

DR. KOLOZSI PÁL PÉTER PhD

EGYETEMI DOCENS

NEMZETI KÖZSZOLGÁLATI EGYETEM KÖZPÉNZÜGYI KUTATÓINTÉZET;

FŐOSZTÁLYVEZETŐ

MAGYAR NEMZETI BANK



Konstruktív összhang a gazdaságpolitikában – jegybanki programok és a jól irányított állam

Bevezetés

A Magyar Nemzeti Bank (a továbbiakban: MNB) működését meghatározó jegybanktörvény¹ szerint az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, és a jegybank elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenálló képességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésre álló eszközökkel a Kormány gazdaságpolitikáját is. Ez a törvényi felhatalmazás, illetve feladat kijelölés azt jelenti, hogy amennyiben az elsődleges céllal nem ellentétes, akkor a jegybanknak nem egyszerűen lehetősége, hanem kötelessége is a felsorolt egyéb célok elősegítése.

Magyarország a 2013-as monetáris politikai fordulat óta a fenti törvényi előírásnak és a jogszabályi háttér szellemiségének megfelelően a gazdaságpolitika két fő ágát konstruktív összhang jellemzi: a 2013-as monetáris politikai fordulatot követően a jegybank elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül, de új szemléletben kezdett hozzá a pénzügyi stabilitás megteremtéséhez, valamint a gazdasági növekedés támogatásához (Matolcsy, 2017)². A stabil és alacsony infláció mint elsődleges cél megtartásával, a hagyományos lépések mellett nemhagyományos megoldások alkalmazására is sor került, melyeknek kiemelt célja volt a pénzügyi közvetítés helyreállítása és a kormányzati gazdaságpolitika, illetve végső soron a gazdasági növekedés támogatása is.

A monetáris politikai fordulatot követő új szemléletmód nem jelentette a jegybanktörvényben lefektetett célhierarchia feladását, hiszen a Magyar Nemzeti Banknak továbbra is az árstabilitás elérése és fenntartása az elsődleges és kiemelt célja. Az alkalmazott rugalmas inflációs célkövetés összeköti a monetáris politika hosszabb távú célját (árstabilitás) a rövidebb távú megfontolásokkal (gazdaság stabilizálása). Az új

jegybanki stratégia sokkal inkább azt jelenti, hogy a jegybank komolyan veszi az elsődleges cél mellett megfogalmazott egyéb célokat, amelyek – ha a célhierarchiában hátrébb is vannak sorolva, de – ugyanúgy törvényi előírások, mint az elsődleges cél. Ez a „konstruktív összhang” stratégiája, amikor a jegybank tevékenysége az infláció letörése mellett egyéb módokon is elősegíti a jól irányított állam kialakítását, megteremtését.

A 2007-ben kirobbant gazdasági válságot követő években a jegybankok a recessziós környezetből adódóan nyomott inflációs környezettel találták magukat szemben, így az árstabilitás melletti egyéb célok – kiemelten a pénzügyi stabilitás, illetve a kormányzati gazdaságpolitikai célok támogatása – előtérbe kerültek. Az MNB 2013-tól a monetáris politikai eszköztár megújításával és széles körű alkalmazásával³ a válság következményeit aktív monetáris politikával enyhíteni kívánó jegybankok sorához csatlakozott⁴, ahol a hagyományos megoldások mellett új megközelítésű intézkedésekre is volt példa⁵. A monetáris politikai fordulatra azért volt szükség, mert:

- a magas kamatok megdrágították az adósság finanszírozását,
- a jelentős külső és devizaadósság miatt az ország sérülékeny volt,

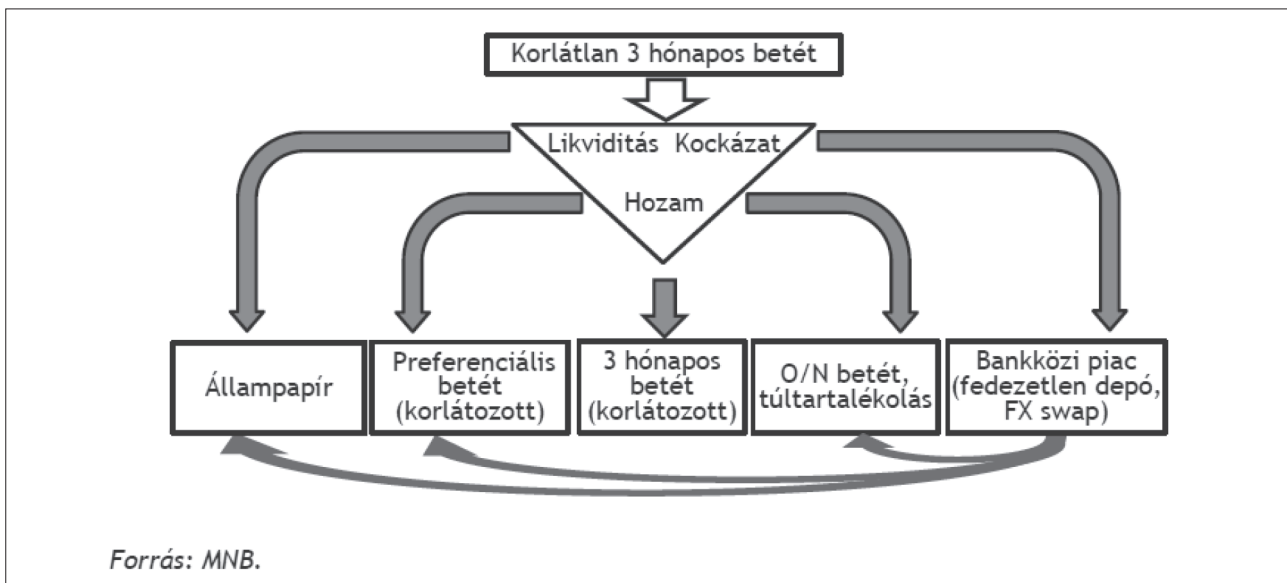
³ Lásd: PARRAGH BIANKA (2017): *Monetáris hitviták. A megváltozott jegybanki szerepfelfogás eredményei*. Pénzügyi Szemle 2017/2 (p. 234–250.)

⁴ A nemzetközi fejleményekről lásd: LENTNER CSABA (2015): *A túlhitelezés globalizálódása a világban és Magyarországon* In: LENTNER CSABA szerk.: *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, 611 p. Nemzeti Közszolgálati és Tankönyv Kiadó Zrt., Budapest 2015. pp. 23–62. (ISBN: 978-615-5344-62-6); illetve LENTNER CSABA (2016): *A gazdasági válság hatása a globális, uniós és hazai szabályozási környezetre*. In: AUER ÁDÁM – PAPP TEKLA szerk.: *A gazdasági világválság hatása egyes jogintézményekre Magyarországon és az Európai Unióban: Interdiszciplináris és jogösszehasonlító elemzés*. 272 p. Nemzeti Közszolgálati Egyetem, Budapest 2016. pp. 45–84. (ISBN: 978-615-5527-93-7)

⁵ Lásd: MATOLCSY GYÖRGY – PALOTAI DÁNIEL (2014): *Növekedés egyensúlytalanságok nélkül*, Polgári Szemle, 10. évfolyam 1–2. szám, 2014. március; illetve MATOLCSY GYÖRGY (2015): *Egyensúly és növekedés*, Kairosz Könyvkiadó, Budapest, 2015.

¹ 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról

² MATOLCSY GYÖRGY (2017): *Előszó*. In: LEHMANN KRISTÓF – PALOTAI DÁNIEL – VIRÁG BARNABÁS szerk. (2017): *A magyar út — célzott jegybanki politika*. MNB, 2017.



– a vállalati, kiemelten a kis- és középvállalati hitelezés zsugorodott.⁶

A Magyar Nemzeti Bank törvényben foglalt feladatának megfelelően több programmal támogatta a gazdaság stabilizálását és a kormányzat gazdaságpolitikai törekvéseit⁷, amelyek közül a széles értelemben vett jól működő állam, a jó kormányzás, illetve kiemelten a gazdaságpolitikai ágak közötti konstruktív összhang tekintetében az alábbiak voltak a legfontosabbak.

1. Kamatcsökkentési ciklus;
2. Hitelösztönző programok
3. Önfinszírozási program;
4. Lakossági devizahitelek kivezetése.

1. Jegybanki kamatcsökkentés

A Monetáris Tanács 2012 és 2016 között a kezdeti 7 százalékos jegybanki alapkamatot 0,9 százalékra csökkentette, három kamatcsökkentési ciklusban, összesen 32 kamatcsökkentési lépéssel, amivel párhuzamosan a hitelek kamatai és a pénzüpi hozamok is csökkentek. Magyarországon ilyen hosszú ideig tartó lazítási ciklusra és ilyen alacsony nominális kamatszintre még nem volt példa a rendszerváltás óta. A kamatcsökkentési ciklus kezdetén az infláció 6 százalék közelében volt, majd 2013 elejétől az infláció is érdemben csökkenni kezdett.

A 0,9 százalékos alapkamat elérése után az MNB az alapkamat tartósan alacsony szinten tartása mellett köteleződött

el. Balogh-Lehmann (2017)⁸ rámutat, hogy az alapkamat stabilitása önmagában fontos érték, segíti a gazdasági szereplők várakozását befolyásolni és a kiszámítható kamatpolitika könnyíti a gazdasági döntéshozatalt, illetve egy ilyen keretrendszerben a jegybanknak az alapkamat változtatása nélkül is van lehetősége a monetáris kondíciók változtatására.

Az MNB 2016 őszétől korlátozza a három hónapos betétre való hozzáférést, melynek célja egyrészt a jegybank hitelösztönzési és Önfinszírozási programjának támogatása, valamint a hozamok célzott csökkentése⁹. A mennyiségi korlátozás hatásmechanismusa szerint a három hónapos betétből kiszoruló likviditás a bankközi és az állampapírpiacon „keresi a helyét”, illetve az alapkamatnál alacsonyabb kamatozású jegybanki betétben csapódik ki. Az, hogy milyen eszközökbe áramlik a likviditás, az eszközök hozamain, a bankok kockázat-hozam preferenciáin és az eszközök likviditási tulajdonságain múlik.

A három hónapos betét mennyiségi korlátozásának fő paramétere a negyedév végi limit, ami adott likviditási pálya mellett meghatározza az eszközökből kiszoruló likviditás mennyiségét is. Ezt az értéket minden negyedév előtt az MNB Monetáris Tanács határozza meg a likviditási folyamatok és a monetáris politikai irányultság alapján. Az MNB 2016 októbertől kezdve korlátozza az akkor még közel 200 milliárd forintot kitevő 3 hónapos betét mennyiségét, a jegybank a 2016 negyedik negyedév végére vonatkozó limitet 900 milliárd forintban határozta meg, majd pedig a 2017 harmadik negyedév végére 300 milliárd forintra csökkentette ezt az értéket.

⁶ Magyar Nemzeti Bank (2016): *Féldős jelentés, 2013–2016*. MNB, 2016.

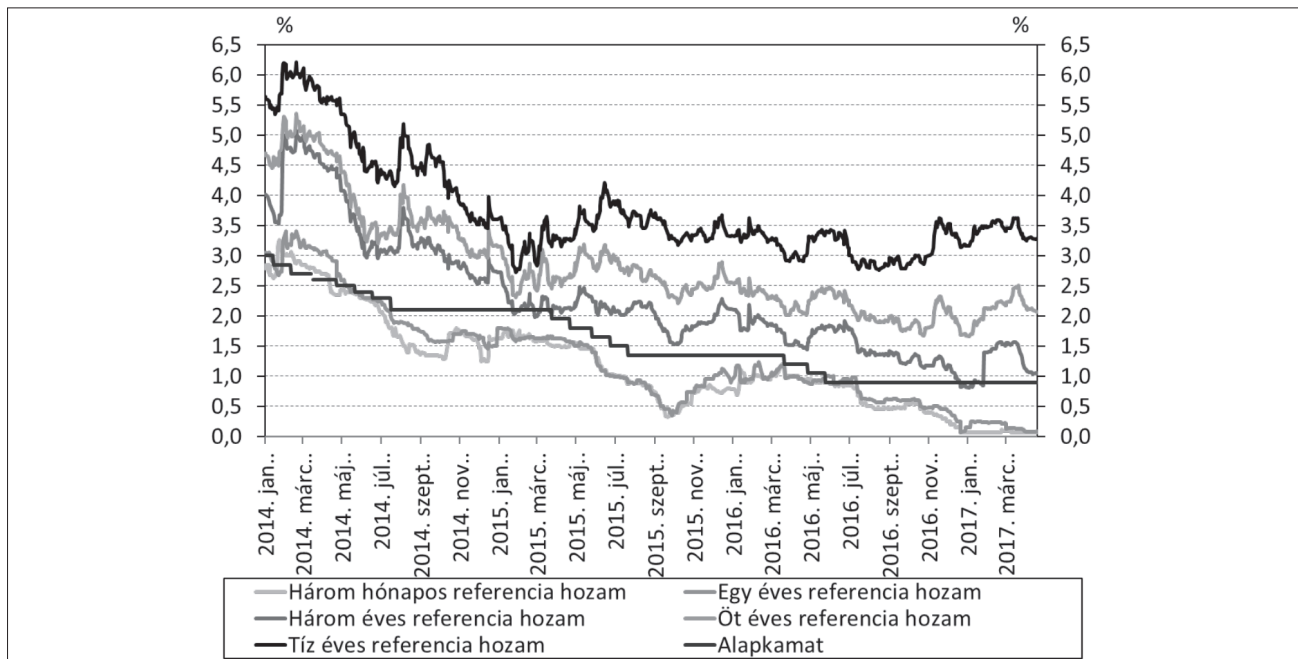
⁷ Ezekről lásd: LEHMANN KRISTÓF – PALOTAI DÁNIEL – VIRÁG BARNABÁS szerk. (2017): *A magyar út — célzott jegybanki politika*. MNB, 2017; illetve KOLOZSI PÁL PÉTER – NOVÁK ZSUSZANNA (2016): *A monetáris politika eszközei a XXI. században — az MNB példája*. In: Állam – Válság – Pénzügyek, *A monetáris politikai a XXI. században*. Győr, 2016. A Batthyány Lajos Szakkollégium Állam – Válság – Pénzügyek című konferenciájának tanulmánykötete.

⁸ BALOGH ANDRÁS – LEHMANN KRISTÓF (2017): *A tartós tartás elméleti háttere — Monetáris politika bizonytalan környezetben*. In: LEHMANN KRISTÓF – PALOTAI DÁNIEL – VIRÁG BARNABÁS szerk. (2017): *A magyar út — célzott jegybanki politika*. MNB, 2017.

⁹ CSÁVÁS CSABA – CSOM-BÍRÓ GABRIELLA – LÉNÁRT-ODORÁN RITA – SIN GÁBOR: *A három hónapos betét mennyiségi korlátozása mint nemkonvencionális lazítás és a jegybanki eszköztár ezt kiegészítő módosításai*. In: LEHMANN KRISTÓF – PALOTAI DÁNIEL – VIRÁG BARNABÁS szerk. (2017): *A magyar út — célzott jegybanki politika*. MNB, 2017.

Az irányadó eszköz átalakításának bejelentésétől kezdődően jelentős hozamcsökkenés ment végbe valamennyi releváns piacon. 2017 nyarára a rövid lejáratú hozamok nulla százalék közelébe mérséklődtek, a hitelek és a pénzüpi termékek szempontjából is kiemelten fontos 3 hónapos BUBOR 1 százalék körül szintről 0,2 százalék alá csökkent. Mindez egyértelműen alátámasztotta, hogy az MNB a mennyiségi

az alapkamat változatlan 7 százalékos szintjéhez viszonyítva a kamatcsökkentések több mint 300 milliárd forinttal javították a jegybanki eredményt is. Előretekintve, az alacsony kamatkörnyezet fennmaradását feltételezve az állam éves kamatmegtakarítása hosszú távon a bruttó hazai termék (GDP) 2 százaléka körül alakulhat. A lakossági és vállalati hitelterhek, a kamatszintek, kiemelten a változó kamatozású



Állampapír referencia hozamok és a jegybanki alapkamat alakulása
Forrás: MNB

korlátozás rendszerével az alapkamat önmagában is értéket jelentő tartós tartása mellett is képes volt a monetáris kondíciók nemkonvencionális és célzott lazítására.

Az alapkamat csökkentése, illetve ezáltal a monetáris kondíciók lazítása

- mérsékelte a banki és állampapír-piaci kamatokat,
- támogatta a gazdasági növekedést és az inflációs cél középtávú elérését,
- csökkentette a hitelterheket,
- megakadályozta a hitelállomány, a fogyasztás és a beruházás további drasztikus zuhanását.

A magyar állampapírpiaci hozamok csökkenése következtében mind az államháztartás, mind a jegybank szempontjából jelentős kamatmegtakarítás keletkezett az elmúlt években¹⁰. A kamatcsökkentési ciklus nagyban hozzájárult ahhoz, hogy az átlagos állampapír-piaci hozamok közel 400 bázisponttal csökkenek, ami azt jelenti, hogy a magyar állam kamatkiadásai hosszú távon évente 300 milliárd forintot meghaladó mértékben mérséklődhetnek. Ezen felül

hiteleknel referenciakamatként használt 3 hónapos bankközi hozam (BUBOR) csökkenésével is mérséklődtek.

Az MNB becslései szerint a csökkenő jegybanki kamatok a fogyasztás és a beruházások dinamikájának fokozatos javulását is segítette és hozzájárult a magyar gazdaság ár- és költség alapú versenyképességének¹¹ javulásához. E hatások eredményeként a kamatcsökkentések összességében mintegy 1,1 százalékponttal emelték a gazdasági növekedést. A kamatcsökkentési ciklus tehát érdemben hozzájárult a gazdasági növekedés élénküléséhez az elmúlt években, és emellett megakadályozta, hogy az infláció tartósan negatív tartományban alakuljon, ezzel elhárítva a deflációs kockázatokat. A kamatlépések inflációs hatása fokozatosan erősödve 2015-ben 1,6 százalékkal, míg 2016-ban 2,0 százalékkal növelhetette az infláció mértékét a jegybank becslése szerint, azaz a kamatcsökkentési ciklusok az alacsony inflációs szintből adódóan a fenti pozitív makrogazdasági és stabilitási hatások mellett összhangban voltak a jegybanktörvényben rögzített elsődleges céllal, azaz az árstabilitás elérésével és fenntartásával.

¹⁰ FELCSER DÁNIEL – SOÓS GÁBOR DÁNIEL – VÁRADI BALÁZS (2015): *A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra*. Hitelintézetek Szemle, 14. évf. 3. szám, 2015. szeptember, 39–59. o.

¹¹ *A versenyképesség monetáris politikai aspektusairól* Lásd: PARRAGH, BIANKA (2017): *Competitiveness and Economic Stimulus. New Dimensions and Instruments of Monetary Policy*. Civic Review, Vol. 13, Special Issue, 2017, 151–166, DOI: 10.24307/psz.2017.0309

2. Jegybanki hitelösztönző programok

Magyarországot kiszolgáltatott helyzetben érte el a 2008-ban kitört globális pénzügyi válság, ami nem csak a pénzügyi egyensúly felbomlásával, hanem a reálgazdasági teljesítmény érdemi visszaesésével is járt, különös tekintettel a bankrendszerre¹². Ebből adódott, hogy a hitelezés visszaesésének megállítása a magyar gazdaságpolitika egyik kiemelt céljává vált.

Magyarországon 2009 és 2013 között a vállalati hitelállomány éves összetételében 4-5 százalékkal zsugorodott. A hitelezés visszaesése egyaránt magyarázható volt keresleti és kínálati tényezőkkel.

Keresleti tényezők:

- a gazdasági visszaesés miatt csökkent a vállalatok profitabilitása,
- a csökkenő hazai és külföldi kereslet miatt visszaesett a vállalati szektor hiteligénye,
- a gazdasági környezet romlása csökkenti a hiteladósok fenntartható eladósodottsági szintjét, valamint a hitelígénylők hitelképességét.

Kínálati tényezők:

- a gazdasági válság visszavetette a pénzügyi intézményrendszer hitelezési képességét (tőke- és likviditásellátottság),
- a bankoknak ugyanakkor nem csak a hitelezési képessége romlott, hanem ezt meghaladó mértékben a kockázatvállalásával összefüggő hitelezési hajlandósága is.

A hitelezés tartós szűkülése¹³ számos negatív következménnyel járhat:

- torzítja a vállalatok termelési, beruházási, finanszírozási döntéseit, a hitelhez nem jutó vállalatokat fejlesztéseik, beruházásaik elhalasztására kényszeríti;
- rontja a gazdaság hosszú távú növekedési potenciálját;
- problémát jelent, hogy a hazai hitelszűke növeli a gazdaság dualitását, megosztottságát, hiszen a külföldi tulajdonú, exportra termelő nagyvállalatok esetében nem merültek fel finanszírozási problémák, de a hazai tulajdonú, a hazai banki finanszírozásra erősebben rászoruló és az elsősorban hazai piacokra termelő kis- és középvállalati (kkv) szektor szereplői ki voltak szolgáltatva a hitelkínálat szűkösségének.

A 2013-as monetáris politikai fordulat egyik első intézkedéseként a Magyar Nemzeti Bank célzott hitelezési programot vezetett be annak érdekében, hogy a foglalkoztatási

szempontból kiemelkedően fontos kis- és középvállalati szektorban megálljon a hitelállomány csökkenése és a hitelezési folyamatok normalizálódni tudjanak. A Növekedési Hitelprogram 2016 elejétől indult harmadik, kivezető szakasza mellett, 2015 végén a jegybank a piaci hitelezésre való átállást támogató programot is hirdetett, Piaci Hitelprogram néven¹⁴.

1.1 Növekedési Hitelprogram

A válság begyűrűzését követően a hitelezési anomália feloldása a magyar gazdaságpolitika egyik kiemelt céljává vált. Ebbe illeszkedik, hogy a Magyar Nemzeti Bank 2013-ban célzott programot indított a kkv-hitelezésben tapasztalt visszaesés megállítása érdekében. Ez a program volt a Növekedési Hitelprogram (NHP)¹⁵.

A hitelezés lefagyásának egyik potenciális oka a magas kamatszint, hiszen minél alacsonyabb a kamat, a vállalati szektor hitelkereslete annál magasabb (alacsonyabb kamat mellett alacsonyabb megtérüléssel kecsegtető beruházásokat is meg lehet finanszírozni, míg magasabb kamatszint mellett csak azokra a projektekre lehet hitelt felvenni, aminek a megtérülése fedezi a hitel után fizetendő magas kamatot). Az MNB 2012 nyarán megkezdett kamatcsökkentések következtében a jegybanki alapkamat a kezdeti 7 százalékról 2016 végére 1,35, majd 0,9 százalékra mérséklődött. A csökkenő alapkamat átgyűrűzött a banki hitelkamatokba, amelyek így a lakossági és vállalati kamatterhek is mérsékeltek. Ugyanakkor a kamatcsökkentések ellenére a kkv-szektor még 2013-ban is magas, több mint 3 százalékos hitel-felárral szembesült.

A 2013 áprilisában meghirdetett Növekedési Hitelprogram céljai az alábbiak voltak:

- a kkv-k hitelezésében tapasztalt tartós piaci zavar enyhítése,
- a pénzügyi stabilitás megerősítése,
- az ország külső sérülékenységének csökkentése, azaz
- összességében a gazdasági növekedés támogatása a kkv-hitelezés helyreállításán keresztül.

Az NHP egyrészt támogatta az árstabilitás elérését, hiszen 2013-ban az infláció alacsony volt, azaz a kamatok NHP-n keresztüli csökkentése illeszkedett a jegybank céljához. Ezen felül a program a pénzügyi stabilitás fenntartásának, másrészt pedig a növekedés, illetve a kormányzati gazdaságpolitika támogatásához is kapcsolódott.

Az NHP deklarálta a kkv-szektorra fókuszál. Ezt az alábbiak támasztják alá:

- A kkv szektorral szemben a nagyvállalatok nem szembesültek likviditási korlátokkal, számukra a hitelezés továbbra is kedvező kamatfelárak mellett elérhető maradt.

¹² A pénzügyi rendszert a válságon felül és ahhoz kapcsolódva szabályozási kihívások is érték, lásd: KECSKÉS ANDRÁS (2016): *Baljós árnyak: A bankrendszer jogi szabályozásának új kihívásai*. *Gazdaság és jog* 24: (11–12) pp. 35–46. (2016); KECSKÉS ANDRÁS (2016): *Európai jogi szabályozás és annak magyarországi implementációja a pénzügyi intézményeket érintő új kihívások területén*. In: TILK PÉTER szerk.: *Az uniós jog és a magyar jogrendszer viszonya*. 534 p. PTE Állam- és Jogtudományi Kar, Pécs 2016. pp. 333–356. (ISBN:978-963-429-042-1); NAGY ZOLTÁN – CSISZÁR ANETT (2016): *A hazai pénzügyi felügyeleti szabályozás a változások tükrében*. In: HALLÓK TAMÁS szerk.: *Publicationes Universitatis Miskolcensis: Sectio Juridica et Politica*. Miskolc: Miskolc University Press, 2016. pp. 157–173. (Tomus XXXIV).

¹³ Lásd: BALOG ÁDÁM – MATOLCSY GYÖRGY – NAGY MÁRTON – VONNÁK BALÁZS (2014): *Credit crunch Magyarországon 2009–2013 között: egy hiteltelen korszak vége?* Hitelintézet Szemle, XIII. évf. 4. szám

¹⁴ A programokról lásd részletesen: BODNÁR ISTVÁN – HEGEDŰS SÁNDOR – PLAJNER ÁDÁM – PULAI GYÖRGY: *Célzott hitelösztönzés: NHP-től az NTP-ig*. In: LEHMANN KRISTÓF – PALOTAI DÁNIEL – VIRÁG BARNABÁS szerk. (2017): *A magyar út – célzott jegybanki politika*. MNB, 2017.

¹⁵ A program részleteivel kapcsolatban lásd: Magyar Nemzeti Bank (2016): *Növekedési Hitelprogram – a Magyar Nemzeti Bank hitelösztönző eszközének tapasztalatai*. MNB, 2016.

- A nagyvállalatok az anyavállalat által biztosított forrásokhoz, külföldi hitelekhez is hozzáférhettek, illetve számukra a közvetlen tőkepiaci forrásbevonás is lehetséges volt, míg a kkv-k esetében nem.
- A kkv-szektor a hazai foglalkoztatás mintegy kétharmadáért felelős, miközben átlagos termelékenysége nemzetközi összehasonlításban is jelentősen elmarad a nagyvállalati körtől (duális gazdasági szerkezet).

Az NHP a gyakorlatban az alábbiakat jelentette:

- Az MNB az NHP keretében hosszú lejáratú, 0 százalékos fix kamatozású refinanszírozási forinthitelt nyújt a hitelintézeteknek.
- A hitelintézetek ezért azt vállalják, hogy ezt az összeget maximum 2,5 százalékos kamatmarzs (felár) mellett továbbhitelezik a kkv-k-nak.
- Az NHP keretében a kkv-nak nyújtott hitelek maximum 2,5 százalékos kamatszintje a teljes, akár 10 éves futamidő során fix marad (alacsony és kiszámítható kamatteher).

Az NHP három szakaszra volt bontható.

1. Az NHP első szakaszában – amely mindössze három hónapig tartott, de ilyen rövid idő alatt is egyértelműen „felrázta” a kkv-hitelpiacot – összesen 701 milliárd forintnyi hitelszerződést kötöttek a bankok mintegy 7 ezer vállalkozással. Az új hiteleken belül a beruházási hitelek részesedése kiemelkedő volt, de a hitelkiváltások is fontos szerepet játszottak (ideértve a devizahitelek kiváltását is, amelyek során összesen 229 milliárd forint értékű devizahitelt forintosítottak, ami az akkor fennálló, mintegy 1800 milliárd forint összegű devizahitel állomány több mint 10 százalékának kiváltását jelentette). Az első szakasz második része 2013 októberétől 2014 végéig tartott.
2. Az NHP második szakaszában a hangsúly az új hitelekre, azon belül is a beruházási hitelekre terelődött: 27 ezer vállalkozás jutott finanszírozáshoz közel 1402 milliárd forint összegben. Az NHP második szakaszában mind volumen, mind darabszám szerint a kisebb vállalkozások vették fel a legtöbb hitelt, döntő többségében beruházási célra. A részesedésük az összes igénybevételből volumen szerint 40 százalék körüli, miközben darabszám alapján több mint 60 százalék (kutatások szerint ezen vállalati szegmens esetén volt a legnagyobb az NHP beruházásösztönző hatása). A második szakaszban csökkent az átlagos hitelméret, minden második NHP-s hitel 10 millió forint alatti volt. A hitelkihelyezések területi koncentrációja már az első szakaszban is kisebb mértékű volt, mint a program előtt a teljes kkv-hitelállomány viszonylatában, ez a kiegyenlítődés pedig a második szakaszban még inkább megfigyelhető volt. A legtöbb hitelt a kereskedelem, javítás szektorban és a mezőgazdaságban működő kkv-k-nak nyújtották, az összes NHP-s hitelből mindkét szektor részesedése 25 százalék; míg a harmadik legjelentősebb ágazat a feldolgozóipar, ahova a hitelek csaknem 20 százaléka jutott.
3. A jegybank 2016 elejétől elkezdte az NHP harmadik, kivezető szakaszát, amelyben – a fokozatos kiveze-

tés jegyében – már csak beruházások finanszírozására volt lehetőség. Az NHP harmadik szakaszában 2016. január 1. és 2017. első negyedéve között volt lehetőség hitel-, illetve lízingszerződések megkötésére. Az MNB összesen 600 milliárd forintos keretösszeggel hirdette meg az NHP harmadik szakaszát, ahol a korábbi szakaszokhoz hasonlóan 0 százalékos kamattal mellett biztosít refinanszírozást a hitelintézeteknek, amelyet azok legfeljebb 2,5 százalékos kamatra hitelezhetnek tovább a vállalkozásoknak, kizárólag új beruházásaik megvalósítására. 2016. január és 2017. március között a program harmadik szakaszában részt vevő hitelintézetek 565 milliárd forint összegű szerződésről nyújtottak be adatszolgáltatást az MNB felé, csaknem 20 ezer ügylet-höz és több mint 12 ezer vállalkozáshoz kapcsolódóan. A harmadik szakaszban a programnak két pillére került kialakításra, lehetőség volt ugyanis forinthitel (I. pillér) és exportörök esetén devizahitel (II. pillér) nyújtására is.

A makrogazdasági környezet jelentősen javult az NHP 2013-as bevezetését követően. Az NHP közvetlen hatásként egyrészt élénkült a hitelkereslet (hiszen az alacsonyabb kamatok vonzóak a vállalati szektor számára), másrészt növekedett a hitelkínálat is (az alacsonyabb törlesztő részletek miatt javul a hitelképesség, illetve élénkül a bankok közötti verseny). Ez azt jelenti, hogy a NHP hatására a kihelyezett hitelek mennyisége emelkedett, miközben a piacinál kedvezőbb forrást jelentő NHP-s hitelek az átlagos hitelkamatokat is csökkentették. Az NHP bevezetését követően az addig trendszerűen csökkenő kkv hitelállomány stabilizálódott és 2015-ben már növekedés volt megfigyelhető.

Az NHP elindításával a hosszú lejáratú hitelek kamatfelára az alapkamathoz képest erőteljesen csökkent. Az NHP a gazdasági növekedéshez a vállalkozások beruházásainak ösztönzése révén járult hozzá. Az MNB becslése szerint az NHP első szakaszában felvett hitelek 137,3 milliárd forint, míg az NHP második szakaszában felvett hitelek 210,6 milliárd forint beruházást generáltak.

Az MNB becslése¹⁶ a program egészében mintegy 1700 milliárd forintnyi hitel- és lízingügylet szolgálta új beruházások finanszírozását, az NHP 2 százalékponttal járulhatott hozzá 2013 és 2016 között a gazdasági növekedéshez, a foglalkoztatást pedig mintegy 20 ezer fővel növelhette.

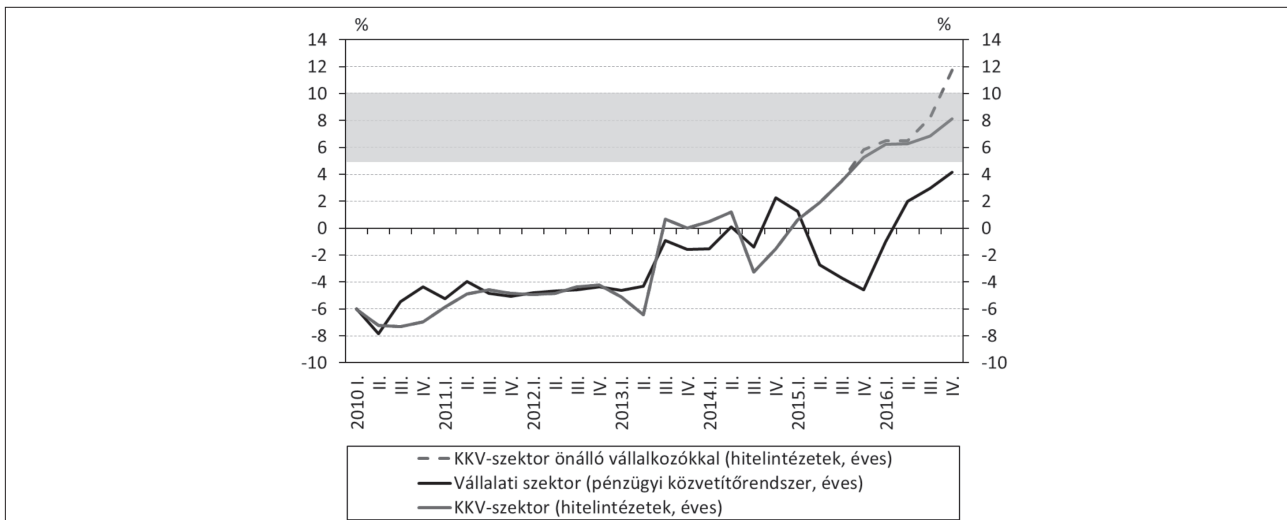
1.2. Piaci Hitelprogram

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2016 januárjában indította el a Növekedéstámogató Programot (NTP), ami a bankok piaci hitelezéshez való visszatérését segíti elő a Növekedési Hitelprogram (NHP) fokozatos kivezetésével, valamint a Piaci Hitelprogram (PHP) meghirdetésével¹⁷.

A Piaci Hitelprogram keretében az MNB egy kockázatkezelést és egy likviditáskezelést segítő eszközzel támogatja

¹⁶ Idem., illetve Magyar Nemzeti Bank (2017): *A Növekedési Hitelprogram eredményei*. MNB-közlemény. 2017 június.

¹⁷ Az alapösszefüggéseket ismerteti: Magyar Nemzeti Bank (2015): *A Piaci Hitelprogram (PHP) alapösszefüggései és eszközei*



A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának növekedési üteme
Forrás: MNB

a bankok piaci hitelezésre való átállását. A két eszközt csak együtt vehetik igénybe a bankok. Az ösztönzés egyik eszköze, hogy a bankok a hitelezésből eredő kamatkockázatukat fedezhetik hitelezési feltételhez kötött kamatcsere eszközzel (HIRS). Ehhez szorosan kapcsolódva, kiegészítő eszközként a bankok likviditáskezelését támogatja egy preferenciális betét-elhelyezési lehetőség. A jegybanki eszközök kínálta előnyökért „cserébe” az igénybe vevő bankok számszerű és így ellenőrizhető hitelezési vállalásokat tesznek. A PHP eszközei esetében az MNB éves gyakorisággal visszaméri a bankok hitelezési vállalásainak teljesülését, és amennyiben az adott bank elmarad a vállalt hitel dinamikától, akkor szankciót alkalmaz. A hitelezési vállalat teljesítésének ellenőrzése évente, az MNB által definiált hitelezési kritérium mutató alapján történik. A hitelezési kritériumnak egy naptári év vonatkozásában kell megfelelnie az egyes intézményeknek (részletesen lásd: Bodnár, Hegedűs, Plajner, Pulai (2017)).

A PHP keretében az MNB a kereskedelmi bankokkal kötött kamatcsere-ügylet segítségével a hosszú futamidejű, piaci alapú hitelezésre irányuló ösztönzési rendszert alakított ki. A Piaci Hitelprogram két szakaszra bontható.

1. Az első szakaszban, azaz 2016 első negyedében a hitelezési feltételhez kötött kamatcsere ügylet (HIRS) igénybevételével a bankok az ügyletmérettel arányosan, összesen 195 milliárd forint értékben tettek vállalást kkv-hitelezésük növelésére.

A Piaci Hitelprogram első évének felülvizsgálata 2017. február végével zárult le. Az intézmények döntő része, 17-ből 15 bank vagy bankcsoport jelentős túlteljesítés mellett zárta a 2016. évet. Így a résztvevő intézmények éves összevont megfelelése 302 milliárd forintot tett ki, azaz meghaladta a 150 százalékot. Mindez azt mutatja, hogy az MNB Piaci Hitelprogramja érdemben támogatta, hogy az önálló vállalkozókat is figyelembe véve a kis- és közepes vállalatok hitelállománya közel 12 százalékkal, a teljes vállalati hitelállomány pedig 4 százalékkal feletti mértékben bővüljön 2016-ban.

2. Mivel A Piaci Hitelprogramban résztvevő bankok 2016-ban jelentős mértékben túlteljesítették vállalati kkv-hi-

telnövekedésüket, és a hitelezési vállalások emelésére a PHP 2015 őszi kialakított keretrendszerében nem volt lehetőségük, így az MNB 2017 nyarán elindította a PHP második szakaszát. A második szakaszban az MNB továbbra is a korábban alkalmazott kockázatkezelő és likviditáskezelő eszközeit ajánlja fel a bankoknak. A PHP második szakaszában a jegybanki eszközök csak korlátozott mértékben álltak a bankok rendelkezésére: a feltételes kamatcsere ügyletek keretösszege 300, míg a preferenciális betétállomány keretösszege 150 milliárd forint volt. Az egyedi banki vállalások emelése érdekében a PHP második szakaszában a kiemelkedő arányú hitel növelést vállaló bankok arányaiban nagyobb mértékben részesültek a preferenciális betéti eszközökből.

A 2017 júliusában tartott tenderen a bankok 2017. évi kkv-hitelezési vállalása 227 milliárd forintra emelkedett. A tenderen részt vevő 9 bank közül 3 bank tett az eredeti vállalásának legalább 100 százalékos emelését jelentő új hitelezési vállalást. Ezek a dinamikus bankok nagyobb arányban részesültek a preferenciális betételhelyezési lehetőségből, mint a kisebb arányú többletvállalást tevő hitelintézetek. A preferenciális betét maximális bankrendszeri állománya 150 milliárd forinttal bővült. A megemelt preferenciális betét elhelyezésére 2017. augusztustól volt a bankoknak lehetősége.

A jegybanki hitelösztönző programok az MNB becslése szerint érdemben hozzájárulnak ahhoz, hogy a kkv-hitelezés növekedése 2017-et követően is a fenntartható gazdasági növekedéshez szükséges 5–10 százalékos sáv felső felében alakuljon.

2. Önfinanszírozási program

A 2008-ban kitört és hamar globálissá terebélyesedő pénzügyi válság Magyarországot sérülékeny, kiszolgáltatott állapotban érte el. Ennek egyik fő oka az volt, hogy nemzetközi összevetésben kiemelkedően magas volt a magyar nemzetgazdaság külső és devizában fennálló adóssága, így a befektetői közösség és a nemzetközi szervezetek is kiemelten

sérülékeny országgént tartották számon Magyarországot. A külföld felé történő eladósodás felfutásához a lakossági devizahitelezés térnyerésén (bankrendszer) túl Magyarországon az állami hitelfelvétel is jelentősen hozzájárult a 2000-es évek közepétől kezdődően.

Az MNB ezért 2014 áprilisában azt a döntést hozta, hogy a külső sérülékenység csökkentését teszi meg elérendő céljának¹⁸. Kolozsi-Hoffmann (2016)¹⁹ alátámasztja, hogy a program megfelelt a jegybanktörvény előírásainak, hiszen

- a program céljaként rögzített külső sérülékenység csökkentése elősegítette a pénzügyi stabilitási jegybanki mandátum elérését, hiszen a magas külső sérülékenység definíció szerint kockázatot jelent pénzügyi stabilitási szempontból,
- a célkitűzés összhangban volt a kormányzati gazdaságpolitikai célokkal, hiszen Magyarország 2013-as konvergenciaprogramja²⁰ a négy kiemelt gazdaságpolitikai cél között nevesíti az ország pénzügyi sérülékenységéhez jelentős mértékben hozzájáruló magas külső adósság csökkentését,
- mindez illeszkedett a jegybank elsődleges céljához, hiszen a gazdasági válságkezelés éveibe, illetve különösen 2013 után a magyar jegybank tartósan alacsony inflációs környezettel szembesült, amiből adódóan inflációs céljának elérésével a monetáris lazítás volt összhangban, amit nemkonvencionális eszközként a hosszabb lejáratú piaci hozamokat érdemben csökkentő Önfinszírozási program is támogatott.

*Programok a külső sérülékenység csökkentésére*²¹

Az utóbbi években több olyan gazdaságpolitikai döntés született, amely a külső sérülékenység csökkentését célozta, illetve ezt segítette elő. Az önfinszírozási koncepció mellett kiemelten az alábbi intézkedések segítették a külső sérülékenység mérséklését.

1. Elmozdulás a lakossági állampapírok felé

A lakossági állampapírok kibocsátásának növelése áttételesen növeli a háztartások állampapír-állományát, és ezen keresztül ösztönzi az államadósság belső finanszírozását. A lakossági állampapír-állomány több mint 6000 milliárd forintot tett ki 2017 közepén, ami csaknem tízszerese az 5 évvel korábbi értéknek.

2. Kamatcsökkentések

A jegybanki alapkamat és a célzott programok révén csökkenő forinthozamok megkönnyítették az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) számára, hogy a lejáratú deviza-

adósságát új forintadóssággal refinanszírozza. Az alapkamat 2016-ban 0,9 százalékra csökkent, a rövid lejáratú állampapírhozamok pedig nulla százalék közelébe estek. Öt évvel korábban az alapkamat 7százalékot tett ki.

3. Növekedési Hitelprogram (NHP) III. pillére: az NHP III. pillére keretében a hitelintézetek számára felkínált devizacsere-ügyletek igénybevételének kimondott feltétele volt, hogy a jegybanki partnerek legalább az MNB-től kapott deviza erejéig csökkentsék rövid lejáratú külső adósságukat.

4. A lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó deviza-eladási programok: a jegybank részben azzal a feltétellel bocsátotta a bankok rendelkezésére a lakossági devizahiteleki forintosításához szükséges devizát, hogy az érintett bankok mérséklék rövid külső adósságukat, illetve ezáltal az ország bruttó külső adósságállományát.

Gór-Holecz, Kolozsi, Novák, Zágonyi (2016)²² rámutat, hogy az önfinszírozási koncepció azzal szolgálja a külső sérülékenység csökkentését, hogy áttételesen a lejáratú devizaadósság forintból történő megújításával elősegíti a devizaadósság és így a külső adósság mérséklését. Az önfinszírozási koncepció az MNB, az ÁKK és a bankok kölcsönös és tartós kooperációján alapul, és anélkül járul hozzá a bruttó külső adósság csökkenéséhez, hogy kötelező jellegű szabályokkal korlátozná az érintettek, kiemelten a bankok viselkedését, alkalmazkodását. Az MNB monetáris politikai eszköztárának átalakítása a banki likviditás jegybankból való kiszorításával és terelésével tette lehetővé, hogy Magyarország csökkenteni tudja külső sérülékenységét. Az önfinszírozási koncepció alapja végső soron tehát egy olyan keretrendszer kialakítása volt, amelyben a két fő állampapírpiaci szereplő – azaz jelen esetben a kínálatot jegyző ÁKK és a belföldi intézményi keresletet elsősorban biztosító bankrendszer – saját szempontrendszere alapján legyen érdekelt a kooperációban. Az önfinszírozás ebből a szempontból egyfajta iteratív folyamatként is felfogható, amelyben minden érintett szereplő a további érintettek magatartása alapján alakítja ki a saját magatartását, követve az esetleges változásokat.

Az Önfinszírozási program mint célzott jegybanki eszköz a standard jegybanki eszköztár összes elemét érintette, valamint nem konvencionális elemmel – a feltételes jegybanki kamatcsere-eszközzel – is bővítette az MNB eszköztárát. Az Önfinszírozási program abból a szempontból is unikálisnak tekinthető, hiszen a jegybankmérleg szűkítésével tette lehetővé a monetáris lazítást: miközben világszerte számos vezető jegybank saját mérlegének korábban nem tapasztalt növelésével (menyiségi lazítási programokkal) érte el a monetáris kondíciók enyhülését, addig az MNB erre az Önfinszírozási programnak köszönhetően úgy volt képes, hogy mérlege szűküljön. Ez azért fontos, mert a jegybankmérleg szűkülésével csökkentek a tartaléktartás költségei, miközben az

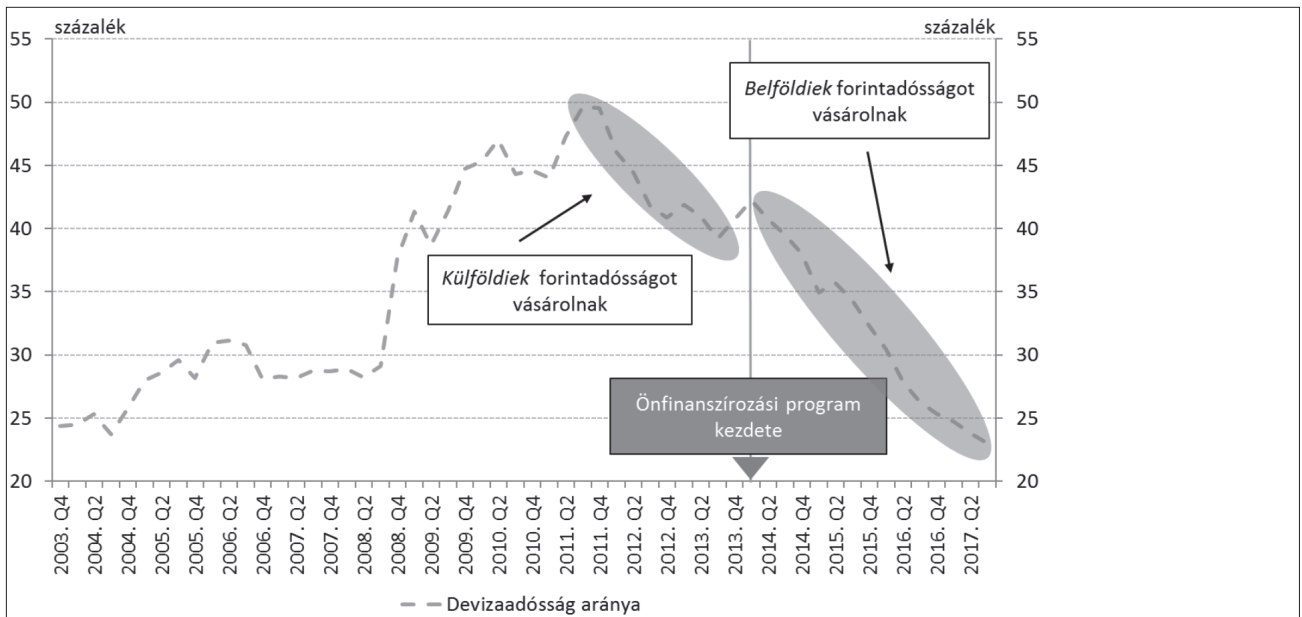
¹⁸ KOLOZSI PÁL PÉTER (2015): Önfinszírozási program: jegybanki eszközökkel az ellenállóbb magyar gazdaságért. Polgári Szemle, 2015/december.

¹⁹ KOLOZSI PÁL PÉTER – HOFFMANN MIHÁLY (2016): *A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel – a Magyar Nemzeti Bank jegybanki eszköztárának megújítása (2014–2016)*. Pénzügyi Szemle 2016/1 (p. 9–34.)

²⁰ Magyarország kormánya (2013): *Magyarország Konvergencia Programja (2013–2016)*.

²¹ Magyar Nemzeti Bank (2016): *Az Önfinszírozási program első két éve – tanulmánykötet*. MNB, 2016

²² GÓR-HOLECZ FATIME – KOLOZSI PÁL PÉTER – NOVÁK ZSUZSANNA – ZÁGONYI ÁDÁM (2016): *Az Önfinszírozási program koncepciója és hatásmechanizmusa* In: Magyar Nemzeti Bank (2016): *Az Önfinszírozási program első két éve – tanulmánykötet*. MNB, 2016



A központi költségvetés adóssága devizaarányának alakulása

Forrás: MNB

állampapírpiacon stabilabbá vált és a bankok által viselt kamatkockázatok csökkentek (Nagy-Kolozsi, 2017)²³.

Az Önfinanszírozási program bevezetését követően, azaz 2014-2016-ban a megnövekedett forintkibocsátásoknak köszönhetően a magyar állam mintegy 11 milliárd euro (3400 milliárd forint) devizaadósságot fizetett vissza forintkibocsátásokból. Jelentősen nőtt a bankok finanszírozásban betöltött szerepe is: 2016-ra a forint állampapírok piacán a külföldi befektetők helyett a hazai bankrendszer vált a legjelentősebb tulajdonosi szektorrá. A forint állampapírok piacán 2011 és 2015 között a külföldi befektetők voltak a legnagyobb szereplők. 2017 első félévének végén ugyanakkor a belföldi szektorok aránya meghaladta a 80 százalékot. A hitelintézetek részesedése 30 százalékról 37 százalékra emelkedett, a lakosság részesedése pedig 5 százalék körüli értékről 20 százalék fölé nőtt (a kormányzat 2012-ben stratégiai célként tűzte a lakossági állampapír-állomány emelését, aminek érdekében hozamszempontból vonzó lakossági állampapírokat vezettek be). Az államadósságon belüli devizaarány a 2014. márciusi 42 százalékról 2016 végére 25 százalékra csökkent, ami nagyságrendileg megegyezett a 2008-as, válság előtti értékekkel.

Csávás-Kollarik (2016)²⁴ rámutat, hogy az Önfinanszírozási program időszaka alatt (2014-2016) és alátámasztotta a program intézkedéseiből adódóan az éven túli lejáratú állampapírhozámok minden lejáraton jobban csökkentek, mint a referenciának tekinthető lengyel hozamok. Ez arra utal, hogy az Önfinanszírozási program tehát lazította a monetáris kondíciókat az állampapírok piacán. Mind a rövid lejáratú,

mind a hosszú lejáratú állampapírhozámok mérséklődtek a program hatására, kiegészítve az MNB alapkamat-csökkentési ciklusait, amivel a program támogatta a monetáris politikai irányultság hatékony megvalósulását. Az elvégzett regresszió alapján az Önfinanszírozási program a jegybanki kamatcsökkentések hozamhatását nagyságrendileg annak felével-negyedével egészítette ki.

A lakossági devizahitelek kivezetése

A lakosság devizában való eladósodása a magyar gazdaság egyik kiemelt kockázati tényezője volt a 2000-as évek elejétől kezdve. Magyarországon 2004-ben kezdődött a kiterjedt lakossági devizahitelezés időszaka, és egészen 2009-ig tartott. A magyarországi lakossági devizahitelek elterjedéséhez keresleti, kínálati és intézményi okok egyaránt hozzájárultak, erről lásd Kolozsi-Banai-Vonnák (2015) tanulmányát.

A devizahitelezés a nemzetgazdaság egészében és valamennyi érintett gazdasági szereplő számára kockázatot és problémát jelentett, ha nem is a devizahitelek felépülésekor, hanem jellemzően a gazdasági környezet romlása után. Ezek a kockázatok és rendszerszintű problémák indokolták a fedezetlen lakossági devizahitelekkel szembeni állami fellépést, illetve 2014-2015-ben a deviza és devizaalapú jelzáloghitelek kivezetését is. Dancsik, Kolozsi, Winkler (2017)²⁵ rámutat: a kockázatok gyors és hirtelen felépülését jól szemlélteti, hogy a 2016-ban fennálló nemteljesítő jelzáloghitel-állomány mintegy 70 százaléka két év alatt, 2007-ben és 2008-ban lett folyósítva, valamint hogy a 2007-08-ban folyósított jelzáloghitelek átlagosan közel 40 százaléka 2016-ra nemteljesítővé vált.

²³ NAGY, MÁRTON – KOLOZSI, PÁL PÉTER (2017): *The Reduction of External Vulnerability and Easing of Monetary Conditions with a Targeted Non-Conventional Programme: The Self-Financing Programme of the Magyar Nemzeti Bank*. Civic Review, Vol. 13, Special Issue, 2017, 99–118, DOI: 10.24307/psz.2017.0307

²⁴ CSÁVÁS CSABA – KOLLARIK ANDRÁS (2016): *Az Önfinanszírozási program hatása a monetáris kondíciókra*. In: Magyar Nemzeti Bank (2016): *Az Önfinanszírozási program első két éve – tanulmánykötet*. MNB, 2016

²⁵ DANCsik BÁLINT – KOLOZSI PÁL PÉTER – WINKLER SÁNDOR: *A devizahitelek forintostásának pénzügypolitikai szempontjai: növekvő stabilitás és jegybanki mozgáster*. In: LEHMANN KRISTÓF – PALOTAI DÁNIEL – VIRÁG BARABÁS szerk. (2017): *A magyar út – célzott jegybanki politika*. MNB, 2017.

Kolozsi–Banai–Vonnák (2015)²⁶ elemzése alátámasztja, hogy a forintosításra az első olyan időpontban került sor, amikor mind a jogi háttér, mind a gazdasági feltételek adottak voltak.

- Szükséges volt, hogy ne legyen olyan érdemi, nyitott jogi kérdés, melynek esetlegesen eltérő későbbi megítélése a forintosítás folyamatának jogi alapjait megkérdőjelezheti. Jogi értelemben ezért a Kúria 2014 júniusában kihirdetett jogegységi határozata alapozta meg a forintosítást.
- A sikeres forintosításhoz elengedhetetlen társadalmi támogatottság feltételezte, hogy a devizahiteleket váltó forinthitelek kamat- és egyéb feltételei nem legyenek rosszabbak a devizahitelek feltételeinél. 2014-re csökkentek olyan szintre a forintkamatok, hogy a devizahiteleseknek ne jelentsen rövidtávon sem kamatemelkedést a forintra való konverzió.
- A lakossági devizahitel-állomány forintosítása instabil makrogazdasági környezetben érdemi bizonytalanságot hordozhat, ezért a konverzióhoz szükséges volt a gazdaságpolitikai és különösen az államháztartási konszolidáció, Magyarország általános kockázati megítélésének javulása. Ugyancsak 2014-es időzítés mellett szól, hogy ekkora alakult ki olyan gazdasági környezet Magyarországon, amelyben érdemi piaci kockázatok nélkül vált végrehajthatóvá a lakossági devizahitelek kivezetése.
- A forintosításhoz a bankoknak devizára van szüksége, így a konverzió feltételezi, hogy a jegybanki tartalék-megfelelés a forintosításra kerülő devizahitelállományhoz képest bőséges legyen. A program kivitelezhetőségét segítette, hogy 2014-re a korábbi 19 milliárd eurós csúcsról 9 milliárd euróra csökkent az átváltásra váró deviza-jelzáloghitel állomány a devizahitelezés tiltása, a végtörlesztés és a fennálló hitelek normál üzemmenet szerinti amortizációja miatt.

A devizahitelek kivezetésére két ütemben került sor, melyek keretében az MNB 2014-2015-ben összesen mintegy 9,6 milliárd eurót adott el a bankoknak anélkül, hogy a jegybanki tartalék-megfelelés az elvárt szint alá csökkent volna.

1. A lakossági devizaalapú és deviza jelzáloghitelek végleges kivezetésekor, 2014 őszén az MNB először a fogyasztói hitelszerződések jogosulatlan, egyoldalú módosításából és az árfolyamrés alkalmazásából adódó banki kötelezettségek elszámolásából, másodsorra pedig az érintett hitelállomány végleges forintra váltásából adódó árfolyamkitettségek fedezéséhez szükséges devizát biztosította a bankrendszer számára. A bankok vagy 2016-2017-ben kapták meg a devizát, vagy pedig vállalták, hogy a rövid külső adósságukat az igénybe vett euroösszeg felének erejéig csökkentik. Az euroeladási tendereken az MNB partnerkörébe tartozó azon hitelintézetek vehettek részt, melyek rendelkeztek devizában denominált lakossági hitelállománnyal. A konverzió az árfolyamra gyakorolt érdemi hatás nélkül ment végbe.

2. 2015 augusztusától a jegybank svájci frank eladási tendereket tartott a jelzáloghiteleken kívüli fogyasztói hitelek forintosításához kapcsolódóan, melyeken a partnerkörébe tartozó hitelintézetek és azok kapcsolt vállalkozásai vehettek részt. A tenderek feltétele az volt, hogy a hitelintézetek az igénybe vett deviza összegével megegyező mértékben csökkentsék devizában fennálló fogyasztói hitelállományukat. A tendereken allokált deviza ebben a hitelkörben is elegendő volt a bankok fedezési igényének kielégítésére.

A forintosítás és az elszámolás következtében jelentősen erősödött Magyarország pénzügyi stabilitása, a kockázatok „*kézben tartottsága*” érdemben nőtt (erről részletesebben lásd: Dancsik, Kolozsi, Winkler (2017)). A lakossági devizahitelek kivezetése – más programokkal, kiemelten az Önfinanszírozási programmal együtt – ezért lehetett az egyik olyan intézkedés, amelyet a hitelminősítők a magyar adósság befektetési kategóriába sorolásakor tételesen is a felminősítés indokaként nevesítettek.

A devizahiteles rendezés hatásai a bankrendszer stabilitására és a háztartásokra

Hatások a bankrendszerre	Hatások a háztartásokra
A háztartások nyitott devizapozíciójából származó hitelezési kockázatok megszűnnek	Megszűnik az árfolyamkockázatból adódó bizonytalanság
Az árfolyamgyengülés nem növeli a háztartási jelzáloghitelek tőkekövetelményét a továbbiakban	Kiszámítható, transzparens árazású forinthitel miatt az egyoldalú kamatemelés lehetőségéből adódó bizonytalanság is megszűnik
Csökken a devizapiacra való ráutaltságból adódó megújítási kockázat	Az elszámolás miatt csökkennek a fennálló tartozások.

Összegzés

A 2013-as monetáris politikai fordulat óta a gazdaságpolitika két fő ágát konstruktív összhang jellemzi, aminek folyamánként a jegybank az infláció letörése mellett egyéb módokon is hozzájárul a jól irányított állam kialakításához. A monetáris politikai fordulatra azért volt szükség, mert a magas kamatok megdrágították az adósság finanszírozását, a jelentős külső és devizaadósság miatt az ország sérülékeny volt, a vállalati, kiemelten a kis- és középvállalati hitelezés zugorodott. Az MNB ezen kihívásokra a kamatcsökkentéssel, a hitelösztönző és önfinanszírozási programokkal, valamint a lakossági devizahitelek kivezetését lehetővé tevő eszközök bevezetésével reagált.

A 2012 és 2016 közötti kamatcsökkentési ciklusok révén a kezdeti 7 százalékos jegybanki alapkamatot 0,9 százalékra csökkent, majd az MNB az alapkamat tartósan alacsony szinten tartása és a monetáris kondíciók célzott nemkonvencionális lazítása mellett köteleződéssel el. Az alapkamat csökkentése, illetve a monetáris kondíciók lazítása mérsékelte a banki és állampapír-piaci kamatokat, támogatta a gazdasági növekedést és az inflációs cél középtávú elérését, csökkentette

²⁶ KOLOZSI PÁL PÉTER – BANAI ÁDÁM – VONNÁK BALÁZS (2015): *A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 3. szám, 2015. szeptember, 60–87. o.

a hitelterheket, illetve megakadályozta a hitelállomány, a fogyasztás és a beruházás további zuhanását. A kamatcsökkenések összességében mintegy 1,1 százalékponttal emelhették a gazdasági növekedést, és érdemben támogatták, hogy az infláció tartósan a negatív tartományban alakuljon.

A 2013-as monetáris politikai fordulat egyik első intézkedéseként az MNB célzott hitelezési programot vezetett be, majd a Növekedési Hitelprogram kifutásával, 2015 végén a jegybank meghirdette a piaci hitelezésre való átállást támogató Piaci Hitelprogramot. A hitelösztönző programok következtében jelentősen javult a makrogazdasági környezet, élnkült a hitelkereslet, növekedett a hitelkínálat, csökkentek az átlagos hitelkamatok, a kkv-hitelállomány stabilizálódott, majd 2015-ben növekedni kezdett. Az NHP összességében 17 ezer fővel növelhette a foglalkoztatást, a növekedési hatás éves szinten 0,4-0,8 százalékpontot tehetett ki. A Piaci Hitelprogramban tett banki vállalások az elért eredmények megtartása mellett előretekintve biztosítják, hogy a kkv-hitelezés növekedése a fenntartható gazdasági növekedéshez szükséges 5–10 százalék közötti sáv felső felében alakuljon.

Nemzetközi összevetésben a 2007-es válságot követően a magyar gazdaság egyik komoly gyengesége volt a magas külső sérülékenység, ami elsősorban a jelentős deviza- és külföldi adósságra volt visszavezethető. Az MNB 2014 áprilisában azt a döntést hozta, hogy a külső sérülékenység csökkentése érdekében intézkedéseket tesz, a jegybanktörvény előírásainak megfelelően az elsődleges árstabilitási cél megtartása és figyelembe vétele mellett. A külső kitétség csökkentése érdekében bevezetett Önfelfinanszírozási program mint célzott

jegybanki eszköz egyértelmű sikereket ért el: a program bevezetését követő két évben a magyar állam mintegy 11 milliárd euro (3400 milliárd forint) devizaadósságot fizetett vissza forintkibocsátásokból, az államadósságon belüli devizaarány pedig 42 százalékról 25 százalékra csökkent. Mindeközben az intézkedések a jegybanktörvényben rögzített elsődleges cél elérését is elősegítették, hiszen a program eredményesen lazította a monetáris kondíciókat a hosszabb lejáratú értékpapírok, kiemelten az állampapírok piacán. A programok eredményeként megállt a gazdasági visszaesés, a kkv-hitelezés csökkenő trendje, és a monetáris politikai fordulat mellett megvalósult a növekedési és hitelezési fordulat is.

Ugyancsak komoly sérülékenységi problémát jelentett a magas lakossági devizaadósság, ami a magyar gazdaság egyik kiemelt kockázati tényezője volt a 2000-as évek elejétől kezdve. A devizahitelek kivezetéséhez szükség volt a jegybanki devizatartalékok ütemezett felhasználására, amire az MNB 2014 őszén és 2015-ben tartott tenderein volt a bankoknak lehetősége. A forintosításra az első olyan időpontban került sor, amikor mind a jogi háttér, mind a gazdasági feltételek adottak voltak. Az MNB összesen mintegy 9,6 milliárd eurót bocsátott a bankok rendelkezésére anélkül, hogy a konverzió az árfolyamra érdemi hatást gyakorolt volna, illetve a jegybanki tartalékmegfelelés a program során bármikor az elvárt szint alá csökkent volna. A forintosítás és az elszámolás sikerének tekinthető, hogy a lakossági devizahitelek kivezetése következtében jelentősen erősödött Magyarország pénzügyi stabilitása, illetve a kockázatok „*kézben tartottsága*” is érdemben nőtt.