



A jegybanki intézkedések hatása az MNB eredményére és a többi szektorra

A Magyar Nemzeti Bank a 2012-es veszteséget követően az elmúlt négy évben végig nyereséges volt: az előző év kimagasló nyeresége után a jegybank eredménye **2016-ban is magas szintet ért el, meghaladta az 54 milliárd forintot.** A nyereség kialakulásában a kamatkiadások folytatódó csökkenése mellett a korábbi évek-nél mérsékeltebb, de továbbra is jelentős árfolyameredmény, illetve a pénzügyi műveleteken realizált nyereség játszott szerepet.

A törvényben szereplő céljai, ezek közül is kiemelten az inflációs cél elérése érdekében hozott **jegybanki döntések 2016-ban is jelentős szerepet játszottak** az eredmény kedvező alakulásában:

- Az inflációs cél elérése érdekében indított kamatcsökkentési ciklus folytatása **jelentősen visszafogta a jegybank kamatkiadásait**, így hozzájárult a jelentős jegybanki eredmény kialakulásához.
- A **kamatkiadások mérséklődését** – az MNB mérlegének szűkülésén keresztül – a **pénzügyi stabilitás növelése és a monetáris politika mozgásterének kibővítése érdekében hozott döntések** (az önfinanszírozási program és a lakossági hitelek forintosítása) **is támogatták.** Az intézkedésekkel járó devizaeladások a realizált árfolyameredményt is javították.
- Az alapkamat hosszabb távú stabilitását **célzó eszköztár-átalakítás is kedvezően befolyásolta az MNB eredményét.** Az eszköztár folytatódó átalakítása egyrészt támogathatja az önfinanszírozási program mérlegszűkítő hatását, és így az MNB kamatkiadásainak mérséklődését eredményezheti. Másrészt a korlátozás átrendezi a betéti oldali eszközök között forráselosztást is: a bankok a felesleges likviditás korábbinál jóval nagyobb részét az irányadó kamatot fizető háromhónapos betét helyett a 0,05 százalékos kamatfizetést igénylő egynapos O/N betétben helyezték el.

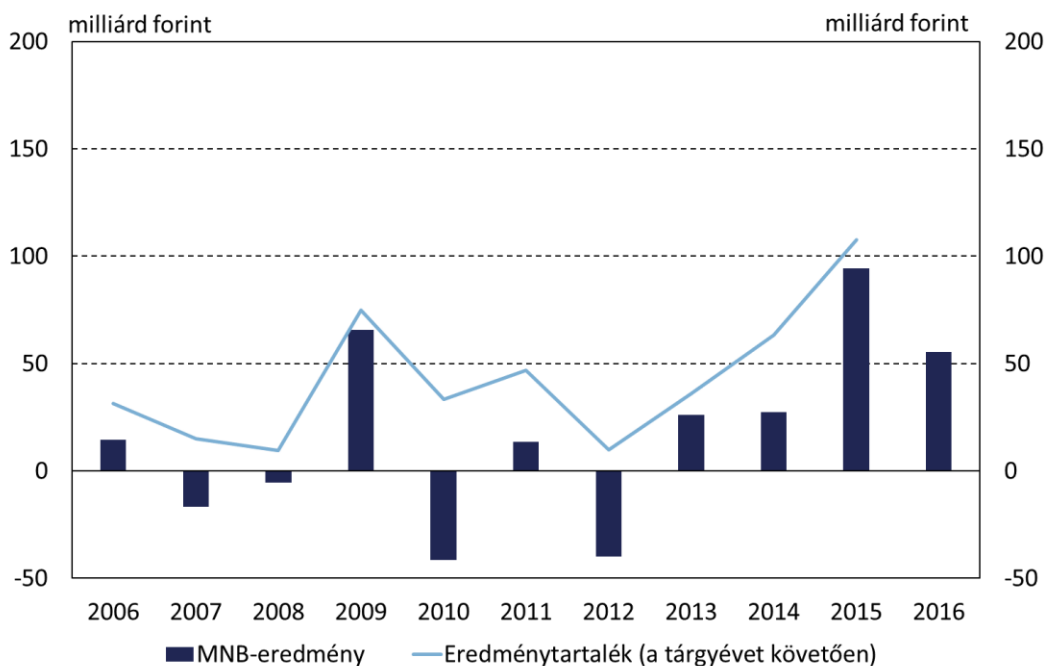
A jegybanki intézkedések mellett, hogy az MNB eredményre kedvezően hatottak, **támogatták az egyes gazdasági szektorok sérülékenységének csökkenését is.** A jegybanki kamatcsökkentések hatására a **költségvetés, a vállalatok és a háztartási szektor kamatkiadásai is csökkentek**, miközben az MNB további intézkedései ked-

vezően hatottak a szektorok pénzügyi pozíciójának alakulására. A költségvetési egyensúly javulásához hozzájárult a Növekedési Hitelprogram gazdaságélénkítő hatása, az önfinanszírozási program pedig segítette a külső sérülékenység csökkenését. A Növekedési Hitelprogram a vállalatok számára kamatmegtakarítást eredményezett, így érdemben javította a szektor jövedelmezőségét és számos kis és középvállalkozás számára tette lehetővé a forrásszerzést. A lakosság kamatterheinek alacsony szintre csökkenését 2016-ban a jegybanki eszköztár átalakítása és a bankközi hozamok csökkenése is segítette. A **háztartások sérülékenységének csökkenéséhez hozzájárult, hogy a forintosításnak köszönhetően lényegében megszűnt a háztartások árfolyamkitettsége és törlesztőrészletének ingadozása**, a fair bankrendszeri szabályozás pedig kiszámíthatóbbá tette a lakossági hitelek árazását.

1. AZ MNB EREDMÉNYÉNEK ALAKULÁSA AZ ELMÚLT ÉVEKBEN

Az MNB az elmúlt négy évben nyereséges volt, a 2016. évi eredménye meghaladta az 54 milliárd forintot. A 2012-ben még veszteséges jegybank 2013-tól folyamatosan nyereséget ért el, melyben az inflációs cél elérése érdekében elindított kamatsökkentési ciklus, illetve a gazdaság külső sérülékenységének csökkentését segítő intézkedések hatása is szerepet játszott. 2013-ban és 2014-ben az MNB éves eredménye 25-25 milliárd forint körül alakult, majd 2015-ben közel 100 milliárd forintot tett ki, amiből 50 milliárd forintot – az államadósság csökkentése érdekében – osztalékként befizetett a költségvetésbe. Az előző év kimagasló nyeresége után a jegybank eredménye 2016-ban is magas szintet ért el, meghaladta az 54 milliárd forintot (1. ábra). A nyereség kialakulását a kamatkiadások folytatódó csökkenése mellett a korábbi éveknél mérsékeltebb, de továbbra is jelentős realizált árfolyameredmény, illetve a pénzügyi műveletek nyeresége határozta meg.

1. ábra: Az MNB eredményének és eredménytartalékának alakulása

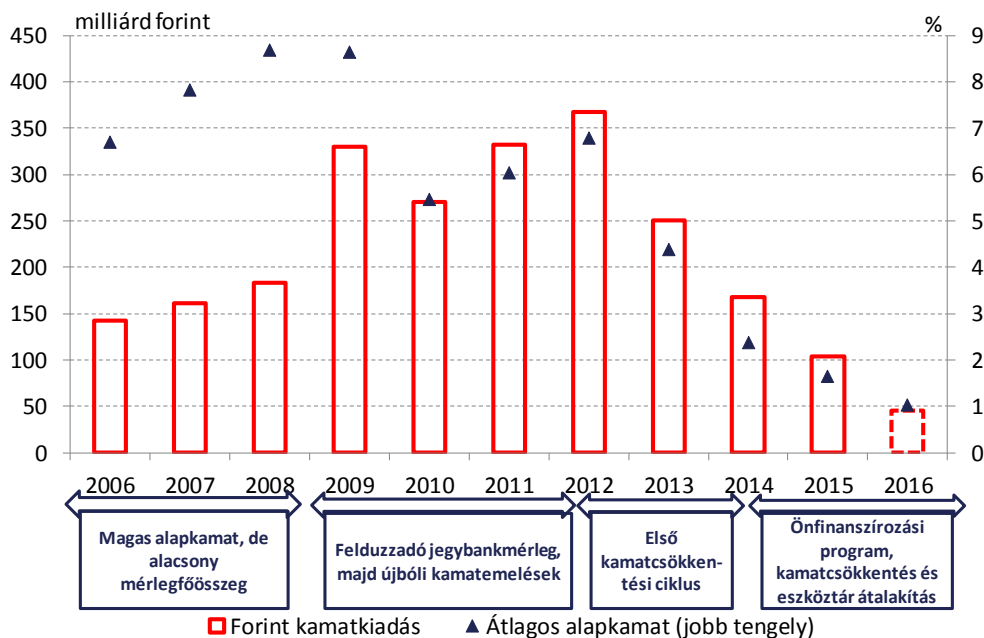


2013 elején az MNB eredménytartaléka mindössze 7 milliárd forint volt, azaz egy nagyobb mértékű veszteség esetén már költségvetési térítés vált volna szükségessé a veszteség finanszírozására, ami az államadósság mellett a költségvetési hiányra is negatívan hatott volna. A jegybank a 2013-as és 2014-es nyereségét teljes egészében az eredménytartalékba helyezte, így a stabilan emelkedő tartalék és a 2015. évi kimagasló eredmény lehetővé tette az osztalékfizetést a költségvetés számára.

1.1. A kamateredmény és a pénzügyi műveletek eredményének alakulása

A kamatkiadások 50 milliárd forint alá történő csökkenését a kamatcsökkentések mellett a jegybanki intézkedések mérlegszűkítő hatása is támogatta. A válság során az MNB mérlegének felfúvódása és a kamatemelések a jegybanki kamatkiadások jelentős emelkedését okozták. Az IMF/EU-hitel felvétele ugyanis a devizatartalék emelkedésével járt, amivel párhuzamosan a sterilizációs állomány hasonló mértékben növekedett a forrásoldalon. Mivel a sterilizációs állományra fizetett forintkamat magasabb a kockázatmentes eszközökben tartott devizatartalékon realizált devizahozamnál – és ez a kamatkülönbség a válság utáni kamatemelések következtében tovább nőtt – a mérlegfőösszeg emelkedése és a kamatemelések együttesen az MNB kamatvesztésének jelentős emelkedését okozták. 2013-tól a kamatcsökkentési ciklussal elindult a forint kamatkiadások mérséklődése, amit az MNB intézkedések mérlegszűkítő hatása is erősített. Az önfinanszírozás és forintosítás hatására bekövetkező mérleg-összehúzó hatás miatt a kamatozó forintkötelezettségek állománya is jelentősen mérséklődött (részletesebben lásd később). A kamatcsökkentések és az egyéb jegybanki intézkedések összességében azt eredményezték, hogy 2016-ban a jegybank forint kamatkiadása 50 milliárd forint alá csökkent (2. ábra).

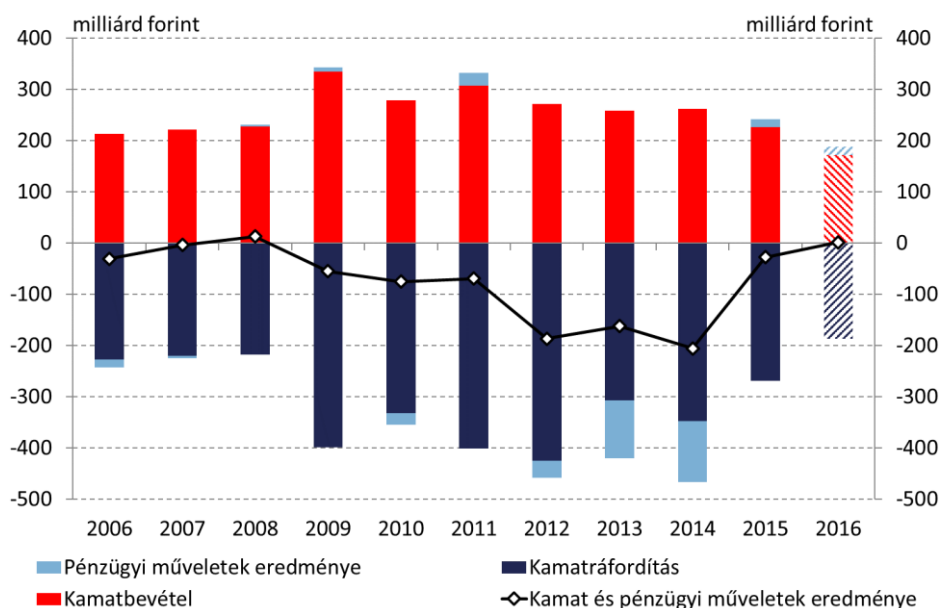
2. ábra: A jegybanki forint kamatkiadások és az átlagos alapkamat alakulása



A fokozatosan javuló kamateredmény a pénzügyi műveletek nyereségével együtt 2016-ban már pozitív volt. Az MNB kamatvesztése a forintkamatkiadások alakulásával összhangban a válság idején jelentősen megnőtt, majd 2012-től fokozatos

csökkenésnek indult.¹ Ekkortól a mérleg összehúzóása és a kamatráfordítások csökkenése a kamateredmény fokozatos javulásának irányába hatottak. A pénzügyi műveletek eredménye 2013-ban és 2014-ben még (a magas kuponú értékpapírok lejáratkori eredményhatásának számviteli elszámolási szabálya miatt) érdemben mérsékelte az MNB eredményét. A 2014-ben történt rendeletmódosításnak² köszönhetően a pénzügyi műveletek eredményében megfigyelhető ingadozás megszűnt, sőt az elmúlt két évben az MNB nyereséget realizált pénzügyi műveletein. 2016-ban a kamateredmény és a pénzügyi műveletek eredménye összességében 1,2 milliárd forint nyereség volt, így 2008 óta először javította az MNB eredményét.

3. ábra: A kamateredmény és a pénzügyi műveletek eredményének alakulása



Megjegyzés: A kamatráfordítás a forint kamatkiadás mellett tartalmazza a swapok miatti deviza-kamatkiadást is. A 2014-es rendeletmódosítás jelentősen befolyásolja az adatok összehasonlíthatóságát.

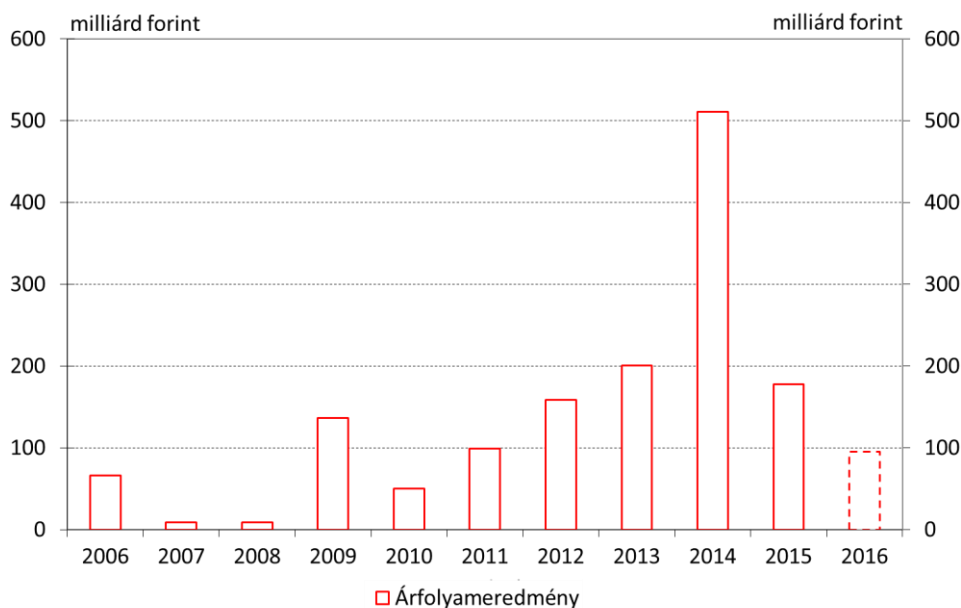
¹ A kamatráfordítások csökkenése 2014-ben átmenetileg megtorpant, ami az MNB-re vonatkozó számviteli kormányrendelet módosításával hozható összefüggésre: az időarányos amortizáció egyösszegben, 2014 decemberében került elszámolásra, ami közel 100 milliárd forinttal növelte az MNB devizában elszámolt kamat-és kamatjellegű ráfordításait (bővebben lásd [Kékesi Zsuzsa és Koroknai Péter Tisztább kép – A hullámzó jegybanki eredmény kisimítása](#) című szakmai cikkét).

² Az új módszertan szerint a beszerzési árfolyam és a névérték közötti különbség 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).

1.2. Az árfolyameredmény alakulása

Az MNB 2016. évi nyereségét a kedvező kamateredmény mellett főként a deviza-árfolyam-változásból származó eredmény határozta meg. Az árfolyameredmény alakulása két fő tényezőtől függ: a hivatalos és a bekerülési árfolyam eltérésétől és az MNB devizapozíciójának változásától (gyakorlatilag az MNB devizaeladásának nagyságától). Mivel a jegybank devizaeszközeivel szemben főként forintforrások állnak, az MNB jelentős nyitott devizapozícióval rendelkezik. Amikor ez a devizapozíció csökken – vagyis az MNB a bekerülési árfolyamon nyilvántartott (olcsóbban vásárolt) devizát eladja az aktuális forintárfolyamon – a jegybank árfolyamnyereséget realizál. Az MNB realizált árfolyameredménye az elmúlt években magas szintet ért el. Ebben szerepet játszott, hogy a válság kitörését követően egyes időszakokban megemelkedett a hivatalos és a bekerülési árfolyam közötti különbség, illetve a gazdaság sérülékenységének csökkentése érdekében tett jegybanki intézkedések miatt megnövekedett devizaeladás is az árfolyameredmény emelkedésének irányába hatottak. Az önfinanszírozási programnak köszönhetően emelkedik az állam belső finanszírozása, így a lejáró devizaadósság visszafizetése egyre nagyobb mértékben forintforrásból történik, az ehhez szükséges devizakonverzió pedig a jegybank árfolyamnyereséget realizál. A 2014. évi kiemelkedő realizált árfolyameredmény kialakulásához a jelzáloghitelek forintosításához kapcsolódó aukciókon elért nyereség is hozzájárult. 2016-ban az MNB realizált árfolyameredménye 95 milliárd forint nyereség volt, amit elsősorban az állam devizaigényének kielégítéséhez kapcsolódó konverziók határoztak meg.

4. ábra: A realizált árfolyameredmény alakulása



2. A JEGYBANKI DÖNTÉSEK HATÁSA AZ MNB EREDMÉNYÉRE

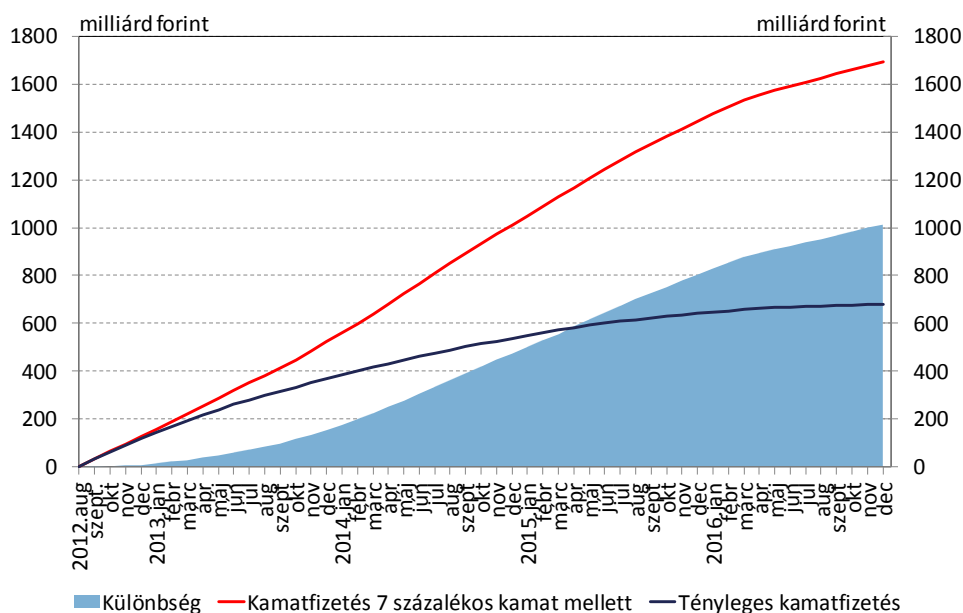
Az MNB-nek nincs eredménycélja, ugyanakkor a jegybank törvényben lefektetett céljai, kiemelten az inflációs cél elérése érdekében hozott döntései az elmúlt években érdemben, pozitívan befolyásolták az MNB eredményét. A jegybanki eredmény alakulásában alapvetően a monetáris politikai döntések, illetve a jegybanktól független, exogén tényezők (például állami devizakötvény-kibocsátások, EU-transzferek, a külső kamatok) befolyásolják. 2012-től kezdődően ugyanakkor az MNB-nek több olyan intézkedése, programja volt, amely jelentősen, és döntően pozitívan befolyásolta a jegybank eredményét. Az alapkamat-csökkentési ciklusok, a devizahitelek forintosítása, az önfinanszírozási program és a jegybanki eszköztár átalakítása is az eredmény emelkedését eredményezte, míg a Növekedési Hitel Program ellentétes irányba hatott. Az MNB által indított programok és intézkedések alapvetően gazdaságpolitikai célok elérését támogatták: a kamatcsökkentések az inflációs cél elérését célozták, a lakossági devizahitelek forintosításával a pénzügyi stabilitási kockázatokat sikerült jelentősen mérsékelni, míg az önfinanszírozási program az államadósság külföldi befektetők általi finanszírozását csökkentette számottevően. Ezek a lépések nagyban hozzájárultak Magyarország felminősítéséhez, és így végső soron a kockázati felárak és a magyar adósság finanszírozásának csökkentéséhez.

2.1. Az alapkamat csökkentése

Az inflációs cél elérése érdekében indított kamatcsökkentések az MNB kedvezőbb eredményéhez is hozzájárultak. Az MNB jelenleg passzív oldali sterilizációt hajt végre, azaz a hozamszintet a többletlikviditást lekötő instrumentumok kamatának alakításával éri el. A likviditástöbblet alapvetően a kis nyitott gazdaságok jegybankjaira jellemző, és a fejlett országokéhoz képest magas devizatartalék tartásának szükségességével magyarázható. Az eszközoldali devizatartalékot a jegybank különböző forrásoldali tételekkel finanszírozza: a forgalomban levő készpénz, az állami betétek és a kötelező tartalék nagyságát a gazdasági folyamatok határozzák meg, és a fennmaradó forrást a jegybanki betétek (háromhónapos és egynapos) biztosítják. A jegybanki eredmény egyik fontos komponense a kamateredmény, ami a forrásoldali kamatozó kötelezettségeken (pl. likviditást lekötő instrumentum) képződő kamatráfordítások és devizatartalékon realizált kamatbevétel különbségeként adódik. Vagyis a kamatcsökkentések csökkentik a jegybank kamatkiadásait – javítva ezáltal az MNB eredményét –, mivel az MNB az irányadó eszközre kisebb

kamatot fizet. Az MNB kamatkiadása 2012 augusztusa és 2016 decembere között – a megvalósult mérlegszerkezet mellett – közel 1000 milliárd forinttal, a GDP mintegy 3 százalékaival lett volna magasabb a 2012. augusztusi, 7 százalékos kamatot feltételező, hipotetikus pályához képest (5. ábra). A kamatcsökkentések azonban nemcsak közvetlenül, hanem közvetetten is érintették az MNB eredményét: a likviditáslekötő eszközökre fizetett alacsonyabb kamat miatt a likviditástöbblet is kisebb mértékben nőtt, ami szintén a kamatkiadások mérséklődését támogatta. Emellett az alacsony kamatszint miatt jelentősen csökkent a készpénztartás alternatívaköltsége is, ami a készpénzkereslet növekedésén keresztül csökkentette a kamatozó forintforrások állományát is. A kamatcsökkentésekkel kapcsolatban fontos hangsúlyozni, hogy a kamatcsökkentéseket a monetáris politikai célok elérése indokolta, mivel az irányadó kamat csökkentése nélkül az MNB elsődleges céljának elvételét kockáztathatta volna: a kamatcsökkentések nélkül érdemi deflációs kockázatok épülhettek volna fel a gazdaságban.

5. ábra: Egy hipotetikus pályához képesti kamatmegtakarítás mértéke



2.2. A sterilizációs állomány mértékét befolyásoló döntések (önfinanszírozási program, forintosítás, NHP)

A gazdaság sérülékenységének csökkentése érdekében tett mérlegszűkítő lépések is hozzájárultak a kamatkiadások mérséklődéséhez. A jegybanki intézkedések közül az önfinanszírozási program és a forintosítás mérsékelte a sterilizációs állományt, a gazdasági növekedését támogató Növekedési Hitelprogram elindítása ugyanakkor némiképp ellensúlyozta ezt a hatást. A mérlegfőösszeg több mint 4000

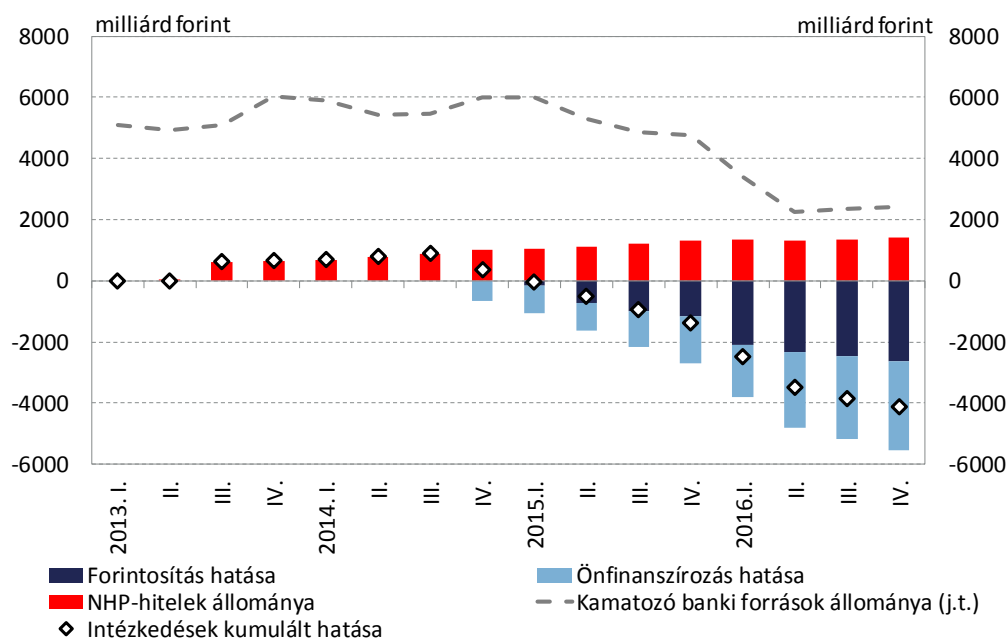
milliárd forintos mérséklődése nélkül a kamatkidadások is csak kisebb mértékben csökkentek volna. A következőkben röviden bemutatjuk, hogy az MNB legfontosabb intézkedései és programjai hogyan befolyásolták az MNB mérlegét, ezen belül is a sterilizációs állomány mértékét (6. ábra).

- *Önfinanszírozás.* Az MNB 2014 elején jelentette be az önfinanszírozási programot, melynek célja a gazdaság külső sérülékenységének mérséklése az állam devizaadósságának forintból történő refinanszírozásán keresztül. Az önfinanszírozási program intézkedései (az irányadó eszköz betétesítése, a nem banki szereplők kizárása az irányadó eszközből, a jegybanki IRS tenderek, a banki eszközök likviditását szabályozó LCR mutató gyorsabb ütemű szigorítása, irányadó eszköz átalakítása) azt eredményezték, hogy a bankok állampapír-kereslete jelentősen emelkedett. Az ÁKK – alkalmazkodva a magasabb kereslethez – megemelte a forintkibocsátást, ami lehetővé tette, hogy az állam a lejáró devizaadósságát forintból finanszírozza. A bankok állampapír-keresletének növelése mellett a devizaadósság törlesztéséhez szükséges devizát is az MNB biztosította, így a programnak köszönhetően összességében több mint 9 milliárd euróval, mintegy 2900 milliárd forinttal szűkült az MNB mérlege.³
- *Forintosítás.* Az MNB 9,6 milliárd eurót bocsátott a bankok rendelkezésére annak érdekében, hogy a bankok ne a piacról szerezzék be a forintosítást követően nyíló pozícióik zárásához szükséges devizát. A bankok azonban a kapott devizát nem használták fel egyből, hanem devizacsere ügyleteken keresztül a jegybanknál helyezték el. Így a devizatartalék és ezzel párhuzamosan az irányadó eszköz nem egy összegben, hanem 2017 végéig fokozatosan csökken. 2016 végéig összesen közel 8,5 milliárd euro értékben került sor ezen swapügyletek lezárására vagy lejáratára, ami mintegy 2600 milliárd forinttal alacsonyabb sterilizációs állományt eredményezett. 2017-ben még további 1 milliárd euróval csökkenhet az MNB mérlegfőösszege – így a likviditást lekötő eszközök állománya is – a forintosításhoz és elszámoláshoz kapcsolódóan.

³ A bankok állampapír-vásárlása miatt egyrészt csökken a bankok MNB-nél elhelyezett betét-állománya, másrészt a többlet forintkibocsátások révén nő a költségvetés forintbetéte. Az MNB mérlegfőösszege akkor csökken, ha az államháztartás devizaadósságát törleszt: az államháztartás a törlesztéshez az MNB-től vásárol devizát forint ellenében, ami csökkenti a devizatartalékokat és ezzel párhuzamosan az állam forintbetétjét is.

- **Növekedési Hitelprogram.** A sterilizációs állomány emelkedése irányába hatott ugyanakkor a Növekedési Hitelprogram (NHP) elindítása. A Növekedési Hitelprogram (NHP) ugyanis növeli a jegybank mérlegfőösszegét: az eszköz oldalon a nyújtott hitelek mellett a forrásoldalon magasabb sterilizációs állománnyal jár – 2016 végén a fennálló hitelállomány közel 1400 milliárd forintot tett ki. A program hatásait konszolidált szinten, a teljes nemzetgazdaságra gyakorolt hatásokkal együtt érdemes vizsgálni: bár a program költséget jelent az MNB számára a magasabb sterilizációs állományra fizetett kamat miatt, azonban hasznai meghaladják a jegybanknál koncentráltan jelentkező költségeket: a magasabb gazdasági növekedés például magasabb állami adóbevételekkel jár együtt.

6. ábra: A jegybanki intézkedések jegybankmérlegre gyakorolt hatása

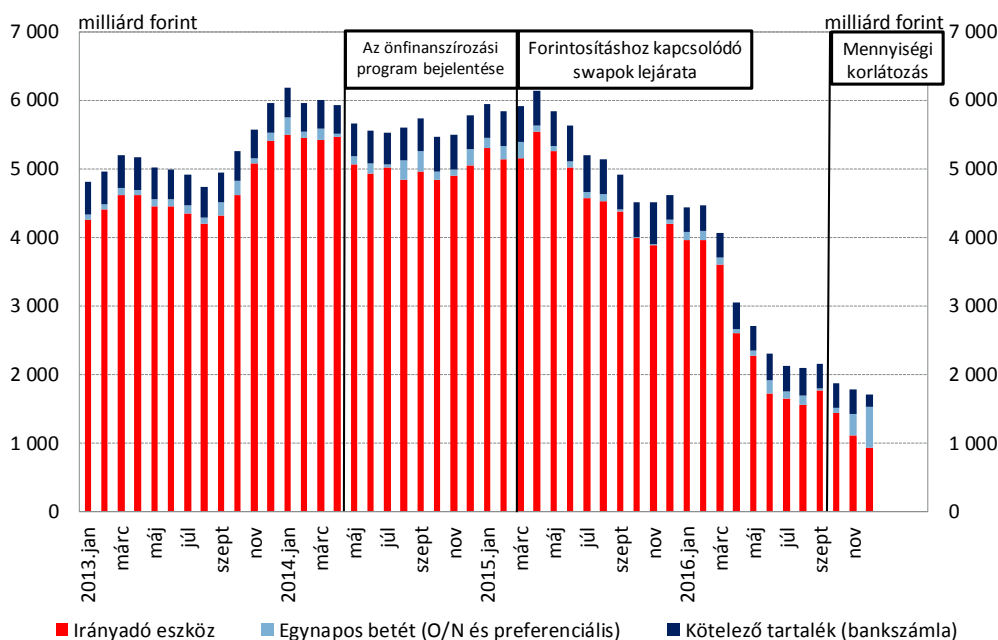


Összességében 2016 végére az MNB intézkedéseinek – főként az önfinanszírozási program és a forintosítás – hatására már közel 4100 milliárd forinttal volt alacsonyabb a kamatozó forintkötelezettségek állománya, és így ezen programok már számottevően ellensúlyozták az NHP korábbi mérlegbővítő hatását. Amennyiben az önfinanszírozási program bejelentésekor (2014. április) tapasztalt mérlegszerkezet maradt volna fenn, az 2016 végéig több mint 50 milliárd forinttal magasabb többletkiadással járt volna.

2.3. A jegybanki eszköztár további átalakítása

A kamatcsökkentés és a mérlegfőösszeg összehúzódása mellett az eszköztár további, az alapkamat hosszú távú stabilitását célzó átalakítása is kedvezően érintette az eredményt. A Monetáris Tanács 2016. júliusi döntése értelmében 2016 augusztusától az MNB ritkította a háromhónapos jegybanki betéti eszköz tendereit, és 2016 októberétől korlátozta a tenderen elfogadott banki ajánlatok mennyiségét: a szeptemberi döntés értelmében 2016 negyedik negyedévében az irányadó eszközként szolgáló három hónapos betét állománya nem haladhatta meg a 900 milliárd forintot. A mennyiségi korlátozás hatékonyan támogatja az MNB hitelösztönzési és önfinanszírozási programjait, emellett hozzájárul a bankközi piacok élénküléséhez és a monetáris kondíciók célzott, nem-konvencionális eszközökkel történő lazításához. Vagyis az eszköztár folytatódó átalakítása egyrészt az önfinanszírozási program mérlegszűkítő hatását támogathatja, ami az MNB kamatkidásainak további mérséklődésével jár. Másrészt a korlátozás hatására a betéti oldali eszközök között is átrendeződés történik: a bankok a felesleges likviditás korábinál jóval nagyobb részét helyezték el a 0,05 százalékos kamatfizetést igénylő egynapos O/N betétben az irányadó kamatot fizető háromhónapos betét helyett.

7. ábra: A kamatozó banki forintforrások állománya (átlagos értékek)



3. A JEGYBANKI INTÉZKEDÉSEK HATÁSA A TÖBBI SZÉKTOR POZÍCIÓJÁRA

Az MNB törvényi kötelezettségéből fakadó intézkedései és döntései nemcsak az MNB eredményét, hanem a többi szektort is pozitívan érintették. A következőkben

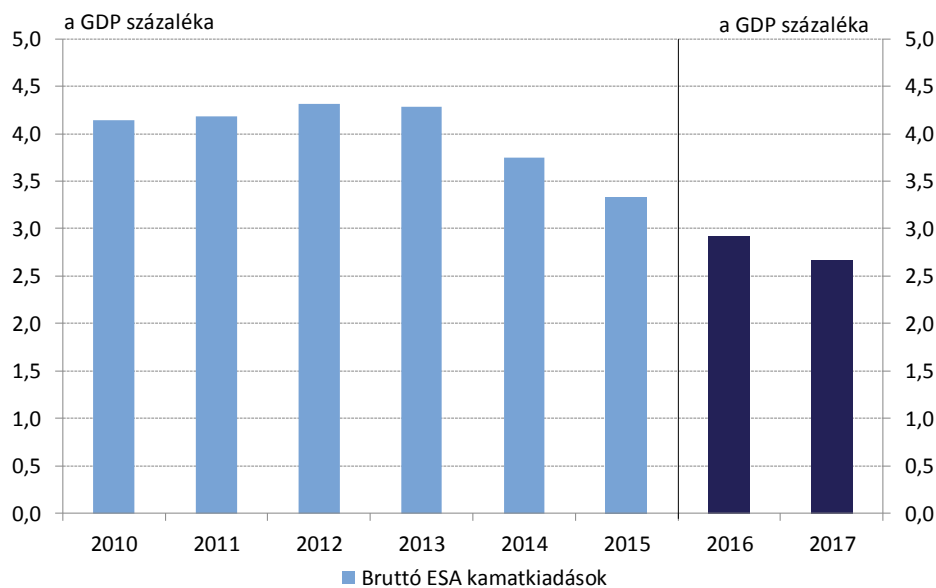
röviden ismertetjük, hogy az MNB döntései hogyan befolyásolták az egyes szektorok pozícióját, különös tekintettel az egyes szektorok kamatkiadásainak, illetve a szektorok által viselt kockázatok alakulására.

3.1. Költségvetésre gyakorolt hatás

A hozamcsökkenések hatására 2013 és 2016 között a GDP-arányos kamatkiadások 1,3 százalékponttal csökkentek. Az MNB intézkedéseinek költségvetésre gyakorolt hatása leginkább a kamatkiadások alakulásában érhető tetten. A külső támogató környezet mellett a kamatcsökkentéseknek és az egyéb nemkonvencionális – magasabb banki állampapír-keresletet eredményező – eszközöknek köszönhetően az állampapír-piaci hozamok 400-700 bázisponttal csökkentek 2012 és 2016 között. Az alapkamat-csökkentés elsősorban a hozamgörbe rövid végére hat, az MNB további intézkedéseinek hatására ugyanakkor a hosszú hozamok is érdemben mérséklődtek. A kamatcsökkentések hatása azonban még nem érvényesül teljesen a kamatkiadásokban: az alacsonyabb hozamok mellett kibocsátott állampapírok arányának növekedésével párhuzamosan a kamatmegtakarítás hosszú távon elérheti évente a GDP 2 százalékát.⁴

⁴ Részletesen lásd: [Kicsák Gergely A 2012-2015-ben bevezetett jegybanki intézkedések hatása az államháztartás finanszírozására](#) című szakmai cikkében.

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



Megjegyzés: 2016-2017-re MNB-előrejelzés. Az adatok a nyugdíjrendszer átalakítása miatt keletkező kötelezettséghez kapcsolódó imputált kamatkiadásokat nem tartalmazzák. A kamatfizetési kötelezettség alatt csak az államadóságra fizetett kamatot értjük.

A kamatcsökkentések mellett a Növekedési Hitelprogram a gazdasági növekedés élénkítésével járult hozzá a költségvetési egyensúly javításához, az önfinanszírozási program pedig támogatta az ország külföldi függőségének mérséklődését is. A kamatcsökkentési ciklus és az NHP érdemben támogatta a gazdasági növekedést, ami az éves adóbevételt a GDP 0,3-0,4 százalékával növelhette.⁵ A költségvetési konszolidáció mellett az utóbbi években kiemelt fontossággal bír az államadóság finanszírozási szerkezetének folyamatos javítása is. Az ország sérülékenységének mérsékléséhez elengedhetetlen az államadóság külföldi részarányának és devizaarányának csökkentése. A külföldi finanszírozás- és a devizaarány a 2004 óta tartó emelkedést követően 2011 második negyedévében érte el historikus csúcsát. Ezt követően az adósságstratégia megváltozása miatt lassú mérséklődés következett be, majd a 2014 elején indított önfinanszírozási programnak köszönhetően tovább mérséklődhetek a külső sérülékenység szempontjából kiemelten fontos mutatók. Összességében nagyrészt az MNB önfinanszírozási programjához kapcsolódóan emelkedő banki keresletnek köszönhetően az államadóság devizaaránya a 2011-es

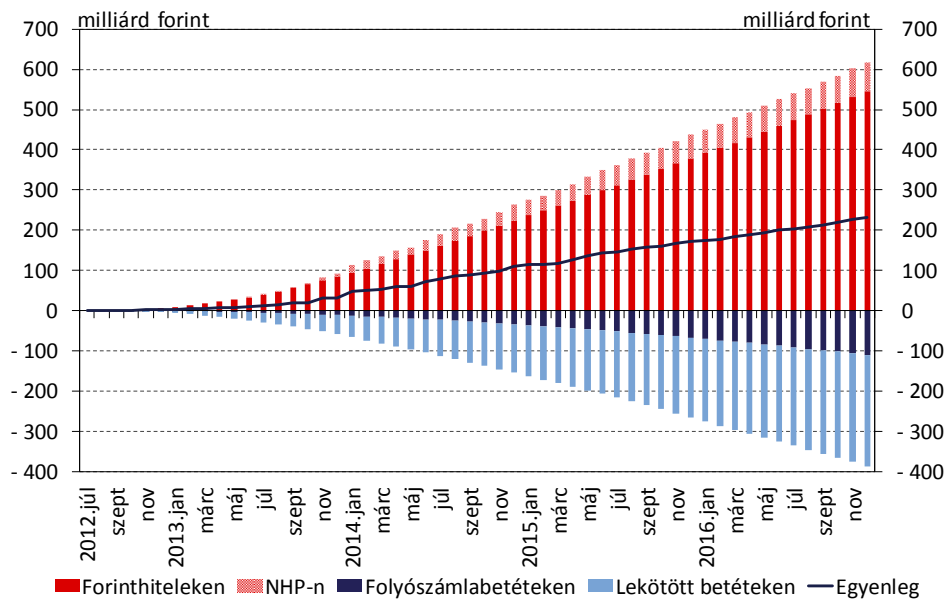
⁵ A kamatcsökkentési ciklus hatásáról részletesen: [Felcser Dániel - Soós Gábor Dániel-Váradi Balázs: A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra](#) című, Hitelintézeti szemlében megjelent tanulmányában.

közel 50 százalékról 2016 végére 25 százalék közelébe, a külföldi finanszírozás aránya pedig 67 százalékról 40 százalék alá csökkent. Így az önfinanszírozási program jelentősen hozzájárult Magyarország 2016-os felminősítéséhez, és így végső soron a kockázati felárak és a magyar adósság finanszírozásának csökkentéséhez is.

3.2. Vállalatokra gyakorolt hatás

Az MNB intézkedései nemcsak a gazdaság növekedését, hanem a nem pénzügyi vállalati szektor aggregált jövedelmezőségének javulását is érdemben támogatták. A vállalatok eredményét 2012 közepe óta a kamatcsökkentések és a Növekedési Hitelprogram összesen mintegy 230 milliárd forinttal, a GDP közel 0,7 százalékkal növelte. A kamatmegtakarítás főként a felvett hitelekre fizetett alacsony kamathoz köthető, miközben ezt a hatást a szektor kamatbevételeinek csökkenése mérsékelte. Az alapkamatcsökkentések előtti, 7 százalékos alapkamatot feltételező pályával összehasonlítva a vállalatok mintegy 550 milliárd forintot takaríthattak meg forinthiteleiken, ami kiegészül a Növekedési Hitelprogram által kis- és középvállalkozások számára nyújtott – közel 70 milliárd forintos – kamatelőnnyel. A vállalatok közel 390 milliárd forinttal kevesebb kamatbevételt realizáltak az alacsonyabb kamatokhoz kapcsolódóan. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy az alacsonyabb betéti kamatok az alternatívaköltség csökkenése miatt a beruházási döntések meghozatalát is támogathatták. Mindez összességében azt jelenti, hogy a megtakarító vállalatokkal szemben a beruházásokhoz hitelt felvevő vállalatok előnyösebb helyzetbe kerültek.

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



Az MNB intézkedési közvetetten is támogatták a gazdaság növekedését és a vállalati szektor jövedelmezőségét. Az alacsonyabb kamatok egyrészt a költségek csökkenése miatt javíthatták a vállalatok jövedelmezőségét és likviditási helyzetét, másrészt a banki hitelportfólió minőségére is pozitívan hathatott a stabilan alacsony törlesztő részletekhez kötődően. Emellett az MNB programjai a hitelképes vállalatok körét is bővíthették, ami az új beruházások megvalósulását is támogathatta. A Növekedési Hitelprogramnak köszönhetően számos kis-és középvállalatok számára vált elérhetővé megújítási és kamatkockázatoktól mentes stabil finanszírozási forrás, ami hozzájárult a felárak csökkenéséhez is, csökkentve ezáltal a devizahitel felvétel motivációit.

3.3. Háztartásokra gyakorolt hatás

A háztartások kamatkiaadása az utóbbi években alacsony szintre csökkent, amiben a mérséklődő kamatkörnyezet játszott fontos szerepet. A háztartások kamatkiaadása a válság utáni években historikusan magas szintre emelkedett, 2012-ben elérte a 420 milliárd forintot. A jegybanki kamatcsökkentéseknek köszönhetően 2012 után elindult a lakossági kamatkiaadások mérséklődése: 2015-re a korábbi magas érték kevesebb, mint felét tették ki. A mérséklődő hozamok miatt a lakosság kamatbetételei is alacsonyabb szintet értek el, ugyanakkor a visszafogott inflációs környezetben a reálkamat-bevételek mérséklődése kisebb mértékű volt. 2016-ban a BUBOR-reformnak és a jegybanki eszköztár további átalakításának köszönhetően

a bankközi hozamok tovább mérséklődtek, ami – a referenciakamathoz kötött hitelek árának csökkenésén keresztül – tovább csökkentette a lakossági kamatkiadásokat. A nettó kamatkiadások alakulásával kapcsolatban azt is érdemes megjegyezni, hogy kamatbevételekre vélhetően más háztartások tesznek szert, mint amelyeknél a kamatkiadások jelentkeznek, így a kamatkiadások csökkenése stabilitási, növekedési és szociális szempontból is kedvező hatású lehet.

A háztartási szektor sérülékenységének csökkenését a fair bankrendszeri szabályozás és az árfolyamkitettség megszüntetése is segítette. A magas devizahitelállomány miatt a háztartások sérülékenysége korábban nagymértékben függött a forintárfolyam alakulásától: a válság utáni leértékelődés a törlesztőrészek jelentős emelkedésével járt. A devizahitelek rögzített árfolyamon történő forintosításának köszönhetően az árfolyamkitettség 2015-ben lényegében megszűnt, így a lakosság hiteltartozásának mértéke függetlenné vált a forintárfolyam alakulásától, és törlesztőrészei kiszámíthatóbbá váltak. Emellett a Kúria döntésének értelmében a korábban tisztességtelenül alkalmazott árfolyamrés és az egyoldalú kamatemelések miatt sor került a bankok elszámoltatására, ami jelentősen csökkentette a lakosság hiteltartozásait. A háztartási szektor sérülékenységének csökkenéséhez továbbá az is hozzájárul, hogy a fair bankrendszeri törvénynek köszönhetően a lakossági hitelek árazása átláthatóbbá vált, és a jegybank által bevezetett új szabályok (jövedelemarányos törlesztőrészlet mutató, hitelösszeg fedezi értékéhez viszonyított mutató) gátat szabnak a lakosság esetleges jövőbeli túlzott eladósodásának.