



A jegybanki intézkedések hatása az MNB eredményére és a többi szektorra

Az MNB a 2012-es veszteséget követően az elmúlt években folyamatosan nyereséget ért el, ami 2015-ben rekord-mértéket, 95 milliárd forintot tehetett ki. A jegybank nyereségét már az előző években is teljes egészében az eredménytartalék növelésére fordította, és a jegybank vezetése elkötelezett az iránt, hogy a 2015-ben képződött nyereség is az MNB eredménytartalékába kerüljön, ami így szintén korábban nem tapasztalt mértékűre bővíthet. **Az MNB eredménytartaléka ezzel meghaladná a 150 milliárd forintot (a GDP közel 0,5 százalékát),** ami jelentős puffert jelentene egy esetleges nem várt veszteség fedezésére, és hosszabb távon is biztosítja, hogy a költségvetésnek ne keletkezzen térítési kötelezettsége a jegybankkal szemben.

A kiugróan nagy eredményhez a jegybanki intézkedések is hozzájárultak, amelyek a kamateredményt és az árfolyameredményt is pozitívan befolyásolták.

- Egyrészt az inflációs cél elérése érdekében **folyamatosan csökkentett irányadó kamat hatására a jegybank kamatkiadása a három évvel korábbi szinthez képest több mint 250 milliárd forinttal csökkent.** Ezzel kapcsolatban érdemes lehet megjegyezni, hogy a kamatcsökkentések nélkül az MNB az elmúlt három évben összesen mintegy 800 milliárd forinttal (a 2015-ös GDP 2,4 százalékával) nagyobb kamatkiadást – **vagyis éves szinten a GDP 1 százalékával kedvezőtlenebb jegybanki eredményt – jelentett volna.** Mindez az elhanyagolható mértékű eredménytartalék miatt a megvalósultnál jóval magasabb költségvetési hiánnyal és államadóssággal járt volna együtt.
- Másrészt **a kamatkiadások mérséklődését a forintosítás és az önfinanszírozási program mérlegszerűítő hatása is támogatja:** az önfinanszírozási program 2014. áprilisi bejelentése óta a jegybank forintforrásai mintegy 1800 milliárd forinttal csökkentek, vagyis a sérülékenységet csökkentő programok több mint ellensúlyozták a kkv-k hitelfelvételi lehetőségének javítását megcélzó NHP korábbi mérlegbővítő hatását.
- Harmadrészt **a gazdaság sérülékenységének csökkentése érdekében végrehajtott jegybanki programok – forintosítás és önfinanszírozás – a kamateredmény javítása mellett jelentős mértékű árfolyamnyereséggel is jártak.**
- Végül azt is érdemes megjegyezni, hogy **a pénzügyi műveletek eredménye – az MNB által kezdeményezett rendeletmódosítás hatására – a korábban jellemző erőteljes kilengéseket követően „kisimult”.** A kiszámíthatóbban alakuló eredménytétel jelentős kockázatot vett ki a jegybanki eredmény alakulásából.

A 2013 óta tett jegybanki intézkedések nemcsak a jegybank eredményét javították jelentős mértékben, hanem szinte az összes gazdasági szektor (költségvetés, vállalatok, háztartások) pozíciójára jótékony hatást gyakorolt.

- A költségvetési stabilizációt alapvetően három csatornán keresztül is segítette az MNB. Egyrészt a kamatcsökkentések és az önfinanszírozási program az állampapír-piaci hozamok csökkenésén keresztül **2013 és 2015 között jelentősen, a GDP közel 1 százalékával mérsékelte a költségvetés éves kamatkiadását, hosszabb távon pedig a GDP 1,7 százalékával csökkentheti évente.** Másrészt jegybanki programok – a kamatcsökkentés és az NHP bevezetése – **a gazdasági növekedésre és az adóalapok bővülésére gyakorolt kedvező hatásaikon keresztül is segítették,** hogy a költségvetés hiánya 2015-ben historikusan alacsony szintre mérséklődjön. Végül **az önfinanszírozási program érdemben hozzájárult az államadósság finanszírozási szerkezetének, így az ország külső sérülékenységének javulásához is.**
- **A vállalati szektor nettó kamatkiadását 2015 végéig mintegy 170 milliárd forinttal, a GDP több mint 0,5 százalékával csökkenthette a kamatcsökkentési ciklus és a Növekedési Hitelprogram.** Az alacsonyabb ka-

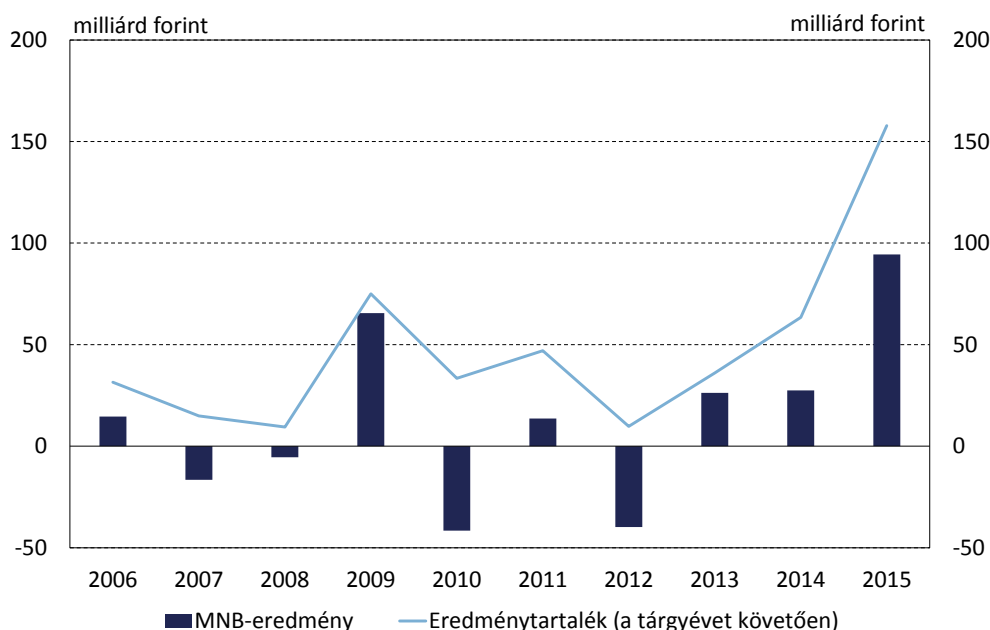
matszint hatására bővíthetett a hitelképes vállalatok köre, ami a beruházások növekedését is támogatta. Emellett az **NHP által nyújtott kamatelőny a programban kiváltott devizahitelek árfolyamkockázat-mérséklésével** is kiegészült, miközben a kis-és középvállalatok hosszabb lejáraton kaptak kamatkockázatoktól mentes stabil finanszírozási forrást.

- **A lakosság bruttó kamatkiadása – döntően a jegybanki intézkedések hatására – az elmúlt három évben kevesebb, mint a felére esett vissza**, ami stabilitási, növekedési és szociális szempontból is igen jelentős fejlemény volt. **Emellett a forintosítás és a fair bankrendszeri szabályozás hatására jelentős kockázattól szabadult meg a lakosság**, előre tekintve pedig kiszámíthatóbbá vált a törlesztőrészlet és a hiteltartozás alakulása. **A devizahitelek forintosítása megvédte a háztartásokat a svájci frank jelentős erősödésétől**, aminek eredményeképpen hosszabb távon mintegy 350 milliárd forinttal, a GDP több mint 1 százalékával nőhetett volna a lakosság hiteltartozása.

1. AZ MNB EREDMÉNYÉNEK ALAKULÁSA AZ ELMÚLT ÉVEKBEN

Az MNB a 2013-as és 2014-es nyereséget követően 2015-ben korábban nem tapasztalt mértékű, közel 100 milliárd forintot elérő eredményt realizált. A jegybank 2012-ben még veszteséges volt, és változatlan feltételek mellett 2013-ra is igen nagy, 200 milliárd forintot meghaladó veszteségre számított. Eközben ugyanakkor a jegybank elsődleges, az inflációs cél elérését szolgáló feladatára fókuszálva kamatcsökkentési ciklusba kezdett, miközben a gazdaság sérülékenységének csökkentése érdekében más programokat is elindított (önfinanszírozási program, devizahitelek forintosítása). A jelzett intézkedések hatására a jegybank folyamatosan pozitív eredményt ért el. Ennek mértéke 2013-ban és 2014-ben meghaladta a 25 milliárd forintot, míg 2015-ben rekordmértékű volt, és 95 milliárd forintot (a GDP 0,3 százaléka) tett ki (1. ábra). A kimagaslóan nagy eredmény kialakulásában tavaly már csökkent az árfolyam-eredmény szerepe, miközben egyre nagyobb mértékű volt a kamatkiadásokon keletkező megtakarítás: míg 2012-ben az MNB több mint 360 milliárd forintnyi kamatot fizetett, addig ez az összeg tavaly már csak mintegy 100 milliárd forintot tett ki.

1. ábra: Az MNB eredményének és eredménytartálékának alakulása



A jegybank vezetése elkötelezett az iránt, hogy a képződött nyereség – a korábbi évekhez hasonlóan – az MNB eredménytartálékába kerüljön. 2013 elején az MNB eredménytartáléka csupán 7 milliárd forintot tett ki, vagyis egy nagyobb mértékű veszteség esetén már a költségvetési forrásból kellett volna finanszírozni a veszteséget, ami a hiányra is negatívan hatott volna. Ezért is volt fontos, hogy a jegybank 2013-ban (majd az elkövetkező években is) pozitív eredménnyel zárjon. A jegybank a nyereségét teljes egészében az eredménytartalék növelésére fordította, és a vezetés elkötelezett az iránt, hogy a tavalyi rekordmértékű nyereség is az eredménytartalékot gyarapítsa. Ebben az esetben ugyanis az MNB eredménytartáléka meghaladná a 150 milliárd forintot (a GDP közel 0,5 százalékát), ami jelentős puffert jelentene egy esetleges nem várt veszteség fedezésére, és hosszabb távon is biztosítja, hogy a költségvetésnek ne keletkezzen térítési kötelezettsége a jegybankkal szemben.

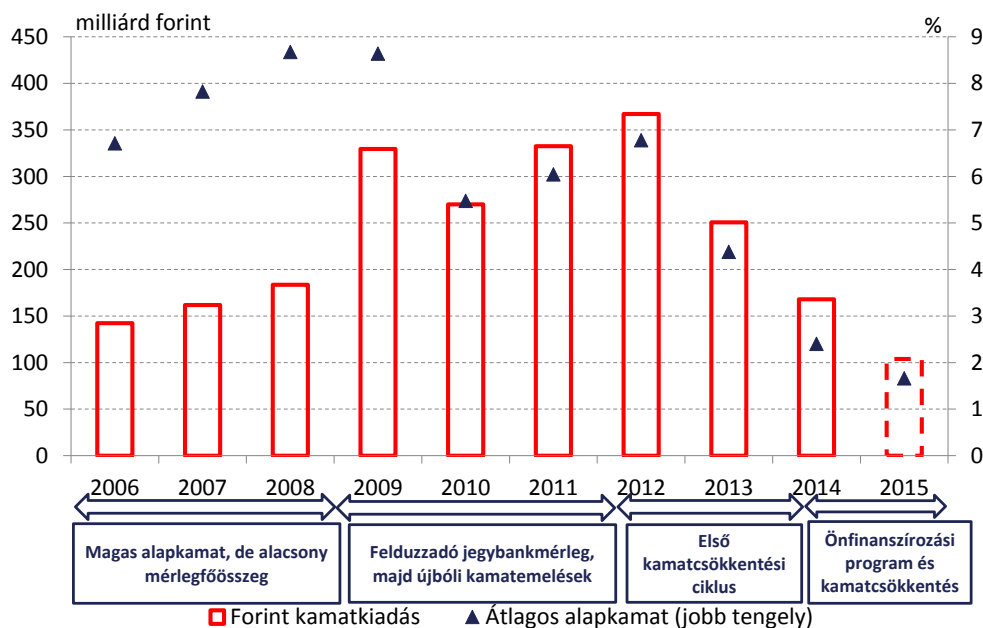
1.1. A kamateredmény és a pénzügyi műveletek eredményének alakulása

A jegybank forintkiadásai jelentősen emelkedtek a válság során, ami az MNB-mérleg felfúvódásának, illetve a kamatkülönbözet növekedésének a következménye. A válság kitörését követően elsősorban az IMF/EU hitel felvételéhez kapcsolódóan jelentős mértékben megnövekedett devizatartalék a sterilizációs állomány hasonló mértékű növekedésével járt együtt, amit a válság miatt az irányadó kamat emelése is kísért. Mivel a sterilizációs állományra és a költségvetési betétszámlákra az MNB jegybanki alapkamatot fizetett, miközben a devizatartalékon a forintkamatoknál alacsonyabb devizahozamot realizált, mindkét folyamat az MNB kamatveszteségének emelkedése irányába

hatott. A forint kamatkiadások ugyanakkor 2013-tól fokozatosan mérséklődni kezdtek, melyben a kamatcsökkentések mellett később az MNB-hez kötődő programok (forintosítás, önfinanszírozás) is szerepet játszottak.

A 2012 augusztusában, illetve 2015 márciusában kezdődő kamatcsökkentési ciklusok jelentősen mérsékeltek a jegybank kamatkiadásait – 2012-höz képest 2015-ben 250 milliárd forinttal volt alacsonyabb az MNB kamatkiadása. Annak ellenére, hogy 2015-ben a kamatozó forintforrások átlagosan 6300 milliárd forintot tettek ki, az MNB forintkamatkiadásai már elmaradtak a 2008-ban tapasztalt szinttől. Ebben jelentős szerepet játszott a historikusan alacsony kamatszint: az irányadó eszköz éves átlagos kamata 2015-ben közel 5 százalékponttal alacsonyabb volt, mint három évvel korábban (2. ábra).

2. ábra: A jegybanki kamatkiadások és az átlagos alapkamat alakulása



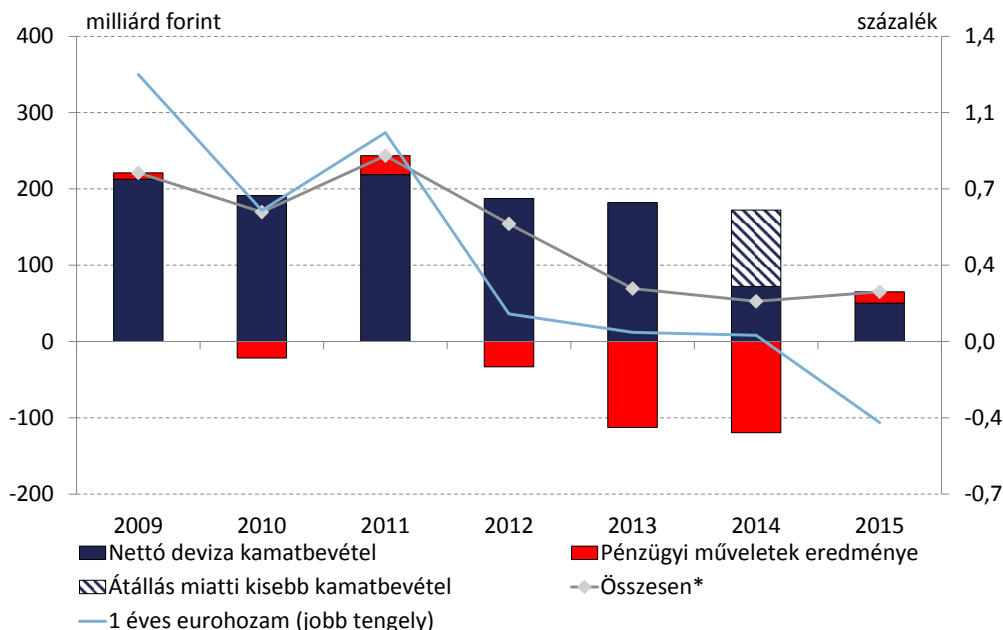
A kamatkiadások mérséklődését a jegybank önfinanszírozási programjának mérlegszűkítő hatása is támogatja. Az MNB 2014 áprilisában jelentette be az önfinanszírozási programot, melynek célja a gazdaság külső sérülékenységeinek mérséklése, továbbá az államadósság belső, hazai forrásokból történő finanszírozásának erősítése. Az önfinanszírozási program első szakaszaiban meghozott intézkedések (az irányadó eszköz betétesítése, a nem banki szereplők kizárása az irányadó eszközből, a jegybanki IRS tenderek) az állampapírok belföldi keresletének növelése irányába hatottak. Az állampapírok iránti megnövekedett kereslet pedig lehetővé teszi, hogy az államháztartás a lejáró devizaadósságát az újonnan kibocsátott forint állampapírokból finanszírozza. Az önfinanszírozási program az államadósság finanszírozása mellett az MNB mérlegére is hatással van: a bankrendszer állampapír-vásárlása miatt egyrészt csökken a bankok MNB-nél elhelyezett betét-állománya, másrészt a többlet forintkibocsátások révén nő a költségvetés forintbetéte. Vagyis az állampapír-kibocsátások növelése önmagában csak az MNB mérlegének forrásoldalát rendezi át. Amennyiben azonban az államháztartás ebből a forrásból devizaadósságot törleszt, az csökkenti a devizatartalékokat és ezzel párhuzamosan az állam forintbetétjét is, mivel az államháztartás a törlesztéshez az MNB-től vásárol devizát forint ellenében. Vagyis összességében csökken az MNB mérlegfőösszege, és a forrásoldalon lévő forintforrások csökkenésével párhuzamosan csökken az MNB kamatkiadása is, ami hosszabb távon is javuló eredményhez vezet (3. ábra). Érdemes megjegyezni, hogy az MNB célzott programjai közül az NHP keretében nyújtott hitel 2013 második és 2014 első felében még a jegybanki mérlegfőösszeg növekedésével járt együtt, aminek hatását 2014 közepétől a többi program már több mint ellensúlyozta. Emellett bár az NHP költséget jelent az MNB számára, nemzetgazdasági szinten a haszna meghaladja a jegybanknál koncentráltan jelentkező költségeket: a magasabb gazdasági növekedés például magasabb állami adóbevételekkel jár együtt (lásd később).

3. ábra: Az önfinanszírozási program jegybankmérlegre gyakorolt hatásai

1. Forint állampapír-kibocsátás	
	Állam forintbetéte ↑ MNB-betét ↓
2. Forintbetét konverziója	
	Állam devizabetéte ↑ Állam forintbetéte ↓
3. Devizaadósság törlesztése	
Devizatartalék ↓	Állam devizabetéte ↓
Változások összesítése	
Devizatartalék ↓	MNB-betét ↓

A kamateredmény vizsgálatakor fontos felhívni a figyelmet arra is, hogy a pénzügyi műveletek eredménye az MNB által kezdeményezett rendeletmódosítás hatására az előző két év jelentős, 100 milliárd forintot meghaladó veszteségével szemben 2015-ben 15 milliárd forint nyereség volt. A javulás főként azzal magyarázható, hogy a számviteli elszámolási szabályok módosítása következtében az értékpapírok lejáratakor már nincs eredményhatás, és eladásukkor is csak kisebb eredmény keletkezik. A magas kuponú papírok tartása korábban az eredmény évek közötti átcsoportosítását eredményezte: a kamateredmény romlását ugyan átmenetileg fékezte a piacon elérhetőnél magasabb kamat (4. ábra, kék oszlopok), a későbbi években, a papírok lejáratakor a névérték feletti bekerülési érték miatt azonban jelentős mértékű veszteség keletkezett (4. ábra, piros oszlopok). Az új módszertanra történő átállás – a változtatás időpontjáig el nem számolt időarányos árszámítás miatt – egyszeri jelentős veszteséggel járt (4. ábra, kék csíkos oszlop), de a későbbi évek eredményét már pozitívan befolyásolja. A beszerzési árfolyam és a névérték közötti különbség ugyanis az értékpapír lejáratáig egyenletesen kerül elszámolásra (amortizálásra) a kamatbevételek terhére (bővebben lásd Kékesi Zsuzsa és Koroknai Péter Tisztább kép – A hullámzó jegybanki eredmény kisimítása című szakmai cikkét). A kormányrendelet-módosítás legfontosabb következménye tehát az, hogy a korábban jellemző erőteljes kilengéseket követően a pénzügyi műveletek eredménye jóval egyenletesebben alakulhat. Az új elszámolás alkalmazásával ugyanakkor – az elszámolt amortizáció miatt – a deviza kamatbevételek is csökkentek: a kimutatott devizakamat-bevételek alakulása így már jobban tükrözi a piaci folyamatokat, a számviteli és a közgazdasági hozam közelebb került egymáshoz.

4. ábra: Az eurohozamok, a devizatartalék utáni kamatbevétel és a pénzügyi műveletek eredményének alakulása



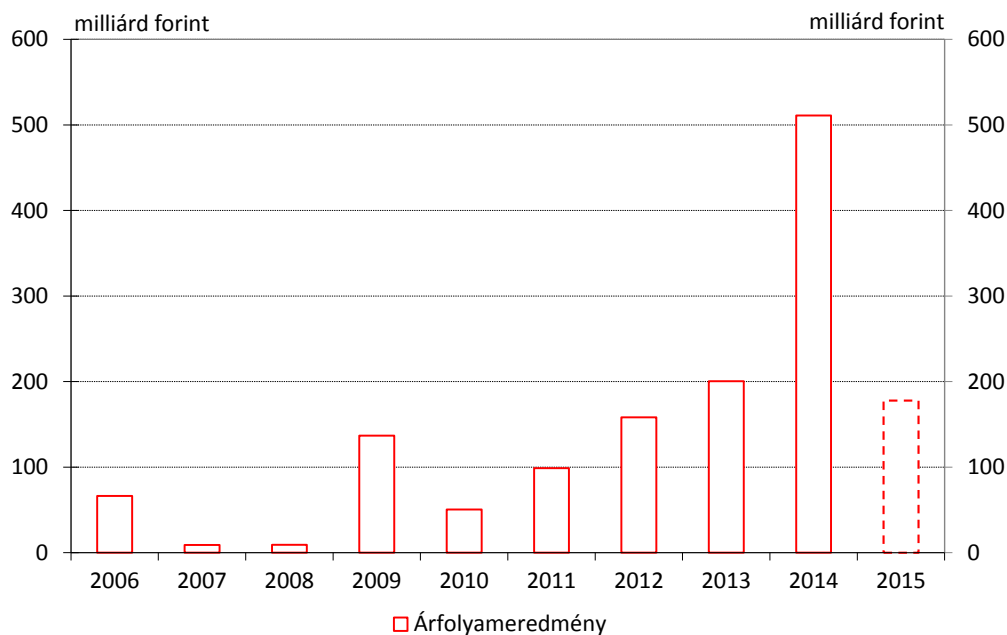
*Az átállás egyszeri hatásával korrigáltuk a 2014-es számokat. Az új módszertanra történő átállás mintegy 100 milliárd forint egyszeri számviteli veszteséggel járt (kék csíkos oszlop), ami a nettó kamatbevételt csökkentette. Ugyanakkor a módszertan változása összességében a következő évek eredményét hasonló nagyságrenddel javítja.

1.2. Az árfolyameredmény alakulása

A kamateredmény mellett az árfolyameredmény is hozzájárult a jegybank kedvező eredményhez. A jegybank árfolyameredményét – a forint és a bekerülési árfolyam mellett – döntően az MNB devizapozíciójának változása határozza meg. A jegybank jelentős mértékű nyitott devizapozícióval rendelkezik, ugyanis a devizaeszközökkel szemben döntően forintforrások állnak. Eredmény realizálására akkor kerül sor, amikor a jegybank nyitott devizapozíciója csökken (praktikusan az MNB devizát ad el), hiszen az aktuális piaci áron értékesített devizát az MNB korábban olcsóbban vásárolta. A válság kitörését követően a hivatalos és a bekerülési árfolyam közötti különbség egyes időszakokban jelentősen megnőtt, ami az árfolyamnyereség emelkedéséhez vezetett (5. ábra).

A gazdaság sérülékenységének csökkentése érdekében történt jegybanki lépések (forintosítás, önfinanszírozási program) szintén árfolyamnyereséggel jártak. Az MNB árfolyamnyereséget alapvetően az adósságfinanszírozáshoz kapcsolódó devizaigény kielégítésével realizál, vagyis amikor például egy devizakötvény vagy a válság kitörése után a nemzetközi szervezetektől felvett devizahitel lejáratát miatt az állam devizát vásárol az MNB-től (ilyen volt az IMF-hitel 2013. augusztusi előtörlesztése is). Vagyis az önfinanszírozási program szintén árfolyamnyereséget eredményez, mivel az állam – az emelkedő banki állampapír-keresletnek köszönhetően – a korábban jellemzőnél nagyobb mértékben finanszírozza magát forintból, ami a lejáratú devizakötvényhez szükséges konverzió miatt javíthatja az MNB árfolyam-eredményét. Emellett az árfolyameredmény 2014-es kiugróan nagy értékéhez a lakossági jelzáloghitelek forintosítása is hozzájárult. A forintosításhoz kapcsolódó aukciókból származó nyereség tette például lehetővé, hogy a korábban már említett kormányrendelet módosítása – a költségvetési hiánycél veszélyeztetése nélkül – megvalósulhatott.

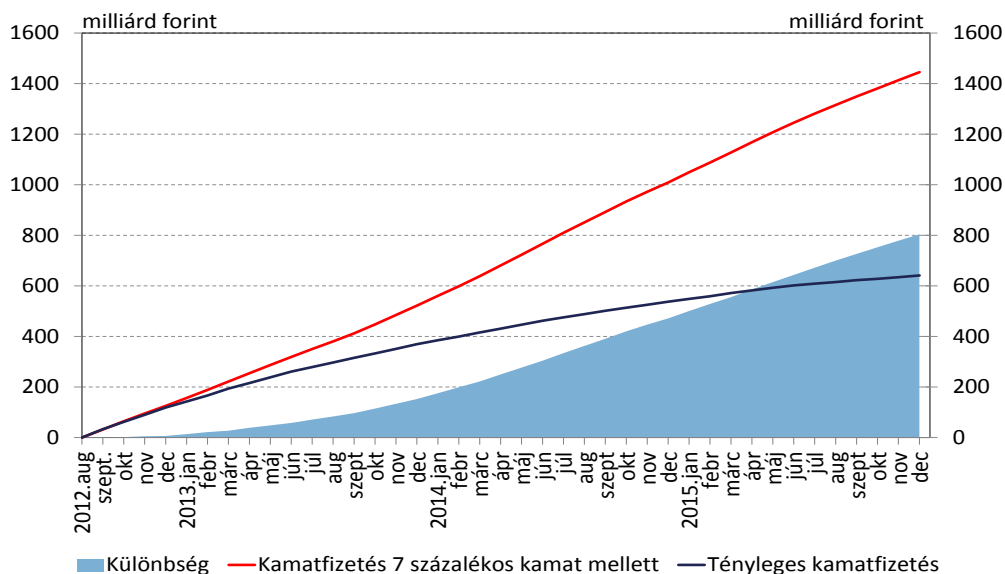
5. ábra: Az árfolyameredmény alakulása



2. A JEGYBANKI DÖNTÉSEK HATÁSA AZ MNB EREDMÉNYÉRE

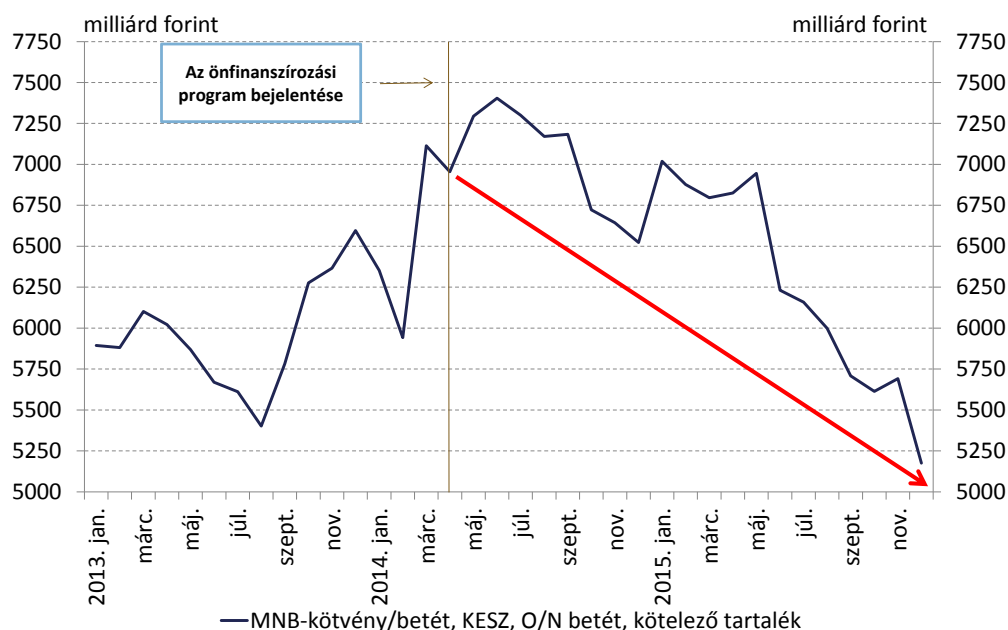
Az inflációs cél elérése érdekében indított kamatcsökkentések az elmúlt években jelentősen, közel 800 milliárd forinttal (a GDP 2,4 százalékával) javították az MNB eredményét. Ahogy a korábbiakban bemutattuk, a jegybanki eredmény kedvező alakulása részben a közelmúlt jegybanki döntéseinek, elsősorban a kamatcsökkentések leképeződése. A kamatcsökkentések nélkül érdemi deflációs kockázatok épülhettek volna fel a gazdaságban, vagyis a kamatcsökkentést monetáris politikai célok elérése indokolta. A kamatcsökkentések MNB-eredményre gyakorolt hatásának legnagyobb részét a forintkötelezettségekre fizetett alacsonyabb kamatban lehet tetten érni. A kamatcsökkentések ugyanis azonnal mérséklék a jegybank kamatkiadásait, hiszen a háromhónapos (korábban kéthetes) betétre, illetve a kormányzat forintbetéteire az MNB kisebb kamatot fizet. 2012 augusztusától nézve közel három és fél alatt a jegybank kamatfizetése mintegy 800 milliárd forinttal, a 2015-ös GDP 2,4 százalékával lett volna nagyobb a változatlan, 7 százalékos kamatot feltételező pályához képest (6. ábra). Mindez azt jelenti, hogy a kamatcsökkentések nélkül az elmúlt két évben az MNB kamatkiadása évente a GDP 1 százalékával lett volna magasabb. A közvetlen hatások mellett érdemes megemlíteni a közvetett hatásokat is: egyrészt a kamatcsökkentés a bankoknak fizetett alacsonyabb összeg miatt fékezőleg hat a likviditásfelesleg növekedésére is, így a kamatkiadások alakulására is, másrészt az alacsony kamatszint következtében csökken a készpénztartás alternatívaköltsége és gyorsul a gazdasági növekedés, ami a készpénzkereslet növekedésén keresztül csökkentette az MNB-betét állományát.

6. ábra: A kamatmegtakarítás mértéke



A mérlegszerkezet kedvező alakulása nélkül a kamatkiadások is csak kisebb mértékben mérséklődtek volna. Az önfinanszírozási program első szakasza során a bankok jelentősen növelték állampapír-állományukat, ami lehetővé tette az államháztartás számára, hogy a devizaadósságát – deviza-kibocsátás nélkül – forintból finanszírozza. Mint azt korábban láttuk, a devizaadósság forintból történő törlesztése pedig a jegybankmérleg összehúzódnás irányába hatott: a mérleg eszközoldalán a devizatartalék, a forrásoldalon az MNB-betét csökkent. Az önfinanszírozási program mellett a forintosítás következtében is mérséklődött a sterilizációs állomány: a hitelintézetek 2015 decemberéig összesen 3,8 milliárd eurót vettek igénybe a devizatartalékból a forintosításhoz és elszámoláshoz kapcsolódóan. 2015 végére így összességében már közel 1800 milliárd forinttal volt alacsonyabb a kamatozó forintkötelezettségek állománya, mint az önfinanszírozási program bejelentésekor, és így a programok már több mint ellensúlyozták az NHP korábbi mérlegbővítő hatását. Amennyiben a 2014. áprilisi mérlegszerkezet maradt volna fenn, az közel 20 milliárd forinttal magasabb többletkiadással járt volna. Az MNB kamatkiadásai az elkövetkező években tovább mérséklődhetnek, amihez az MNB programok (önfinanszírozás, forintosítás) további mérlegszűkítő hatása és a tovább csökkenő átlagos alapkamat egyaránt hozzájárul. Érdemes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy a kamatozó forintforrások alakulását egyéb olyan autonóm tényezők is befolyásolják, amelyekre az MNB-nek nincs direkt befolyása.

7. ábra: A kamatozó forintforrások állománya (hó végi értékek)



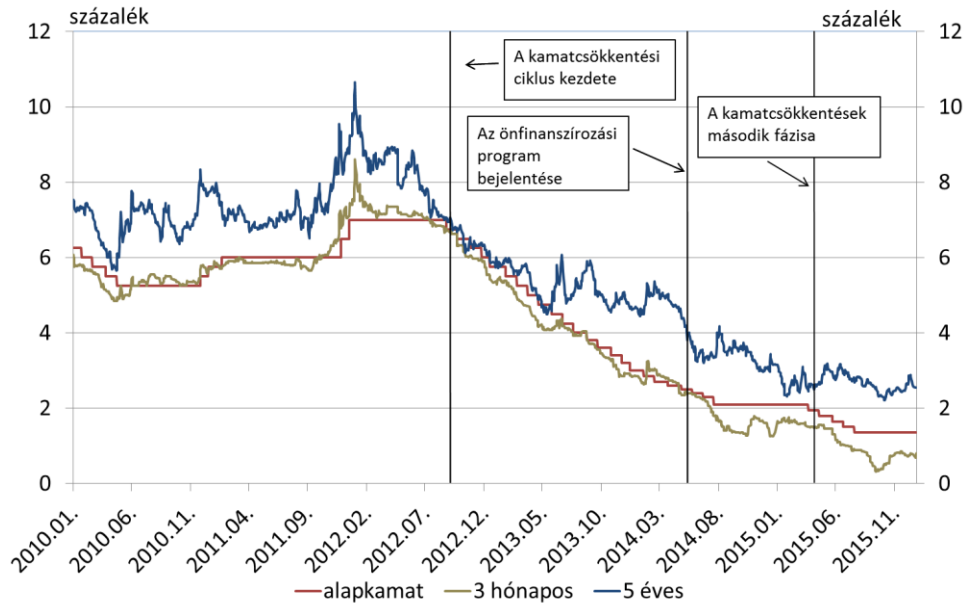
3. A JEGYBANKI INTÉZKEDÉSEK HATÁSA A TÖBBI SZÉKTOR POZÍCIÓJÁRA

A jegybanki mandátumból fakadó célok elérése érdekében meghozott intézkedések ugyanakkor nem csak az MNB eredményét befolyásolták pozitívan. A következőkben bemutatjuk, hogy a kamatcsökkentések, a Növekedési Hitelesítési program, a forintosítás és az önfinanszírozás hogyan járult hozzá az utóbbi években az egyes szektorkamatkiadásának csökkenéséhez, illetve a szektorok által viselt kockázatok mérsékléséhez.

3.1. Költségvetésre gyakorolt hatás

A kamatcsökkentéseknek és az önfinanszírozási programnak meghatározó szerepe volt abban, hogy a kedvező hazai és nemzetközi környezetben az állampapír-piaci hozamok 400-600 bázisponttal csökkentek 2012 és 2015 között. A 29 kamatvágás során az alapkamat összesen 565 bázisponttal mérséklődött, és ezzel párhuzamosan az állampapír-hozamok átlagosan mintegy 490 bázisponttal csökkentek. Az önfinanszírozási program állampapír-piaci keresletélénkítő hatását tükrözi, hogy a hosszú hozamok is érdemben mérséklődtek, miközben az alapkamat első-sorban a hozamgörbe rövid végére hat (8. ábra).

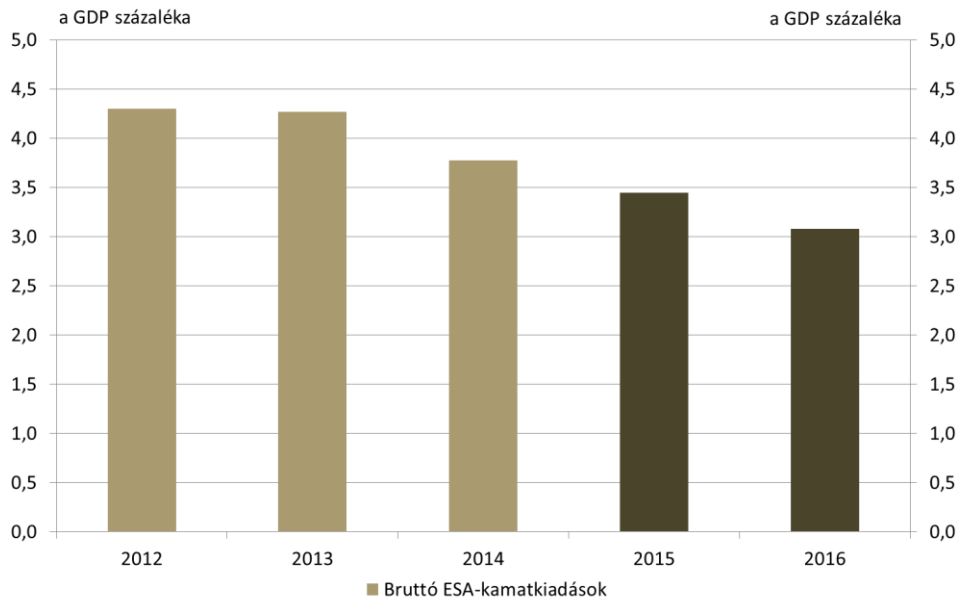
8. ábra: Az alapkamat és az állampapír-piaci hozamok csökkenése



Forrás: MNB, ÁKK

A költségvetés GDP-arányos kamatkiadásai 2013 és 2015 között a GDP közel 1 százalékaival csökkentek a hozamcsökkenések hatására. Az éves kamatmegtakarítás a korábbi magas hozamszint mellett jelentkező kamatkiadásokhoz képest 2012 óta fokozatosan növekszik az alacsonyabb hozamok mellett kibocsátott állampapírok arányának növekedésével, vagyis az állampapírok átárazódásával párhuzamosan. Teljes átárazódás után a kamatmegtakarítás hosszú távon elérheti évente akár a GDP 1,7 százalékát.¹

9. ábra: A bruttó ESA-kamatkiadások alakulása (a GDP százalékában)



Megjegyzés: 2015-2016-ra MNB-előrejelzés. Az adatok a nyugdíjrendszer átalakítása miatt jelentkező imputált kamatkiadásokat nem tartalmazzák.

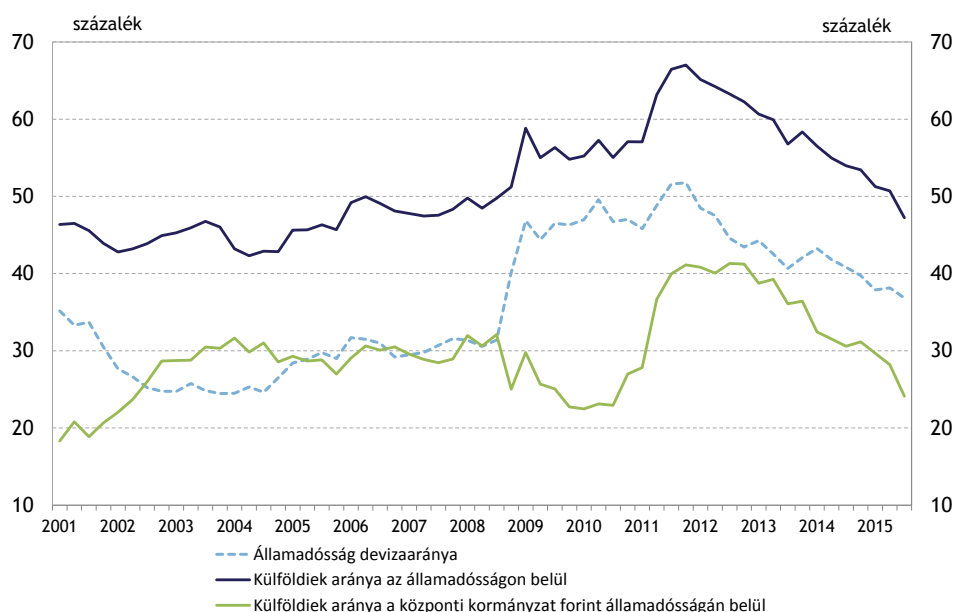
¹ Részletesen lásd: [A 2012-2015-ben bevezett jegybanksi intézkedések hatása az államháztartás finanszírozására](#)

A jegybank a gazdasági növekedés élénkítésével is hozzájárult a költségvetési egyensúly javításához. A kamatcsökkentési ciklus és az NHP együttesen éves átlagban 1-1 százalékkal növelhették a GDP-t 2013-2015 között.² A GDP növekedésével együtt bővült az adóalap, és ebből eredően a költségvetés adóbevétele, amely évente a GDP 0,3-0,4 százalékával lehetett magasabb, mint a programok nélkül lett volna.

Az MNB önfinszírozási programja támogatta Magyarország külső sérülékenységének mérséklődését is. A 2010 utáni hazai fiskális politika és adósságstratégia célja az is, hogy az államháztartási hiány alacsonyan tartása és az adósságráta tartós mérséklése mellett az államadósság finanszírozási szerkezetét is folyamatosan javítsa. A struktúraváltás fő célja a külső makropénzügyi sérülékenység tartós mérséklése, az államadósságon belüli külföldi tulajdon és a deviza-denomináció arányainak csökkentése révén. Ehhez az Önfinszírozási program által járult hozzá, hogy növelte a hazai bankrendszer állampapír-piaci keresletét és így az államadósságon belül dinamikusabban csökkenhetett a külföldi tulajdon és a devizaadósság súlya.

Az államadósság szerkezete a külső sérülékenység szempontjából nagymértékben javult az elmúlt években, amelyhez 2014-től az MNB önfinszírozási programja is jelentősen hozzájárult. Az államadósságon belül a külföldi tulajdon részaránya és a devizaadósság súlya 2004-ben kezdett emelkedni és – az európai adósságválságot követően – 2011 végére historikus csúcsra emelkedtek. Ezt követően azonban az adósságstratégia megváltozása, és az erre irányuló intézkedések eredményeképpen mindkét mutató tekintetében érdemi és trendszerű javulás tapasztalható. Az államadósság devizaaránya 51,8-ről 36,9 százalékra (mintegy 15 százalékponttal), a külföldi tulajdon aránya pedig 67,0-ről 47,2 százalékra (közel 20 százalékponttal) süllyedt 2011 vége és 2015 harmadik negyedéve között (10. ábra).

10. ábra: A külföldi tulajdon és a devizarész aránya a magyar államadósságon belül 2001-től



Forrás: MNB, ÁKK

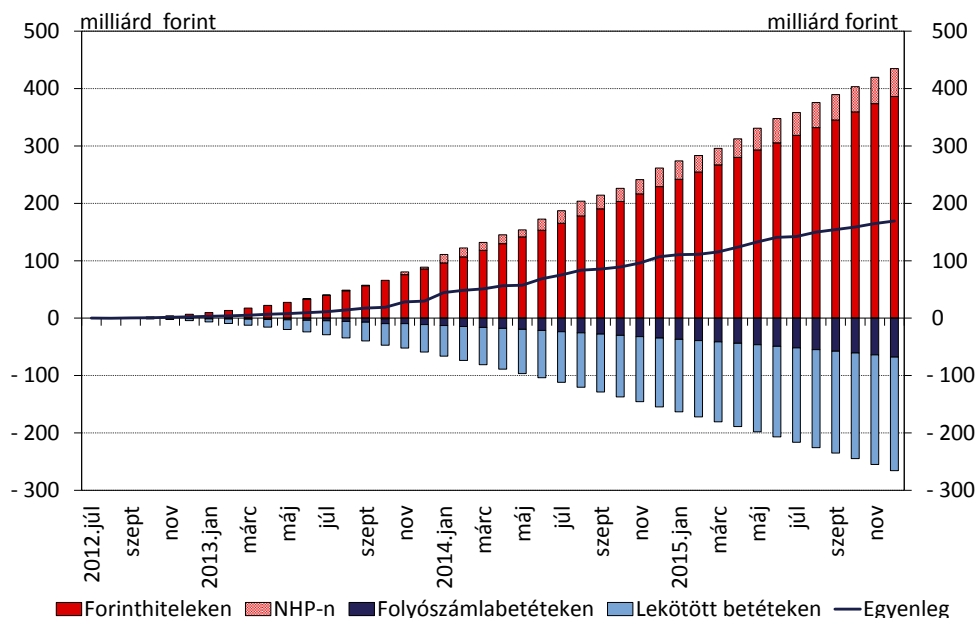
3.2. Vállalatokra gyakorolt hatás

A Magyar Nemzeti Bank az inflációs cél elérésével összhangban megvalósult expanzív monetáris politikája nemcsak a válságból kilábaló reálgazdaság teljes kibocsátására hatott élénkítően, hanem a nem pénzügyi vállalati szektor aggregált jövedelmezőségéhez is szignifikánsan hozzájárult. A kamatcsökkentési ciklus 2012. augusztusi kezdetétől 2015 végéig az alapkamat mérséklése és a Növekedési Hitelprogram együttesen becsléseink szerint közvetlenül mintegy 170 milliárd forinttal, a GDP 0,5 százalékát meghaladó mértékben növelték a vállalati szektor eredményét. Az alacsony kamatkörnyezetnek köszönhetően közel 400 milliárd forintot takaríthattak meg a forinhtitellel rendelkező vállalatok az időszak folyamán a változatlan, a 2012. júliusi 7 százalékos alapkamatot feltételező pályával össze-

² A kamatcsökkentési ciklus hatásáról részletesen: <http://www.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/2-felcser-soos-varadi.pdf>

vetve. A Növekedési Hitelprogram által nyújtott kamatelőny, kiegészülve a programban kiváltott devizahitelek árfolyamkockázat-mérséklésével további 50 milliárd forintot takarított meg a kis- és középvállalkozások számára. Ezzel ellentétes hatás jelentkezett a vállalati betéteken: a betéttel rendelkező vállalatok köre mintegy 270 milliárd forintnyi kamatbevételről esett el az alacsonyabb banki kamatoknak köszönhetően. Az alacsonyabb betéti kamatok ugyanakkor ösztönzőleg hathatnak a beruházási döntések meghozatalakor az alternatívaköltség csökkenésén keresztül. A gazdaságilag aktívabb nettó hitelfelvevő vállalatok így előnyösebb helyzetbe kerültek a betétfelhalmozó vállalatokkal szemben az alacsony kamatkörnyezetnek köszönhetően.

11. ábra: A kamatcsökkentések és az NHP nem pénzügyi vállalati szektorra gyakorolt kumulált eredményhatása



Az alacsony kamatkörnyezet és a Növekedési Hitelprogram az első körös közvetlen eredményhatásokon felül, közvetett módon is hozzájárultak a gazdaság élénkítéséhez, a vállalati profitabilitás javításához. Az alacsonyabb kamatszintnek köszönhetően bővíthetett a hitelképes vállalatok köre, így új beruházások valósulhattak meg. Az alacsony kamatok által ösztönzött fogyasztásbővülésből és ennek multiplikatív hatásaiból is profitálhatott a vállalati szektor. A Növekedési Hitelprogramnak köszönhetően a kis- és középvállalatok széles köre számára elérhetővé vált megújítási és kamatkockázatoktól mentes stabil finanszírozási forrás. A program a fix kamatozású forrás biztosításán keresztül hozzájárult a felárak csökkenéséhez is. A versenyképesebb forinthiteleknek csökkentették a fedezetlen árfolyamkockázat vállalása melletti devizahitel-felvétel motivációit. A kedvezőbb kamatkondíciók így a költségek enyhítésén keresztül javíthatják a vállalatok jövedelmezőségi pozícióját, likviditási helyzetét, továbbá az alacsonyabb és kiszámíthatóbb törlesztő részletek a hitelkockázatok mérséklésén keresztül a bankrendszer portfólióminőségére is kedvezően hatnak.

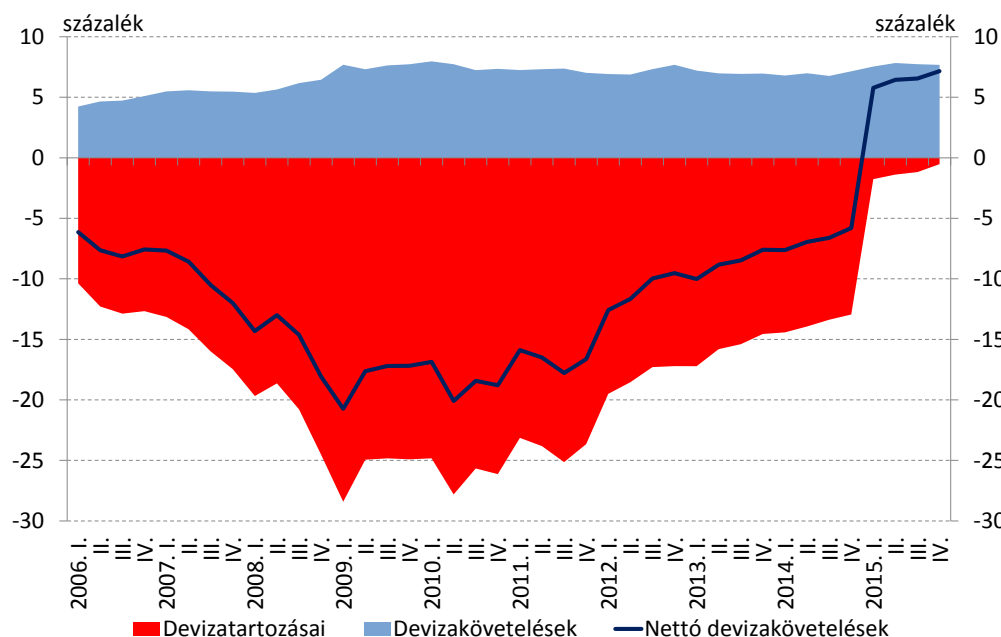
3.3. Háztartásokra gyakorolt hatás

A lakosság kamatkiadása a 2012-es 420 milliárd forintot meghaladó összegről 2015-re kevesebb, mint a felére csökkent. A jegybanki kamatcsökkentések is döntő mértékben hozzájárultak ahhoz, hogy a lakosság kamatkiadásai a historikusan magas szintjükről mérséklődhessenek, és mindössze két-három év alatt megfeleződjének. Érdemes azonban azt is megjegyezni, hogy ugyanakkor a lakosság kamatbevételei is mérséklődtek, ami azonban a mérséklődő inflációs környezetnek köszönhetően a lakosság reálkamat-bevételeiben csak kisebb mértékű csökkenést jelenthetett. Továbbá a kamatbevételek vélhetően más szereplőknél jelentkeznek, mint a kamatkiadások, így a kamatkiadások csökkenése stabilitási, növekedési és szociális szempontból is jóval nagyobb jelentőségű lehet, mint a kamatbevételek mérséklődése.

A forintosítás és a fair bankrendszeri szabályozás hatására jelentős kockázattól szabadult meg a lakosság, előre tekintve pedig kiszámíthatóbbá vált a törlesztőrészlet mértéke és a hiteltartozás alakulása, mivel a lakosság megszabadult az árfolyamkitettségtől. A jegybank, a kormány és a bankszövetség közös megállapodása alapján 2014

novemberén jelentették be a devizahitelek rögzített árfolyamon való forintosítását. Ennek, valamint az autóhitelek 2015-ös forintosításának köszönhetően lényegében eltűnt a lakosság korábban kiugróan magas, és jelentős kockázatok és szociális feszültségeket hordozó devizahitel-állománya. Így míg korábban a lakosság törlesztőrészeit érdemben befolyásolta a forintárfolyam ingadozása, addig ez ezt követően megszűnt (12. ábra). Továbbá a Kúria döntése alapján a tisztességtelen volt az árfolyamrés alkalmazása, valamint az egyoldalú kamatemelések, aminek alapján a devizahitelekkel kapcsolatos elszámolások hozzájárultak ahhoz, hogy a lakosság hiteltartozásai egy lépésben, jelentős mértékben csökkenhessenek. A lakosság törlesztőrészeivel kapcsolatban a jövőbeli kiszámíthatóságot így nagymértékben segítette, hogy a törlesztőrészek a továbbiakban nem függenek a devizaárfolyamok ingadozásaitól. A fair bankrendszeri törvény pedig a jövőben átláthatóvá és követhetővé teszi a fogyasztói hitelszerződések kamatának alakulását.

12. ábra: A háztartások nettó devizapozíciója, követelése és tartozása (a GDP százalékában)



A devizahitelek forintosítása már 2015 elején megvédte a háztartásokat a svájci frank jelentős erősödésétől, aminek eredményeképpen hosszabb távon mintegy 350 milliárd forinttal nőhetett volna a lakosság hiteltartozása, ami a törlesztőrészek jelentős emelkedésével is járhatott volna. A svájci jegybank januárban megszüntette a svájci frank euróval szembeni árfolyamgátját, aminek eredményeképpen a frank árfolyama rövid idő alatt jelentősen erősödött a főbb devizákkal szemben. Ennek súlyos hatásai lehettek volna a magyarországi devizahitelesekre is, mivel a tartozások jelentős része svájci frankban volt denominálva. A frank rövid idő alatt végbement felértékelődése hosszabb távon korrigált, azonban március végére még így is mintegy 350 milliárd forinttal, a GDP több mint 1 százalékával emelkedett volna meg a lakosság hiteltartozása a forintosítás hiányában. Ez a törlesztőrészek esetében bizonyos esetekben akár 50 százalékos emelkedést is jelenthetett volna, aminek jelentős stabilitási és reálgazdasági költségei lehettek volna (részletesebben lásd a 2015. májusi Pénzügyi stabilitási jelentést).

A jegybank által bevezetett jövedelemarányos törlesztőrészlet mutató (JTM), valamint a hitelösszeg fedezeti értékéhez viszonyított mutató (HFM) a jövőben megakadályozhatja, hogy a háztartások túlzott mértékben adósodjanak el. A jegybank 2014 folyamán több szabályozást is megalkotott annak érdekében, hogy a túlzott lakossági eladósodásnak gátat szabjon. Egyrészt a jövedelemarányos törlesztőrészlet mutató a háztartások legális jövedelmének arányában korlátozza a lakosság által havonta fizethető maximális törlesztőrészletet, és így a felvehető hitel nagyságát szabályozza. Másrészt a hitelfedezeti mutató a fedezett hitelek esetében a fedezet értékének arányában (pl. jelzáloghitelek esetén az ingatlan értékének arányában) határozza meg a felvehető hitelösszeg nagyságát, és így szintén alkalmas arra, hogy gátat szabjon a túlzott eladósodásnak.