyszerűség kedvéért csak az utóbbi 5 év jelentéseinek adatait elemezzük részletesebben.

A 4. sz. táblázatból az is kiolvasható, hogy az MNB eredményének alakulása szempontjából a kiadási oldalon a forintban elszámolt kamat- és kamatjellegű ráfordítás bír nagy jelentőséggel. E ráfordítások 2009-től ugrásszerűen megemelkedtek. Ettől lényegesen kisebb mértékben növekedtek a kamat- és kamatjellegű bevételek. Következésképpen jelentősen emelkedett annak a kockázata, hogy az MNB az eredménytartálékát meghaladó veszteség alakul ki, azaz a központi költségvetésnek kifizetési kötelezettsége keletkezik. 2011 júliusában az MNB azt jelezte¹⁶, hogy 2011-ben várhatóan 140 milliárd forint körüli vesztesége keletkezik, amiből 94 milliárd forintot a központi költségvetésnek 2012. március 31-ig meg kell térítenie. Egy, a GDP 0,3 százalékának megfelelő kiadás lebegtetése jelentős bizonytalanságot vitt a 2012. évi költségvetési tervezésbe. (2011 októberében az MNB már csak 12 milliárd forintra becsülte a térítési kötelezettséget.)¹⁷ A veszteségessé válást végül az MNB elkerülte, elsősorban az által, hogy a végtörlesztéshez kapcsolódóan jelentős mennyiségben adott el devizát a hazai kereskedelmi bankoknak, amelyen közel 100 milliárd forint árfolyamnyereséget realizált.

A költségvetési kockázatok megismerése érdekében fontos annak áttekintése, hogy mi okozta a forintban elszámolt kamat- és kamatjellegű ráfordítások ugrásszerű emelkedését. Az MNB 2009. évi éves jelentése ennek kapcsán a következőket állapítja meg: „A forint kamateredmény jelentős romlása azért következett be, mert a külföldi hitelfelvételek felhasználásakor végrehajtott devizakonverziók jelentős többletforintlikviditást juttattak a gazdaságba, ami a jegybanknál a kéthetes kötvényállomány növekedésében csapódott le. Az alapkamathoz kötött kamatozású forintkötelezettségek (költségvetés forintbetétei, kötelező tartalék, likviditást lekötő instrumentumok) éves átlagállománya mintegy 1700 milliárd forinttal emelkedett.”¹⁸A fenti – első olvasásra nem könnyen érthető – idézet háttérének kibontásával folytatjuk kockázatelemzésünket.

A költségvetés forintbetétei után fizetett kamatot értelemszerűen nem soroljuk a költségvetési kockázatok közé. Így elemzésünket a másik két tényezőre a kötelező tartalékra és a likviditást lekötő instrumentumokra fókuszáljuk. Ez utóbbiak alatt a monetáris politika két fontos eszközét az egynapos jegybanki betétet és a kéthetes jegybanki kötvényt kell érteni.

Kiindulási alapként az MNB nyilvános adatai alapján számítást végeztünk, hogy 2007 és 2011 között hogyan alakultak a kötelező tartalék, a kéthetes jegybanki kötvény és az egynapos betét után elszámolt kamatok és kamatjellegű ráfordítások (lásd az **5. számú táblázatot**).

¹⁶ „Az inflációs jelentésben frissített prognózis szerint az MNB várható 2011. évi vesztesége miatt a központi költségvetésnek 94 milliárd veszteségtérítési kötelezettsége keletkezik 2012-ben. Ez az idei évhez képest addicionális kiadást jelent a pénzforgalmi egyenlegben: a kormány a 2011. évi költségvetési törvényjavaslathoz készített többéves kitekintésben erre a célra nem tervezett előirányzatot, és a tavasszal közzétett konvergencia programban sem szerepelt a veszteségtérítés hatása.” Elemzés az államháztartásról, MNB 2011. július 24. oldal

¹⁷ Elemzés az államháztartásról, MNB 2011. október 29. oldal

¹⁸ MNB 2009. évi éves jelentés 39-40. oldal

A táblázat adataiból jól látszik, hogy a vizsgált időszak elején a kötelező tartalék és a kéthetes kötvény után fizetett kamatok voltak viszonylag jelentősek. 2009-ben azonban a kötelező tartalék után fizetett kamatok az előző évinek a felére csökkentek, míg a kéthetes kötvény után elszámolt kamatok a háromszorosára nőttek. Ennek következtében 2009 és 2011 között a kéthetes kötvények után elszámolt kamat volt a meghatározó kiadási tétel.

5. sz. táblázat

A kötelező tartalék, a kéthetes jegybanki kötvény és az egynapos betét után elszámolt kamatok és kamatjellegű ráfordítások becsült összege a 2007-2011 közötti időszakban

(milliárd forint)

Monetáris eszköz neve	MNB által kifizetett (nettó) kamat					
	2007	2008	2009	2010	2011	5 év összesen
Kötelező tartalék	50	61	29	20	55	215
Kéthetes kötvény	74	71	223	214	255	837
Egynapos betét	1	12	25	5	8	51
Összesen	125	144	277	239	318	1103

Forrás: az MNB honlapján közzétett forgalmi adatok és az aktuális jegybanki kamatok alapján végzett saját számítás.

Az elemzett monetáris eszközökkel összefüggő ráfordítások változásai és az ezzel járó költségvetési kockázatok jobb megértése érdekében előbb röviden bemutatjuk az elemzett eszközöket, majd külön-külön megvizsgáljuk, hogy az utánuk elszámolt kamat alakulását milyen tényezők határozták meg.

A három jegybanki eszköz bemutatása¹⁹

Monetáris politikai eszközöknek nevezzük összefoglalóan azokat az eszközöket, amelyeket a jegybank a monetáris politika gyakorlati végrehajtása során alkalmaz. Az MNB legfontosabb célja az eszköztár kialakítása és működtetése során az, hogy a rövid pénzüpiaci hozamok minél inkább igazodjanak a jegybanki irányadó kamatszinthez, illetve a várakozásokhoz és az alkalmazott eszköztár támogassa a jegybanki kamatpolitika végrehajtását.

A **kötelező tartalékra** vonatkozó jegybanki rendeletek alapján a Magyarországon működési engedéllyel rendelkező hitelintézeteknek, illetve a külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepeinek forrásaik meghatározott százalékában kötelező tartalékot kell elhelyezniük a jegybanknál. A tartalékkötelezettséget a hitelintézetek azáltal teljesítik, hogy az 1 hónap hosszúságú tartalékperiódusban a jegybanknál vezetett elszámolási számlájukon a tartalékkötelezettségüknek megfelelő átlagos számlaállományt tartanak fenn.

A tartalékrendszer legfontosabb célja, hogy az átlagolási mechanizmus biztosításán keresztül segítse a hitelintézetek likviditáskezelését, és hozzájáruljon a bankközi hozamok ingadozásának mérsékléséhez. Emellett a kötelező tartalékrendszer szerepet játszik a jegybankpénz iránti stabil kereslet biztosításában is. Magyarország Európai Unió csatlakozását követően az MNB az irányadó kamatot fizeti a kötelező tartalékok után, azaz a kötelező tartalékrendszer burkolt adóztatási funkciója ekkortól megszűnt. A kötelező tartalékrendszert az MNB a kötelező jegybanki tartalék kiszámítására, illetve a kötelező tartalékráta mértékére vonatkozó rendeletekben szabályozza.

A **kéthetes futamidejű MNB-kötvény** az MNB legfontosabb monetáris eszköze. Ennek az eszköznek a kibocsátáskori hozama szolgál irányadó jegybanki kamatként, azaz ez a hozam tükrözi leginkább a monetáris politika irányultságát, illetve annak megváltozását. Az irányadó kamatról a jegybank legfontosabb monetáris politikai döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács hoz döntéseket. A központi bank irányadó kamatának segítségével gyakorol hatást a rövid pénzüpiaci hozamokra, és közvetve a gazdasági folyamatokra. A jegybank heti egy alkalommal, fix kamatú aukció keretében bocsát ki kéthetes futamidejű MNB-kötvényeket ügyfelei részére. A jegybanki partnerek szabadon, mennyiségi korlát nélkül dönthetnek arról, hogy az aukciók keretében mennyi kötvényt vásárolnak.

A bankközi kamatok szélsőséges ingadozásainak korlátozására az MNB az **egynapos lejáraton kamatfolyosót** tart fenn. A kamatfolyosó szélessége az irányadó eszköz²⁰ kamatszintje körül +/-1 százalék. A kamatfolyosó tetején a jegybank az egynapos

¹⁹ Az MNB honlapján található ismertető alapján készült tömörítvény. MNB [2009]: Részletesen a Monetáris Politikai Eszköztárról. Elérhető: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Monetaris_politika/mnbhu_eszkozta/mnbhu_eszkozta_tanulmanyok/mnbhu_Kezikonyvek/eszkozta_reszletes.pdf; dátum: 2013. január 11.

²⁰ azaz a kéthetes jegybanki kötvény

lejáratú hitellel – a bankok által felajánlott fedezet függvényében – korlátlan mértékben hajlandó biztosítani a kereskedelmi bankok átmeneti likviditáshoz jutását, emiatt korlátozza a bankközi kamatlábak emelkedését. A kamatfolyosó alját az egynapos lejáratú jegybanki betét kamata jelenti, amelyen az MNB korlátlan mértékben hajlandó befogadni az átmeneti likviditástöbbletet a bankközi piacról, meggátolva ezzel, hogy a bankközi kamatlábak ennél a szintnél alacsonyabbra süllyedjenek.

Elemzésünket ez utóbbi monetáris eszköz kamatkiadásainak bemutatásával kezdjük.

Az egynapos jegybanki betét nettó állománya után fizetett kamatok alakulása (2007-2011)

Az egynapos jegybanki betétek esetében a kamatkidadásokat a betétek nettó állománya után célszerű számolni, azaz a betétállományokból indokolt kivonni a hitelállományokat. Az így kapott adatokat a **6. számú táblázatban** gyűjtöttük össze. A táblázatban információs jelleggel feltüntettük, hogy az adott évben a jegybanki alapkamat mekkora sávban ingadozott.

6. sz. táblázat

Az MNB-nél elhelyezett egynapos jegybanki betét átlagos nettó állománya és az utánuk kifizetett nettó kamat

	2007*	2008	2009	2010	2011
Az egynapos jegybanki betét átlagos állománya (milliárd Ft)	45,1	183,7	422,2	156,4	226,6
A betétek után kifizetett kamat (milliárd Ft)	0,5	12,1	24,8	4,8	8,2
A jegybanki alapkamat éves intervalluma (%)	7,5-8,0	7,5-11,5	6,25-10,0	5,25-6,25	5,75-7,00

*Az adatállomány nem teljes körű, az MNB 2007 októberétől tette nyilvánossá az adatokat

Forrás: az MNB honlapján közzétett forgalmi adatok, jegybanki alapkamat és az aktuális jegybanki kamatok alapján végzett saját számítás

A táblázatból egy momentum emelhető ki. Nevezetesen az, hogy 2008 és 2009 között az egynapos jegybanki betétek átlagos nettó állománya több mint 200 milliárd forinttal emelkedett, majd 2010-ben 250 milliárd forinttal mérséklődött. Az állománynövekedés a kamatkidadásokat 2008 és 2009 között megduplázta, és 12 milliárd forintos költségnövekedést okozott az MNB részére.

Azt feltételeztük, hogy az átlagos betétállomány megnövekedése a globális pénzügyi válsággal kapcsolatos. Ezért megvizsgáltuk, hogy a válság Magyarországra történő begyűrűződésének hónapjaiban hogyan alakult az egynapos betétállomány. Az erre vonatkozó adatokat a **7. számú táblázat** tartalmazza.

7. sz. táblázat

Az egynapos jegybanki betétek állományának és kamatráfordításainak alakulása a 2008-as globális pénzügyi válság magyarországi begyűrűződésének hónapjaiban

(millió forint)

	Szeptember	Október	November	December
Elhelyeztetett nettó átlag betétállomány	36 372	224 537	351 312	618 549
Kifizetett nettó kamat	224	1766	2937	5279

Forrás: az MNB honlapján közzétett forgalmi adatok és az aktuális jegybanki kamatok alapján végzett saját számítás

A 7. sz. táblázat adatai jól mutatják, hogy 2008 szeptemberéhez képest a következő három hónap mindegyikében ugrásszerűen megemelkedett az egynapos jegybanki betét átlagos állománya. A folyamat 2009. évi folytatódását a **8. számú táblázat** mutatja be. Eszerint 2009 első hónapjaiban a gyors növekedés már nem folytatódott, de a betétállomány szintje minden hónapban meghaladta a 2008. októberi szintet, azaz ezzel a monetáris eszközzel jelentős kereskedelmi banki likviditást kötöttek le folyamatosan. Ez havonta 2-4 milliárd forintos többletkiadást jelentett az MNB számára ahhoz képest, mintha a betétállomány a válság előtti szinten stabilizálódott volna.

8. sz. táblázat

Az egynapos jegybanki betétek állományának és kamatráfordításainak alakulása a 2009. év I. félévében

(millió forint)

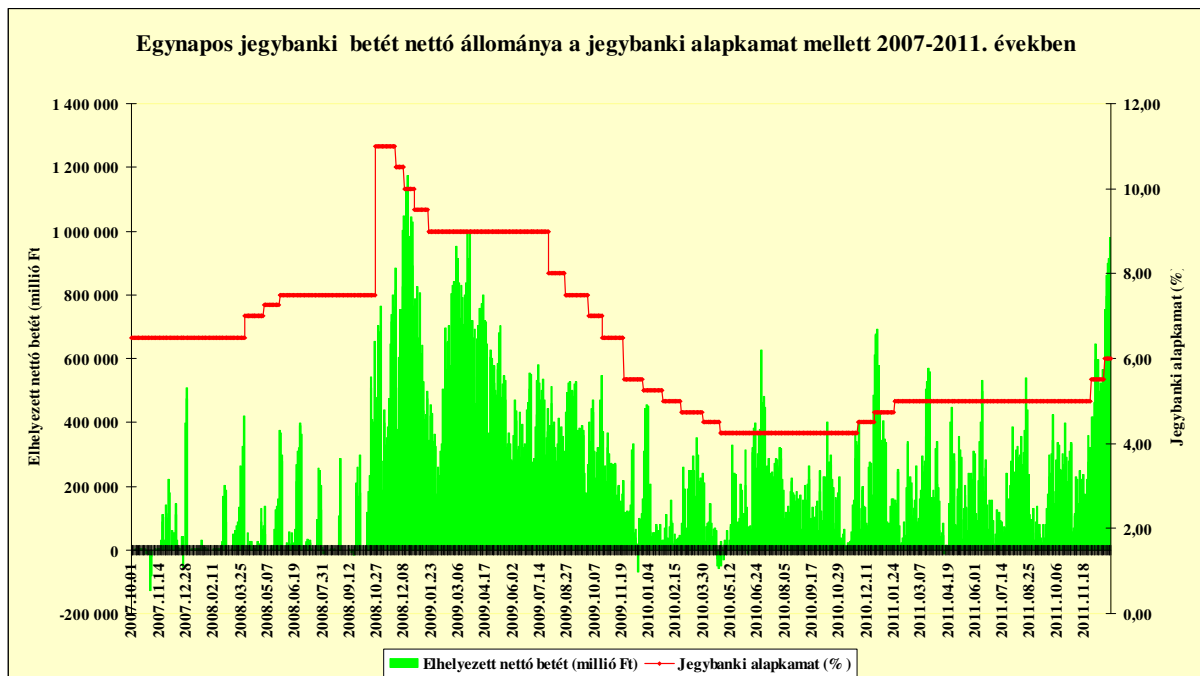
	Január	Február	Március	Április	Május	Június
Elhelyezett nettó átlag betétállomány	312 792	376 170	589 421	438 291	438 291	260 927
Kifizetett nettó kamat	2 397	2 504	4 505	3 242	2 294	1 930

Forrás: az MNB honlapján közzétett forgalmi adatok és az aktuális jegybanki kamatok alapján végzett saját számítás

A folyamat érdekessége azonban nem a számokban van, hanem abban, hogy a pénzügyi válság időszakában, amikor a bankközi pénzpiacok „kiszáradtak” miatt alakult ki ilyen (forint) likviditástöbblet a hazai kereskedelmi bankoknál, illetve, hogy likviditástöbbletük miatt egynapos betétben, és nem a magasabb kamatozású jegybanki kötvényben tartották. Az egyik lehetséges magyarázat az, hogy a kereskedelmi bankoknak a kiszámíthatatlan pénzügyi helyzetben maximálisan likvid pénzkötési lehetőségekre volt szükségük. Az egynapos betételhelyezést ösztönözte az is, hogy az MNB 2008 októberében egy százalékról, félszázalékra mérsékelte a

kamatfolyosó szélességét, amit csak 2009 novemberében állított újra helyre. Ugyanakkor az sem zárható ki, hogy a 2008 októberében hirtelen megemelt jegybanki alapkamat ösztönözte a kereskedelmi bankokat arra, hogy átmeneti megtakarításaikat maximálisan likvid és magas kamatú betétként kössék le. Ezt az összefüggést látszik alátámasztani az **1. számú ábra**, amely azt mutatja, hogy – némi késleltetéssel – az alapkamat mértéke és a betétállomány nagysága együtt mozgott, de nemcsak 2008-2009 fordulóján, hanem 2010-ben és 2011-ben is. Ha az összefüggés fennáll, akkor az azt jelenti, hogy a magas alapkamat és az ehhez képest szűk kamatfolyosó következtében az MNB nemcsak lekötötte a felesleges kereskedelmi banki likviditást, hanem ösztönözte a bankokat arra, hogy szabad pénzeiket ebben a monetáris eszközben tartsák.

1. sz. ábra



Forrás: az MNB honlapján közzétett forgalmi adatok és a jegybanki alapkamat szerint saját számítás

Az MNB kéthetes kötvényei után fizetett kamatok alakulása (2007-2011)

Az MNB a 2007. év elején vezette be a kéthetes kötvényt, amelynek a kamata megegyezik a jegybanki alapkamattal. A jegybank a kéthetes kötvény segítségével köti le a bankrendszer fölösleges likviditását. Az e monetáris eszközzel kapcsolatos legfontosabb adatokat a **9. számú táblázat** foglalja össze.

9. sz. táblázat

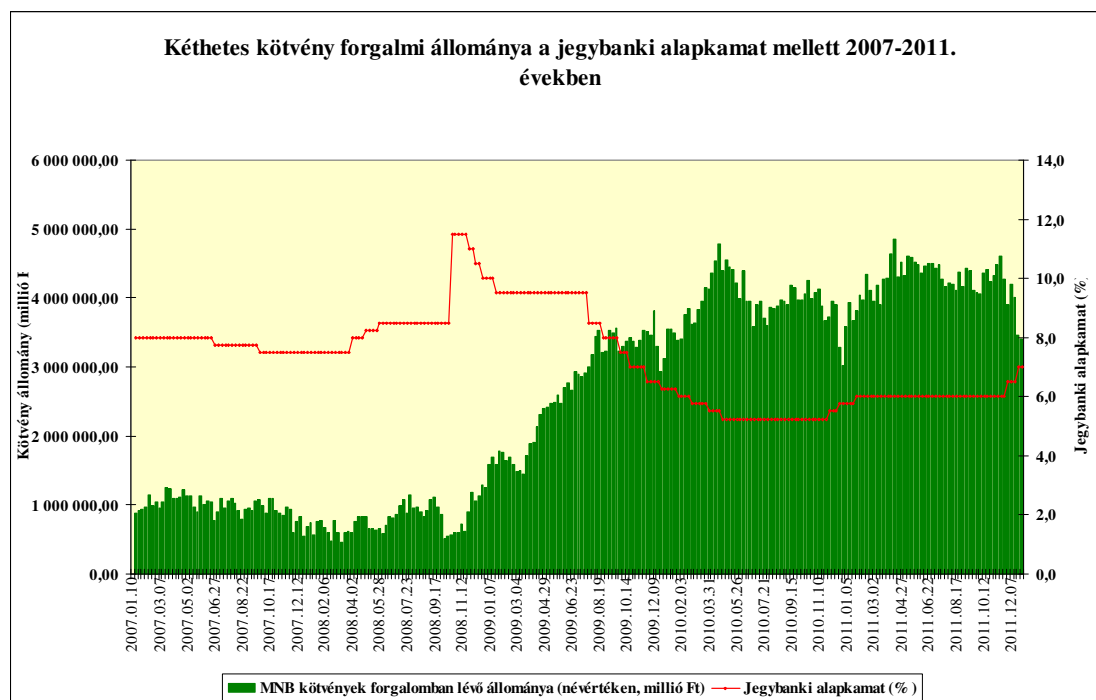
MNB kéthetes kötvények forgalomban lévő átlagos állománya (névértéken) és a kifizetett kamat

	2007	2008	2009	2010	2011
A kéthetes kötvények forgalomban lévő átlagos állománya (milliárd Ft)	946,1	782,0	2681,5	3936,3	4227,3
A kötvények után kifizetett kamat (milliárd Ft)	75,1	71,4	226,7	213,8	255,2
Éves jegybanki kamat intervallum (%)	7,5-8,0	7,5-11,50	6,25-10,00	5,25-6,25	5,75-7,00

Forrás: az MNB honlapján közzétett forgalmi adatok, jegybanki alapkamat és az aktuális jegybanki kamatok alapján végzett saját számítás

A táblázat adataiból látható, hogy az állomány ugrásszerű növekedése e monetáris eszköz esetében is 2008 és 2009 között következett be. A kéthetes kötvények esetében azonban az állomány növekedése 2010-ben és 2011-ben is folytatódott. Megvizsgáltuk, hogy ez a folyamat mennyire köthető a globális pénzügyi válság kitöréséhez, illetve mennyiben áll összefüggésben a jegybanki alapkamat alakulásával. Az erre vonatkozó adatokat a **2. számú ábra** mutatja be.

2. sz. ábra



Forrás: az MNB honlapján közzétett forgalmi adatok és a jegybanki alapkamat szerint saját számítás, ábra

Az ábra azt mutatja, hogy a kéthetes jegybanki kötvények állományának emelkedése nem rögtön a pénzügyi válság kirobbanásakor, hanem később, 2009 elején kezdődött, és közel egy évig tartott, azóta is némi hullámzással magas szinten maradt. Ez azt jelzi, hogy a magyar kereskedelmi bankoknak növekvő lekötetlen forintforrásaik keletkeztek, és ezeket nem forgatták vissza hitelezésre, nem vettek belőle diszkontkincstárjegyet vagy államkötvényt, hanem kéthetes jegybanki kötvényben tartották az átmenetileg felesleges pénzüket. Ennek a magatartásnak a finanszírozása pedig a jegybank számára évi több mint 200 milliárd forint kamatkiadást okozott.

Az MNB honlapján szereplő ismertető szerint a kéthetes jegybanki kötvény az MNB legfontosabb monetáris eszköze. Ennek az eszköznek a kibocsátáskori hozama szolgál irányadó jegybanki kamatként, azaz ez a hozam tükrözi leginkább a monetáris politika irányultságát, illetve annak megváltozását. A 2. sz. ábra alapján ugyanakkor nem mutatható ki közvetlen pozitív kapcsolat a jegybanki alapkamat emelkedése és kötvényállomány növekedése között. Sőt azt láthatjuk, hogy a kötvényállomány növekedése akkor lódult meg, amikor a jegybanki alapkamat már mérséklődni kezdett.

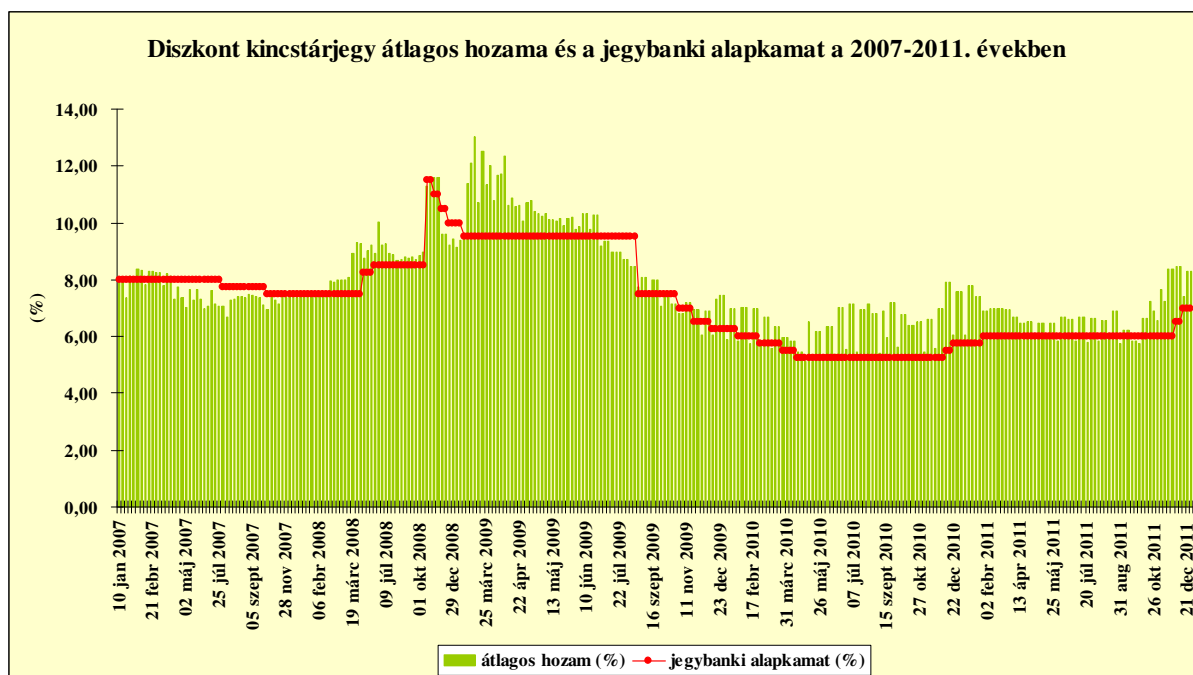
Az ismertető maga is kifejti, hogy „a kötvényállomány nagyságának nincs kitüntetett szerepe a monetáris politikában. Ennek elsősorban az az oka, hogy a kötvényállomány nagyságának nincs általánosan kimutatható hatása a gazdasági folyamatokra. (..) a kéthetes kötvény az irányadó instrumentum szerepe mellett egyben a strukturális likviditásfelesleg lekötésének eszköze is, ezért a kötvényállomány

volumenét leginkább olyan tényezők befolyásolják, amelyekre az MNB-nek csak korlátozott befolyása van.”²¹

Ennek kapcsán felmerül a kérdés, hogy ha a kötvényállomány nagyságának nincs kitüntetett szerepe a monetáris politikában, akkor indokolt-e, hogy finanszírozási költségei tekintetében a központi költségvetésnek ugyanolyan korlát nélküli térítési kötelezettsége legyen, mint a monetáris politika valós eszközeinek tekintetében. A jelenlegi jegybanki szabályozás szerint ugyanis az eredményes monetáris politika egy olyan közjő, amelyet tekintet nélkül annak költségeire az adófizetőknek finanszírozniuk kell. De vajon ez a szabály alkalmazható-e egy olyan eszközzel, amelynek fő célja a kereskedelmi banki jövedelmezőség egy bizonyos szintjének fenntartása?

További kérdésként merül fel, hogy ha a kereskedelmi bankoknak tartósan ilyen mértékű likviditásuk van, akkor abból miért nem diszkontkincstárjegyet vagy államkötvényt vásárolnak. E kérdés kapcsán megvizsgáltuk, hogy miként alakult a rövidlejáratú diszkont kincstárjegyek átlagos hozama a jegybanki alapkamathoz képest (lásd a **3. számú ábrát**).

3. sz. ábra



Forrás: az MNB, az AKK Zrt. honlapján közzétett forgalmi adatok és a jegybanki alapkamat szerint saját számítás, ábra

Az ábra azt mutatja, hogy a 3 hónapos lejáratú diszkont kincstárjegyek átlagos hozama általában meghaladta a jegybanki alapkamat mértékét, azaz tisztán

²¹ MNB [2009]: Részletesen a Monetáris Politikai Eszköztárról. Elérhető: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Monetaris_politika/mnbhu_eszkozta/mnbhu_eszkozta_tanulmanyok/mnbhu_Kezikonnyvek/eszkozta_reszletes.pdf; dátum: 2013. január 11. 3. oldal

jövedelmezőségi megfontolások alapján a kereskedelmi bankoknak érdekesebb lett volna diszkont kincstárjegyet és nem jegybanki kötvényt vásárolniuk. Ugyanakkor ebben az időszakban nem bocsátottak ki 3 hónapnál rövidebb lejáratú diszkont kincstárjegyet, hanem az államadósságot igen nagy arányban hosszabb lejáratú devizában denominált államkötvényekkel finanszírozták, amelyeknek a forintra váltása – különböző áttételeken keresztül – tovább növelte a hazai bankrendszer forintlikviditását. Felmerül a kérdés, hogy az államadósság-kezelés és a monetáris politika jobb összehangolásával nem lehetett-e volna a közpénzek számottevő megtakarítását elérni.

A kötelező tartalék után fizetett kamatok alakulása (2007-2011)

A bankok kötelező tartalékrátája a 2007. évben 5% volt, amit az MNB 2008 novemberében 2%-ra csökkentett. 2010. október 1-től a 2, 3, 4 és 5 százalékos tartalékráták közül választhatnak; választásukat ezt követően félévente módosíthatják. Az MNB jegybanki alapkamatot fizet a bankok kötelező tartalékára.

Az elhelyezett tartalék mértéke 2008 novemberéig 5% volt, utána egészen 2010 októberéig 2%, ami az elhelyezett tartalék nagyságának tendenciájában is megmutatkozik. A tartalék nagysága a 2009. évben a 2008. évihez képest a felére csökkent. A 2010. év végétől a választható 2-5%-os tartalékráták következményeként a tartalék forintértéke ismét emelkedni kezdett. A legfontosabb adatokat a **10. sz. táblázatban** foglaltuk össze. A táblázatból látható, hogy a kötelező tartalék rátájának mérséklése 2009-ben 30, 2010-ben 40 milliárd forintos kamatmegtakarítást eredményezett a 2008. évi kiadásokhoz képest. A bankok forintlikviditásának növekedése azonban 2011-ben már az önként vállalt magasabb tartalékszintben is megmutatkozott, és ez az előző évhez képest a kamatkidadások 25 milliárd forintos emelkedésével járt.

10. sz. táblázat

Kötelező jegybanki tartalék átlagos állománya és az MNB által kifizetett kamat

	2007	2008	2009	2010	2011
Összesen elhelyezett tartalék (milliárd Ft)	637,5	706,8	339,8	366,6	452,0
Elhelyezett tartalék után fizetett kamat (milliárd Ft)	49,6	60,9	29,4	20,0	54,5
Éves kamat intervallum (%)	7,5-8,0	7,5-11,50	6,25-10,00	5,25-6,25	5,75-7,00

Forrás: az MNB honlapján közzétett forgalmi adatok, jegybanki alapkamat és az aktuális jegybanki kamatok alapján végzett saját számítás

Nemzetközi összehasonlítás

Az MNB által alkalmazott monetáris politika költségvetési kockázatainak értékelése érdekében érdemes áttekintenünk az Európai Központi Bank és olyan más EU-tagállamok központi bankjainak vonatkozó szabályait, amelyek nem tartoznak az euró-övezetbe. Az összehasonlítás során az MNB monetáris politikája kapcsán elemzett eszközökre (kötelező tartalék, kéthetes kötvény, egynapos betét), vagy azokhoz hasonló monetáris politikai eszközökre koncentráltunk.

Európai Központi Bank

Az Európai Központi Bank (EKB) deklarált célja (hasonlóan az MNB-hez) az árstabilitás fenntartása, illetve e cél veszélyeztetése nélkül az Európai Unió gazdaságpolitikájának támogatása. Az EKB eszköztára ezen célok elérésére alapvetően három csoportba sorolható: nyílt piaci műveletek alkalmazása, jegybanki rendelkezésre állás, valamint kötelező tartalékképzés előírása.²²

Kötelező tartalékolás

A kötelező tartalékolás tekintetében az MNB és az EKB gyakorlata között nincs lényegi eltérés, mindkét bank a mérlegtételek alapján határozza meg a kötelező tartalékképzés mértékét, lehetővé teszi a tartalékperiódus szerinti átlagolást és fix kamatot²³ fizet a tartalékállomány után.²⁴

Jegybanki rendelkezésre állás

A jegybanki rendelkezésre állás kapcsán mind az MNB, mind az EKB mennyiségi korlátozás nélkül, egynapos lejáratú hitel felvételét (megfelelő fedezet mellett), illetve betét lekötését teszi lehetővé a bankok számára. Érdemes ugyanakkor megjegyezni, hogy az EKB 2009 májusa óta abszolút értékben szűkebb kamatfolyosót alkalmaz²⁵ (+/-0,75%), mint az MNB (+/-1%).

EKB betétek

A nyíltpiaci műveletek közül a finomhangolás keretében történő lekötött betétgyűjtés jellegzetességei hasonlíthatóak össze leginkább az MNB kéthetes futamidejű

²² EKB [2011]: Az Európai Központi Bank Iránymutatása az euró-rendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól. Elérhető: http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_33120111214hu00010095.pdf; dátum: 2013. január 11.

²³ Az MNB esetében ez az irányadó kamat, az EKB esetében az irányadó refinanszírozási műveletek (MRO) kamatlába.

²⁴ EKB [2011]: Az Európai Központi Bank Iránymutatása az euró-rendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól. Elérhető: http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_33120111214hu00010095.pdf; dátum: 2013. január 11.

²⁵ EKB honlap, elérhető: <http://www.ecb.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>; dátum: 2013. január 11.

kötvényének jellemzőivel. Fontos különbség, hogy az EKB számára az MNB-vel szemben ez az eszköz nem irányadó instrumentum,²⁶ ugyanakkor mindkét eszköz kibocsátása kamatköltséget generál a szervezeteknek, így elemzésünk szempontjából helytálló az összehasonlítás.

Az EKB betétlekötési funkciója korrekciós jellegű, segítségével kerülnek lekötésre a kötvényvásárlási program (Securities Markets Programme – SMP) során a bankokhoz juttatott likvid források.²⁷ Az EKB 2012-ben heti egy alkalommal adott lehetőséget egyhetes futamidejű, euróban denominált betétek lekötésére. A betétlekötés mennyiségi korlátait az SMP program során felvásárolt kötvények mennyiségéhez igazítják, a betétek hozamának pedig csupán a maximumát határozzák meg,²⁸ amely így az igényelt mennyiség függvényében változó lehet.

Költséghatékonysági szempontból betétlekötés során mind a mennyiségi korlátozás, mind a változó kamatláb kedvezőbb konstrukció az EKB számára, mint ha korlát nélkül, fix kamatlábon kínálná betéteit. A mennyiségi korlát gátat szab annak, hogy a bankok az SMP programtól függetlenül felmerülő szabad forrásaikat ilyen módon kössék le. A változó kamatozás is hatékony módszernek bizonyult, hiszen a betétek után fizetendő kamat 2012-ben gyakran csupán 0,01% volt és definíciójából adódóan sosem lépte át a 0,75%-os maximális határt.²⁹

Svéd Központi Bank

A Svéd Központi Bank (Sveriges Riksbank) elsődleges célkitűzése, csakúgy, mint az MNB-nek, az árstabilitás fenntartása, jelenleg 2%-os inflációs célkitűzés mellett.

Az alkalmazott eszközök tekintetében jelentős különbség ugyanakkor, hogy a Riksbank (bár lenne rá lehetősége³⁰) nem ír elő kötelező jegybanki tartalékokat, ugyanakkor kötelezi a bankokat, hogy az általa vezetett RIX bankközi elszámolási rendszerben vezetett számláik minden napi zárást követően egyensúlyban legyenek.³¹ Ennek megvalósításához a bankoknak az MNB kamatfolyosójához hasonlóan lehetőségük van egynapos betétek és hitelek igénybevételére. Az MNB-hez hasonlóan a Riksbank is az irányadó kamatszinthez mérten (jelenleg 1%) határozza meg az

²⁶ MNB [2009]: Részletesen a Monetáris Politikai Eszköztárról. elérhető:

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Monetaris_politika/mnbhu_eszkozta/mnbhu_eszkozta_tanulmanyok/mnbhu_Kezikonyvek/eszkozta_reszletes.pdf; dátum: 2013. január 11.

²⁷ EKB honlap, elérhető: <http://www.ecb.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>; dátum: 2013. január 11.

²⁸ A lekötött betétek után fizetett maximális kamat az EKB irányadó refinanszírozási műveleteinek (main refinancing operations – MRO) kamata, amely jelenleg 0,75 %.

²⁹ EKB honlap, elérhető: http://www.ecb.eu/mopo/implement/omo/html/top_history.en.html; dátum: 2013. január 11.

³⁰ Sveriges Riksbank [2012]: The Sveriges Riksbank Act, Lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank - as from 1 July 2012. elérhető: <http://www.riksbank.se/en/The-Riksbank/Legislation/The-Sveriges-Riksbank-Act/>; dátum: 2012. január 15.

³¹ BOWMAN, David – GAGNON, Etienne – LEAHY, Mike [2010]: Interest on Excess Reserves as a Monetary Policy Instrument: The Experience of Foreign Central Banks. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers Number 996; elérhető: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2010/996/ifdp996.pdf>; Dátum: 2012. január 16.

egynapos betétek és hitelek kamatait, ugyanakkor szűkebb kamatfolyosót alkalmaz (+/-0,75%).

A monetáris politika működési költségeinek szempontjából ugyanakkor a két központi bank gyakorlata között találunk különbséget is. Az MNB által alkalmazott, jelentős kamatköltségeket generáló irányadó kéthetes kötvénnyel szemben a Riksbank a bankok likviditási helyzetének megfelelően köt jellemzően egyhetes futamidejű penziós ügyleteket, vagy bocsát ki ún. Riksbank certifikátokat, az irányadó kamatlábon.³² A döntő különbség, ahogyan azt az EKB esetén is láthattuk, az, hogy a Riksbank korlátozza a jegyezhető certifikátok mennyiségét, melynek járulékos haszna, hogy behatárolja a potenciális költségeket.

Költségcsökkentés más európai országokban

Az említetteken felül más európai országok jegybankjai esetén is jellemző, hogy igyekeznek minél költséghatékonyabban megvalósítani a monetáris politika célkitűzéseit. Ennek egyik elterjedt eszköze a rövid lejáratú jegybanki kötvényekhez való hozzáférés mennyiségi korlátozása.

A **Cseh Nemzeti Bank** legfőbb monetáris politikai eszköze a két hetes repo tender, amelyet kizárólag monetáris politikai célból alkalmaznak, a likviditási többlet elnyelésére. Az ajánlatok befogadása azonban nem korlátlanul történik, hanem a bank által meghatározott szabályok szerint. A beérkezett ajánlatokat az amerikai módszer szerint rangsorolják, vagyis aki a legkisebb kamatlábbal tesz ajánlatot, az kerül a befogadás sorrendjében legelőrébb. A magasabb kamatlábbal tett ajánlatokat addig fogadja be a bank, amíg a várható likviditási többlet ki nem merül. A legnagyobb kamatlábbal ajánlatot tett bankokat vagy visszautasítja, vagy arányosan csökkenti a betétek befogadásra kerülő mértékét. A nemzeti bank által közzétett maximális kamatláb felett érkezett ajánlatokat nem fogadja el a bank.³³ A módszer, bár kétségtelenül bonyolultabbá teszi a tenderek lefolytatását, nyilvánvalóan kisebb kamatköltséget generál, mint a korlátlan kötvénykibocsátás.

A **Lett Nemzeti Bank** a monetáris politikai eszközök használatára vonatkozó szabályozás szerint az egynapos és az egyhetes betétek elfogadásával kapcsolatban bármikor vezethet be korlátozásokat, vagy visszautasíthatja a betétek elfogadását.³⁴

A nyílt piaci műveletek esetében a **Román Nemzeti Bank** szabályozása is tartalmazza a be-fogadásra kerülő betétek mennyiségi korlátozásának lehetőségét. A szabályozás két csoportra osztja a tendereket, fix kamatozásúra és változó

³² NESSÉN, Marianne – SELLIN, Peter – SOMMAR, Per Åsberg [2011]: The framework for the implementation of monetary policy, the Riksbank's balance sheet and the financial crisis. Sveriges Riksbank, Economic Commentaries, No. 1. 2011. elérhető: http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Ekonomiska%20kommentarer/2011/ek_kom_no1_11eng.pdf; Dátum: 2012. január 16.

³³ Czech National Bank, elérhető: http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/instruments/; dátum: 2013. január 11.

³⁴ Latvijas Banka, elérhető: <http://www.bank.lv/tiesibu-akti/regulation-for-the-use-of-the-bank-of-latvia-s-monetary-policy-instruments>; dátum: 2013. január 11.

kamatozásúra. A fix kamatozású tenderek esetében, ha az ajánlatok összege meghaladja a nemzeti bank által előre meghatározott összeget, az ajánlatok arányosan kerülnek elfogadásra. Az arányosítás alapja a nemzeti bank által előre meghatározott összeg és az ajánlatok összegének hányadosa. A változó kamatozású betétek esetében az alacsonyabb kamatlábú ajánlatok kerülnek előrébb a befogadás sorrendjében. A nemzeti bank ugyanakkor csak annyi betétet fogad be, amennyi szükséges a monetáris politikai célok teljesüléséhez.³⁵

Nemzetközi kitekintésünk alapján összefoglalóan megállapíthatjuk, hogy valamennyi általunk vizsgált ország jegybankja és az Európai Központi Bank is korlátozza a kereskedelmi bankok betétjeinek befogadását, azaz a magyar monetáris politikának a kereskedelmi banki likviditás korlátlan – ennek költségeit figyelmen kívül hagyó – lekötésével kapcsolatos szabályozása Európában egyedülállónak, de legalábbis ritkaságnak számít.

A kamatköltséget generáló eszközökhöz való szabad hozzáférés korlátozásán túl az európai jegybankok általában más eszközökkel is csökkenteni próbálják a monetáris politika megvalósításának költségeit. A **11. számú táblázatban** összefoglaltuk, hogy az általunk vizsgált jegybankok milyen a kamatköltségeiket mérséklő megoldásokat alkalmaznak az egynapos betétek kamatfolyosójának szabályozásánál.

11. sz. táblázat

Egyes EU-tagországok jegybankjai által alkalmazott egynapos betéti és hitelkamatok, valamint az irányadó kamat

(%)

Ország	egynapos betét kamata	egynapos hitel kamata	irányadó kamat
Csehország	0,05	0,25	0,05
Lengyelország	2,50	5,50	4,00
Lettország	0,05	3,00-6,00-9,00 ³⁶	2,50
Románia	1,25	9,25	5,25
Svédország	0,25	1,75	1,00
Dánia	-0,20	0,20	0,00
Egyesült Királyság	0,00	0,75	0,50
Magyarország	4,75	6,75	5,75

Forrás: a központi bankok honlapjai

³⁵ National Bank of Romania, elérhető: <http://www.bnro.ro/Regulations-on-Money-Market--2784.aspx> ; dátum: 2013. január 11.

³⁶ A nemzeti bank a szerint differenciálja a kamatlábakat, hogy az adott napot megelőző 30 napos periódusban hány munkanapon használta a bank az adott monetáris politikai eszközt: nem több mint 5 munkanap; nem több mint 10 munkanap; több mint 10 munkanap.

A táblázatból a jegybanki kamatköltségek mérséklésre két módszer olvasható ki. Az egyik az aszimmetrikus kamatfolyosó, amikor betétek esetében szélesebb a kamatfolyosó, mint a hitelek esetében. Erre példa Lettország és Csehország. A másik jellemző szabály, hogy a kamatfolyosó szélességét hozzáigazítják az irányadó kamat mértékéhez: ha az irányadó kamat viszonylag magas, akkor a kamatfolyosó is viszonylag széles, ha viszont az irányadó kamat csökken, akkor a kamatfolyosót is szűkítik. Jól mutatják ezt a számok: Romániában +/- 4 százalékos, Lengyelországban +/- 1,5 százalékos kamatfolyosó tartozik az 5,25, illetve 4,0 százalékos irányadó kamathoz. Ezzel szemben Csehországban, Svédországban, az Egyesült Királyságban, Dániában, ahol alacsony az irányadó kamat 0,2-0,5 százalékos csak a kamatfolyosó.

Ahogy az MNB egyik elemzése is kiemeli, a hazai bankrendszer strukturális likviditástöbblettel rendelkezik³⁷, amely egyben azt is jelenti, hogy az egynapos betéteket nyilvánvalóan nagyobb mértékben veszik igénybe a bankok az egynapos hiteleknél. Ez az összefüggés azt is magában hordozza ugyanakkor, hogy a szélesebb kamatfolyosó alacsonyabb kamatkidadásokat generál az MNB számára, hiszen alacsonyabb a betétek után fizetett kamat. Ez azt jelenti, hogy az európai gyakorlathoz igazodó, és a magyar irányadó kamat mértékére tekintettel szélesebb kamatfolyosó alacsonyabb kamatköltségeket generálna az MNB számára. Például, ha az MNB 2008 őszén az irányadó kamat 8-ról 11,5 százalékra emelésekor a kamatfolyosót is arányosan szélesítette volna, akkor milliárdos megtakarításokat érhetett volna el. Ezzel szemben – mint korábban már leírtuk – az MNB 2008 októberében szűkítette a kamatfolyosót kifejezetten azzal a céllal, hogy „a nehezebbé vált likviditáskezelés ne okozzon jelentős veszteséget a hitelintézeteknek”.³⁸

A nemzetközi összehasonlítás azt mutatja, hogy az Európai Központi Bank és az elemzésbe bevont országok mindegyike törekszik arra, hogy monetáris eszközeit a kamatkidadások ésszerű keretek között tartásával alkalmazza, és azokat nem rendeli teljes mértékben alá annak a célnak, hogy „a rövid pénzpiaci hozamok minél inkább alkalmazkodjanak a jegybanki irányadó kamatszinthez”, azaz lényegében a kereskedelmi bankok jövedelmezőségi szempontjainak.

³⁷ MNB [2009]: Részletesen a Monetáris Politikai Eszköztárról. Elérhető: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Monetaris_politika/mnbhu_eszkoztar/mnbhu_eszkoztar_tanulmanyok/mnbhu_Kezikonyvek/eszkoztar_reszletes.pdf; dátum: 2013. január 11.

³⁸ A Magyar Nemzeti Bank 2009. évi jelentése 21-22. oldal

A monetáris politikai eszközök és a devizatartalékok finanszírozásának összefüggései

A pénzügyi piacok kiegyensúlyozott működése esetén a jegybanki likviditásszabályozó eszközök nem eredményeznek a jegybank mérlegében sem robusztus kötelezettségeket (betétek, jegybanki kötvények) sem nagy követelésállományt (hitelek), következésképpen az említett monetáris eszközök nem játszanak jelentős szerepet a jegybank tevékenységének finanszírozásában. Egészen más azonban a helyzet akkor, ha a kereskedelmi bankok tartósan és nagymértékben kötik le likviditástöbbletüket a jegybankban. Ilyenkor ugyanis az általuk elhelyezett betétek és megvásárolt kötvények a jegybanki mérleg forrásoldalának fontos elemévé válnak. Miután Magyarország esetében jelenleg ez a helyzet, így elemzésünk során nem hagyhatjuk figyelmen kívül a monetáris eszközöknek a devizatartalékok finanszírozásában játszott szerepét. Ennek bemutatása érdekében a **12. számú táblázatban** összefoglaljuk az arany- és devizatartalékok (a továbbiakban: devizatartalékok) és az ezt finanszírozó legfontosabb források évenkénti változását.

12. sz. táblázat

Az MNB arany- és devizatartalékainak és az azt finanszírozó legfontosabb források évenkénti változása 2007-2011 között

(milliárd forint)

		2007-2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011
1.	Arany- és devizatartalék	2 205	1 897	1 087	2 324
2.	Kötelezettségek devizában	1 639	133	816	-126
3.	Kötelezettségek forintban. Ebből	788	1 527	182	1 528
4.	Központi költségvetés betétei	-69	120	25	324
5.	Hitelintézetek betétei	59	-366	75	487
6.	Forgalomban lévő bankjegy és érme	105	-123	191	332
7.	Egyéb betétek és kötelezettségek	694	1 896	-109	385
8.	Forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka	186	-5	185	909

Forrás: az MNB 2008-2011. évi jelentéseinek mérlegadatai

A táblázat 1. sorának adatai azt mutatják, hogy 2007 és 2011 között Magyarország arany- és devizatartalékai minden évben 1000 milliárd forintot meghaladó mértékben növekedtek. A 2. sor adatai pedig azt mutatják, hogy az eszközoldalnak ezt a növekedését 2008-ban és 2010-ben kb. 80 százalékos arányban külföldi (devizában megjelenő) források (IMF/EB hitel, az IMF által végrehajtott sdR-allokációból származó nettó deviza beáramlás) finanszírozták. Ezzel szemben – amint az a 3. sor adataiból látható – 2009 végén 90 százalékos, 2011 végén 100 százalékos mértékben hazai (forintban jelentkező³⁹) források finanszírozták a devizatartalékok bővülését. A 2009. év fejleményei külön kiemelést érdemelnek, hiszen ekkor a magyar állam lehívott 5,9 milliárd eurót az IMF/EB hitelkeretből. Ezek forintra váltása és elköltése után a pénz forintlikviditásként jelent meg a magyar gazdaságban, amit az MNB kéthetes jegybanki kötvénnyel kötött le. A 4 év alatt együttesen a 4000 milliárd forinttal (a GDP 14-15 százalékának megfelelő összeggel) nőtt a devizatartalékot finanszírozó hazai források mértéke.

Az általunk elemzett három monetáris eszközzel kapcsolatos jegybanki kötelezettségek (betétek, illetve kötvények) év végi forintértéke a „hitelintézeti betét” és az „egyéb betétek és kötelezettségek” sorban jelenik meg az MNB mérlegében.⁴⁰ A táblázatból látható, hogy 2009-ben a devizatartalékok szinte ugyanolyan összeggel nőttek, mint „az egyéb betétek és kötelezettségek” sor összege. Következésképpen a devizatartalékok növekedésének finanszírozásában a kéthetes jegybanki kötvények állománynövekedése meghatározó szerepet játszott. (A „hitelintézeti betétek” sor összegének jelentős csökkenése azzal a – korábban bemutatott – folyamattal függ össze, amelynek során az egynapos jegybanki betétek állománya 2008 végére 1100 milliárd forintra nőtt, majd több lépésben 2009 végére 600 milliárd forint alá csökkent.)

A devizatartalékok 2011. évi növekedésének finanszírozásában már többféle hazai forrás növekedése játszott szerepet. Elsőként azt kell tisztáznunk, hogy a devizatartalékok forintban mért 2 300 milliárd forintos növekedéséből 900 milliárd forintnyi összeg a forint árfolyama romlásának a következménye. A fennmaradó 1 400 milliárd forintból a „hitelintézetek betétei” sor állománynövekedése 487 milliárd forintot, a „központi költségvetés betétei” sor állománynövekedése 324 milliárd forintot finanszírozott. A monetáris eszközökben lekötött kereskedelmi banki likvid forintállományok állománynövekedése tehát összességében mintegy 870 milliárd forint értékben finanszírozták a devizatartalékok növekedését.

A táblázatból kiolvasható az az ellentmondás is, hogy miközben a kormányzat 2011-ben élénkíteni akarta a gazdaságot a „központi költségvetés betétei” is jelentős mértékben, 324 milliárd forinttal nőttek, azaz a költségvetés ennyi pénzt vont ki a gazdaságból. A központi költségvetés betétállományának növekedéséből mintegy 240 milliárd forint a Kincstári Egységes Számla állományváltozása⁴¹, azaz a túl

³⁹ A két fogalom nem teljesen fedi egymást, mivel külföldieknek is van forintbetétje.

⁴⁰ Ezek tehát év végi állományadatok szemben az általunk korábban elemzett – a kamatköltségekkel szorosabban korreláló – átlagos állományi adatokkal.

⁴¹ Lásd az 1. sz. táblázat vonatkozó adatát.

bőséges kincstári likviditás átmeneti lekötése a jegybanknál. (Ez után a jegybank az irányadó kamatnak megfelelő kamatot fizet.)

A gazdaság normális működésének ellentmond, hogy a „forgalomban lévő bankjegy és érme állomány” 332 milliárd forinttal nőtt, azaz folytatódott a 2010-ben megkezdődött folyamat, amikor 191 milliárd forinttal nőtt a forgalomban lévő bankjegy- és érmeállomány. Különösen a nagycímletű bankjegyek állománya nőtt meg, ami alátámasztja a MNB szakértőinek azt a feltételezését, hogy a forgalomban lévő készpénz növelése vagyon-felhalmozási célokat szolgált, azaz a bankrendszer iránti bizalmát elvesztő állampolgárok tömegesen készpénzben tartják a megtakarításaikat. (Az ÁKK Zrt. csak 2012-ben indította el akciót arra, hogy az államadósság finanszírozásában a lakossági megtakarítások szerepét növelje.)

A leírtak alapján az a kép bontakozik ki, hogy 2011-ben Magyarországon a háztartások, a vállalatok és a költségvetés is megtakarítói szerepbe került és megtakarításaik végső soron és törvényszerűen az MNB forrásait növelték. Állításunk alátámasztására célszerű egy pillantást vetnünk a hitelállományok alakulására is **(lásd a 13. számú táblázatot)**.

A táblázat adataiból látszik, hogy a teljes vállalati hitelállomány 2008 óta csökken vagy stagnál. A lakáshitelek állománya forintban mérve emelkedett, de tudjuk, hogy e mögött a külföldi devizában nyilvántartott hiteleknek a forint árfolyamának gyengülése miatti növekedése húzódik meg, miközben új lakáshitelek összege messze alatta marad a törlesztések értékének. A lakossági fogyasztási hitelek állománynövekedése mögött is a forint leértékelődése húzódik meg, hiszen a fogyasztási hitelek jelentős részét is euró vagy svájci frank alapú hitelként folyósították a bankok. A vállalati hitelek esetében 2008 óta még nominális növekedés sem figyelhető meg, pedig a hitelek egy része ebben a körben is euró vagy svájci frank alapú volt. Az önkormányzati hitelállomány nem volt jelentős, mivel az önkormányzatok elsősorban kötvények kibocsátásával adósodtak el.

13. sz. táblázat

Hitelállomány a 2007-2011. években

(milliárd forint)

	2007	2008	2009	2010	2011
Teljes lakáshitel-állomány	2 980	3 774	3 835	4 215	4 115
Teljes fogyasztási hitel állomány	2 473	3 478	3 557	3 899	3 956
Teljes vállalati hitelállomány	6 647	7 245	7 058	6 927	7 025
Teljes önkormányzati hitelállomány	342	332	359	445	439

Forrás: MNB, saját számítások

Érdekes megnéznünk, hogy a hitelállomány nagyságához képest mekkora a monetáris eszközökkel lekötött likvid forintállomány értéke, azaz egyáltalán felvethető-e a kérdés, hogy a kereskedelmi bankok likvid eszközeinek monetáris eszközökbe fektetése nagyságrendileg erőforrásokat von el a vállalati és a lakossági hitelezéstől. A kérdésre a választ a **14. számú táblázat** adatai adják meg.

14. sz. táblázat

Hitelállomány és az MNB-nél elhelyezett monetáris eszközök átlagos állománya a 2007-2011. években

(milliárd forint)

	2007	2008	2009	2010	2011
Teljes hitelállomány	12 422	14 831	14809	15 486	15 535
Monetáris eszközök átlagos állománya	1 164	1 305	2 113	2 488	2 795

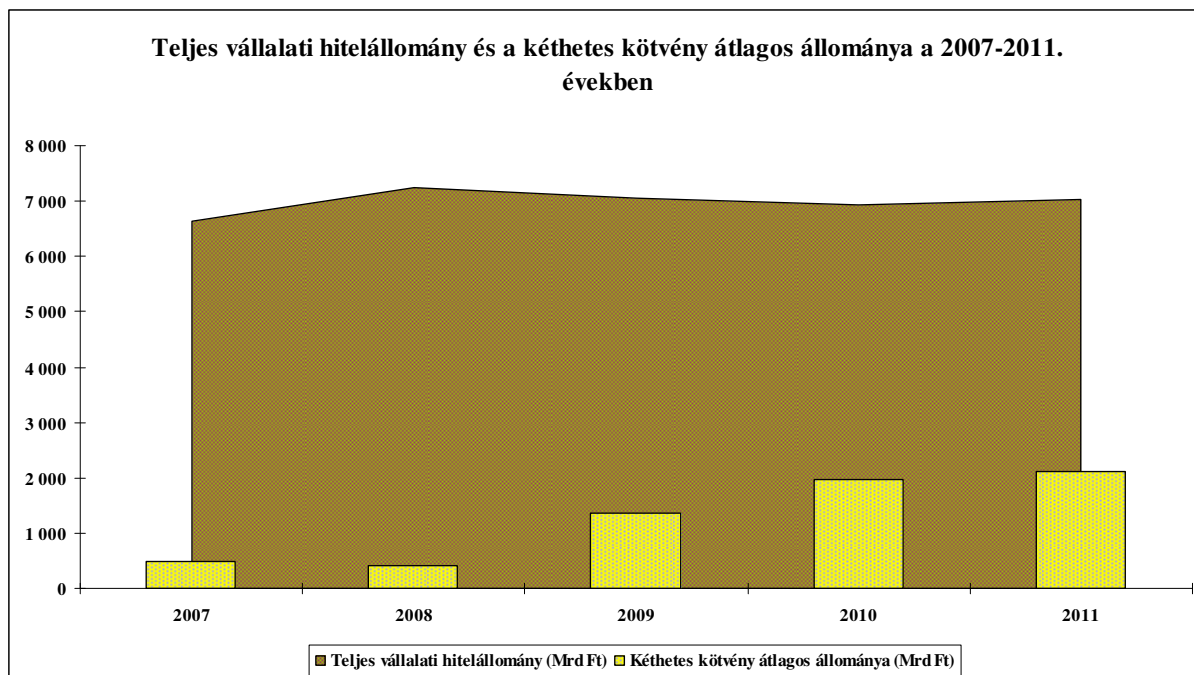
Forrás: MNB, saját számítások

A 14. sz. táblázatból az olvasható ki, hogy a monetáris eszközök állománya 2007-ben még csak a teljes hitelállomány 9,4 százalékát tette ki, addigra ez az arány 18 százalékra emelkedett 2011-re. A számok jól mutatják, hogy a kereskedelmi bankok számára a hitelezés bővítése helyett valós alternatívát jelentett az, hogy likvid forintjaikat tartósan a különböző monetáris eszközökben, elsősorban a kéthetes jegybanki kötvényben kötik le. Még szemléletesebb az összefüggés, ha a kéthetes jegybanki kötvények állományát vetjük össze a vállalati hitelállománnyal (lásd a **4. számú ábrát**).

Természetesen az állományok egymás mellé helyezése nem ad választ arra a kérdésre, hogy a monetáris eszközök ténylegesen kereskedelmi banki forrásokat vontak-e el a vállalati hitelezéstől, vagy megfelelő hitelezési lehetőség híján tartották a kereskedelmi bankok ki nem helyezhető forintállományukat az MNB kéthetes kötvényeiben. Ez utóbbi esetben az MNB – a korlátlan kötvényvásárlás lehetővé tételével – igen fontos szerepet játszott a kereskedelmi bankok jövedelmezőségének fenntartásában.⁴²

⁴² Lényegében ezt fogalmazza meg az MNB alelnöke a Heti Világgazdaságban írt cikkében. Karvalits Ferenc Tények és tévhitek HVG 2013. 4. szám 73-75. oldal

4. sz. ábra



A hitelezéssel kapcsolatos rövid kitérő is azt mutatja, hogy 2011-ben a devizatartalékok növekedését alapvetően a hazai gazdasági szereplők megtakarításai finanszírozták. A makrogazdaság mérlegösszefüggéseiből következik, hogy ha a gazdaság minden szereplője megtakarít, és közben a külkereskedelmi mérlegben jelentős többletet lehet elérni, valamint a devizában fennálló adósságokat újabb devizakötvényekből törlesztik, akkor a megtakarítások a devizatartalékok növekedésében csapódnak le. Figyelemre méltó, hogy az MNB a devizatartalékoknak ezt a számottevő növekedését az irányadó vagy annál is alacsonyabb jegybanki kamattal kamatozó forrásokból tudta finanszírozni. Nem is beszélve a készpénzállomány 330 milliárdot meghaladó növekedéséről, ami az MNB részére gyakorlatilag ingyenes forrás. Ennek ellenére az MNB eredményének negatívvá válását csak úgy tudta elkerülni, hogy év végi devizaeladásai révén 100 milliárd forintot megközelítő árfolyamnyereséget ért el.

A költségvetés kockázatai a következő években

A devizatartalékok 2009 és 2011 között bekövetkezett jelentős növekedése önmagában is fokozza az MNB eredménye negatívvá válásának kockázatát, hiszen minél nagyobb a devizatartalék mértéke annál nagyobb összegű lehet a devizatartalékok kihelyezésének kamatbevétele és a devizatartalékokat finanszírozó források kamatkiadásainak különbözete. E költségvetési kockázatra már az Európai Bizottság 2012. őszi előrejelzésében is felfigyelt. A Bizottság előrejelzése ugyanis azzal számolt, hogy az MNB a 2013. évben veszteséges lesz, és ezért a központi költségvetésnek 2014-ben a GDP közel fél százalékának (150 milliárd forintnak) megfelelő térítési kötelezettsége keletkezik. Emiatt a Bizottság előrejelzése szerint 2014-re GDP 3,5%-ára emelkedik a magyar államháztartási hiány.⁴³

Nekünk is fel kell hívnunk a figyelmet két további, a fent elemzett helyzetből eredő kockázati tényezőre. Az első az, hogy a devizatartalékokat csak kisebb arányban lehet majd az irányadó vagy annál is alacsonyabb jegybanki kamattal kamatozó forrásokból finanszírozni. Például a központi költségvetés betétállománya csökken, a készpénzállomány ismét mérséklődni kezd, a kereskedelmi bankok forintlikviditása szűkül. A másik kockázatot növelő tényező az, hogy a devizatartalékok növekedésére egy olyan időszakban került sor, amikor a forint árfolyama viszonylag gyenge volt. Következésképpen a devizatartalékok átlagos beszerzési árfolyama megnőtt. Ez pedig azt eredményezi, hogy deviza eladásával az MNB már csak viszonylag kisebb árfolyam-nyereséget tud realizálni ahhoz a helyzethez képest, amikor devizatartalékának meghatározó részét az erősebb forint-árfolyamon beszerzett deviza tette ki. Ugyanakkor mérsékli a veszteségessé válás kockázatát az irányadó jegybanki kamat mérséklése.

A veszteségessé válás kockázatának ismeretében különösen fontosnak látszik annak átgondolása, hogy a monetáris eszközök alkalmazásánál nem kellene-e a kamatköltségeket mérséklő eszközöket alkalmazni, követve a többi európai jegybank által alkalmazott megoldásokat.

Érdemes lenne azt is megvizsgálni, hogy miként lehetne az államadósság finanszírozását szolgáló eszközök és a monetáris politikai eszközök alkalmazását jobban összehangolni, a két eszközcsoport együttes alkalmazása költségeinek optimalizálása érdekében.

A költségvetési egyensúly hosszú távú fenntarthatóságára tekintettel fel kell tennünk azt a kérdést is, hogy a devizatartalékok jelenlegi, biztonságos nagyságrendje mellett indokolt, hogy a nemzetgazdasági szintű költségtakarékosság szempontjai erősebb prioritást kapjanak az államadósságot finanszírozó döntések meghozatalakor.

⁴³ Forrás: European Commission: European Economic Forecast Autumn 2012
(http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-7_en.pdf)

A devizatartalékok átlagos beszerzési árfolyamának emelkedése a „forintárfolyam kiegyenlítési tartalék” negatívvá válása szempontjából is növekvő kockázatot jelent, mivel így magasabb forintárfolyam mellett kezd a tartalék mérséklődni. Ugyanakkor itt a legsúlyosabb költségvetési kockázatról van szó, hiszen, ha a magyar gazdaság nemzetközi megítélése javul, és ennek következtében a forint árfolyama fokozatosan emelkedni kezd, akkor a magas devizatartalékok forintértékének csökkenése néhány éven belül elvezethet oda, hogy a központi költségvetésnek 100 milliárdos nagyságrendű összegekkel kell kipótolnia az MNB „forintárfolyam kiegyenlítési tartalékát”. A forint árfolyamának erősödése következtében a deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka is hamar deficitessé válhat, és – mint láttuk – arra sem lehet számítani, hogy az MNB eredménytartaléka a két másik alap negatív egyenlege kiegyensúlyozására képes mértékű pozitív szaldót mutasson.

Hangsúlyoznunk kell, hogy e tényezők esetében nem az MNB rossz gazdálkodásáról van szó, és nem is a magyar gazdaság rossz teljesítményéről. Éppen ellenkezőleg a monetáris politikával és a devizatartalékolással kapcsolatos súlyos költségvetési fizetési kötelezettségek éppen akkor jelentkeznek majd, amikor a magyar gazdaság elkezd növekedni. A probléma az, hogy ezek a fizetési kötelezettségek rontják az adósságmutatót, és ezáltal a Költségvetési Tanácsot arra kényszerítik, hogy csak akkor járuljon hozzá a költségvetési törvényjavaslat elfogadásához, ha a folyó költségvetés egyenlege az említett fizetési kötelezettséggel azonos mértékben javul. Ez viszont további – a gazdasági növekedést fékező – megszorításokhoz vezetne.

Itt kell rámutatnunk arra, hogy a jelenlegi adósságszabály egy súlyos növekedési csapdát rejt magában. Mint a bevezetésben már említettük az államadósságmutatónak a Stabilitási törvényben szabályozott számítási módja a tervezett adósságadatokban az árfolyamhatást szándékosan kiszűri, azáltal, hogy a külföldi pénznemben kimutatott adósságelemeket azonos árfolyamon kell figyelembe venni. A jogalkotó célja nyilván az volt, hogy egy bizonytalansági tényezőt kiiktasson egy szigorú szabályból, és ne teremtsen lehetetlen követelményt arra az esetre, ha a forint árfolyama gyengül. Így viszont az adósságmutató azt sem értékeli pozitívan, amikor a forintárfolyam erősödik. Ez önmagában nem lenne baj. A gond az, hogy a forint árfolyamának tartós erősödése esetén az MNB „forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka” előbb-utóbb szükségszerűen negatív összegűvé válik, azaz a költségvetésnek fizetési kötelezettsége keletkezik, az azt ellentételezni tudó árfolyamhatás viszont nem jelenik meg az adósságmutató értékében. Visszautalva az elemzésünk kiindulópontját jelentő, az államadósság változását eredményező tényezőket bemutató 1. sz. táblázatra, az a helyzet állt elő, hogy a táblázat első sorában szereplő tényezőt, azaz az MNB tartalékfeltöltést figyelembe kell venni az államadósság kiszámításakor, az államadósságot ezzel ellentétes irányban befolyásoló árfolyamhatást viszont nem. Ennek következtében igen komoly a kockázata annak, hogy a forintárfolyamának számottevő és folyamatos erősödése esetén az államadósság-szabályt jelenlegi formájában csak akkor lehet teljesíteni, ha a gazdaság más területein százmilliárdos megtakarításokat érnek el. Ez természetesen lassítaná a gazdasági növekedést. Felmerül tehát a kérdés, hogy nem lenne-e célszerű az államadósság mutató számítási módját a fenti kockázatok figyelembevételével újragondolni.



ÁLLAMI
SZÁMVEVŐSZÉK