Polgári Szemle, 17. évf. 4–6. szám, 2021, 47–65., DOI: 10.24307/psz.2021.1205

Domokos László – Pulay Gyula – Szikszainé Király Mária

A monetáris politika költségvetési hatásai (2007-2020)

Fiscal Effects of the Monetary Policy (2007-2020)

Összefoglalás

A monetáris politikának a törvényben meghatározott céljait kell követnie. Ennek során tett intézkedései hatással vannak a központi költségvetésre is. Közvetlen költségvetési kockázatot jelent, hogy ha a jegybank tartalékai kimerülnek, akkor a költségvetésnek térítési kötelezettsége keletkezik, a jegybank mérlegében keletkezett hiány megszüntetése érdekében. A monetáris politika közvetett pozitív hatásai elsősorban az államadósság finanszírozásának biztonságosabbá és olcsóbbá válásában mutatkozhatnak meg. A cikk ezen hatások elemzése során feltárja, hogy 2007 és 2012 között a monetáris politika költségvetési kockázatai felerősödtek. 2013-tól azonban a monetáris intézkedések nem okoztak közvetlen költségvetési kockázatot, sőt a jegybank osztalékot fizetett az államnak. Még kedvezőbbek voltak a monetáris politika közvetett költségvetési hatásai a 2013. évet követő időszakban, mivel hozzájárultak az államadósság kamatterheinek számottevő csökkenéséhez, és az államadósság finanszírozásában a hazai források arányának emelkedéséhez. A járvány negatív hatásainak kezeléséhez szükséges hatalmas összegű kiadások következtében megbomlott költségvetési egyensúly helyreállítása a jövőben is a monetáris és a fiskális politika jó együttműködését igényli.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E02, E59, H63
Kulcsszavak: monetáris politika, fiskális politika, költségvetési kockázat, devizatartalék, államadósság

---

Domokos László PhD, címzetes egyetemi tanár, az Állami Számvevőszék elnöke (elnok@asz.hu), Dr. Pulay Gyula PhD, felügyeleti vezető, habilitált egyetemi docens, Állami Számvevőszék, Miskolci Egyetem (szvpulay@uni-miskolc.hu), Szikszainé Király Mária, projektvezető, Állami Számvevőszék (szikszainekm63@gmail.com).

Summary
Monetary policy must pursue its statutory objectives. The measures taken in this process have an impact on the central budget. A direct fiscal risk is that if the central bank's reserves are exhausted, the budget will be obliged to reimburse it in order to eliminate the deficit in the central bank's balance sheet. The indirect positive effects of monetary policy may be reflected in the safer and cheaper financing of government debt. In analysing these effects, the article reveals that the fiscal risks to monetary policy increased between 2007 and 2012. However, from 2013 onwards, monetary measures did not pose a direct fiscal risk, and the central bank even paid dividends to the state. The indirect budgetary effects of monetary policy were even more favourable in the post-2013 period, as they contributed to a significant reduction in the interest burden on government debt and an increase in the share of domestic resources in government debt financing. Restoring the fiscal imbalance caused by the huge expenses necessarily needed to deal with the negative effects of the epidemic requires good cooperation between monetary and fiscal policies in the future also.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: E02, E59, H63
Keywords: monetary policy, fiscal policy, fiscal risk, foreign exchange reserves, public debt

---

Előzmények

A Magyar Nemzeti Banknak (a továbbiakban: MNB vagy jegybank) a monetáris politika kialakításában és végrehajtásában törvényileg garantált függetlensége a költségvetési politikáért felelős Országgyűléstől és Kormánytól egyáltalán nem jelenti azt, hogy a monetáris politikának ne lenne jelentős hatása a költségvetési folyamatokra, mindenekelőtt az államadósság alakulására. Ezért indokolt, hogy az Állami Számvevőszék (a továbbiakban: ÁSZ vagy Számvevőszék), mint az Országgyűlés legfőbb pénzügyi-gazdasági ellenőrző szerve rendszeresen értékelje e hatásokat, abból a nézőpontból, hogy azok az államadósság-szabály teljesülése szempontjából negatív vagy pozitív kockázatot jelentenek-e. Az MNB alapvető feladatai (pl. monetáris eszközök alkalmazása, devizatartalékolás) tekintetében a Számvevőszéknek nincs ellenőrzési jogosultsága. Emiatt az ÁSZ a költségvetési kockázatok témakörét időszakonként egy-egy elemzés elkészítésével járja körbe. A 2013-ban az ÁSZ honlapján nyilvánosságra hozott elemzés (ÁSZ, 2013) a 2007-2011. közötti, a 2018-ban publikált elemzés (ÁSZ, 2018) a 2012-2016. közötti időszakokra kiterjedően értékelte a kockázati tényezők alakulását. A 2021-ben nyilvánosságra hozott elemzés (ÁSZ, 2021) a 2017-2019. évek és a 2020. első félév monetáris politikájának költségvetési kockázatait vette górcső alá. Az elemzések nem a monetáris politika célszerűségét vagy eredményességét értékelték, hanem azt, hogy a monetáris politika megvalósítása együtt járt-e a költségvetésnek az MNB felé fennálló térítési kötelezettsége kockázatának növekedésével, esetleg bekövetkezésével. Ez a kockázat – az MNB mérlegfőösszegét figyelembe véve – akár 100 milliárd forintos nagyságrendű is lehet.

A Szerzők a három elemzés főbb következtetéseit felhasználva, a szakirodalom és a

tényadatok alapján tekintik át, hogy a monetáris politika 2007 és 2020 között milyen hatást gyakorolt a költségvetési folyamatokra, és milyen tényezők, monetáris politikai döntések váltották ki e hatásokat. A monetáris és a fiskális politika egymásra gyakorolt hatásáról több kiváló tanulmány (például is Matolcsy, Palotai, 2016 és Lentner, 2016) is megjelent. A jelen cikk nem vállalkozik a kapcsolatrendszer teljes körű bemutatására, hanem annak feltárására szorítkozik, hogy a monetáris politikai intézkedések milyen pénzben mérhető hatást gyakoroltak a központi költségvetésre.

A két hegymászó

A monetáris és a fiskális politikai alakítóinak egymástól való függetlensége ellenére a két politika végső célja közös: a nemzetgazdaság fenntartható növekedésének elősegítése, és ezen keresztül a társadalom stabil jóllétének biztosítása. A monetáris és a fiskális politikát lehetne két hegymászóhoz hasonlítani, akik ugyanarra a hegycsúcsra akarnak feljutni, de nem teljesen azonos ösvényen kapaszkodnak felfelé. Tovább folytatva a hasonlatot, azt mondhatjuk, hogy az a legbiztonságosabb, ha a két hegymászó hosszú, de erős kötéllel van egymáshoz kötve. Így ugyanis viszonylag önállóan tudnak mozogni, és egyikőjük megcsúszása nem okoz azonnali veszélyt a másik számára. Ugyanakkor, ha egyikőjük visszacsúszik, netán zuhanni kezd, akkor a másik képes őt megtartani. Feltéve, hogy ő maga szilárdan áll.

A hasonlat annál is inkább helytállónak látszik, mivel a Magyar Nemzeti Bankról szóló törvény (a továbbiakban: MNB törvény) két „biztonsági kötél" alkalmazását is előírja. A törvény értelmében a központi költségvetésnek a MNB felé térítési kötelezettsége keletkezik, ha:

- az MNB veszteségessé válik és eredménytartaléka nem elégséges a veszteség pótlására;
- két kiegyenlítési tartaléka együttes összege negatívvá válik, és eredménytartaléka, valamint tárgyévi nyeresége nem elégséges a negatív egyenleg megszüntetéséhez.

E kötelezettségek előírásának az az indoka, hogy a monetáris politikának az MNB törvényben meghatározott célokat kell követnie, akár annak árán is, hogy a részvénytársasági formában működő MNB veszteségessé válik és/vagy kiegyenlítési tartalékai kimerülnek. Korábban ez a „biztonsági kötél" rövidebb volt. 2011. december 31-ig, az akkor hatályos törvény 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", illetve „deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartalékát", ha azok bármelyike negatív egyenlegűvé vált. Ez utóbbi két pénzátadás nem jelent meg a folyó költségvetés kiadásai között, hanem a pénz átutalását közvetlenül az államadósság növekedéseként számolták el. A kiegyenlítési tartalékok valamelyikének negatív egyenlegűvé válása miatt 2002 és 2010 között a költségvetésnek 6 alkalommal keletkezett térítési kötelezettsége, összesen közel 150 milliárd forint összegben (ÁSZ, 2013:10).

A kötél meghosszabbítása indokolt volt, mivel ez megnövelte az MNB mozgásterét és egyúttal felelősségét is olyan döntések meghozatalában, amelyek monetáris szempontból célszerűek, de kedvezőtlenül érintik az MNB jövedelmezőségét. Az új szabályok bevezetése óta a költségvetésnek még nem keletkezett térítési kötelezettsége az MNB részére.

Ellenkező irányban a biztonsági kötél látszólag nem létezik, mivel az MNB a központi költségvetést közvetlenül nem finanszírozhatja. Azonban éppen a 2020. évi válság mutatott példát arra, hogy az állampapírok másodlagos piacán keresztül, azaz közvetetten, a jegybankok – nemcsak az MNB, hanem több más jegybank is – jelentős állami kötvény-vásárlással hozzájárultak a megugró államadósság biztonságos finanszírozásához. Sőt, az MNB-nek az alacsony alapkamat, a csökkenő devizatartalékok és a gyengülő forint következtében kimagaslóan nyereséges működése azt is lehetővé tette, hogy a 2019. és a 2020. évi eredménye alapján 50 milliárd, illetve 250 milliárd forint osztalékot fizessen tulajdonosának, az államnak, ami az államadósságot közvetlenül mérsékelte. Emellett az „MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül, a rendelkezésére álló monetáris politikai eszközökkel támogatja a Kormány gazdaságpolitikáját" (Lentner, 2014:12).

A két hegymászót összekapcsoló kötél azonban csak akkor jelent „win-win" kapcsolatot, ha a két hegymászó azonos irányba halad. Ellenkező esetben a kötél előbb-utóbb megfeszül, és hegymászók óhatatlanul rángatni kezdik egymást. Elvileg a monetáris politika próbálja visszatéríteni a helyes útra a költekezésben túlszaladó költségvetési politikát, az államadósság finanszírozásának megdrágításával. Ez már egy konfliktusos, nyertes-vesztes helyzet, maga a bekövetkezett kockázat. Míg az alacsony alapkamat jellemzően a jegybanki eredményességet javítja, addig a magas alapkamat rontja az MNB pozícióját, ami egyúttal közvetlen és közvetett költségvetési kockázatot is hordoz. Ezért a monetáris politika költségvetési kockázatait értékelő elemzésnek célszerű kitérnie arra is, hogy a „két hegymászó" együtt történő mozgása mennyire volt harmonikus, például a monetáris politika az alapkamat mérséklésével és alacsony szinten tartásával hozzájárult-e az államadósság kamatköltségeinek csökkentéséhez, vagy éppen ellenkezőleg a magas kamatokkal súlyos terhet rakott a „hegymászó társának hátizsákjába". Az ÁSZ által értékelt 2007-2020. közötti időszakban mindkettőre volt példa, amelyekre az elemzések részletesen kitértek.

A fentiek alapján a monetáris politika költségvetési hatásainak bekövetkezését, azaz negatív vagy pozitív kockázatait két csoportba sorolhatjuk:

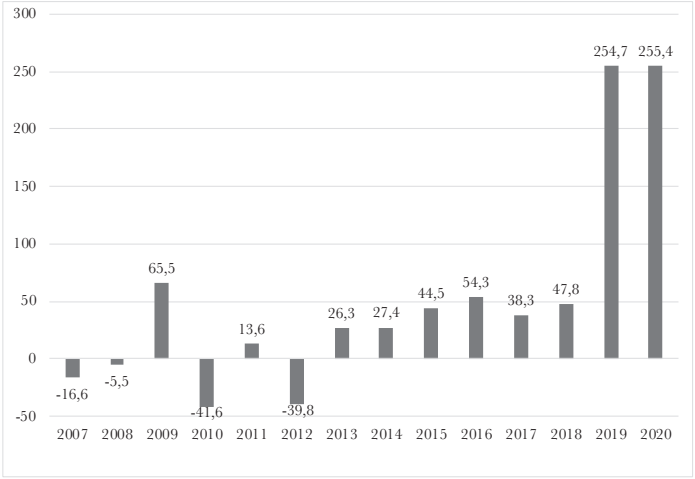
- közvetlen negatív költségvetési kockázatnak tekintjük annak bekövetkezését, hogy a központi költségvetésnek – a fent ismertetett szabályok alapján – térítési kötelezettsége keletkezik az MNB részére. Pozitív kockázatként azonosítható az MNB osztalékfizetése;
- közvetett negatív költségvetési kockázatot jelent, ha a monetáris politika következtében az államadósság növekszik. Ennek pozitív párja az államadósság mérséklése irányába ható monetáris intézkedés.

A monetáris politika közvetlen költségvetési kockázatainak alakulása és az azokat befolyásoló tényezők

A közvetlen költségvetési kockázat bekövetkezése elsősorban az MNB gazdálkodásának eredményességétől függ, vagyis attól, hogy az egyes években az MNB gazdálkodása nyereséges volt-e, illetve, hogy a nyereséges években mekkora eredménytartalékot tudott képezni. Ezért elsőként az MNB eredményességének alakulását mutatjuk be, és az arra ható tényezőket érté-

keljük, majd ezt követően foglalkozunk a második kockázati tényezőnek, azaz a kiegyenlítési tartalékoknak a változásával. Az MNB tárgyévi eredménye 2007 és 2020 évek között az 1. ábrának megfelelően alakult:

1. ábra: Az MNB tárgyévi eredményének alakulása 2007-2020 (Mrd Ft)

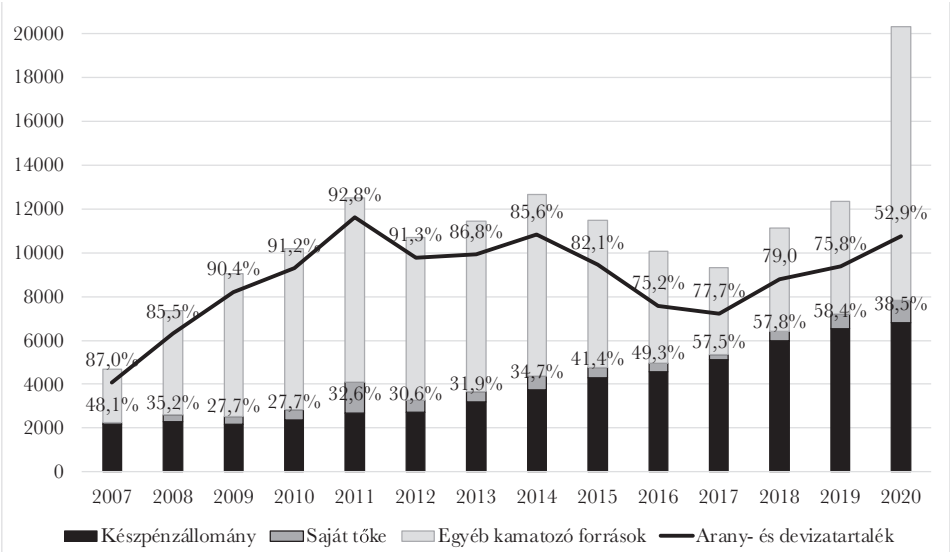


Forrás: MNB 2007-2020. éves beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

Az ábráról leolvasható, hogy az MNB gazdálkodásának eredményessége két jól elkülönülő szakaszra bontható. 2007 és 2012 között két év kivételével az MNB gazdálkodása veszteséges volt. A 2013. évtől kezdődően a jegybank minden évben nyereséget ért el. Az MNB nyereségessége önmagában nem értékelhető, mivel a jegybank nem rendelkezik eredménycéllal, azt alá kell rendelnie a monetáris politikai célok megvalósításának. Az értékelésnél abból az általános összefüggésből célszerű kiindulni, hogy a devizatartalékolás – amely a jegybank egyik legfontosabb törvényi kötelezettsége – magában rejti a veszteségesség kockázatát, mert a tartalékok jelentős részét likvid és/vagy alacsony kockázatú eszközökben kell tartani, amelyek hozama jellemzően alacsony. A veszteségessé válás kockázatát mérsékli, ha a tartalékot finanszírozó forrásokhoz a jegybank olcsón tud hozzájutni. Az ilyen források köre azonban véges, következésképpen – minden más feltételt adottnak véve – a nemzetközi tartalékok bővítése növeli, szűkítése pedig mérsékli a veszteségessé válás kockázatát. A devizatartalék nagyságának meghatározása esetében azonban a biztonság megelőzi az eredményességi megfontolásokat. A túlzott mértékű tartalékolás azonban indokolatlan mértékben növeli a jegybank veszteségessé válásának kockázatát.

A jegybank kamateredményét (a kapott és a fizetett kamatok különbségét) jelentősen befolyásolja az, hogy a jegybank mérlegében milyen súlya van a devizatartalékoknak, illetve, hogy mekkora az olcsó források aránya a mérlegfőösszegén belül. A 2. ábra ezek alakulását mutatja be a 2007-2020. évek közötti időszakra vonatkozóan. Az ábrán az alsó számsor az ingyenes források mérlegfőösszeghez viszonyított arányát jelzi, míg a felső számsor az arany- és devizatartalék összegének a mérlegfőösszeghez viszonyított arányát mutatja.

2. ábra: Az MNB forrásszerkezetének, valamint arany- és devizatartalékának alakulása 2007. és 2020. évek között (Mrd Ft, %)



Forrás: MNB 2007-2020. éves beszámolóinak adatai alapján saját szerkesztés

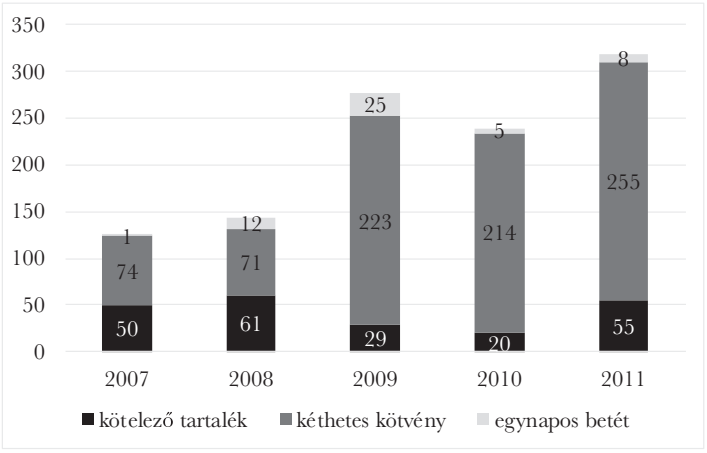
2007-2011. között az arany- és devizatartalék összege évről-évre gyors ütemben emelkedett. A növekedés szükséges volt, mivel a 2008-ban kitört globális pénzügyi válság idején a devizatartalékok nem voltak elégségesek egy sokkszerű hatás kezelésére (Csortos–Szalai, 2015). A 2011-re felhalmozott devizatartalék nemzetközi összehasonlításban már magas volt a GDP-hez vagy a külső eladósodottsághoz viszonyítva (Bóta, 2013), de egy pénzügyileg bizonytalan globális környezetben ennek indokoltsága nem volt vitatható.

Az ingyenes források növekedése 2011-ig nem tartott lépést a devizatartalékok növekedésével, így arányuk a forrásokon belül a 2007. évi 48,1%-ról 2009-re és 2010-re 27,7%-ra mérséklődött, és 2014-ig a nem kamatozó források aránya nem érte el a 40%-ot. Az MNB saját tőkéjének – a forintárfolyam-kiegyenlítési tartalék gyors növekedése eredményeként bekövetkező – bővülése csak kis részben tudta mérsékelni a kamatozó források növelésének szükségességét. A 2007. évi szinthez képest 2011-re közel háromszoros összegűre emelt devizatartalék finanszírozásához szükséges forrást elsődlegesen ugyanaz a Nemzetközi Valutaalap, a Világbank és az Európai Bizottság által folyósított hitelcsomag biztosította, amelynek révén a devizatartalék is megemelkedett. A devizatartalékok további növelésének forrását az MNB elsősorban a kereskedelmi bankok likvid pénzeinek a bevonásával teremtette meg. Az ÁSZ 2013-ban publikált tanulmánya rámutatott arra, hogy ennek érdekében az MNB – nemzetközi összehasonlításban – meglehetősen nagyvonalú kamatpolitikát folytatott, bevallottan arra törekedve, hogy javítsa a kereskedelmi bankoknak a pénzügyi válság következtében megromlott jövedelmezőségét. Ilyen intézkedés volt, hogy az MNB más európai jegybankokkal ellentétben

- nem korlátozta a kereskedelmi bankok betétjeinek befogadását,
- az alapkamat emelésekor nem szélesítette a kamatfolyosót,
- a kötelező tartalék mértékénél magasabb tartalékolás után is az alapkamattal azonos kamatot fizetett.

Ezáltal kamatkiadásai jelentősen megugrottak (lásd a 3. ábrát), az MNB kamateredménye súlyosan veszteségessé vált, fokozva a közvetlen költségvetési kockázatot.

3. ábra: A kötelező tartalék, a kéthetes kötvény és az egynapos betét után fizetett kamatok 2007-2011. között (Mrd Ft)



Forrás: ÁSZ, 2013 alapján saját szerkesztés

Az ÁSZ tanulmánya arra is rámutatott, hogy a likvid banki eszközök MNB-nél való lekötésének a kereskedelmi bankok számára kedvező feltételei csökkentették érdekeltségüket abban, hogy forrásaikat a hitelezés bővítésére vagy állampapírok vásárlására használják fel. Az MNB 2010-ben több mint 41 557 millió forintos veszteséggel zárta az évet. A költségvetésnek azért nem keletkezett emiatt térítési kötelezettsége, mivel az MNB eredménytartaléka meghaladta a veszteség mértékét. Hasonló okok következtében az MNB gazdálkodása 2012-ben ismét veszteséget mutatott.

Több folyamat is hozzájárult ahhoz, hogy a jegybank gazdálkodása 2013-tól kezdve tartósan nyereségessé vált. Ezek közül a 2. ábrán látható, hogy az ingyenes források aránya 2012-től kezdve ismét emelkedett. Ez mozgásteret teremtett arra, hogy az MNB a kereskedelmi bankok likvid pénzeit a forrásai közül fokozatosan kiszorítsa, lényegesen mérsékelve a kereskedelmi bankoknak fizetendő kamatok összegét. Jótékonyan hatott az MNB jövedelmezőségére, hogy az eszközoldalon 2012-től kezdve 2016-ig a devizatartalék részaránya évről évre csökkent. A devizatartalékok kisebb aránya azt jelentette, hogy az alacsony hozammal kamatozó eszközök súlya a jegybank mérlegében csökkent. Egyúttal elvileg lehetővé vált magasabban kamatozó eszközök kihelyezése, illetve vásárlása, és ezzel az eszközhozamok emelése.

A devizatartalékok csökkentése fontos gazdaságpolitikai, sőt társadalompolitikai célokat is szolgált. A devizahitelek kivezetése a bankrendszer, illetve a pénzügyi rendszer erősödését okozta, és együtt járt az ország külső sérülékenységének csökkenésével. Ez csökkentette Magyarország kockázati felárát, ezen keresztül pedig az államadósság finanszírozási költségét.

A közvetlen költségvetési kockázatok mérséklődése szempontjából a legnagyobb horderejű lépést a devizatartalékok 2015 és 2017 közötti számottevő csökkentése jelentette. A magyar gazdaság kiegyensúlyozott növekedése, a külső sérülékenység elért mérséklődése 2015-től lehetővé tette a devizatartalékok csökkentését (Hoffman–Kolozsi, 2017), ezért az MNB 2017-ig több lépcsőben jelentősen leépítette azokat. Ebben meghatározó szerepet játszottak az önfinanszírozási program és a lakossági devizahitelek forintosítási programjai. Az önfinanszírozási program végrehajtásával, a likvid banki eszközök állampapírpiacra terelésével az MNB mérlegében 2015-2017 években jelentősen csökkent a banki betét/letét állomány, ami javította az MNB nyereségességét (Matolcsy, 2020) A devizatartalékok csökkenése együtt járt a mérlegfőösszeg visszahúzódásával és a nem kamatozó források részarányának növekedésével, ami a 2017. évben már a források 57,5%-át tette ki.

2018-tól az MNB devizatartalékai és mérlegfőösszege ismét emelkedni kezdett. Ez azonban nem vezetett a kamateredmény romlásához, mert olcsó források finanszírozták a mérlegbővülés nagy részét. A mérlegfőösszeg növekedésének 2018-ban 46,6%-át, 2019-ben 94,2%-át az ingyenes (készpénz, saját tőke), és az egynapos betétek állománya tette ki. Ez utóbbi ebben az időszakban negatív kamatozású volt, azaz a kamatráfordítás helyett kamatbevételt hozott az MNB részére. A mérlegbővülés így nem jelentett érdemi költségnövekedést a forrásoldalon (Csortos–Nagy-Kékesi, 2020).

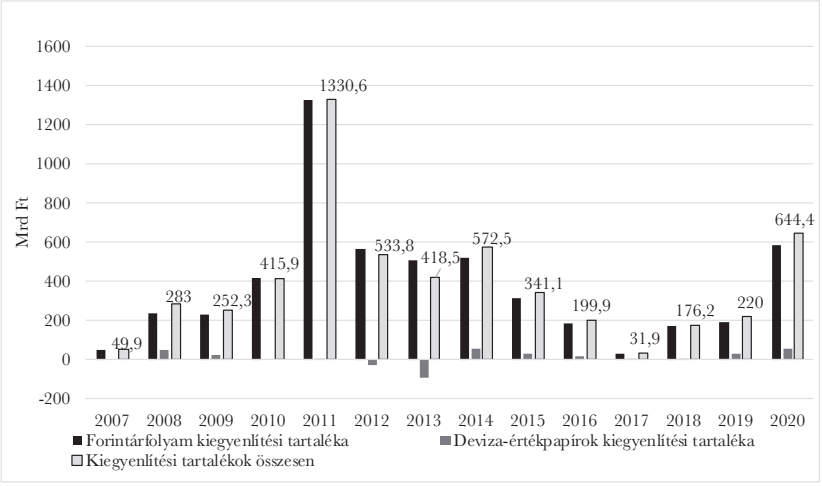
A magyar jegybank mérlegfőösszege 2018-2019. években a magyar GDP egynegyedének megfelelő összegű volt, ami nemzetközi összehasonlításban nem számított magasnak. Ez mozgásteret biztosított az MNB részére arra, hogy mérlegfőösszegét a koronavírus válság kitörésekor jelentősen (a GDP közel 40 százalékára) növelve aktív szerepet vállaljon a gazdaság védelmében. A 2020 májusában elindított eszközvásárlási programok keretében az MNB 2020-ban 1 074,4 Mrd Ft összegben állampapírokat, mintegy 850,0 Mrd Ft értékben vállalati kötvényeket, továbbá jelzálogleveleket 60,5 Mrd Ft értékben vásárolt aukciókon és a másodlagos piacon. Az állampapírok vásárlásával az MNB a hosszú lejáratú állampapírok hozamának mérséklésére törekedett, segítve ezzel a megnövekedett költségvetési hiány finanszírozását. Ugyanakkor ezen eszközök magasabb hozamot biztosítottak az MNB számára, azaz jótékonyan hatottak az MNB kamateredményére. A mérlegfőösszeg növekedésével párhuzamosan csökkent az olcsó források aránya az MNB mérlegében, ami negatívan befolyásolta a kamateredményt. A források között jelentősen növekedett a kereskedelmi bankok betétállománya, amely ebben az időszakban jellemzően már kamatkiadást jelentett az MNB részére, mivel a bankok az egynapos betét helyett az alapkamaton kamatozó, 2020 áprilisától aktivált egyhetes betétben helyzeték el likvid pénzeiket. Jelentősen emelkedett a központi költségvetés – szintén alapkamaton kamatozó – betéteinek állománya is, mivel a bizonytalan pénzügyi helyzetben célszerűnek mutatkozott a központi költségvetés likvid tartalékait számottevően megemelni. Az alacsony, és 2020-ban tovább mérsékelt alapkamat mellett ez nem jelentett súlyos terhet az MNB részére.

Az átértékelési hatás és tartalékok alakulása

Az MNB eszközeinek meghatározó részét az arany- és devizatartalék teszi ki, ezért a forint árfolyamának változása jelentős hatást gyakorol ezen eszközök forintban számított értékére. Szintén jelentős a hatása a devizában tartott értékpapírok átértékelődésének. Az átértékelődés pozitív és negatív irányban egyaránt megtörténhet. E hullámzások ellensúlyozását szolgálja, hogy az MNB-nek ún. forintárfolyam kiegyenlítési tartalékot, illetve deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartalékot kell képeznie. E tartalékok 2007-2020. közötti alakulását mutatja be a 4. ábra.

Az ábra által lefedett időszakban a kiegyenlítési tartalékok együttes összege folyamatosan pozitív összegű volt. Látható, hogy a forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka egyik évről a másikra akár több száz milliárd forintos ingadozásokat is produkált a forint árfolyamának változása következtében. A forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka a nem realizált átértékelési eredményt mutatja, amit az átértékelésre kerülő devizaállományok nagysága, valamint az aktuális hivatalos árfolyam és az átlagos bekerülési árfolyam eltérése határoz meg.

4. ábra: Az MNB kiegyenlítési tartalékainak alakulása 2007-2020. között (Mrd forint)



Forrás: MNB 2007-2020. éves beszámolóinak adatai alapján saját szerkesztés

A deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka kisebb, de nem elhanyagolható mértékben hullámzott. E tartalék – az MNB portfóliójában lévő értékpapírok piaci értékkülönbözete – 2012-2013. évek kivételével minden évben pozitív volt. 2012-2013 végén az MNB portfóliójában lévő értékpapírok piaci értékkülönbözete a hozamváltozások hatására negatív egyenleget mutatott. A központi költségvetésnek mégsem keletkezett térítési kötelezettsége az MNB felé, mert a kiegyenlítési tartalékok összevont egyenlege pozitív volt (ÁSZ, 2018).

A devizaállományok árfolyamának változása kétféle hatást gyakorol az MNB mérlegére. A deviza értékesítése esetén az MNB nyereségként vagy veszteségként realizálja a deviza bekerülési és eladási árfolyama közötti különbséget, ami közvetlenül hat az MNB eredményére.

Ezzel szemben a devizaállomány átértékelődése nem változtatja meg az MNB mérleg szerinti eredményét, hanem az a kiegyenlítési tartalék változásaként kerül a mérlegben bemutatásra (MNB éves jelentései, 2016-2020). Az 1. táblázat az árfolyam változásának ezt a két hatását elkülönítve mutatja be, de már csak az utolsó négy évre nézve, mivel 2017-re a korábbi években felhalmozódó forint kiegyenlítési tartalék minimális mértékűre csökkent, következésképpen a korábbi években keletkezett tartalékok a jövőbeni kockázatok kezelésében már nem játszanak szerepet.

1. táblázat: A devizaállományok árfolyamváltozásának teljes átértékelési hatása 2017-2020 (Mrd Ft)

Megnevezés	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Árfolyamváltozásból származó eredmény (realizált és konverziós)	61,4	74,0	229,1	286,1
Kiegyenlítési tartalék változása a mérlegben (nem realizált átértékelési eredmény)	-154,4	141,6	18,2	398,6
Árfolyamváltozásból származó teljes hatás	-93,0	215,6	247,3	684,7

Forrás: MNB 2017-2020. éves beszámolóinak adatai alapján saját szerkesztés

Az árfolyamváltozásból származó teljes átértékelési hatás 2017-ben negatív volt, ami a forint erősödésével, az átlagos bekerülési árfolyam és a hivatalos árfolyam közötti különbség csökkenésével volt összefüggésben. 2017-ben a teljes nettó átértékelési hatás 93,0 Mrd Ft veszteséget mutatott. Figyelmet érdemel, hogy a forint árfolyamának erősödése azonnali negatív hatást gyakorol a forint-kiegyenlítési tartalékra, míg a realizált eredmény mindaddig pozitív marad, ameddig az átlagos bekerülési árfolyam magasabb az eladási, azaz az aktuális árfolyamnál. A 2018-2020. években a teljes átértékelési hatás pozitívra változott, mivel a forint árfolyama gyengült, valamint a devizatartalék összege emelkedett. A napi nettó devizapozíció változásával együtt járó értékesítések és konverziók során az MNB 2017-ben 61,4 Mrd Ft, 2018-ban és 74,0 Mrd Ft-ot, 2019-ben 229,1 Mrd Ft, 2020-ban 286,1 Mrd Ft árfolyamnyereséget realizált (MNB éves jelentései, 2016-2020). 2019-ben az árfolyamváltozásból származó realizált és konverziós eredmény erőteljesen megugrott, miközben a nem realizált árfolyamhatás csökkent. Ez összefügg egyrészt az MNB új befektetési stratégiája miatti eladásokkal és vásárlásokkal, másrészt az aranytartalék önkötésével. A 2020. év végére kialakult közel 400 Mrd Ft-os átértékelési hatás a forint 2020. évi erőteljes gyengülésével és a devizatartalék több mint 30,0%-os, 2 900 Mrd Ft-ot is meghaladó emelkedésével volt összefüggésben.

A 2020 végén fennálló 644,4 Mrd Ft kiegyenlítési tartalék 13% körüli árfolyam erősödést követően fordulhat negatívba, változatlannak tekintve a devizakövetelések 13 128,3 Mrd Ft-os összegét és a bekerülési árfolyamot.

A kiegyenlítési tartalékok a jegybank saját tőkéjének a részét képezik, így részt vesznek az eszközök finanszírozásában. Ugyanakkor e tartalékok a forrásoldal gyorsan változó tételei. Ez azonban finanszírozási problémát nem jelent, mivel a kiegyenlítési tartalékok összege éppen annyival nő vagy csökken, amennyivel az eszközoldal az átértékelődés következtében

változik. Kockázatot az jelent, ha a kiegyenlítési tartalékok negatívvá válnak, és ezt az MNB adott évi eredményéből, illetve eredménytartalékából nem tudja kiegyenlíteni, mivel ilyenkor a központi költségvetésnek keletkezik térítési kötelezettsége. E kockázat bekövetkezése valószínűségének megismerése érdekében tekintsük át, hogy az elmúlt négy évben miként változtak az MNB tartalékai. Az adatokat a 2. táblázat összesíti.

2. táblázat: A költségvetés térítési kötelezettség szempontjából érzékeny MNB mérlegadatok alakulása 2017-2020 (Mrd Ft)

Megnevezés	2017	2018	2019	2020
Tárgyévi eredmény	38,3	47,8	254,7	255,4
Eredménytartalék	162,2	200,4	198,2	202,9
Forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka	28,0	169,6	187,8	586,4
Deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka	3,9	6,6	32,2	58,0
Kiegyenlítési tartalékok összesen	31,9	176,2	220,0	644,4
Központi költségvetés kiegyenlítési tartalékok miatti térítési kötelezettsége	0	0	0	0
Saját tőke részét képező tartalékok összesen	194,1	376,6	418,2	847,3
Fizetett osztalék	0,0	0,0	50,0	250,0

Forrás: MNB 2017-2020. éves beszámolóinak adatai alapján saját szerkesztés

A táblázatból leolvasható, hogy az MNB eredménytartaléka és a kiegyenlítési tartalékai egyik évben sem rendelkeztek negatív egyenleggel. A költségvetésnek térítési kötelezettsége nem keletkezett, így az MNB monetáris tevékenysége miatt közvetlen költségvetési kockázat nem merült fel. Ellenkezőleg, a tartalékok a 2017. évihez képest 2020 végére közel 4,4-szeresére emelkedtek, minimálisra csökkentve ezzel annak kockázatát, hogy néhány éven belül a költségvetésnek az MNB felé térítési kötelezettsége keletkezik. Ennek ellenére célszerű sorra venni azokat a folyamatokat, amelyeknek az esetleges bekövetkezése az MNB eredményességére kedvezőtlenül hat, azaz fokozzák annak kockázatát, hogy a tartalékok előbb-utóbb kimerülnek, és a központi költségvetésnek térítési kötelezettsége keletkezik.

Az MNB eredményességére ható tényezők, és az ezekkel kapcsolatos költségvetési kockázatok

Az MNB eredményességét egyrészt az MNB tevékenysége, törvényi feladatainak teljesítése, másrészt a külső hatások befolyásolhatják. Külső hatást jelent a magyar gazdaság teljesítménye, a nemzetközi gazdasági környezet változása, állapota. Ezért célszerű ezeket a kockázati tényezőket számba venni.

Kamateredmény romlásának kockázata:

- Amennyiben a jegybank mérlegfőösszege tovább növekszik (a devizatartalékok bővítése és/vagy az MNB hazai szerepvállalásának fokozása következtében), és az együtt jár az ingyenes források arányának csökkenésével, akkor az negatívan hat a kamateredményre.
- A jegybanki alapkamat emelésével párhuzamosan az MNB-nél lekötött betétek kamatköltségei is megnőnek. Különösen fokozódik a kamateredmény negatívra fordulásának kockázata akkor, ha a hazai kamatszint gyorsabban emelkedik, mint a devizatartalékok lekötése szempontjából releváns nemzetközi kamatszintek. A devizatartalékokat ugyanis magas arányban hazai források finanszírozzák, így a források után fizetendő kamatok jobban emelkednének, mint a devizatartalékok lekötésével elérhető hozamok.

A forint árfolyamának a devizatartalékot alkotó devizákkal szembeni erősödése mérsékelné a devizák bekerülési árfolyama és eladáskori árfolyama közötti eltérést, azaz a devizák eladásakor realizálható nyereséget, ami az árfolyameredmény csökkenése irányába hatna. Negatív hatással lenne az árfolyameredményre a jegybank devizaeladásai volumenének a csökkenése is.

A fentiekből az következik, hogy reális kockázata van annak, hogy az MNB kamateredménye ismét negatívba fordul, az árfolyam-nyereségének mértéke pedig csökken, és a két folyamat eredőjeként az MNB eredménye negatívvá válik. Ennek kompenzálására a rendelkezésre álló tartalékok egyelőre évekig elégségesnek látszanak, így nincs jelentős kockázata annak, hogy pár éven belül a költségvetésnek fizetési kötelezettsége keletkezik a jegybanki veszteség és/vagy a kiegyenlítési tartalékok negatívba fordulása miatt.

A monetáris politikai közvetett költségvetési hatásai

2007 és 2012 között a jellemzően túlköltekező költségvetési politikát az MNB az inflációs célkitűzésre összpontosítva, szigorú monetáris politika alkalmazásával kívánta ellensúlyozni. Az alapkamatot magas szinten tartotta, a kereskedelmi bankok likvid forrásait magához vonzotta (lásd a korábban írottakat), így azok nem támasztottak pótlólagos keresletet az állampapírok iránt. Az állampapírok kamatszintjére mindkét tényező növelő hatást gyakorolt, azaz hozzájárult ahhoz, hogy 2010-2011. években az állampapírok kibocsátása átlagosan 6% körüli kamat mellett volt biztosítható.

Az MNB kamatpolitikájában 2012 augusztusában következett be irányváltás. Az MNB Monetáris Tanácsa 2012 augusztusában a 6,75%-on tartott alapkamatot 2016. május végére több lépcsőben 0,9%-ra mérsékelte. E mérték 2020. júniusáig nem változott. Az alapkamat csökkentését, majd alacsonyan szinten tartását – a monetáris politikai szándékok mellett – az tette lehetővé, hogy ebben az időszakban javult a költségvetési egyensúly, csökkent az infláció, a kereskedelmi mérlegben számottevő többlet alakult ki, és 2013-tól kezdve a magyar gazdaság dinamikus növekedési pályára állt. Az utóbbihoz a monetáris politika is jelentősen hozzájárult a hagyományos, illetve nemkonvenciális eszközei révén.

A jegybanki alapkamat folyamatos, többlépcsős és erőteljes csökkentése pedig az állampapírokat terhelő kamatokat és ezen keresztül az adósságfinanszírozási költségeket

csökkentette. Az államadósság folyamatos nominális növekedése ellenére a 2016-ban kifizetett adósságszolgálati költségek 246 Mrd forinttal alacsonyabbak voltak a 2013-ban kifizetett összegnél (ÁSZ, 2018:15), a 2017-2019 években pedig összességében további 241 Mrd Ft megtakarítás jelentkezett az államadósság kamataiban a 2016. évihez képest (ÁSZ, 2021:19).

Az MNB 2019. márciusában kényszerült a monetáris politika némi szigorítására, de ekkor sem az alapkamatot emelte, hanem az ún. kamatfolyosót szűkítette, a kereskedelmi bankok jegybanknál elhelyezett egynapos betétei után fizetett negatív kamatot -0,15%-ról -0,05%-ra módosította. Az ily módon végrehajtott szigorítás nem növelte az államadósság finanszírozásának költségeit.

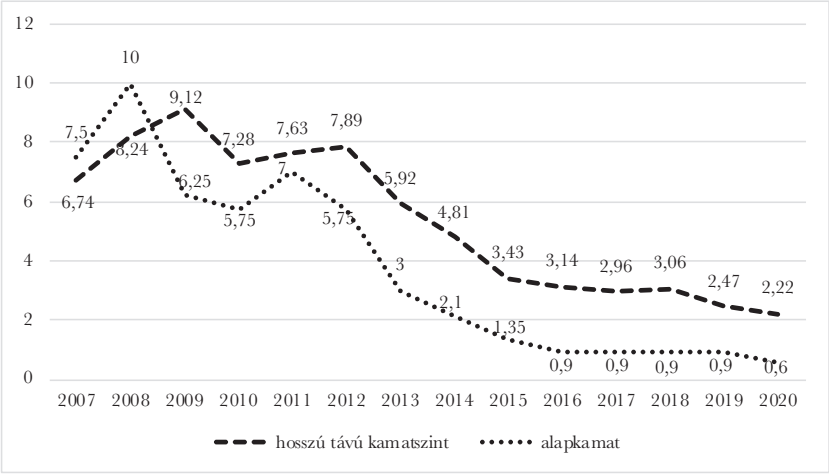
A 2020. év folyamán bekövetkezett járvány negatív gazdasági hatásainak ellensúlyozása, a pénzpiaci turbulenciák kialakulásának megelőzése érdekében az MNB két lépcsőben 0,75%-ra, majd 0,6%-ra csökkentette a jegybanki alapkamatot, amely a gazdaságban lévő pénz mennyiségének bővítését, és ezzel a gazdasági visszaesés tompítását szolgálta. Ez a lépés egyúttal az államadósság finanszírozási költségei mérséklődésének irányába hatott.

Az utolsó mondatban azért volt célszerű ilyen óvatosan fogalmazni, mivel az államadósság finanszírozásában nagy arányban olyan eszközök vesznek részt, amelyeknek a hozamát azonnal és közvetlenül nem változtatja meg a jegybanki alapkamat módosulása. Az alapkamat csökkenése vagy növekedése késleltetve hat az államadósság finanszírozásának költségeire. Ezért rövidtávú hatások helyett célszerűnek látszott annak vizsgálata, hogy milyen összefüggés mutatható ki az alapkamat változása és a tíz évnél hosszabb futamidejű állampapírok kamatszintjének (szakzsargonban a hosszú távú kamatszintnek) az alakulása között. Ennek az összefüggésnek a feltárását az is indokolja, hogy a hosszú távú kamatszintnek az euró-övezeti kamatszinthez való konvergenciája egyike a maastrichti kritériumoknak. A vizsgált összefüggést az 5. ábra szemlélteti.

Az ábráról leolvasható a szinte tankönyvszerű összefüggés: a hosszú távú kamatszint némi időbeni késéssel és elnyújtottabb változásokkal követte az alapkamat módosulását, de az aktuális alapkamatnál mindvégig sokkal magasabb volt a hosszú lejáratú állampapírok kamatszintje, ami egy feltörekvő ország esetében törvényszerű. Ugyanakkor az ábra egyértelműen alátámasztja, hogy a jegybanki alapkamat csökkentése igen jelentős mértékben járult hozzá az államadósság finanszírozási költségeinek mérséklődéséhez.

2020-ban a jegybank nemcsak az alapkamat mérséklésével, hanem az állampapír-vásárlásaival is hozzájárult a hosszabb lejáratú állampapírok hozamának csökkentéséhez. A jegybank az állampapírok másodlagos piacán 2020 májusától végrehajtott eszközvásárlásai során törekedett a hosszabb lejáratú állampapírok vásárlására, a növekvő kereslet pedig a hozamok mérséklődése irányába hatott. 2020. év végén már több, mint 1 100 Mrd Ft értékű állampapír volt a jegybank birtokában.

5. ábra: A jegybanki alapkamat és a legalább 10 éves lejáratú állampapírok kamatszintjének alakulása (2007-2020) (%)



Forrás: ÁSZ (2021) alapján saját szerkesztés

A monetáris politika hatása az államadósság finanszírozási szerkezetére

A jegybank 2020-ig állampapír vásárlással nem vett részt az államadósság finanszírozásában, azonban a monetáris politikai intézkedések jelentősen befolyásolták az államadósság finanszírozásának szerkezetét. Egyrészt hozzájárultak a devizában denominált államadósság arányának csökkentéséhez, másrészt hazai forrásokat „tereltek" az államadósság finanszírozása felé. Tekintsük át a legfontosabb intézkedéseket, majd nézzük meg ezek hatásait.

Az MNB 2014 áprilisában bevezette a jegybanki eszközök szerkezetét megváltoztató Önfinanszírozási Programot. Az Önfinanszírozási Program 2015. év közepéig több lépéssorozatot foglalt magába, melyekben a jegybank, az ÁKK és a hazai kereskedelmi bankok működtek együtt. Ennek keretében történt meg – 2014. augusztus elején – a kéthetes jegybanki kötvény kéthetes betétté változtatása, amelynek jegyzésére a külföldiek és a nem banki szereplők számára nem volt lehetőség.

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 IRS a bankok állampapír vásárlásának ösztönözése mellett különösen a hosszú lejáratú államkötvényhozamok csökkenésére volt hatással.

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 ÁKK-n keresztül a Magyar Állam 2016 júliusáig több mint 9 milliárd euro devizaadósságot fizetett vissza forintban, amely következtében 40,1%-ról 25,3%-ra csökkent az államadósság devizaaránya (ÁSZ, 2018).

A központi költségvetés adósságának forint- és devizaadósság szerinti megoszlását 2012-2020. között az egyéb kötelezettségek nélkül a 3. táblázat mutatja be.

3. táblázat: A központi költségvetés adósságának szerkezete forint és deviza megoszlás szerint egyéb kötelezettségek nélkül (2012-2020.)

Deviza- és forintadósság megoszlása	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Forintadósság aránya	58,1%	59,0%	61,2%	65,6%	74,7%	78,2%	79,9%	82,6%	80,0%
Devizaadósság aránya	40,1%	40,5%	37,5%	31,3%	25,3%	21,8%	20,1%	17,4%	20,0%
Forintadósság (Mrd Ft)	12 042	12 976	14 612	16 208	18 431	20 689	22 796	24 357	29 237
Devizaadósság (Mrd Ft)	8 327	8 905	8 958	7 736	6 257	5 783	5 725	5 121	7 318

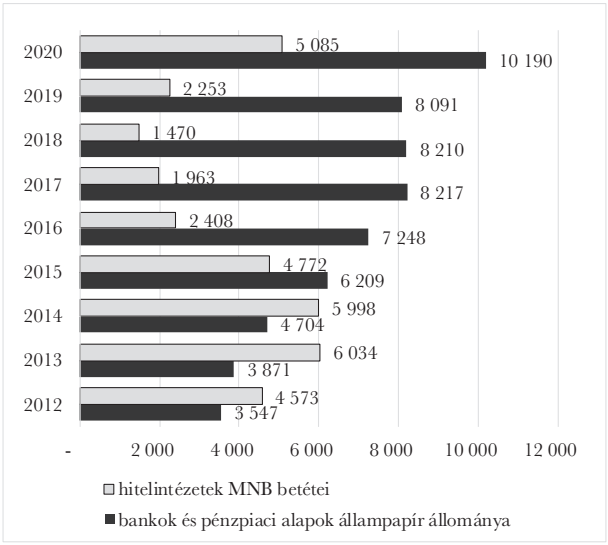
Forrás: ÁSZ 2018, 2021

A válsággal sújtott 2020-as évben a forintadósság aránya visszaesett megközelítőleg a 2018. évi szintre, 2,6 százalékpontos növekedés következett be a devizaarány javára, a külső sérülékenység növekedésének kárára.

A devizahitelek forintosítása a gazdasági folyamatokra kedvező hatást 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 körüli devizakeresletére (ÁSZ, 2018).

Azáltal, hogy a kereskedelmi bankok az Önfinanszírozási Program bevezetésével az államadósság finanszírozásában nagyobb részt vállaltak, csökkent az állampapírpiac devizakülföldi ügyfelektől való függése, nőtt az adósság belső finanszírozásának aránya. Ennek hatására csökkent az ország külső kitettsége. Az államadósság belső finanszírozási arányának a forintfinanszírozás irányába való elmozdulása csökkentette továbbá az államadósság árfolyamkitettségét. Az Önfinanszírozási Program, valamint az MNB irányadó eszközei (jegybanki kötvény, jegybanki betét) megváltoztatásával, és annak mennyiségi korlátozásával a jegybank a kereskedelmi bankokat afelé terelte, hogy nagyobb részt vállaljanak az államadósság finanszírozásában. E törekvés eredményét a 6. ábra szemlélteti.

6. ábra: A bankok állampapír befektetéseinek és MNB betéteinek és kötvényeinek 2012-2020. évi alakulása (Mrd Ft-ban)



Forrás: ÁKK 2021, MNB éves jelentései alapján ÁSZ szerkesztés

A kereskedelmi bankoknak és a pénzpiaci alapoknak az államadósság finanszírozásban való részesedése a 2012. év végén fennálló 3 547 Mrd Ft-ról 2016. év végére több mint kétszeresére, 7 248 Mrd Ft-ra emelkedett, amely megközelítőleg az államadósság harmadát finanszírozta. 2012-2014. években a bankok és pénzpiaci alapok birtokában lévő állampapír-állomány alacsonyabb volt, mint a jegybankban elhelyezett betéteik és kötvényeik. 2015-től azonban 2017-ig dinamikusan nőtt az állampapírok aránya a banki követeléseken belül és egyre inkább meghaladta az MNB-nél tartott kereskedelmi banki likviditást. A banki állampapír-állomány összevetése a bankok MNB-nél tartott betét- és kötvényállományának változásával egyértelműen mutatja, hogy a korábban az MNB által lekötött banki likvid tőkét sikerült a jegybanknak az államadósság finanszírozása felé terelnie. 2017 után két évig némileg csökkent a bankok és pénzpiaci alapok által birtokolt állampapírok összege, mivel a bankok forrásaikat a gazdasági szereplők és a háztartások növekvő hitelkeresletének finanszírozására használták fel.

2020-ban a bankok ismét előnyben részesítették a biztos állampapír befektetéseket, aminek eredményeként több mint 2 000 Mrd Ft-tal, a 2019. évi állomány kb. egynegyedével növekedett a bankok és pénzpiaci alapok által tartott állampapírok állománya, és meghaladta a 10 000 Mrd Ft-ot. (A számokat némileg torzítja, hogy 2019-ig a bankok a lakossági ügyfeleiktől visszavásárolt állampapírokat megtarthatták, és ez a náluk maradó állomány is lakossági állampapírként maradt meg a nyilvántartásban. Ennek a lehetőségnek a megszüntetése a kimutatásokban megnövelte a bankok és pénzpiaci alapok által tartott állampapír állományt, és mérsékelte a háztartások befektetéseként nyilvántartott állományt.) Ezzel párhuzamosan azonban a kereskedelmi bankoknak az MNB-nél tartott betétállománya is több, mint kétszeresére emelkedett, azaz 2020-ban már nem a MNB által kiszorított banki likviditás áramlott át az állampapírok piacára.

Összefoglalásul azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a monetáris politikai intézkedések hozzájárultak az államadósság hazai forrásokból történő finanszírozási részarányának növeléséhez, és ezen keresztül a finanszírozás biztonságosabbá válásához, költségeinek mérséklődéséhez.

Kitekintés

2012. után Magyarország egy olyan fejlődési pályára állt, amelyet egyszerre jellemzett a dinamikus gazdasági növekedés, valamint a külső és belső gazdasági egyensúly megőrzése. Ennek eléréséhez szükség volt a monetáris és a fiskális politika jó együttműködésére, amelynek számos intézkedését, és azok pozitív hatását ebben a cikkben is bemutattuk. Ugyanakkor azt is meg kell jegyeznünk, hogy a dinamikus és kiegyensúlyozott gazdasági növekedés időszakában viszonylag könnyű a két politikát harmonizálni, a „*win-win*" helyzetet elérni és megtartani. Visszatérve a cikk elején alkalmazott hegymászó hasonlathoz, azt mondhatjuk, hogy a két hegymászó derűs időjárás és jó látási viszonyok közepette ugyanarra a csúcsra szeretne eljutni. A derűs időjárás 2020. év elején véget ért. Az ezt követő nagy viharban pedig a közös cél a visszaesés tompítása volt, amelyhez a monetáris politikai intézkedések hatékony segítséget nyújtottak.

A válság elmúltával azonban az együttműködés feltételei megváltoznak. A közös cél, a dinamikus, kiegyensúlyozott és fenntartható fejlődés elérése megmarad, de a politikai testületek által meghatározott fiskális politikában a növekedés kap nagyobb hangsúlyt, az MNB törvényi kötelezettsége pedig az árstabilitás megőrzése, amelyhez kiegyensúlyozott gazdasági és költségvetési folyamatokra van szükség. Ez egy olyan kreatív feszültség, amelyet a monetáris politika függetlenségének szószólói tudatosan vállaltak. Abból a történelmi tapasztalatból indultak ki, hogy ha a gazdasági recesszióból való gyors kilábalás érdekében szabad utat adnak az inflációnak, akkor annak következménye a stagfláció lesz, azaz gazdasági stagnálás magas infláció mellett. A független jegybanknak azonban kötelessége fellépni az árstabilitás érdekében. A monetáris politika szigorúbbá válása megnöveli a közvetlen és közvetett költségvetési kockázatok bekövetkezésének valószínűségét. Ebben az esetben a legsúlyosabb közvetlen költségvetési kockázat az, hogy negatívba fordítja a jegybank kamateredményét a hazai kamatszintnek a – devizatartalékok szempontjából releváns – nemzetközi kamatszinteknél sokkal gyorsabb növekedése.

A közvetlen kockázatoknál súlyosabbak a közvetett költségvetési kockázatok, hiszen a jegybanki alapkamat emelése megnöveli az államadósság után fizetendő kamatokat is, különös tekintettel arra, hogy az államadósság több mint 80%-át 2020 végén a forintban denominált állampapírok finanszírozták. A kamatok növekedése megdrágítja a részben hitelből megvalósuló beruházásokat is. Az ennek következtében romló megtérülési mutatók pedig sok hazai vállalkozást beruházásai elhalasztására késztetnek, amelynek következtében a gazdasági növekedés lassulni kezd.

Ebben a helyzetben az vezethet „win-win" szituációhoz, ha a „két hegymászó" közösen megtalálja azt a legközelebbi magaslatot, amelyre mindketten fel kell, hogy kapaszkodjanak a célul kitűzött csúcs elérése érdekében. A legközelebbi cél az államadósság-mutató csök-

kentése, amely a gazdasági visszaesés elmúltával ismét alkotmányos kötelezettséggé vált. Ezt támogatja a mutató nevezőjének, a folyóáron számított GDP-nek a dinamikus emelkedése. Következésképpen a GDP növelése az egyensúly elérése szempontjából is fontos.

Nagyobb kihívás a kormányzati szektor hiányát úgy csökkenteni le a GDP három százaléka alá, hogy közben a dinamikus gazdasági növekedés fennmaradjon, azaz a GDP arányos hiány mérsékléséhez a GDP gyors növekedése is hozzájáruljon. A 2021-re tervezett 7,5 százalékos GDP arányos hiányt azonban csak a GDP növelésével két-három év alatt nem lehet a GDP három százaléka alá csökkenteni. Ehhez el kell hagyni a válság utóhatásainak kezeléséhez és a gazdaság újraindításához már nem feltétlenül szükséges költségvetési kiadásokat. A költségvetési hiány mérséklése egyúttal csökkenti az aggregált keresletet, és ezáltal az infláció mérséklése irányába hat.

Feltesszük azt a kérdést is, hogy egy ilyen helyzetben mennyire célszerű nemkonvenciális monetáris eszközökkel támogatni a gazdaság dinamizálását, akár az MNB mérlegfőösszegének növelése árán is? A korábban írtakból következik, hogy ez megnövelné a közvetlen költségvetési kockázatokat, és kereskedelmi banki forrásokat kötne le. Ezért csak olyan eszközök bevetése látszik hatékonynak, amelyek a minőségi pénzköltést segítik elő, például összekötik a versenyképességet a gazdaság zöldítésével. A kérdés megválaszolása túlmegy az Állami Számvevőszék kompetenciáján. Felvetése azonban rámutat arra, hogy a gazdaság újraindításának szakaszában is a fiskális és a monetáris politika jó együttműködésére van szükség, mert csak ennek révén érhető el a magas beruházási ráta fennmaradása, az államadósság finanszírozásában a hazai részarány növekedése, valamint a hosszútávú kamatszint alacsonyan tartása által az államadósság kamatterhei jelentős növekedésének elkerülése.

Jegyzetek

[1] A cikk a szerzők és munkatársaik által az Állami Számvevőszéknél készített, az ÁSZ honlapján nyilvánosságra hozott elemzések felhasználásával készült.

[2] Magyarország Alaptörvénye 41. cikk (1) bekezdés és MNB-ről szóló törvény 4. § (1) bekezdés

[3] 2013. évi CXXXIX törvény a Magyar Nemzeti Bankról

[4] 2013. évi CXXXIX törvény a Magyar Nemzeti Bankról 166. § (4) bekezdés

[5] A forintárfolyam kiegyenlítési tartalék és a deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka. Az előbbi az MNB devizában fennálló követeléseinek és kötelezettségeinek hivatalos árfolyamon és átlagos beszerzési árfolyamon számított értékének a különbsége, az utóbbi az MNB devizában fennálló, értékpapíron alapuló követelései piaci értékelése alapján megállapított különbözet.

[6] 2013. évi CXXXIX törvény a Magyar Nemzeti Bankról 147. § (3) bekezdés

[7] 2001. évi LVIII. törvény a Magyar Nemzeti Bankról 17. § (4)-(5) bekezdés

[8] A Magyar Nemzeti Bank 2009. évi jelentése 21-22. oldal és Karvalits Ferenc (2013) 73-75. oldal

Felhasznált irodalom

Állami Számvevőszék (2013): *A monetáris politika költségvetési kockázatai, különös tekintettel az adósságszabályra.* Tanulmány. (https://www.asz.hu/storage/files/files/Szakmai%20kutat%C3%A1s/2013/t352.pdf?ctid=743)

Állami Számvevőszék (2018): *A monetáris politika hatása a költségvetési kockázatok csökkentésére. Elemzés.* (https://www.asz.hu/storage/files/files/Publikaciok/Elemzesek_tanulmanyok/2018/monetaris_elemzes_201802.pdf?ct-

id=1237)

Állami Számvevőszék (2021): *A monetáris politika költségvetési kockázatai* https://www.asz.hu/storage/files/files/elemzesek/2021/E2102_monet__ris_politika_osszefuzott_KKO.pdf?ctid=1307

Bóta Nikolett (2013): A jegybanki devizatartalékolás elvei és gyakorlata In: *Pénz, világpénz, adó, befektetések* (Szerk. Bánfi T., Kürthy G.). Corvinus Egyetem, Budapest. pp. 79-102.

Csortos Orsolya – Nagy-Kékesi Zsuzsa (2020): *Mi tartotta szárazon az MNB puskaporát? – A jegybanki mérleg mozgástere https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/devizatartalek-es-serulekenyseg*

Csortos Orsolya – Szalai Zoltán (2015): A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok. *Hitelintézeti Szemle*, 14. évf. 3. szám, pp. 5–38.

Hoffmann Mihány – Kolozsi Péter Pál (2017): Biztonságos szinten az MNB tartalékai https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/devizatartalek-es-serulekenyseg

Lentner Csaba (2014): *Fiskális és monetáris politika,* Nemzeti Közszolgálati Egyetem, Budapest

Lentner Csaba (2016): *Rendszerváltás* és *pénzügypolitika. Tények* és *tévhitek. Akadémiai Kiadó*

Karvalits Ferenc (2013): Tények és tévhitek. *Heti Világgazdaság*. 4. szám pp. 73-75.

Kuti Zsolt – Nagy-Kékesi Zsuzsa (2019): Egyre nagyobb a kamatnyereség szerepe az MNB eredményének alakulásában https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/devizatartalek-es-serulekenyseg/kuti-zsolt-nagy-kekesi-zsuzsa-egyre-nagyobb-a-kamatnyereseg-szerepe-az-mnb-eredmenyenek-alakulasaban

Magyar Nemzeti Bank (2016): Éves Jelentés https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2016)

Magyar Nemzeti Bank (2017): Éves Jelentés (https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2017)

Magyar Nemzeti Bank (2018): Éves Jelentés (https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2018)

Magyar Nemzeti Bank (2019): Éves Jelentés (https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2019)

Magyar Nemzeti Bank (2020): Éves jelentés (https://www.mnb.hu/letoltes/fe-leves-jelente-s-2020-hun-0925.pdf)

Matolcsy György (2020): Játsszunk nyerésre! 2 (https://novekedes.hu/mag/jatsszunk-nyeresre-2-matolcsy-gyorgy-irasa)

Matolcsy György – Palotai Dániel (2016): A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben. *Hitelintézeti Szemle*, 15. évf. 2. szám, pp. 5–32.

Pulay Gyula – Máté János – Németh Ildikó – Zelei Andrásné (2013): Milyen kockázatokat hordoz a monetáris politika az államadósság-szabály teljesülésére nézve? *Pénzügyi Szemle* 58. évfolyam 1. szám pp. 11-34.

Szikszainé Király Mária – Pulay Gyula (2021): *A monetáris politika csökkentette a költségvetési kockázatokat* https://www.penzugyiszemle.hu/hu/fokuszban/a-monetaris-politika-csokkentette-a-koltsegvetesi-kockazatokat