

Novák Zsuzsanna –Vámos Imre

# Jegybanki eredményesség és költségvetési hiány

**ÖSSZEFOGLALÓ:** A tanulmány a jegybanki jövedelmezőséget vizsgálja, elsősorban annak költségvetésre gyakorolt hatását a középpontba helyezve. A legmagasabb adósságállománnyal rendelkező négy euróövezeti és három új EU-tagállam számviteli eredményét hasonlítja össze az euró bevezetése óta eltelt 1999–2013-as időszakban. A vizsgálat rámutat arra, hogy az önálló monetáris politika és a magasabb seigniorage-jövedelem ellenére jelentős (külső) államadóssággal rendelkező országoknak, mint Magyarországnak, gyakran a jegybank veszteségével kell szembesülniük. A tanulmány összegzi és rendszerezi a Pénzügyi Szemle 2013. évi I. Monetáris politika című tematikus kötetének megállapításait az MNB és a költségvetés kapcsolatáról. Emellett ismerteti a vonatkozó európai uniós elszámolási szabályokat, valamint az EKB és a kiválasztott európai nemzeti bankok eredményességének bemutatása révén nemzetközi összefüggésben is értékeli a hazai folyamatokat.

**KULCSSZAVAK:** jegybank, költségvetés, államadósság

**JEL-KÓD:** E58, M48

Az euró bevezetésének előnyeit és hátrányait értékelve *Csajbók – Csermely* 2002-es tanulmányában – más közép-európai monetáris politikai szakemberekhez hasonlóan – kiemelte, hogy az eurózónához csatlakozó jegybank a nemzeti valuta kibocsátásából származó seigniorage elvesztése révén jövedelemkiesést szenved el az önálló monetáris politika feladásának egyik következményeként. A monetáris bázishoz kapcsolódó műveletein egy önálló valutával rendelkező jegybank valóban magasabb kamateredményt érhet el, mint egy euróövezeti jegybank, de az végül számviteli eredményében nem feltétlenül tükröződik.

Az EKB jövedelmezőségét meghatározó főbb tényezők azonosítását és az euróövezet nemzeti bankjaival szemben támasztott számviteli-elszámolási követelmények rövid ismertetését követően a Magyar Nemzeti Bank, valamint hét euróövezeti ország jegybankjának eredményességét vizsgáljuk az euró bevezetése

óta eltelt mintegy 15 év fényében. A vizsgálatot az indokolja, hogy a jegybanki eredmény bizonyos feltételek mellett felhasználható a túlzottdeficit-eljárás államháztartási hiánymutatójának csökkentésére is, így megtakarítást jelenthet az államháztartás számára, egyben szavatolhatja a jegybank függetlenségét a költségvetéstől.

## A SEIGNIORAGE ÉRTELMEZÉSE

A seigniorage három módon számszerűsíthető:

- 1 a monetáris bázis éves reálnövekménye alapján;
- 2 a seigniorage fiskális megközelítése szerint, tehát a monetáris bázisnak megfelelő jegybanki eszközök és források kamatkülönbözetéből származó jegybanki jövedelemként;
- 3 a jegybank teljes eszközállományán (beleértve a devizaműveleteket is) elért eredményként, amelyet befizet(het) a költségvetésbe, így számvitelileg is számszerűsíthető (Walsh, 2010).

*Levelezési e-cím:* nzsuska@gmail.com

Az első két megközelítésnek van közgazdasági relevanciája, ezekre a szakirodalom mint a seigniorage monetáris és fiskális értelmezésére (Czeti – Hoffmann, 2006) utal. Tanulmányunkban praktikus okokból a harmadik megközelítés statisztikáiból indulunk ki, hiszen a jegybank éves eredménye mindenki számára nyilvános adat, de utalunk az euróövezet seigniorage-értelmezésére is. Egyben rámutatunk arra, hogy a Magyar Nemzeti Bank az önálló monetáris politika és a klasszikus értelemben vett (monetáris bázis növekedéséből fakadó) seigniorage-jövedelem ellenére miért nem tudott a költségvetés egyenlegén javítani a vizsgált időszak során.

## A JEGYBANKI EREDMÉNY ELSZÁMOLÁSA A KÖLTSÉGVETÉSBEN AZ EU-SZABÁLYOZÁS (ESA95) SZERINT

A jegybank működése nyereségesen zárulhat egy adott évben, amennyiben a jegybank, mint bármely más pénzügyi intézmény, eredményesen kezeli a portfóliójában lévő eszközöket. Az eszköz-forrás menedzsment a jegybank esetében természetesen nem elsősorban a jövedelemszerzés, hanem monetáris politikai céloknak való megfelelés jegyében történik, de sikeressége hatással lehet az államháztartási egyenlegre. Azt, hogy az eredmény mennyiben számolható el statisztikailag, az számunkra az EU-ban használatos ESA95 módszerrel fényében érdekes, hiszen ez alapján kell meghatározni a maastrichti értelemben vett államháztartásihiány- és államadósság-mutatókat.

Az ESA95 ebben a kérdésben is szigorú rendelkezéseket tartalmaz. Alapelve, hogy a jegybank által a költségvetésbe befizetett osztalékot és adóbevételt nem lehet deficitcsökkentő tételként, azaz államháztartási bevételként elszámolni, amennyiben az kizárólag pénzügyi tranzakciók eredményeként jön létre, mivel

ezek nem termelés vagy jövedelemelosztás folytán keletkeznek. Ellenkező esetben a jegybank hajlamos lehet kifejezetten deficitcsökkentés céljából ilyen műveletekbe bocsátkozni. A jegybank esetenként felmerülő vesztesége pedig abból adódhat, hogy kamatjöveldelme vagy egyéb tőkenyereségből származó jövedelme nem fedezi működési költségét. Ilyen esetben előfordul, hogy nem a jegybank gazdagítja az államháztartást osztalék fizetése révén, hanem a jegybank feltőkésítését kell megoldani az államháztartás forrásainak terhére.

A tőkenyereséget (például árfolyamnyereség) a jegybank eredményén belül elkülönítetten kezelendő, meg kell határozni a nettó működési eredményt, amely az előzőt nem tartalmazza, hanem kizárólag a jegybank kamatjöveldelmét és egyéb működési bevételét, valamint költségeit foglalja magában. Az euróövezetben és azokban az országokban, amelyek ugyan nem tagjai a monetáris uniónak, de a jegybanki eredmény elszámolásánál meghonosították az euróövezeti gyakorlatot, ezt úgy oldják meg, hogy a nettó profitból vagy veszteségből levonják „a pénzügyi műveletek nettó eredménye, leírások és céltartalékok” tételt. Természetesen minden tagállam esetében valamely módon az EU által elfogadott elszámolási gyakorlatnak való megfelelés érdekében le kell vonni a pénzügyi műveletek teljesült és tervezett nyereségét és veszteségét a működési eredmény kiszámításához.

A jegybank által átutalt nyereséget, amelyre az állam mint részvényes jogosult, vagyonszámalként kell elszámolni az államháztartás tételei között, ha az megegyezik vagy kevesebb a nettó működési eredménnyel. Amennyiben azt meghaladja, akkor csak a nettó működési eredményt lehet jövedelemként elszámolni, az a felletti osztalék befizetését már tőkekivonásként kell kimutatni. Ugyanez igaz az euróövezetben, ahol az EKB nyeresége egyszerre több kormánybevételeként is megjelenhet, ekkor a teljes nyereséget minden tagállamnak a jegybank által rögzített arányban kell megosztania vagyonszámalként.

jövedelem és tőke kivonás között. Ha tőkevesztése miatt a jegybank nem fizeti ki az összes nettó működési profitot osztalékként, a különbség nem számolható el tulajdonosi részesedés növekményeként a kormányzati statisztikákban. Az euróövezeten kívül tagállamoként változik az osztalékfizetés gyakorlata, egyes esetekben egy adott százalékra jogosult a kormányzat, más helyeken a nemzeti bankok a tartalékok és céltartalék szintjétől teszik függővé a kifizetés mértékét. Amennyiben a jegybank nyereségét társasági adó terheli, akkor az ilyen jellegű befizetést jövedelemadóként vagy vagyoadóként kell feltüntetni.

Az arany, valamint a nemzetközi tartalékok eladásából származó jövedelem átutalása a kormányzat javára nem használható fel a deficit csökkentésére, hanem tőke kivonásnak minősül függetlenül attól, hogy a kifizetés milyen formában (akár adóként vagy osztalékként is) történik. Ennek a tételnek elkülönített kezelését az is indokolja, hogy nem egyszerűen a jegybank vagyónáról, hanem nemzeti vagyónról van szó. Ez magyarázza azt is, hogy még ha az adott országban a törvények nem is tekintik a kormányzatot a jegybank részvénytulajdonosának, a nemzetközi tartalékok értékesítéséből származó jövedelemre ettől függetlenül igényt tarthat.

A be nem vont bankjegyeknél hasonló az eljárás, mint az arany vagy a nemzetközi tartalékoknál. Ha a korábban kibocsátott bankjegyek érvényessége lejárt, megszűnt törvényes fizetőeszköz szerepük, vagy feltehetőleg a visszaváltásra már nem kerül sor, és ezért a jegybank ezen kötelezettségállományát leírja, akkor a tétel a kormányzat egyéb saját tőkeszámláján fog megjelenni pozitív tételként, amennyiben azt szokásos jövedelemátutalás formájában kapja meg. A művelet nincs hatással az államháztartási hiányra és az államadóságra. Ezzel szemben a túlzottdeficit-eljárás rendelkezései értelmében a be nem vont érték, bár a deficitre nincsenek hatással, befolyásolhatják az államadóságot, de kizárólag olyan érme cseré

esetén, ahol a régi érmék a kormányzat (és nem a jegybank) kötelezettségállományaként voltak elkönyvelve és még visszaválthatók új érmére (ha visszaváltják, akkor persze ugyanennyivel nő az államadóság).

Külön nem rendelkezik az ESA95 arról, hogy a jegybanki veszteségtérítést hogyan kell elszámolni, de önálló alfejezetet szentel az állami (közösségi) vállalatokkal – beleértve a központi bankot – kapcsolatos tőke műveletek számbavételének. Ennek értelmében alapszabályként, ha egy állami vállalkozás tőkeinjekciót kap a kormányzattól és ez a művelet viszonzatlan (nem pénzügyi) tőkejuttatást jelent, akkor negatív hatással van az államháztartás egyenlegére. Ilyen tőke transzferre akkor kerül sor, ha a kormányzat

- ① nem kap azonos értékű eszközt cserébe,
- ② nem várhat a támogatásból megvalósított befektetéstől számottevő (a magánszektor által hasonló befektetéstől elvárt vagy legalább a hosszú lejáratú kötvények kamatával megegyező) hozamot,
- ③ ha a kedvezményezett huzamosabb ideje veszteségesen tevékenykedik (ebben az esetben még a kormányzati kötvényvásárlás is tőke transzferként jelenhet meg).

Nem pénzügyi tranzakciónak még ebben az esetben is csak akkor minősül a művelet, ha az kizárólag a veszteség fedezetét szolgálja, annak mértékét nem haladja meg (ellenkező esetben már pénzügyi műveletként könyvelik el.)

Természetesen nemzeti bankoknak juttatott veszteségtérítés esetén többnyire nem pénzügyi művelet történik, így az befolyásolja az államháztartás (elsődleges) egyenlegét.

## AZ MNB EREDMÉNYÉNEK ELSZÁMOLÁSA A KÖLTSÉGVETÉSBEN

Az MNB és az államháztartás közti elszámolás hazai szabályait kormányrendelet<sup>1</sup> részletezi, amelynek értelmében eredménytartalékba kell

helyezni a „mérleg szerinti veszteség fedezetére átutalt, a központi költségvetés által közvetlenül megtérített összeget, a részvényes által az eredménytartalék javára nyújtott tőkejuttatást, valamint az MNB által kiszabott bírságból származó bevétel MNB-törvény szerinti célokra fel nem használt összegét.” [5. § (8) bekezdés]. A mérleg szerinti eredmény (ami lehet veszteség is) az MNB tárgyévi eredményének osztalékfizetésre fel nem használt része. A költségvetés azonban nemcsak a mérleg szerinti veszteség fedezetére (amennyiben azt az eredménytartalék többlete nem fedezi) nyújt tőkejuttatást, hanem az MNB saját tőkéjének lényegében minden összetevőjére ad fedezetet azok negatív egyenlege esetén. A forintárfolyam kiegyenlítési tartalékának, amely az MNB-törvény szerint a jegybank külföldi pénznemben fennálló követeléseinek és kötelezettségeinek a tárgyév utolsó napján érvényes hivatalos árfolyamon történő átértékeléséből fakadó árfolyamnyereséget és -veszteséget tartalmazza, valamint a deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartalékának (amely a devizában fennálló értékpapír-követelések piaci értékeléséből fakadó különbözet) (MNB-törvény 146. és 147. §-a) külön-külön megállapított, együtt negatív egyenlegét (a 2011. évi jegybanktörvény életbelépését megelőzően a tételenként negatív egyenlegét) a központi költségvetésnek az eredménytartalék javára kell megtérítenie. Ez a veszteségtérítés történhet a két kiegyenlítési tartalék negatív egyenlegének mértékéig, amennyiben a mérleg szerinti eredmény és az eredménytartalék egyenlege negatív, ellenkező esetben ezen két előző tétel pozitív egyenlegét meghaladó mértékig.

Az MNB osztalékfizetése ugyancsak függ a kiegyenlítési tartalékok egyenlegétől. Ugyanis csak azok negatív egyenlegét meghaladó tárgyévi eredmény vagy eredménytartalék esetén fizethet a tulajdonosnak osztalékot, osztalék-előleget azonban semmilyen esetben sem.

Ezekből következik, hogy az MNB működéséből fakadó árfolyamnyereség – Európa

többi jegybankjához hasonlóan – nem jelentheti költségvetési bevétel keletkezését, de árfolyamvesztesége nálunk jellemzően költségvetési hiányt növelő tétel. (Lásd 1. táblázat)

## AZ EKB JÖVEDELMEZŐSÉGE AZ ELMÚLT TIZENÖT ÉVBEN

Az EKB működésének eddigi tapasztalatai azt mutatják, hogy az euróövezet jegybankja mindvégig pénzügyileg erősnek bizonyult.

Az EKB és az EKB irányítása alatt működő eurórendszer eredményességét a portfóliómenedzsment és az annak háttérében zajló pénzügyi folyamatok, a globális pénzügyi válság során alkalmazott intézkedések és a bankjegy kibocsátás befolyásolja mindenekelőtt (Vergote et al., 2010). Az EKB eddigi működése során megőrizte pénzügyi függetlenségét, tartalékai (elsősorban céltartalékai) elegendőnek bizonyultak a veszteség ellentételezésére, egyedül 1999-ben és 2004-ben szorult veszteségének az eurórendszerben keletkezett jövedelemmel szembeni kiegyenlítésére. (Vergote et al., 2010) Árfolyamveszteségét más években nem kellett pótolni, azt megelőzte az KBER (Központi Bankok Európai Rendszere) szigorú számviteli elszámolási rendszere, többek között az átértékelési tartalékot használhatta fedettként tartalékvalutái leértékelődése esetén. Az árfolyamváltozásból fakadó átértékelést az EKB az euróövezet számvitelének megfelelően ugyancsak átértékelési számláin számolja el (amelynek nettó értékét eszközönként tartják nyilván, tehát nem állítják szembe más eszközök leértékelési veszteségével/nyereségével). Ez nem vonja maga után valós nyereség és veszteség keletkezését, kivéve amennyiben a veszteség meghaladja a korábbi átértékelési nyereséget, hiszen akkor tényleges veszteségként kell elkönyvelni a tételt. Ilyenkor az egyes tételek piaci értékét vetik össze „átlagos költségükkel”, azaz átlagos vételárakkal.

## AZ MNB SEMATIKUS MÉRLEGE

ESZKÖZÖK	FORRÁSOK
I. Követelések forintban	VI. Kötelezettségek forintban
1. Központi költségvetéssel szembeni követelések (forintállampapír)	1. Központi költségvetés betétei
2. Hitelintézetekkel szembeni követelések [egynapos (O/N) és hosszabb lejáratú hitel, swapügyletből származó, jelzáloglevél stb.]	2. Hitelintézetek betétei [kötelező, szabad tartalék, egynapos (O/N) betét]
3. Egyéb követelések	3. Forgalomban lévő bankjegy és érme
II. Követelések devizában	4. Egyéb betétek és kötelezettségek (kéthetes jegybanki kötvény, swapokból származó)
1. Arany- és devizatartalék	VII. Kötelezettségek devizában
2. Központi költségvetéssel szembeni devizakövetelések (deviza-állampapír)	1. Központi költségvetés betétei
3. Hitelintézetekkel szembeni devizakövetelések	2. Hitelintézetek betétei
4. Egyéb devizakövetelések	3. Egyéb kötelezettségek devizában
III. Banküzemi eszközök	VIII. Céltartalék
IV. Aktív időbeli elhatárolások	IX. Banküzem egyéb forrásai
	X. Passzív időbeli elhatárolások
	XI. Saját tőke
	1. Jegyzett tőke
	2. Eredménytartalék
	3. Értékelési tartalék
	4. Forintárfolyam-kiegyenlítési tartalék
	5. Deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka
	6. Mérleg szerinti eredmény
<b>V. Eszközök összesen</b>	<b>XII. Források összesen</b>

Forrás: MNB

Az elmúlt tizenöt év során az EKB euróban denominált tételein nyereséget könyvelhetett el, mivel azok céltartalékának vagy korábban szerzett jövedelmének újrabefektetéséből származtak. Az EKB saját vagyonalapja révén képzett portfólió a (devizaárfolyam-, kamat- és aranyárfolyam-kockázattal szemben képzett) céltartalékolás, az általános tartalékképzés és a korábban felhalmozódott jegybanki jövedelemből nyeri a forrását. Ezekon összesség-

ében egy benchmarkhozam fölött igyekszik teljesíteni az EKB (például az MRO, fő refinanszírozási műveletének, egyben irányadó instrumentumának kamata fölött). Euróban denominált eszközökbe fekteti és egyéb eszközként tartja nyilván ezeket a tételeket. (Értékpapír-piaci és két fedezettkötvény-vásárlási programja keretében az EKB a válság során fokozottan vásárolt euróban denominált eszközöket). Likviditásnyújtó műveletei keretében

a válság során az EKB-nak megháromszorozódott a mérlegfőösszege. Az EKB koordinálja az euróövezet monetáris politikáját, amit aztán a nemzeti bankok hajtanak végre, így a nyíltpiaci és hitelműveleteket is azok hirdetik meg többségében tendereztetés útján. Az EKB azonban részt vesz olyan kiegészítő műveletekben, amelyek segítik a nemzeti bankok likvid forráshoz jutását idegen valutában. Ily módon közvetített a FED és a nemzeti bankok között, ez a swaptranzakció mérlegét eszközoldalán a nemzeti bankokkal szembeni követelésállomány, a FED-del szemben pedig eurókötelezettség-állomány formájában érintette.

Az összes bankjegykibocsátás 8 százalékaért az EKB felel (2001-ig csak nemzeti bankok bocsátottak ki bankjegyet), amelynek állománya az eurórendszerben a GMU létrejötte óta mintegy megnégyszereződött. Az EKB 2002-ben realizált először nyereséget bankjegykibocsátáson. Az EKB az MRO kamatát, az irányadó kamat mértékét számolja fel fő hitelművelete után, a kötelező tartalék után pedig ugyanezt a kamatot fizeti ki (ugyanígy tesznek az euróövezet nemzeti bankjai is). A szabad tartaléokra (és a bankjegyek után értelemszerűen) nem fizet kamatot, ebből származik közgazdasági értelemben vett seigniorage-bevétele. 2005 és 2007 között seigniorage-ból származó nyereségét kockázati céltartalék és általános tartalékképzésére fordította.

A nemzeti bankok devizatartalékainak elhelyezése az EKB-nál kamatkitettséget okoz az eszközoldali (főként USD-) kamatok és a forrásoldali euróban lévő kötelezettségállomány kamatkülönbözete következtében. Az EKB nemzetközi tartalékai mérlegének 66 százalékát tették ki 2002-ben, 2006-ra a megnövekedett bankjegykibocsátás következtében már 35 százalékra csökkentek. (Vergote et al., 2010)

Az EKB adott évi nyereségének maximum 20 százalékáig általános tartalékalapba eszközöl befizetést (maximum a jegyzett tőke 100 százalékáig) és osztalékot fizet a tagbankoknak

azok bevitt tőkájének részarányában, de veszteségét az általános tartalékon felül részben az eurórendszer monetáris jövedelme is fedezheti. (KBER-alapokmány, 33. cikk) (1999-ben értékpapírok elszennvedett veszteség miatt és 2004-ben került erre sor, amikor a jegyzett tőke veszélybe került megfelelő tartalék hiányában.) Az EKB és az KBER alapokmánya a monetáris jövedelem fogalmára úgy utal, mint „a hitelintézetek jegybanki betéteivel szemben fennálló eszközökből származó éves bevétel” (KBER-alapokmány, 32. cikk). A nemzeti bankoknál keletkező ezen monetáris jövedelemnek az összegét fel kell osztani közöttük az EKB tőkájében foglalt részesedésük alapján. Az egyenlegek ehhez a jövedelmi forráshoz kapcsolódó elszámolása és kiegyenlítése az EKB feladata. Ehhez a Kormányzótanács engedélye is szükséges minden esetben. A tagállamok által befizetett tőke 50 százalékban a tagország népessége (a Közösség teljes népességén belüli részesedése), 50 százalékban a GDP-je (a Közösség GDP-jében való piaci áron számított részesedése) által meghatározott még a KBER megalakulása előtt fennálló helyzet alapján számítva (KBER-alapokmány, 29. cikk). Egy új tagország belépése az EKB-ba növeli a jegyzett tőkét. (A nem tagbankok eredetileg 5 százalékot, 2004 után pedig 7 százalékot fizetnek be.) Végso pufferként a jegyzett tőke is lehet az EKB veszteségének fedezete.

Az EKB kockázati céltartaléka a devizaárfolyam-, kamatláb- és aranyárfolyam-kockázatból fakadó veszteségre történő felkészülést szolgálja. Az átértékelési tartalékszámokkal szemben az az előnye, hogy gyorsabban képezhető. 2010-ben a fedezettkötvény-vásárlási program kapcsán az EKB hitelkockázattal szemben is képzett ilyen tartalékot. (Az Általános Tanács a tartalék kiterjesztése mellett döntött.) Az általános és a kockázati céltartalék összege nem haladhatja meg a jegyzett tőke 100 százalékát, ellenkező esetben a nemzeti bankok megkapják részesedésüket az osztalékból. (EKB, 2013)

Az euróövezet nemzeti bankjai (NKB-k) hasonló módon képeznek átértékelési és általános tartalékot (valamint nyilvánvaló módon eredménytartalékot), de egyéb tartalékaik és céltartalékképzésük tekintetében (kivéve a hitel- és partnerkockázatot) a saját eredmény terhére történő osztalékfizetés gyakorlatához hasonlóan, szabad kezet kapnak (Guideline, 2010).

## AZ EURÓÖVEZET NEMZETI BANKJAI ÉS AZ MNB EREDMÉNYTERMELŐ KÉPESSÉGÉT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK

Az euróövezet eltérő számviteli-elszámolási szabályain felül (amely a magyar szabályozással összevetve elsősorban az átértékelési tartalék eltérő kezeléséből fakad) az eurózónán kívül és azon belül tevékenykedő nemzeti bankok jövedelmezőségét még három fő tényező érinti különböző módon. Először is, az euróövezet nemzeti bankjai csak a bankjegykibocsátásért felelnek, az érmekibocsátásért nem, szemben az euróövezeten kívüli országok többségével (például Magyarországgal, ahol a Magyar Nemzeti Bank feladata az érmék forgalomba helyezése). Másodsorban, az euróövezet központi bankjai a már említett MRO, az EKB irányadó eszközeinek kamatát fizetik a kereskedelmi bankok kötelező (minimum-) tartalékai után. Az eurózónán kívül sokféle eszköz található az alapvető instrumentumok között. Szlovákiában az euró bevezetése előtt a kéthetes repotender kamatplafonja, Szlovéniában a devizaswap ára szolgálta ezt a célt. Magyarországon a kéthetes jegybanki kötvény az irányadó eszköz (augusztustól kéthetes jegybanki betét alakul át, ahogy 2007 előtt is funkcionált), amelynek kamatát a kötelező tartalék után is kifizeti a jegybank. A kötelező tartalékrata jelenleg egységesen 1 százalék az euróövezetben (2012-t megelőzően 2 százalék volt), de minimum 2 százalék és 5 százalék köz-

ti mértéket ölthet Magyarországon az adott hitelintézet döntése függvényében. Harmadszor, az euróövezet országai kevésbé vannak kitéve árfolyamkockázatnak, árfolyam-volatilitásnak többek között, mivel államadósságuk finanszírozása tekintetében csekély mértékben függenek a valutaövezeten kívüli gazdaságoktól és valutáktól, szemben a közép-európai gazdaságokkal, amelyek adósságállományának (mind a magán, mind pedig az állami) jelentős része külföldi denominációjú. Továbbá az eurózóna központi bankjai devizatartalékuk egy részét részesedésük arányában az EKB-nál tartják, és az ott elhelyezett egyenlegükre ugyancsak az MRO kamatát fizeti ki az EKB. Az MRO kamata azon kamat körül ingadozik, amelyet a devizatartalékok (dollárban vagy jenben) után kamatbevételeként általában egyébként is elkönnyvelhetnek. A nem euróövezeti gazdaságok esetében a devizatartalék kamatozása nyilvánvaló módon elmarad a hazai eszközök és források kamatszintjétől. Mindezek felül az euróövezet központi bankjai az EKB-tól kapott osztalékon túl kamatjövedelemhez is jutnak az euróövezettel szemben fennálló követeléseikre (például TARGET 2-egyenlegek). *(Lásd 2. táblázat)*

## HÉT EURÓÖVEZETI JEGYBANK ÉS AZ MNB JÖVEDELMEZŐSÉGE AZ EURÓ BEVEZETÉSE ÓTA

Ha áttekintjük a vizsgált jegybankok (a 4 legeladósodottabb euróövezeti tagállam, valamint az eurót pár éve bevezető Szlovénia és Szlovákia) számviteli eredményét az elmúlt tizenöt év jelentései alapján *(lásd 3. és 4. táblázat)*, megfigyelhetjük, hogy a GDP-arányos adatok alapján Írország és Spanyolország bizonyult a legsikeresebbnek. Az évről évre elért pozitív eredménynek köszönhetően jelentős mértékben hozzá tudtak járulni a költségvetés egyenlegéhez, ami átlagosan a GDP mintegy 0,3

**A NKB-K (EURÓÖVEZETI JEGYBANKOK) SEMATIKUS MÉRLEGE**

ESZKÖZÖK	FORRÁSOK
1. Arany- és devizatartalék	1. Forgalomban lévő bankjegyek
2. Nem euróövezeti rezidensekkel szembeni devizakövetelések	2. Euróövezeti hitelintézetekkel szembeni euróban denominált kötelezettségek monetáris politikai eszközökkel kapcsolatban (O/N betéti lehetőség, egyéb betéti lehetőségek)
3. Euróövezeti rezidensekkel szembeni devizakövetelések	3. Egyéb kötelezettségek euróövezeti hitelintézetekkel szemben euróban
4. Nem euróövezeti rezidensekkel szembeni eurókövetelések	4. Egyéb kötelezettségek euróövezeti hitelintézetekkel szemben devizában (költségvetés betétei, egyéb betétek)
5. Euróövezeti hitelintézeteknek nyújtott hitel az euróban denominált monetáris politikai eszközökkel kapcsolatban [MRO, hosszabb lejáratú hitelek, marginális (O/N) hitellehetőség]	5. Nem euróövezeti rezidensekkel szembeni eurókötelezettségek
6. Egyéb követelések euróövezeti hitelintézetekkel szemben euróban	6. Euróövezeti rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek
7. Euróövezeti rezidensek által kibocsátott euró-értékpapírok (állampapír, fedezett kötvény)	7. Nem euróövezeti rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek
8. Költségvetéssel szembeni követelések	8. IMF SDR-allokációt ellentételező műveletek
9. Euróövezeten belüli követelések (részesedés az EKB tőkéjében, az EKB-nál elhelyezett devizatartalék, TARGET 2-egyenlegek)	9. Euróövezeten belüli kötelezettségek (EKB-adósságlevél, egyéb)
10. Teljesítés alatt álló tételek	10. Teljesítés alatt álló tételek
11. Egyéb eszközök (érmék, befektetett eszközök, aktív időbeli elhatárolások)	11. Egyéb kötelezettségek (passzív időbeli elhatárolások, mérlegen kívüli tételek átértékelése)
	12. Céltartalékok (aranyárfolyam-, devizaárfolyam-, kamat- és hitelkockázattal szemben)
	14. Saját tőke és tartalékok (jegyzett tőke és általános tartalék)
	15. Mérleg szerinti eredmény
<b>V. Eszközök összesen</b>	<b>XII. Források összesen</b>

Forrás: Bundesbank

százalékával megegyező mértéket öltő egyenlegjavulást eredményezett. Továbbá folyamatosan javították is jövedelmezőségüket az elmúlt években. Érdekességként megemlítendő, hogy az EKB-tól kapott osztalékkal Írország központi bankjának eredménye korrelál a legnagyobb mértékben ( $r=0,646$ ). A pénzügyileg legkevésbé sikeres nemzeti bank Portugáliáé,

amelynek profitja nem követi az EKB eredményének alakulását és ahol nagyon bonyolult a költségvetés részére történő jövedelemelosztás szabályozása. Míg az ír és a spanyol jegybank teljes profitját kifizeti a költségvetésnek (a tartalékképzést követően), sőt a spanyol jegybank év közben osztalékfelőletet is fizet, Portugália jövedelemadót vet ki a jegybanki nyereségre,



de aztán az adózott eredménynek csak 50–60 százalékát fizeti be a költségvetésbe (a 3. és a 4. táblázat minden elvonás és osztalékfizetés együttes egyenlegét mutatja).

A vizsgált új EU-tagállamok köréből (Szlovákia, Szlovénia, Magyarország) Szlovákia mutatja a legingadozóbb teljesítményt. A jegybanki eredmény mindazonáltal nem az euró bevezetése után esett vissza, 2001 után először 2009-ben, GMU-tagságának első évében termelt nyereséget. Két veszteséges év következett, majd 2012-ben és 2013-ban újra az euróövezet nyerteseként zárta az évet Szlovákia Nemzeti Bankja. Az elmúlt évek pozitív számviteli eredménye ellenére 2001 óta nem fizetett osztalékot az államnak (eltekintve a profitra kivetett adó csekély összegének befizetésétől), de nem is rótt terhet az államháztartásra, mivel átértékelési számláinak egyenlegét nem a költségvetés, hanem saját eredménytartaléka terhére töltötte fel. Szlovénia nemzeti bankjának (The Bank of Slovenia) is igen kiegyensúlyozatlan volt a pénzügyi teljesítménye az elmúlt 15 évben. Elsőként csatlakozott az euróövezetbe a közép- és kelet-európai országok közül szigorú és elkötelezett fiskális és monetáris politikájának köszönhetően. A közös valuta bevezetésének első éveiben azonban jelentősen romlott az eredménye főként az euróövezet átértékelési és tartalékképzési előírásai, valamint a korábbi nemzeti valuta (tolár) átváltásának következtében. Az elmúlt öt évben már javított a jövedelmezőségén, de a jegybank számviteli nyeresége GDP-arányosan még most is alig teszi ki a felét-egyharmadát a 2001 előtti mértéknek. Mivel azonban a szlovén jegybank profitjának az euró bevezetése előtt is csak egy töredékét fizette be a költségvetésbe, a költségvetés bevételeinek alakulását a GMU-tagság lényegében nem érintette. Tőkepótlásra nem szorult a Bank of Slovenia, mivel az általános tartalék még a veszteséges években is kellő fedezetet biztosított a hiány finanszírozására.

Az euróövezeti NKB-k a válság alatt nyertek a kereskedelmi bankokhoz kihelyezett többletlikviditáson. A kereskedelmi bankok ugyanis többnyire MRO-kamaton vesznek fel hitelt, de a fölösleget gyakran egynapos (O/N-) betétekben helyezik el, ami alacsonyabb kamatot fizet. Ez a magasabb likviditás ugyan magasabb profitot, de egyben magasabb kockázatot is hozott magával. Így a válságnak összességében nem volt egyértelmű kedvező vagy kedvezőtlen hatása a jegybankok jövedelmére. Az általános tartalékon, kockázati céltartalékon és az átértékelési tartalékon túl, amelyeket az EKB is elkülönít, a nemzeti bankok szintén létrehoztak egy közös kockázati céltartalékot a válság alatt, mivel néhány kereskedelmi bank csődje következtében a központi bankok veszteséget szenvedtek el a refinanszírozási műveleteken.

Az MNB nyereségessége a vizsgált időszak alatt igen változatos képet mutatott főként a forint volatilitása következtében. Ahogy a későbbiekben még szó esik róla, a devizában denominált alacsony kamatozású eszközökkel szemben az alapkamattal megegyező hozamot biztosító likviditást lekötő műveletei álltak forrásoldalon, ami rontotta jövedelmezőségét.

Az elmúlt években a Magyar Nemzeti Banknál a nyereséges és veszteséges évek egymást váltogatták a jegybank eredménykimutatásában. Magyarország az eurózónán kívül maradt, de az önálló monetáris politika nem hozott magával látványos előnyöket ebből a szempontból. Miután 2000-re leküzdötte a kétszámjegyű inflációt a magyar gazdaság, a jegybank nagy ritkán jutott nyereséghez éves működése során. Az euróövezet nemzeti bankjaihoz képest pedig két okból magasabb seigniorage jövedelemre számíthat: nemcsak bankjegy-, hanem érmekibocsátással is foglalkozik, alapvető hitelműveletein (O/N-hitel, hosszabb lejáratú fedezett hitellehetőségek) jellemzően 50–100 bázisponttal magasabb kamatbevételre tesz szert, mint amekkorát a kereskedelmi banki tartalékok után fizet. Az ennek ellenére

## KÖZPONTI BANKOK NYERESÉGE (+) ÉS VESZTÉSEGE (-) 1999–2013

Év	Írország			Portugália			Spanyolország			Görögország			Szlovénia			Szlovákia			Magyarország		
	Jegybanksi eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Osztalék az EKB-től	Jegybanksi eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Osztalék az EKB-től	Jegybanksi eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Osztalék az EKB-től	Jegybanksi eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Osztalék az EKB-től	Jegybanksi eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Osztalék az EKB-től	Jegybanksi eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Osztalék az EKB-től	Jegybanksi eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Osztalék az EKB-től
1999	24 800	213 400	-1 988	55 144	27 596	-4 566*	4 153 530	4 063 830	-24 750	337 976	306 051	0	206 677	1 234	0	963 260	956 161	0	139 858	139 273	0
2000	520 507	451 303	17 222	56 229	28 189	39 380*	5 855 260	5 758 700	0	496 888	451 534	0	219 943	16 025	0	173 443	172 457	0	55 695	77 342	0
2001	563 027	530 639	15 230	77 397	38 755	34 714*	4 841 550	4 793 490	179 370	506 300	457 900	37 000	159 638	9 666	0	53 718	46 212	0	14 194	108 079	0
2002	828 557	823 719	12 775	89 886	58 053	14 389	2 371 680	2 196 250	226 580	213 236	155 993	31 000	82 123	17 958	0	-581 722	17	0	-20 110	-245 201	0
2003	69 041	321 725	0	69 043	69 896	14 590	1 995 000	1 947 470	67 470	218 260	172 418	0	-83 351	3 229	0	-757 654	16	0	309 376	0	0
2004	122 474	103 022	-17 500	70 033	61 920	-33 562	791 130	808 950	-147 920	205 605	153 345	-36 095	21 373	11 845	0	-906 721	5	0	-169 936	-4 419	0
2005	121 971	109 181	0	120 294	60 676	495	2 894 600	1 265 260	0	228 459	150 121	0	161 136	16 112	0	-17 177	0	0	-86 358	-59 730	0
2006	110 155	98 496	0	188 476	165 476	0	1 955 830	1 447 570	0	244 635	160 725	0	-85 319	10 409	0	-1 211 876	0	0	55 139	-77 954	0
2007	228 001	192 816	0	281 790	240 857	0	2 026 930	2 004 980	0	284 684	180 878	0	-36 443	11 600	0	-576 284	0	0	-65 972	-11 136	0
2008	364 212	290 054	16 857	349 230	371 660	29 645	2 126 840	2 090 190	130 600	225 084	0	34 500	-29 719	0	6 000	-1 182 778	2	0	-21 725	0	0
2009	933 805	745 496	36 858	254 033	255 693	22 608	2 749 070	2 673 180	106 290	228 161	147 093	63 500	103 566	25 900	3 700	70 588	1	7 821	233 803	0	0
2010	840 885	671 029	2 719	198 373	239 125	36 769	2 577 730	2 570 000	174 430	190 452	126 804	4 800	38 184	9 500	7 000*	-525 173	0	14 565	-150 926	-105 786	0
2011	1 200 247	958 343	10 350	31 165	219 467	20 596	2 415 660	2 400 130	97 710	96 637	80 000	20 400	17 105	4 300	3 100	-76 734	0	8 158	48 674	0	0
2012	1 437 392	1 147 628	10 330	449 154	359 649	16 280	3 871 560	3 845 230	77 230	318 650	305 300	16 100	131 910	32 978	2 700	199 439	0	6 449	-137 635	0	0
2013	1 518 137	1 212 110	28 600	253 013	277 035	45 320	3 186 330	3 147 580	162 520	831 150	817 800	38 366*	50 390	27 413	6 400	489 846	1 374	17 746	88 574	0	0

Megjegyzés: \*becsült értékek az EKB alaptőkájében való részesedés alapján (eredeti adat nem elérhető) A szlovák koronában, szlovén tolarban és a magyar forintban rendelkezésre álló adatokat a hivatalos Eurostat-árfolyamok alapján számítottuk át euróra.

Forrás: a vizsgált központi bankok éves jelentései, 1999–2013 [000 €]

**KÖZPONTI BANKOK NYERESÉGE (+) ÉS VESZTÉSEGE (-) A GDP SZÁZALÉKÁBAN  
ÉS AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSI EGYENLEG 1999–2013, 2013**

Év	Írország			Portugália			Spanyolország			Görögország			Szlovénia			Szlovákia			Magyarország		
	Legyenki eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Allamháztartási egyenleg	Legyenki eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Allamháztartási egyenleg	Legyenki eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Allamháztartási egyenleg	Legyenki eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Allamháztartási egyenleg	Legyenki eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Allamháztartási egyenleg	Legyenki eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	Allamháztartási egyenleg	Legyenki eredmény	Eredmény átadása a költségvetésnek	
1999	0,0274	0,2354	2,6	0,0465	0,0233	-3,1	0,7162	0,7007	-1,3	0,2868	0,2597	n.a.	0,9911	0,0059	-3	5,0190	4,9820	-7,4	0,3089	0,3076	-5,5
2000	0,4927	0,4272	4,9	0,0442	0,0221	-3,3	0,9295	0,9142	-0,9	0,3601	0,3274	-3,7	1,0214	0,0744	-3,7	0,7867	0,7822	-12,3	0,1106	0,1537	-3
2001	0,4791	0,4515	0,9	0,0576	0,0288	-4,8	0,7116	0,7045	-0,5	0,3458	0,3127	-4,5	0,6993	0,0423	-4	0,2279	0,1960	-6,5	0,0241	0,1836	-4,1
2002	0,6339	0,6302	-0,4	0,0639	0,0413	-3,4	0,3252	0,3012	-0,3	0,1362	0,0996	-4,8	0,3339	0,0730	-2,4	-2,2398	0,0001	-8,2	-0,0285	0,1362	-9
2003	0,0491	0,2288	0,4	0,0481	0,0487	-3,7	0,2548	0,2487	-0,3	0,1266	0,1000	-5,6	-0,3616	0,0125	-2,7	-2,5693	0,0001	-2,8	0,4187	0,0000	-7,3
2004	0,0816	0,0687	1,4	0,0469	0,0415	-4	0,0940	0,0962	-0,1	0,1110	0,0828	-7,5	0,0785	0,0435	-2,3	-2,6673	0,0000	-2,4	-0,2069	-0,0054	-6,5
2005	0,0749	0,0670	1,6	0,0780	0,0393	-6,5	0,3183	0,1391	1,3	0,1183	0,0778	-5,2	0,5608	0,0561	-1,5	-0,0446	0,0000	-2,8	-0,0973	-0,0673	-7,9
2006	0,0620	0,0555	2,9	0,1172	0,1029	-4,6	0,1985	0,1469	2,4	0,1173	0,0770	-5,7	-0,2748	0,0335	-1,4	-2,7232	0,0000	-3,2	0,0615	-0,0870	-9,4
2007	0,1202	0,1017	0,2	0,1664	0,1423	-3,1	0,1925	0,1904	2	0,1276	0,0811	-6,5	-0,1053	0,0335	0	-1,0514	0,0000	-1,8	-0,0664	-0,0112	-5,1
2008	0,2021	0,1609	-7,4	0,2031	0,2161	-3,6	0,1955	0,1922	-4,5	0,0965	0,0000	-9,8	-0,0798	0,0000	-1,9	-1,8362	0,0000	-1	-0,0206	0,0000	-3,7
2009	0,5754	0,4594	-13,7	0,1507	0,1517	-10,2	0,2626	0,2553	-11,1	0,0987	0,0637	-15,7	0,2924	0,0731	-6,3	0,1124	0,0000	-8	0,2558	0,0000	-4,6
2010	0,5319	0,4244	-30,6	0,1148	0,1383	-9,8	0,2465	0,2458	-9,6	0,0857	0,0571	-10,9	0,1076	0,0268	-5,9	-0,7970	0,0000	-7,5	-0,1568	-0,1099	-4,3
2011	0,7382	0,5894	-13,1	0,0182	0,1282	-4,3	0,2309	0,2294	-9,6	0,0463	0,0384	-9,6	0,0473	0,0119	-6,4	-0,1113	0,0000	-4,8	0,0492	0,0000	4,3
2012	0,8768	0,7000	-8,2	0,2720	0,2178	-6,4	0,3762	0,3737	-10,6	0,1648	0,1579	-8,9	0,3735	0,0934	-4	0,2805	0,0000	-4,5	-0,1419	0,0000	-2,1
2013	0,9254	0,7389	-2	0,1527	0,1672	-4,9	0,3115	0,3077	-7,1	0,4565	0,4492	-12,7	0,1428	0,0777	-14,7	0,6791	0,0019	-2,8	0,0904	0,0000	-2,2

Forrás: a vizsgált központi bankok éves jelentései, 1999–2013 és Eurostat, 2014, százalék

gyakran veszteséges jegybank nem teljesített befizetést a költségvetésbe 2002-t követően, sőt az elmúlt tizenkét évben gyakran szorult feltőkésítésre a kiegyenlítési tartalékok negatív egyenlege miatt. (A 3. és a 4. táblázat a nettó kifizetéseket mutatja.) A jelenség lehetséges okait a következő fejezetben részletesebben is tárgyaljuk.

Annak a jelentőségét, hogy egy jegybank jövedelmezően gazdálkodik, mi sem támasztja alá jobban, mint a vizsgált országok államadósságának GDP-arányos mértéke, amely az Eurostat alapján 2013-ban a következő adatokkal volt jellemezhető: Írország 123,7 százalék, Portugália 129 százalék, Spanyolország 93,9 százalék, Görögország 175,1 százalék, Szlovákia 55,4 százalék, Szlovénia 71,7 százalék, Magyarország 79,2 százalék. Ilyen helyzetben az államadósság után fizetendő GDP-arányos kamatterhet (2013-ban Írország 4,5 százalék, Portugália 4,3 százalék, Spanyolország 3,4 százalék, Görögország 4 százalék, Szlovákia 2 százalék, Szlovénia 2,6 százalék, Magyarország 4,4 százalék) is figyelembe véve már a GDP 0,5 százalékát kitevő jegybanki osztalék is sokat javíthat a költségvetés helyzetén, amit a 4. táblázat deficitadatai jól szemléltetnek. Természetesen az adott évi jegybanki eredmény (az osztalékelőlegetől eltekintve) csak a következő évi költségvetés terhein enyhíthet.

## A JEGYBANKOK PÉNZÜGYI EREJE

*Stella* (2008, 7. oldal) szerint a jegybankok pénzügyi ereje abban nyilvánul meg, hogy alapvető stratégiai céljaik elérésében és az azokkal járó kockázatok leküzdésében mennyire segíti pénzügyi helyzete. A központi bankoknak nincsen profitabilitási célkitűzése, hiszen tevékenységüket egy széles értelemben vett elsődleges célnak alárendelten irányítják. Az Európai Unió országaiban az árstabilitás áll a jegybanki célhierarchia csúcsán, más or-

szágokban elsődleges célként megjelenhet a teljes foglalkoztatás vagy a stabil kamatszint is (lásd FED). A jegybank a makrogazdaság stabilitásáért vívott küzdelme során gyakran kényszerül arra, hogy saját pénzügyi érdekeiről lemondjon. (Például amikor devizapiaci intervencióra kényszerül az árfolyam védelmében). A központi bank hosszú távú pénzügyi teljesítménye azonban jól tükrözi, hogy pénzügyi függetlenségét meg tudja őrizni, nem szorul kormányzati támogatásra, önállóan képes gazdálkodni és így el tudja kerülni, hogy a politika beavatkozzon a működésébe, azaz megőrizze függetlenségét. (Vergote et al., 2010)

*Stella* (2008) az egykori német jegybankelnök szavait idézve<sup>2</sup> megállapítja, hogy a jegybanki eredményesség legfeljebb mikroökonómiai hatékonyság szintjén érdekes, a monetáris politika kialakításában nincs szerepe a világ vezető jegybankjai (FED, EKB, Kanada nemzeti bankja) esetében. A jegybanki függetlenség terén a közép-európai országok jegybankjai sorában – sőt egyes kutatók szerint világszinten – élen járó Cseh Nemzeti Bank (Beblavy, 2003; Alpanda, Honig, 2007) pedig 2001 és 2007 között egy év kivételével folyamatosan veszteséges volt és csak 2008 óta fordult nyereségesbe.

A jegybank monetáris politikai céljai iránti elköteleződése mellett kedvező gazdasági folyamatok esetén tehát mindenképpen figyelmet szentelhet az üzemgazdaságossági szempontokra is. A magas külső adósságalománnyal rendelkező országok esetében komoly nehézségekkel szembesül, ha az ország pénzügyi stabilitásának fenntartása mellett saját pénzügyeit is kézben akarja tartani, de mindenképpen érdemes erre törekednie, hogy a költségvetés terheit csökkentse. Magyarország példáján azonban megfigyelhető, hogy az államháztartás és a jegybank jövedelmét sajnos sokszor csak egymás rovására lehet növelni, így a jegybank gazdaságossági szempontjait a monetáris politikai célokon felül az államadósság is maga alá gyűrheti.

## A MAGYAR NEMZETI BANK EREDMÉNYESSÉGÉNEK HATÁSA A KÖLTSÉGVETÉSRE

*Pulay szerzőtársaival* (2013) rámutatott, hogy kiemelkedő kockázatot jelent a magyar költségvetés számára, ha az MNB tartalékszámáinak egyenlege negatívba fordul. A jegybank intézményi függetlensége következtében ugyanis a kormánynak és a parlamentnek nincs beleszólása a fizetési kötelezettség alakulásába. Megvizsgálták a jegybank eredményességét a 2002–2011 közötti időszakban és megállapították, hogy ezen időszak alatt a magyar jegybank hatszor volt veszteséges és hatszor keletkezett a költségvetésnek tőkefeltöltési kötelezettsége a jegybankba. Míg a mérleg szerinti negatív eredmény önmagában nem vont magával költségvetési befizetési kötelezettséget az eredménytartalék pozitív egyenlegének köszönhetően, a kiegyenlítési tartalékok (azon belül a devizakiegyenlítési tartalék) hiánya az időszak során mintegy 150 milliárdnyi forrást vont el a költségvetéstől.

A profitabilitás hiányát elsősorban az MNB magas devizatartalékával magyarázzák, mivel a devizában denominált eszközein elérhető kamat- és kamatjellegű bevétel messze elmaradt a forrásoldalon ezzel szemben álló kötelezettségek után fizetett kamattól. A Magyar Nemzeti Bank az elmúlt években csak akkor tudta elkerülni a veszteséget, ha külföldi denominációjú eszközeit jelentős mennyiségben a bekerülési értéknél magasabb áron tudta értékesíteni. (Pulay et al., 2013) A válság során alkalmazott eszközoldali műveletei közül az állampapír-vásárlási és jelzáloglevél-vásárlási programján nyert, de 2011 után az alapkamaton meghirdetett kétéves hitel és a Növekedési Hitelprogram keretében a reálgazdasági hitelezést serkentő 0 százalékos kamatozású kereskedelmi banki kölcsön nyilván rontotta eszközei jövedelmezőségét.

Forrásoldalon a kötelező tartalék mérté-

két 2008 végén, a válság eredményeképpen a Magyar Nemzeti Bank 5 százalékról 2 százalékra csökkentette (az eurózónában akkor érvényben levő mértékre), azzal a kiegészítéssel, hogy lehetővé tette a minimum fölötti tartalékolást egészen 5 százalék mértékig. A tartalékkövetelmény szabályozása természetesen megtakarítást tett lehetővé a jegybank számára (leszámítva a magasabb tartalékot fenntartó bankok betétei után fizetett kamatot), de az államadósság devizában történő finanszírozása következtében számottevő mértékben felduzzadt a jegybanki kötvényállomány, ami komoly kamatráfordítást vont maga után. Az MNB kötvényállománya a 2008. januári 687 Mrd Ft-ról 5501 Mrd Ft-ra emelkedett 2014 januárjáig. 2008-ban ráadásul az egynapos (*overnight*) betétállomány is felduzzadt az év eleji 20 Mrd Ft alatti mértékről az év végére 900 Mrd Ft fölé (jelenleg 50–200 Mrd Ft közötti érték körül ingadozik). Ezek a forrásoldali tételek jelentős kamatráfordítást okoztak a jegybank számára.

A jövedelmezőséget kedvezőtlenül érintő állományi változások mellett Pulay et al. (2013) azt is kiemeli, hogy az MNB a 2008 októberében hirtelen megemelt alapkamat mellett (az MNB 10 százalék fölé emelte az alapkamatot, hogy a befektetők számára vonzóvá tegye a kiszáradóban lévő állampapírpiacot) a bankközi piac élénkítése érdekében más jegybankokhoz hasonlóan még a kamatfolyosót is szűkítette (az alapkamat körüli szokásos egy százalékról fél százalékra). E tovább rontotta a jövedelmezőséget, hiszen így az egynapos betéti lehetőség kamata még közelebb került az irányadó eszköz kamatához. Ez ráadásul olyan kamatkörnyezetben történt, amikor a legtöbb európai uniós jegybank (Romániát és Bulgáriát kivéve) kamatvágást hajtott végre.

A 2007-ben bevezetett kéthetes kötvény eszközzel kapcsolatban gyakran emlegetett kritika volt, hogy egyrészt jegyzése nem ütközött semmilyen mennyiségi korlátba (Pulay et

al., 2013), másrésről külföldi bankok és nem monetáris pénzintézetek (biztosítók, befektetési alapok stb.) is vásárolhatták másodpiaci forgalma révén és jóval költségesebb volt, mintha a államkötvény eladással sterilizálna a jegybank (Bánfi et al., 2013). A jegybank megnövekedett kamatterhe mellett ugyanis kedvezőtlen jelenség, hogy a bankok főös likviditásuk felhasználásánál nem kaptak ösztönzést arra, hogy hitelt nyújtsanak vagy diszkontkincstárjegyekbe, államkötvényekbe fektessék szabad pénzeszközeiket, hanem ehelyett a jegybanki kötvényt használták a likviditás lekötésére. Bár az MNB (2009) úgy utalt a jegybanki kötvényre mint monetáris politikai eszköztárának legfontosabb elemére, azt is megállapítja, hogy állományának nagysága nem kitüntetett jelentőségű a monetáris politika szempontjából. Pulay szerzőtársaival (2013) többek között ezért is kifogásolta a mennyiségi korlátozás hiányát és a fix kamatláb (alapkamat) fizetését.

Az állami devizahitel felvételnek és a külföldi tőke beáramlásának (például EU-transzferek) köszönhetően Magyarországon jellemzően likviditásbőség jellemzi a bankszektor. Az általánosan likviditásbőséggel jellemezhető magyar bankrendszerben persze indokolt hasonló likviditás lekötésére alkalmas passzív oldali jegybanki eszköz használata. Az eurózónában ezzel ellentétben likviditáshiány dominál, aminek következtében az irányadó instrumentum aktív oldali jegybanki művelet (az EKB fő refinanszírozási eszköze). Ennek ellenére indokolt esetben az EKB is felkínál forrásoldali műveleteket a kereskedelmi bankok számára az egynapos betéti rendelkezésre álláson felül. A válság során, értékpapíri programjához (SMP) kapcsolódóan egyhetes betéti lehetőséget hirdetett meg az EKB, de csak korlátozott mennyiségben és változó, a piaci kereslet által alakított kamattal. A környező országokban, Csehországban, Lengyelországban és Romániában jellemző-

en repo segítségével vagy jegybanki értékpapír-eladással (például Lengyel Nemzeti Bank egyhetes váltója) sterilizál a jegybank. A cseh és a lengyel jegybank az egyes aukciókon korlátozott mennyiségű fölös likviditást fogad csak be, a román jegybank pedig rendszerint változó kamaton az ajánlatokat sorba rendezve hajtja végre a tendert monetáris politikai céljainak megfelelő mennyiségben.

Magyarországon a jegybanki kötvény korlátlan jegyezhetőségének az volt a következménye, hogy amikor újabb államkötvény-kibocsátásokból a meglévők törlesztésére vagy kamatfizetésre kerül sor, a kereskedelmi bankoknál keletkező többletlikviditás a jegybanknál landol. Az esetenként olcsóbb devizahitel-felvétel (IMF-hitel) végül a jegybank finanszírozását drágítja meg. (Dedák, 2013) Devizában történő államkötvény-kibocsátás vagy hitelfelvétel esetén ugyanis a jegybanki mérlegfőösszeg is megnő és az alacsony kamatozású új eszközöket forrásoldalon a jegybanki alapkamattal megegyező hozamot biztosító jegybanki irányadó instrumentum ellentételezi.

Mivel Magyarországnak a legmagasabb a GDP-arányos államadóssága a közép-európai régióban (jelenleg a 80 százalékot is meghaladja), semmiképpen sem kívánatos, hogy az esetleges jegybanki veszteség is a költségvetést terhelje. Az MNB 2013-as előrejelzése szerint (az alappálya feltételezéseinek megfelelően) Magyarország nem fogja teljesíteni a maastrichti kritériumokat 2027-ig és a jegybank eredménye is csak 2018-tól fogja pozitív irányba billenteni a költségvetés egyenlegét (MNB, 2013).

A válság során tovább halmozódó devizadósság fokozatos leépülésével a jegybank évi pár tized százalékkal javíthatná a költségvetés helyzetét, ami ugyan nem lehet a jegybank makrogazdasági célja, de adózási szempontból mindenképpen kedvező fordulatot jelentene. 2014-ben a tranzakciós illetékből (körülbelül 0,9 százalék) és a bankokra kive-

tett különadóból várhatóan befolyó adóbevétel (körülbelül 0,5 százalék) a GDP nem egészen 1,4 százalékát teszi ki. Ha ugyanennek a bevételnek legalább a töredékét a jegybank működési eredménye, így részben a bankok implicit adóztatása révén tudná előidézni, akkor feltehetően a társadalom és a pénzügyi intézményrendszer számára is elfogadhatóbb feltételek alakulnának ki. A jegybanknak tehát monetáris politikai céljai adta keretek között, törekednie kell arra, hogy likviditásszűkítő vagy hitelezést könnyítő eszközeinek ár jellegű feltételeit és mennyiségi korlátait úgy alakítsa, hogy az a legkevesebb veszteséget okozza a számára.

Az önálló monetáris politika elvileg magasabb jövedelmezőséget biztosít a jegybank számára, mint az euróövezeti tagság, hiszen a refinanszírozási hitelek kamata ebben az esetben nem kell, hogy megegyezzen a kereskedelmi banki betéti kamatokkal. A készpénzki-

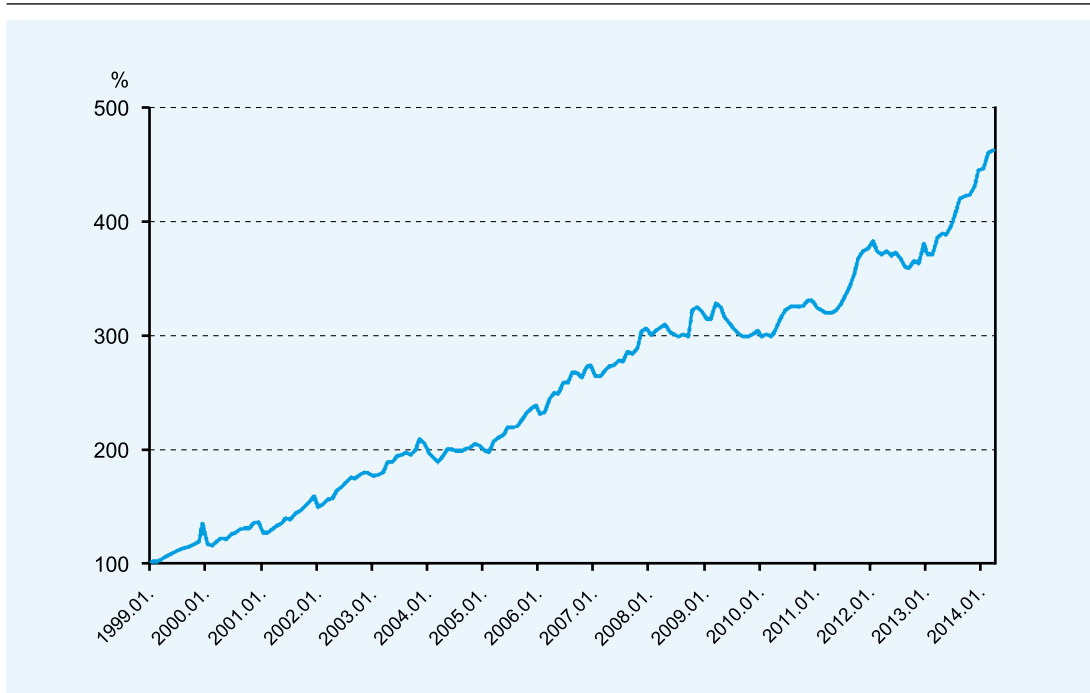
bocsátásból származó jövedelem tekintetében az önálló monetáris politika előnye már nem meggyőző, ha megfigyeljük azt Magyarország és az euróövezet példáján. (Lásd 1. és 2. ábra) 1999-től kezdődően a forintkészpénz-kibocsátás ugyan összességében jobban növekedett, mint a forgalomba helyezett euró mennyisége, de a kép eltérő országoként, sőt egyes időszakokban is (például 2008 és 2011 között alig nőtt a készpénzforgalom Magyarországon).

A devizatartalékok fokozatos leépítése a jegybanki irányadó eszköz csökkenésével jár együtt, ami javít a jövedelmezőségen. Erősebb forintárfolyam mellett rontotta a helyzetet, hogy a devizatartalékok jelentős része kedvezőtlenebb árfolyamon került be a jegybank mérlegébe, így forinterősödés esetén értékesítésük rontotta a jegybank számviteli eredményét, azaz csökkentette az eredménytartalékot. A nem realizált árfolyamveszteség pedig nega-

1. ábra

### FORGALOMBAN LÉVŐ FORINTKÉSZPÉNY

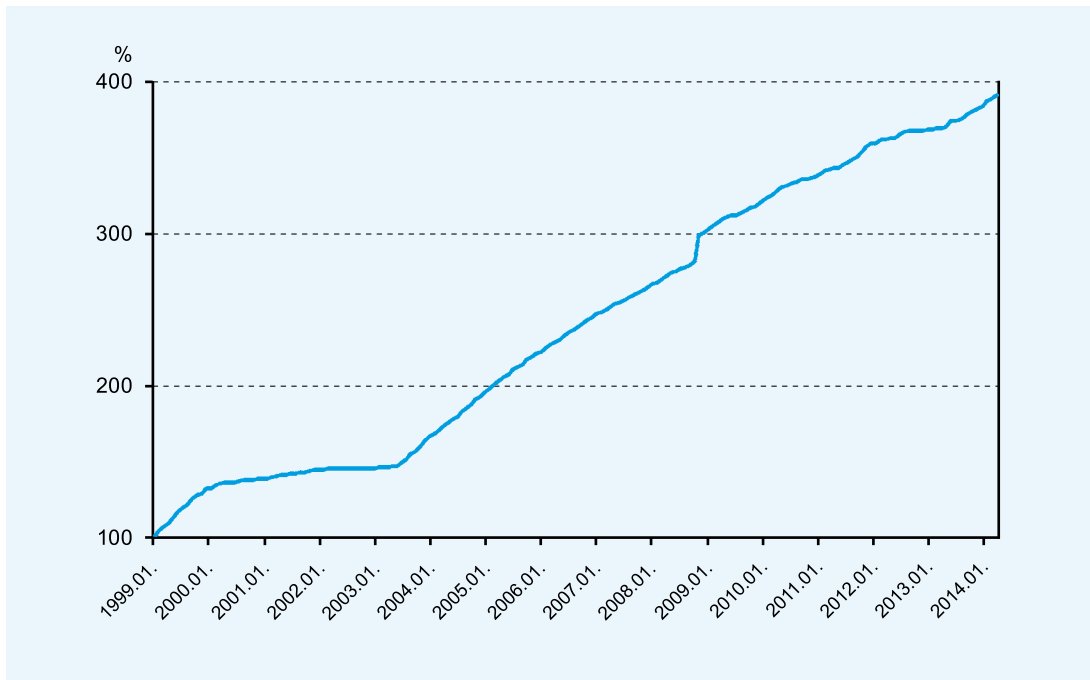
(1999. január 1=100 százalék)



Forrás: MNB

**FORGALOMBAN LÉVŐ EURÓKÉSZPÉNZ**

(1999. január 1=100 százalék)



Forrás: MNB

tív kiegyenlítési tartalék egyenlegeket vonhat maga után. Tehát a jegybanksi jövedelmezőséget összességében véve (a seigniorage-on felüli tényezőket is figyelembe véve), megkérdőjelezhető, hogy Magyarország önálló monetáris politikája révén feltétlen többletet hoz-e a költségvetés számára, mint abban az esetben, ha az eurózóna tagjaként működne.

2014 áprilisában az MNB Monetáris Tanácsa új eszközök bevezetéséről határozott a magyar gazdaság külső adósságának csökkentése, az államadósság belső finanszírozásának ösztönzése érdekében. Egyben arról is döntött, hogy a kéthetes jegybanksi kötvényt augusztustól betéti lehetőségre cseréli, amely továbbra is a jegybank elsődleges likviditáslekötő eszközeként funkcionál a kötvényhez azonos módon, de nem kerülhet külföldi és nemmonetáris pénzügyi intézmények tulajdonába. Ezek a változások a magyar gazdaság külső sérülékenységének eny-

hítését szolgálják. (Kolozsi, 2014) Mindemelllett a likviditásszűkítő eszközök állományának csökkenésén keresztül – a fölös likviditás egy részének állampapírba vándorlása következtében – a jegybank jövedelmezőségén is javíthatnak, ami kedvező mellékhatásként jelentkezhet a költségvetés szempontjából.

**ÖSSZEGLÉS**

A jegybank és a költségvetés közti elszámolások néhány országspecifikus szabályától eltekintve az Európai Unió túlzottdeficit-eljárása során alkalmazott módszertana alapján általános szabályként elmondható, hogy a központi bankok csak akkor csökkenthetik a költségvetési hiányt saját jövedelmük terhére, ha osztalék vagy adó formájában működési eredményükből teljesítene befizetést az államháztartásba. Mivel az



infláció csekély mértékű az eurózónában, sőt mára az EU-s tagállamok mindegyikében igen mérsékelt a pénz vásárlóértékének romlása, ez a befizetés nem éri el a GDP 1 százalékát sem. Jelentősebb fiskális egyensúlytalanság esetén, mint ami jellemző volt a válság idején, még ezek az alacsony százalékos mértékek is nagy segítséget jelenthetnek a túlzottdeficit-eljárás elkerülésében, megspórolhatnak a társadalom számára komoly gazdasági torzulásokat okozó adókivételeket. Az euróövezet legmagasabb adóssággal küzdő tagállamainak, valamint az újonnan csatlakozott közép-európai országoknak a példája alapján belátható, hogy az euróövezeti

tagság nem feltétlen jár együtt a jegybanki jövedelmezőség romlásával a seigniorage alapján keletkező kamatjövedelem csökkenése ellenére. A legmagasabb bruttó államadóssággal küzdő Magyarország esete rámutat arra, hogy a jegybank jövedelme nagyban függ az államadósság finanszírozásától és az önálló készpénzkibocsátás (illetve monetáris bázis) ellenére a devizaműveleteken nagyobb veszteségeket elszenvedő jegybank még ronthat is a költségvetés helyzetén. A 2014-ben bevezetett új MNB-eszközök teret engednek arra, hogy a makrogazdasági célokkal a jegybank esetenként összehangolhassa saját mikroszintű gazdaságosságát.

### JEGYZETEK

- <sup>1</sup> A Magyar Nemzeti Bank éves beszámolóképzési és könyvvizelési kötelezettségének sajátosságairól szóló kormányrendelet (221/2000)
- <sup>2</sup> "A Bundesbank profitja reziduális jelentőségű a számomra és a kollégáim számára is... Nem megyek

bele semmilyen stratégiai kérdésbe, ha a Bundesbank profitjáról van szó, sem reggel, sem délután, sem pedig este." (saját fordítás) idézi Stella (2008, 11. oldal) Webert a Reutersnak adott 2005. március 15-i interjúja alapján.

### IRODALOM

ALPANDA, S. – HONIG, A. (2007): Political Monetary Cycles and a New de facto Ranking of Central Bank Independence. *MPRA Paper*. 5989

BÁNFI T. – BÁNFI A. – BÁNFI Z. (2013): Európa, ébersztő! Monetáris politikai eszközváltás – államadósság- (kamatteher-) csökkenés, fiskális és monetáris politikai célrendszer-, jegybanki függetlenség. *Pénzügyi Szemle*. 2013/2. 220–229. oldal

BEBLAVY, M. (2003): Central bankers and central bank independence. *Scottish Journal of Political Economy*. 50 (1). pp. 61–68

CZETI T. – HOFFMANN M. (2006): A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk. *MNB-tanulmányok* (50)

CSAJBÓK A. – CSERMELY Á. (2002): Az euró bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése. *MNB Műhelytanulmányok* (24)

DEDÁK I. (2013): Mérlegalkalmazkodási válság és adósságfinanszírozás. *Pénzügyi Szemle*. 2013/1. 75–93. oldal

KOLOZSI P. P. (2014): Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei. Online: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/Devizatartalek\\_es\\_serulekenyseg/Kolozsi\\_Pal\\_Peter\\_jegybankiszazalék\\_20eszkozok.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizatartalek_es_serulekenyseg/Kolozsi_Pal_Peter_jegybankiszazalék_20eszkozok.pdf)

PULAY GY. – MÁTÉ J. – NÉMETH I. – ZELEI A. (2013): Milyen kockázatokat hordoz a monetáris po-

litika az államadósság-szabály teljesülésére nézve? *Pénzügyi Szemle*. 2013/1. 11–34. oldal

STELLA, P. (2008): Central Bank Financial Strength, Policy Constraints and Inflation, IMF Working Paper. WP/08/49. p. 27. Online: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp0849.pdf>

VERGOTE, O – STUDENER, W. – EFTHYMIADIS, I. – MERRIMAN, N. (2010): Main drivers of the ECB financial accounts and ECB financial strength over the first 11 years. Occasional paper series. No. 111. Online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp111.pdf> 2014. 03.10.

WALSH, C. E. (2010): Monetary Theory and Policy. *Chapter 4 – Money and Public Finance*. third edition, The MIT Press, p. 632

221/2000. (XII. 19.) kormányrendelet a Magyar Nemzeti Bank éves beszámolóképzési és könyvvizelési kötelezettségének sajátosságairól

2013. évi CCCXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról

Az Európai Központi Bank éves beszámolója, 2013. Online: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013annualaccounts\\_hu.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013annualaccounts_hu.pdf)

Banco de España: Annual reports. 1999–2013. Online: [www.bde.es](http://www.bde.es)

Banco de Portugal: Annual reports. 1999–2013. Online: [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)

Bank of Greece: Annual reports. 1999–2013. Online: [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

Bank of Ireland: Annual reports. 1999–2013. Online: [www.bankofireland.com](http://www.bankofireland.com)

Bank of Slovenia: Annual reports. 1999–2013. Online: [www.bsi.si](http://www.bsi.si)

Eurostat (2013): Manual on Government Deficit and Debt. Implementation of ESA95. 2013 edition. Eurostat methodologies and Working papers. Online: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-RA-13-001/EN/KS-RA-13-001-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-13-001/EN/KS-RA-13-001-EN.PDF)

Guideline of the European Central Bank of 11 November 2010 on the legal framework for accounting and financial reporting in the European System of Central Banks (ECB/2010/20)

Jegyzőkönyv a Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Központi Bank alapokmányáról („KBER-alapokmány”)

MNB (2009): Részletesen a monetáris politikai eszköztárról. (összeállította: Balogh Csaba). Online: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Monetaris\\_politika/mnbhu\\_eszkozatar/mnbhu\\_eszkozatar\\_tanulmanyok/mnbhu\\_Kezikonyvek/eszkozatar\\_reszletes.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Monetaris_politika/mnbhu_eszkozatar/mnbhu_eszkozatar_tanulmanyok/mnbhu_Kezikonyvek/eszkozatar_reszletes.pdf)

MNB (2013): Elemzés az államháztartásról. Kivétel a költségvetési egyenleg és az államadósság alakulásáról (2013–2027). Online: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/A\\_jegybank/kt-funkcio/Elemzes\\_az\\_allamhaztartasrol\\_201302.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/A_jegybank/kt-funkcio/Elemzes_az_allamhaztartasrol_201302.pdf) 2014.04.30.

MNB: Éves jelentések. 1999–2013. Online: [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

The National Bank of Slovakia: Annual reports. 1999–2013. Online: [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk)