

Téma:

**SZAKPOLITIKAI TANULMÁNY –  
INFRASTRUKTÚRA, KRITIKUS  
INFRASTRUKTÚRA JELENTÉS**

Időszak:

2012. január

Dátum:

2013. február 15.



**SZÁZADVÉG**  
ALAPÍTVÁNY



**SZÁZADVÉG**  
Gazdaságkutató zrt.



**STRATEGOPOLIS**  
KÖMPÖLTASZAKASZ TÁRSASÁGOK ÉS SZAKPOLITIKAI ELEMZŐ KFT.

Az anyag az NFM\_SZERZ/378/1 (2012) számú  
szerződés teljesítésére készült.

## Tartalom

|                                                                                                    |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1 Vezetői összefoglaló .....                                                                       | 1  |
| 2 Monitoring .....                                                                                 | 3  |
| 2.1 Hitelezési körkép.....                                                                         | 3  |
| 2.1.1 A lakossági szegmens hitelezése.....                                                         | 3  |
| 2.1.2 A vállalati szegmens hitelezése.....                                                         | 5  |
| 2.2 Kamatkörnyezet és kockázati megítélés .....                                                    | 8  |
| 3 Elemzés .....                                                                                    | 11 |
| 3.1 Nemkonvencionális monetáris politikai eszközök alkalmazásának lehetőségei Magyarországon ..... | 11 |
| 3.1.1 A transzmissziós mechanizmus sérülése: a kamatcsatorna .....                                 | 11 |
| 3.1.2 A transzmissziós mechanizmus sérülése: az árfolyamcsatorna .....                             | 13 |
| 3.1.3. Az MNB által a válság kitörése óta alkalmazott eszközök .....                               | 17 |

# 1 Vezetői összefoglaló

Decemberben is a mérlegalkalmazkodás jeleit láthattuk a lakossági hitelezésben, a háztartások igyekeznek leépíteni a korábbi években felhalmozott hiteleiket. A teljes hitelállomány ennek ellenére 1 százalékkal nőtt egy hónap alatt, amiben szerepet játszhatott a forint gyengülése. A januári adatok ugyanakkor már tükrözhetik a lakáscélú hitelekhez nyújtott állami kamattámogatás hatását, mely idén az alacsony érdeklődés miatt kedvezőbb feltételekkel igényelhető.

**A vállalatok is több hitelt törlesztettek decemberben, mint amennyit felvettek.** Az MNB a hitelezés élénkítése érdekében októbertől enyhítette a korábban bevezetett 2 éves lejáratú refinanszírozási eszközéhez kapcsolódó kritériumokat, melynek hatása eddig nem érződött érdemben. Ez abból fakadhat, hogy a bankszektor visszafogott hitelnyújtási aktivitása elsősorban nem a hitelezési képesség korlátosságából, hanem az alacsony hitelezési hajlandóságból fakad. **A régiós adatok arra mutatnak rá, hogy tavaly a környező országokhoz képest Magyarországon nagyobb mértékű volt a vállalati hitelezés visszaesése.**

Folytatódott a hitelkamatok mérséklődése december folyamán, ami tükrözi a jegybank kamatcsökkentési sorozatát, illetve a harmadik negyedévben tapasztalt alacsony kockázati környezetet. Az MNB januári kamatcsökkentését követően **jelenleg 5,5 százaléknak felel meg az irányadó kamat** szintje. A Monetáris Tanács szerint továbbra is kockázatot jelent a kedvező pénzpiaci hangulat és a világgazdaság visszafogott növekedési kilátásainak kettőssége. A relatív kedvező pénzpiaci folyamatok mögött feltehetően a globális likviditásbőség áll, ami a pénzügyi piacok hirtelen ingadozások veszélyét hordozza magában. A legfrissebb számok azt jelzik, hogy **a kedvezőtlen makrogazdasági adatok már megtörték a január elején tapasztalt javuló nemzetközi hangulatot.**

Magyarországon **a transzmissziós mechanizmus kamatcsatornájának sérülését okozza a devizaadósság magas aránya.** A kamatcsatorna nem megfelelő működése mögött egyéb tényezők is állhatnak, azonban vélhetően a **bankok irányadó kamattól elszakadó árképzési gyakorlata jelentős szerepet játszik benne.** Egyrészt mivel a bankok jelentős része külföldi tulajdonban van, így az anyabankok finanszírozása függetlenítheti őket a hazai monetáris politikától. Másrészt a magánszektor hitelállományának jelentős része idegen devizában denominált, ezért az irányadó kamat csökkentése csak korlátozottan gyűrűzik tovább a hitelkamatok szintjébe.

**A devizahitelek magas aránya az árfolyamcsatornában is sérülést okoz.** A problémát az jelenti, hogy az alapkamat csökkentésével járó árfolyamgyengülés fokozhatja a hiteladósok törlesztéseinek elmaradását, ami veszteségeket és növekvő kockázatokat okoz a bankszektor számára. Mindez növeli a kockázati felárat, így végeredményben a

**hitelkamatok nőhetnek.** Továbbá a bankok fokozott kockázatkerülése visszafogja hitelkínálatukat, ami a hitelkamatok emelkedése mellett az egyéb hitelfeltételek szigorodásában nyilvánulhat meg. Emiatt **a forint árfolyamának mozgásával járó következményekre tekintettel kell lenni az alkalmazott gazdaság- és monetáris politika megválasztása során.**

**A nemkonvencionális eszközök alkalmazása tehát indokolt lehet a transzmissziós mechanizmus sérülése miatt** a hitelezés élénkítése, és ezzel az aggregált kereslet növelése érdekében. **A monetáris eszközök alkalmazhatóságát azonban meghatározzák az adott ország pénzügyi rendszerének sajátosságai, a vállalatok adósságfinanszírozásának szerkezete, illetve hitelpiaci tényezők is.** Azokban a gazdaságokban, melyekben a banki finanszírozás dominál, ott a kereskedelmi bankok likviditásának növelését célzó eszközöknek lehet értelmük. A likviditásbőség azonban nem feltétlenül eredményezi a gazdaság fellendülését. A hitelkínálat érdemi javulása csak akkor következhet be, ha a hitelezés korlátját a forrásszerzési nehézségek adják.

A monetáris eszköztár bővítése **akkor is indokolt lehet, ha azzal hirtelen fellépő piaci feszültségeket kíván a jegybank csökkenteni,** ez azonban veszélyekkel jár. A jegybanki állampapír-vásárlás esetében felmerül az elsődleges célként megfogalmazott árstabilitással való összeegyeztethetőség problémája. Amennyiben a piaci szereplők úgy ítélik meg a jegybanki beavatkozást, hogy azt nem likviditási, hanem szolvenciaprobléma okozza, vagyis a fenntarthatatlan államadósságot finanszírozza a jegybank, úgy a végeredmény akár hozamemelkedés is lehet.

**A tapasztalatok szerint a jegybank alapvetően a bankok alacsony hitelezési képességét képes javítani a likviditás biztosítása révén.** Ez azonban csak az egyik meghatározó eleme a hitelkínálatnak, emellett a bankszektor hitelezési hajlandósága is lényeges. **A bankok túlzott kockázatkerülését,** vagyis alacsony hitelezési hajlandóságát **enyhíthetik a különféle garanciavállalási konstrukciók,** melyek során kockázatmegosztás jön létre a bankok és az állam között. A hitelezés élénkítését segítheti emellett a vállalati hitelek kamatainak lejjebb szorítása **közvetlen hitelnnyújtás vagy támogatás** révén, ami szintén a kockázatok átvállalását jelentené.

A **hitelkockázat átvállalása** azonban **a fiskális költségek növekedését jelentheti, amit egy fenntarthatósági problémákkal küzdő ország esetén kedvezőtlennek ítélnének meg a befektetők.** Egy ilyen program sikerét így nagyban meghatározza **az országba vetett bizalom erősítése, a szabályozási környezet bizonytalanságának mérséklése.** Mindezek a lépések tehát az általános bizalom építésével együtt lehetnek sikeresek, ami alapvetően nem jegybanki, hanem kormányzati feladat. A hitelkockázat átvállalásának elkerülésében segíthet a hitelgarancia intézménye.



## 2 Monitoring

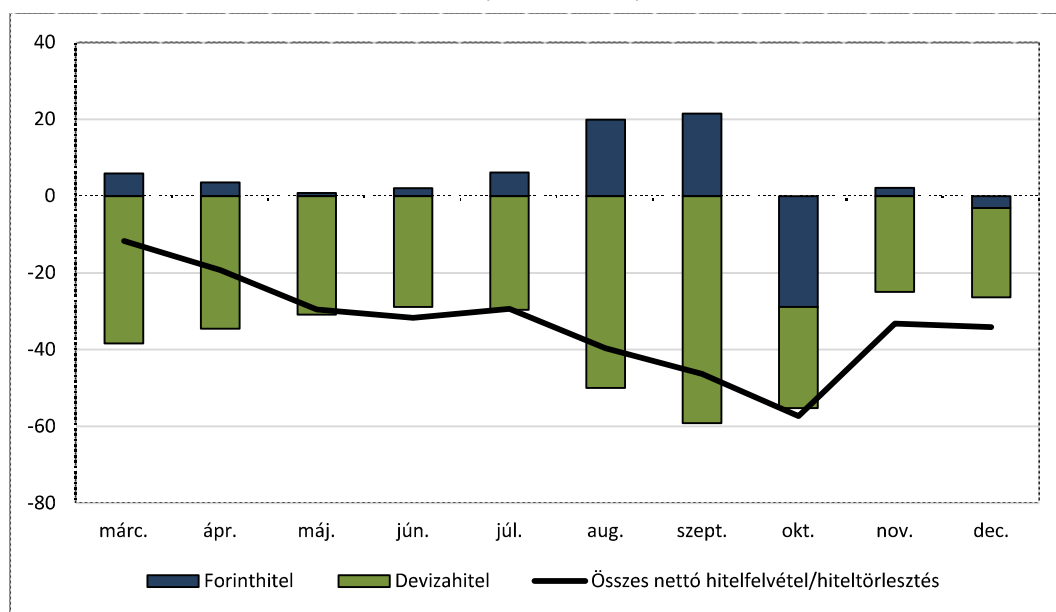
### 2.1 Hitelezési körkép

A hitelezési helyzet kiemelt fontosságú a gazdasági növekedés szempontjából. A lakossági szegmenset illetően a kedvezőbb feltételekhez kötött állami kamattámogatás javíthatja a hitelezés korlátjának vélt hitelkeresletet. A vállalatok esetében a bizonytalan gazdasági kilátások a hitelkínálatot és a hitelkeresletet is tompítják. A bankok kockázatkerülő magatartását fokozzák a nemfizető hitelek magas arányából és a szektort terhelő adókból fakadó veszteségek is.

#### 2.1.1 A lakossági szegmens hitelezése

Folytatódott a lakosság mérlegalkalmazkodása, mely során leépülnek a korábbi években felhalmozott tartozások. Ennek megfelelően a szezonálisan kiigazított adatok decemberben mind forintban (23 milliárd forint), mind devizában (3 milliárd forint) a háztartások nettó hiteltörlesztő pozícióját jelezték.

1. ÁBRA: A HÁZTARTÁSOKKAL BONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SEZONÁLISAN IGAZÍTOTT ÉRTÉKE  
(MILLIÁRD FT)



Forrás: MNB

A teljes hitelállomány ennek ellenére 1 százalékkal nőtt egy hónap alatt. Ebben szerepet játszhatott a forint gyengülése, a svájci frank ugyanis december folyamán 4 százalékkal lett drágább hazai devizában kifejezve. Ennek megfelelően legnagyobb mértékben a szabad felhasználású jelzáloghitelek (2 százalék), a gépjármű vásárlási (1,7 százalék) és a lakáscélú (1,3 százalék) hitelek állománya emelkedett. Éves bázison közel 15 százalékot zsugorodott a

lakossági hitelállomány. Mindeközben a háztartások szezonálisan igazítva nettó 15 milliárd forint értékben helyeztek el betéteket decemberben, ami a végtörlesztéstől eltekintve nagyjából az éves átlagnak felel meg. A hitelezési helyzet tehát egyelőre nem mutatott javulást, **a januári adatok** ugyanakkor **már tükrözik a lakáscélú hitelekhez nyújtott állami kamattámogatás hatását**, mely idén a korábbi alacsony érdeklődés miatt kedvezőbb feltételekkel igényelhető.

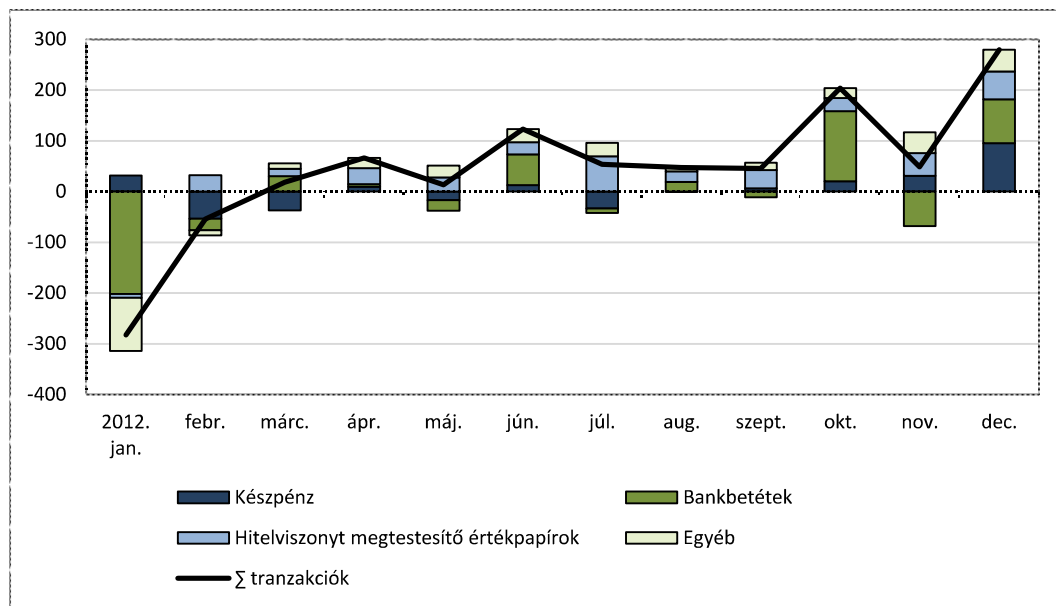
1. TÁBLÁZAT: A LAKOSSÁGI HITELÁLLOMÁNY NAGYSÁGA ÉS VÁLTOZÁSA HITELTÍPUSOK SZERINT (MILLIÁRD FT, SZÁZALÉK)

|          | Személyi hitel | Lakáscélú hitel | Gépjármű vásárlási | Áru és egyéb fogy.-i | Szabad felh. jelzálogh. | Folyó-számla hitel | Egyéb hitel | Összes hitel |
|----------|----------------|-----------------|--------------------|----------------------|-------------------------|--------------------|-------------|--------------|
| december | 401            | 3535            | 266                | 39                   | 2307                    | 447                | 239         | 7233         |
| 1 hónap  | -3,3%          | 1,3%            | 1,7%               | -3,7%                | 2,0%                    | -1,4%              | 0,3%        | 1,1%         |
| 3 hónap  | -6,8%          | -0,2%           | -0,8%              | -5,3%                | 0,2%                    | -1,8%              | -5,3%       | -0,8%        |
| 1 év     | -21,5%         | -16,7%          | -21,4%             | -19,6%               | -13,4%                  | 9,3%               | -17,2%      | -14,9%       |

Forrás: MNB

Amellett, hogy a törlesztések csökkentették a lakosság kötelezettségeit, az MNB által megfigyelt tranzakciók egyúttal növelték a háztartások pénzügyi eszközeit, amiben feltehetően szerepet játszottak az év végén kifizetett jutalmak. Elsősorban forint készpénz (95 milliárd forint), belföldi bankbetétek (86 milliárd forint), a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok (55 milliárd forint) és befektetési jegyek (38 milliárd forint) javították a háztartások mérlegét.

2. ÁBRA: A HÁZTARTÁSOK PÉNZÜGYI ESZKÖZEINEK HAVI TRANZAKCIÓI (MILLIÁRD FT)



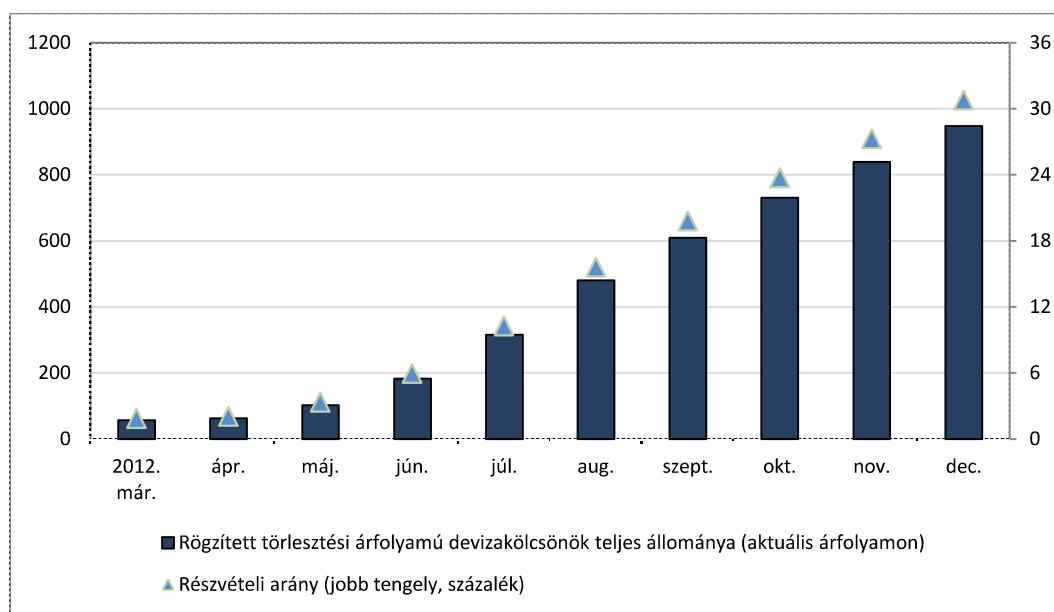
Forrás: MNB

Megjegyzés: A finanszírozási egyenleg a monetáris és értékpapír-statisztikai adatokra épül, nem ad teljes képet a háztartási szektor finanszírozásáról, pénzügyi megtakarításairól

Az értékpapírok állományát növelte az Államadósság Kezelő Központ lakosság számára értékesített állampapírjai. A tavalyi év növekménye meghaladta az 500 milliárd forintot, így a lakosság kezén lévő összes mennyiség bő 1000 milliárd forintnak felelt meg január végén. A Prémium Euró Magyar Államkötvényből nagyjából 30 milliárd forintnak megfelelő értékben vásároltak a háztartások.

A lakosság törlesztési képességét javíthatja az árfolyamgát konstrukciója, melyhez azonban a vártnál kevesebben csatlakoztak. **December végéig a jogosultaknak bő 30 százaléka vette igénybe a kedvezőbb árfolyamon való törlesztés lehetőségét**, ami közel 950 milliárd forint értékű deviza alapú jelzáloghitel törlesztési árfolyamának rögzítését jelenti. A rögzített árfolyammal számított törlesztőrészlet feletti rész egy gyűjtőszámlán halmozódik, melynek kamatrészét a bank és az állam fele-fele arányban vállalja át. **A tavalyi évben összesen 4,6 milliárd forint értékű kamat alól mentesültek a gyűjtőszámlahittel rendelkező adósok.** A program meghosszabbítás hozhat némi javulást a részvételi arányt illetően, ám a konstrukció bonyolultsága és a rögzítést követően fizetendő törlesztőrészlet mértékének bizonytalansága várhatóan továbbra is visszatartja az érintetteket.

3. ÁBRA: RÖGZÍTETT TÖRLESZTÉSI ÁRFOLYAMÚ DEVIZAKÖLCSONÖK TELJES ÁLLOMÁNYA (AKTUÁLIS ÁRFOLYAMON) ÉS A RÉSZVÉTELI ARÁNY (SZÁZALÉK) ALAKULÁSA



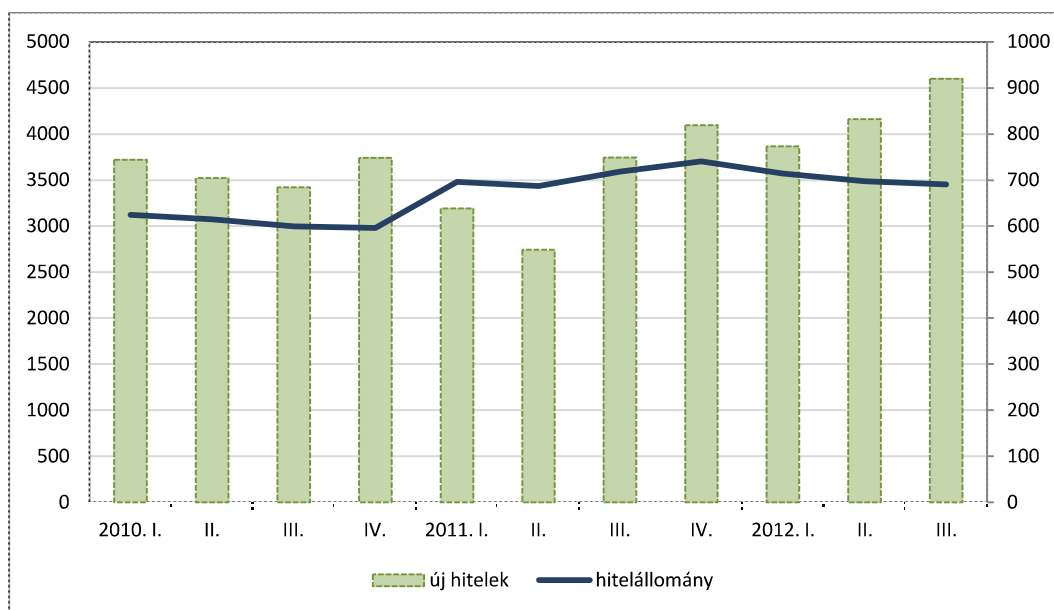
Forrás: PSZÁF

### 2.1.2 A vállalati szegmens hitelezése

A vállalatok a szezonális hatásoktól szűrt adat szerint **1 milliárd forinttal több forinhitelt törlesztettek, mint amennyit felvettek. A deviza alapú hiteleket illetően 5 milliárd forinttal haladta meg az új hitelfelvételük a visszafizetések mértékét.** A KKV számára nyújtott hitelek tranzakciója emelkedést mutatott a tavalyi év folyamán, az állomány összességében

mégis csökkent valamelyest, ebben azonban szerepet játszhatott a forint árfolyamának erősödése is.

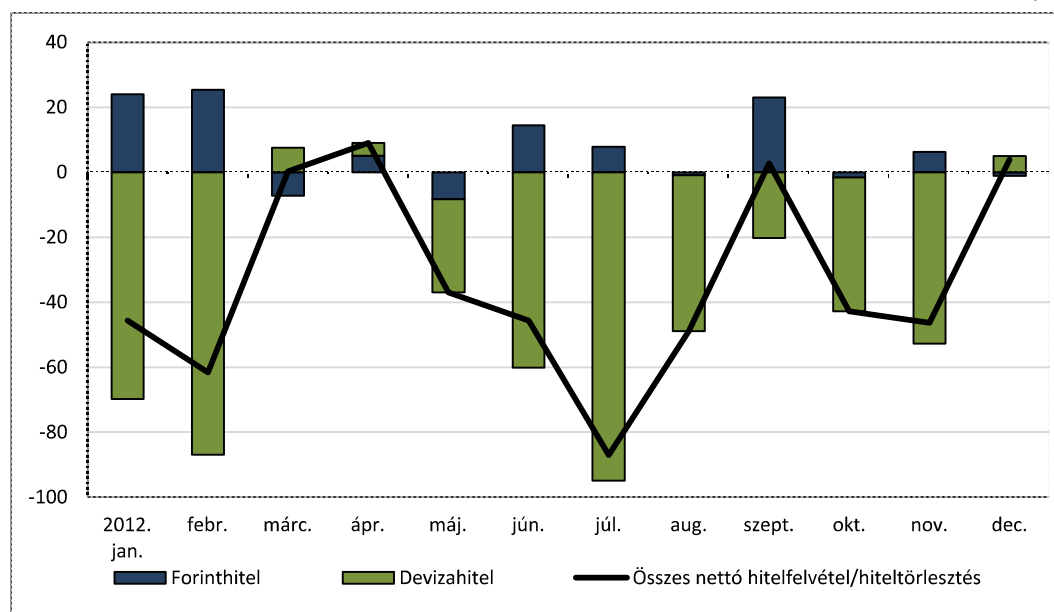
4. ÁBRA: MIKRO-, KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOKNAK NYÚJTOTT HITELEINEK ALAKULÁSA A BANKSEKTORBAN (MILLIÁRD Ft)



Forrás: PSZÁF

Az MNB hitelezés élénkítése érdekében októbertől enyhítette a korábban bevezetett 2 éves lejáratú refinanszírozási eszközéhez kapcsolódó kritériumokat. Az eszköz a lejáratú összhang növelését, valamint a hosszabb lejáratú kihelyezéseket hivatott támogatni.

5. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL BONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SZEZONÁLISAN IGAZÍTOTT ÉRTÉKE (MRD Ft)



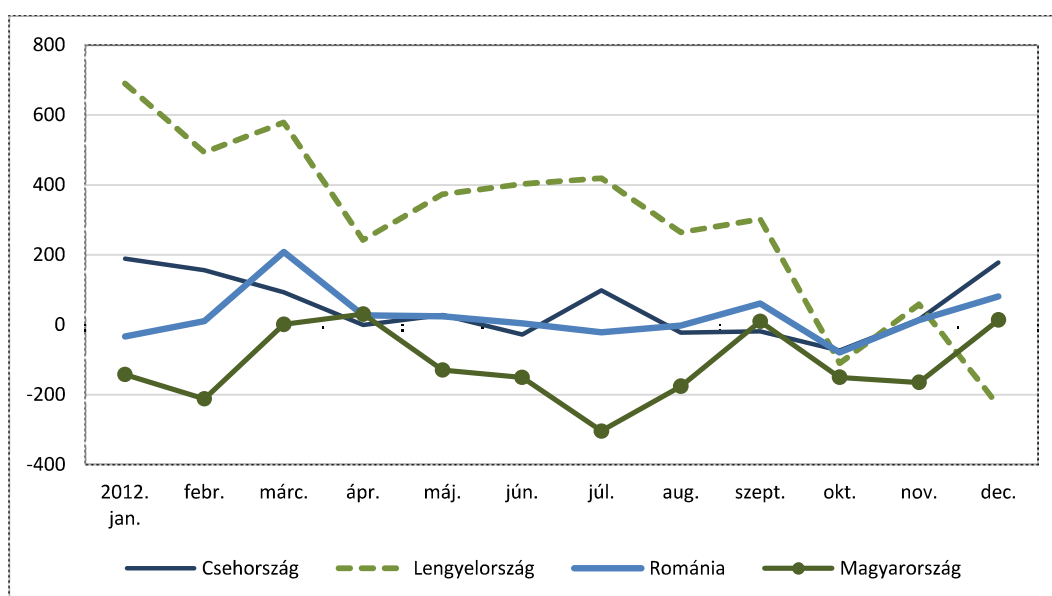
Forrás: MNB

Ám mivel a bankszektor visszafogott hitelnyújtási aktivitása elsősorban nem a hitelezési képesség korlátosságából, hanem az alacsony hitelezési hajlandóságból fakad, így ennek az eszköznek a hatása mérsékelt, az adatok eddig nem tükröztek érdemi, tartós javulást. Emellett a bizonytalan kilátások által korlátozott kereslet is visszafoghatja a hitelezés élénkülését.

A vállalatok decemberben 177 milliárd forint értékben csökkentették devizabetéteiket, miközben forintbetétek 41 milliárd forinttal nőttek. Az MNB által nyilvántartott nyers adatokból azt is láthatjuk, hogy nagyjából a bankbetétek csökkenésének megfelelő mértékben nőtt tranzakcióból eredően a vállalatok értékpapír-állománya. A januári adatok már tükrözhetik a tranzakciós illeték bevezetését, melynek hatására a vállalatok pénzforgalmuk, így betétek egy részét külföldre helyezhetik.

Egyes piaci vélemények szerint ugyanakkor a pénzforgalom áthelyezése helyett annak ésszerűsítésére törekszenek a cégek. Ilyen megoldás lehet például egyes bankszámlák megszüntetése, illetve a különböző bankoknál lévő számlák összevonása, melyek révén csökkenthető a vállalatok adófizetési kötelezettsége. Ugyancsak piaci vélemények szerint a nagyvállalatok számára a tranzakciónként érvényes 6000 forintos felső korlát miatt nem jelent akkora mértékű terhet a tranzakciós illeték, hogy megérje nekik áthelyezni betéteiket külföldre. Megkérdezéseink során az is kiderült, hogy egyesek kedvezőnek tartják, hogy a készpénzes tranzakciók díja magasabb, bár az eltérés lehetne a jelenleginél nagyobb. A bankadóval kapcsolatban elhangzott olyan javaslat, mely szerint lehetne több ösztönzőt kötni hozzá.

6. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL BONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK RÉGIÓS ÖSSZEVETÉSE (MILLIÓ EURÓ)



Forrás: ECB, Reuters, MNB, Századvég-számítás

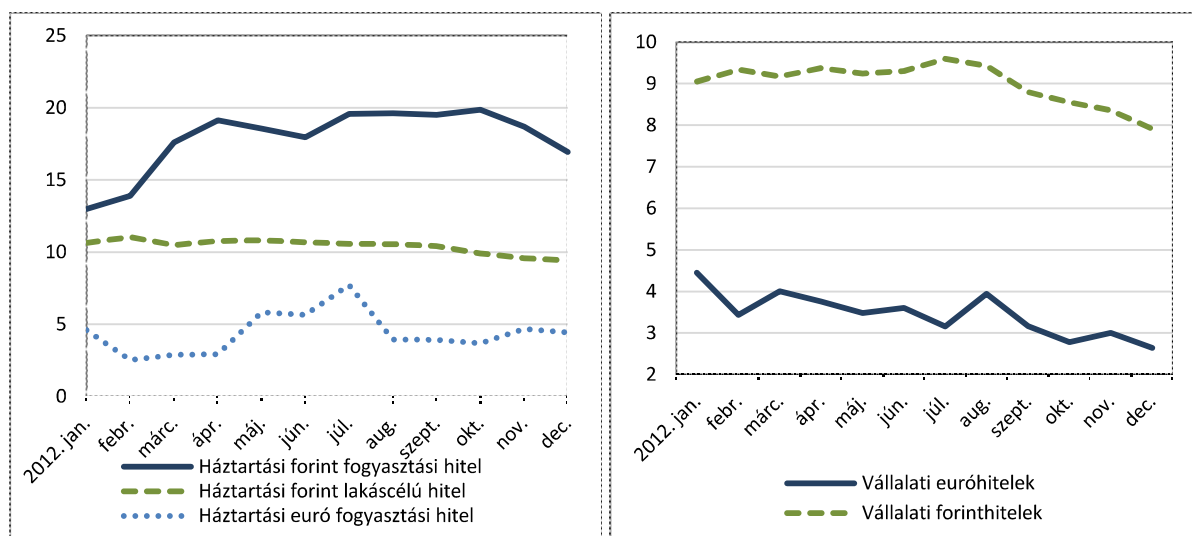
Megjegyzés: A hazai adatokat az MNB által közzétett, szezonálisan kiigazított adatok euróra való konvertálásával nyertük.

A régiós hitelezési adatok arra mutatnak rá, hogy tavaly a környező országokhoz képest Magyarországon nagyobb mértékű volt a hitelezés visszaesése. Az év végére ugyanakkor a lemaradás mérséklődése rajzolódott ki, még a korábban aktív hitelezést felmutató Lengyelország számai is jelentős mértékben romlottak. A szezonálisan kiigazított adatok szerint az első tizenegy hónap közel 340 millió eurós nettó hitelfelvétel átlagát követően decemberben bő 230 millió eurós nettó hiteltörlesztést mértek a lengyelek. A decemberi adatot tekintve a cseh vállalatok nettó 178 millió euró értékben növelték hitelállományukat tranzakcióból fakadóan, míg a román vállalatoknál ez a szám 81 millió forintnak felelt meg.

## 2.2 Kamatkörnyezet és kockázati megítélés

Folytatódott a hitelkamatok mérséklődése december folyamán, ami tükrözi a jegybank kamatcsökkentési sorozatát, illetve a harmadik negyedévben tapasztalt alacsony kockázati környezetet. Az irányadó kamat alacsonyabb szintje elsősorban a vállalati hitelek kamataiban jelenik meg, mivel azok referenciakamathoz kötötten, rögzített felárral kerülnek meghatározásra. Ezzel ellentétben a lakossági hitelek kamatainak megállapításakor nagyobb a bankok mozgástere, így a bankokat érő költségek illetve veszteségek is megjelenhetnek azokban.

7. ÁBRA: A HÁZTARTÁSOK ÉS A VÁLLALATOK HITELKÖLTSÉGEINEK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



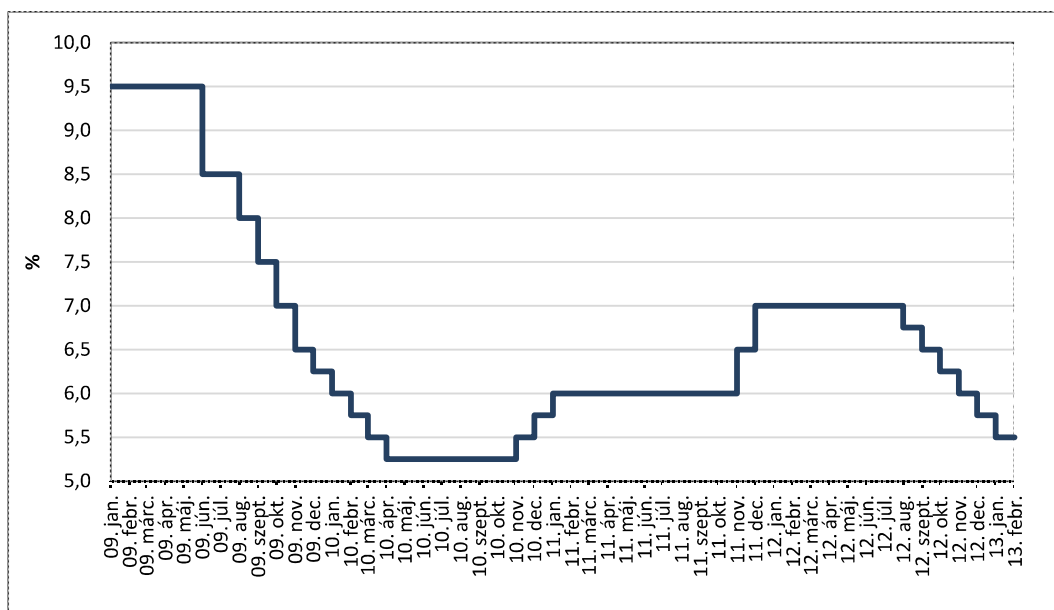
Forrás: MNB

Az MNB januárban folytatta kamatcsökkentési ciklusát, így **jelenleg 5,5 százaléknak felel meg az irányadó kamat**. A Monetáris Tanács kifejtette közleményében, hogy várakozása szerint a tavalyi recessziót követően idén újra megindulhat a gazdaság növekedése. Megítélése szerint a gyenge keresleti környezet tartós deflációs hatásával számolva az átmeneti sokkok kifutását követően a 3 százalékos cél közelében alakulhat az infláció. A monetáris politika mozgásterét bővíti, hogy folytatódott a globális kockázatvállalási

hajlandóság erősödése, azonban a tanács szerint továbbra is kockázatot jelent a kedvező pénzügyi hangulat és a világgazdaság visszafogott növekedési kilátásainak kettőssége. **A relatív kedvező pénzügyi folyamatok feltehetően a globális likviditásbővítéssel magyarázhatóak**, ami a pénzügyi piacok hirtelen ingadozások veszélyét hordozza magában.

A bizonytalan kockázati környezet miatt ugyanakkor a tanács továbbra is fontosnak tartja az EU-IMF párossal való megegyezést. Megítélése szerint a nemzetközi hitelmegállapodás a kockázati felárak és hozamok mérséklődéséhez, és ezáltal az államadósság fenntarthatóságához, a hitelezési aktivitás élénküléséhez és a befektetői környezet kiszámíthatóságához vezetne.

8. ÁBRA: A JEGYBANK IRÁNYADÓ KAMATÁNAK VÁLTOZÁSA



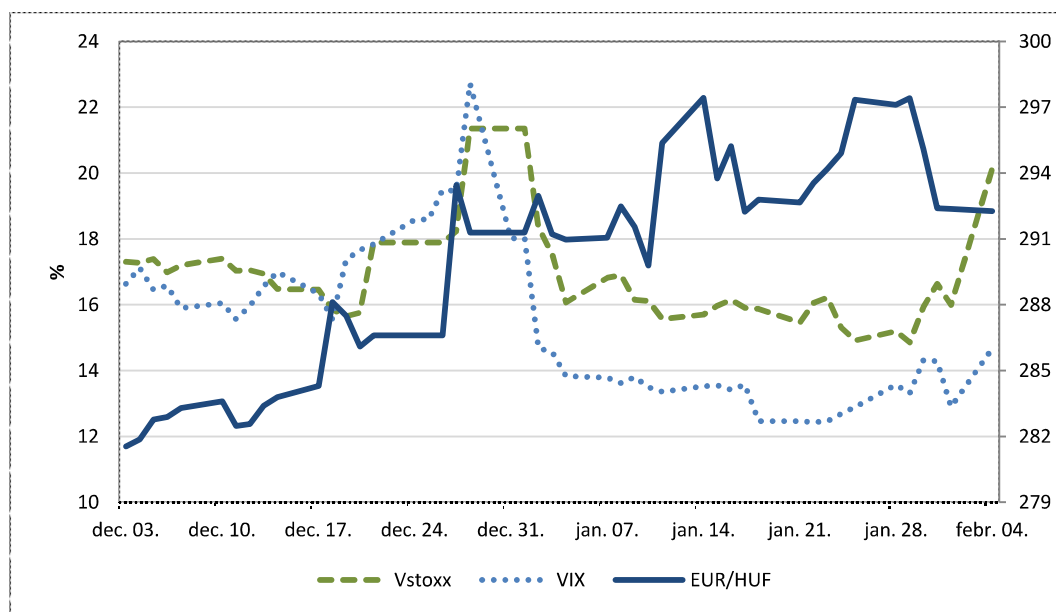
Forrás: MNB

**A tanács emellett hangsúlyozta közleményében, hogy a nemkonvencionális monetáris politikai eszközök körének bővítése csak akut pénzügyi zavarok esetén jelenthet hatékony segítséget.** Az irányadó kamat további csökkentésére ugyanakkor lehetőséget adhat a gyenge kereslet dezinflációs hatása, a kedvező globális pénzügyi piaci környezet, valamint a kormányzat alacsony költségvetési hiány melletti elköteleződése. A monetáris kondíciók lazítására azonban kizárólag akkor kerülhet sor, ha az inflációs kilátások összhangban maradnak a 3 százalékos céllal, és fennmaradnak a kedvező pénzügyi piaci folyamatok.

**A legfrissebb számok ellenben azt jelzik, hogy a kedvezőtlen makrogazdasági adatok megtörték a január elején tapasztalt javuló nemzetközi hangulatot** (8. ábra). Ezt tükrözi az S&P 500 részvényindex volatilitására épülő VIX „félelemindex”, mely kifejezi az amerikai piac szereplőinek kockázati toleranciáját. A mutató a december végén mért 20 százalékról egészen 13 százalék alá süllyedt január folyamán az amerikai adósságlafon megoldásával kapcsolatos optimizmusnak köszönhetően. A hónap végén azonban emelkedni kezdett, ami

a befektetők fokozódó kockázatkerülését jelzi. Egyúttal a mutató európai megfelelője, az Euro Stoxx 50 indexre vonatkozó opciók alapján számított VStoxx értéke is emelkedett. A két mutató közötti rés újra növekedni kezdett, ami azt mutatja, hogy a befektetők ismét jobban bíznak az amerikai papírok teljesítményében, és a tengerentúli piacokon nagyobb mértékű kockázatot mernek csak vállalni. A január folyamán mért 2-3 százalékpontos eltérés február elejére 5 százalékpont fölé emelkedett.

9. ÁBRA: A FŐBB KOCKÁZATI INDEXEK ALAKULÁSA



Forrás: Thomson Reuters, MNB

A forint árfolyamának alakulása a kockázati környezet fokozódására utal, januárban az euróval szemben 7 százalékos gyengült a hazai deviza. Ezzel párhuzamosan a hazai országhoz tartozó CDS értéke is emelkedett, a hónap eleji 270 bázispont körüli szintről egészen 291 bázispontig növekedett. Az országhoz tartozó kockázata a régió más országaira is jellemző volt január végén.



## 3 Elemzés

### 3.1 Nemkonvencionális monetáris politikai eszközök alkalmazásának lehetőségei Magyarországon

Nemzetközi tapasztalatok szerint a nemkonvencionális eszközök alkalmazása alapvetően a piaci feszültségek mérséklésére bizonyultak alkalmasnak, míg a növekedés beindításában sikertelenek voltak. Az MNB rámutatott tanulmányában,<sup>1</sup> hogy a rossz hitelbesorolással, magas külső adóssággal bíró feltörekvő országok esetében különösen szűk a nemkonvencionális eszközök alkalmazhatóságának mozgástere, mivel azok pénzügyi stabilitási kockázattal járnak.

A nemkonvencionális eszközök alkalmazása mögött eltérő okok állhatnak, de általában érvényes, hogy **nem mondhatnak ellent a monetáris politika alapvető céljának, vagyis összhangban állnak az inflációs cél elérésével.** A Fed azért alkalmazott mennyiségi lazítást a recesszió idején, mert az irányadó kamatának szintje nulla közelébe ért, és ebből fakadóan már nem volt lehetősége további monetáris lazításra. Az EKB szerint ugyanakkor a nemkonvencionális eszközök alkalmazása magasabb jegybanki kamatszint mellett is indokolt lehet abban az esetben, ha sérült a transzmissziós mechanizmus, és emiatt a kamatpolitika hatása korlátozott. A kiváltó ok lehet például a piaci hangulat hirtelen ingadozása, amikor egy piacon a fundamentumok által nem indokolt árak alakulnak ki, vagy éppen egyes piacok kiszáradása is.

#### 3.1.1 A transzmissziós mechanizmus sérülése: a kamatcsatorna

Magyarországon **a transzmissziós mechanizmus kamatcsatornájának sérülését okozza a devizaadósság magas aránya.** A kamatcsatorna nem megfelelő működése mögött egyéb tényezők is állhatnak, azonban vélhetően **a bankok irányadó kamattól elszakadó árképzési gyakorlata jelentős szerepet játszik benne.** A csatorna működésének alapelve, hogy az alapkamat megváltoztatása befolyásolja a beruházási és a fogyasztási döntéseket azáltal, hogy a bankok hitelkamataira is hat. Ez különösen akkor érvényes, ha a hitelek kamatai a pénzpiaci kamatokhoz vannak kötve, ami hazánkban főként a vállalati hitelekre jellemző. Amennyiben sikeresen megmutatkozik az alapkamat változása a hitelkeresleti és kínálati

---

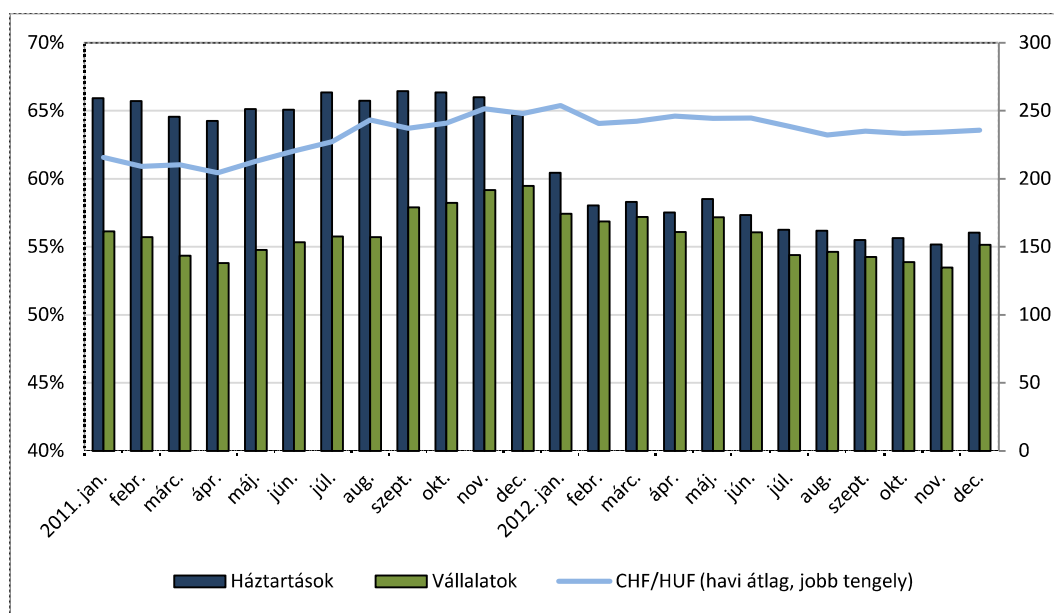
<sup>1</sup>Krekó Judit – Balogh Csaba – Lehmann Kristóf – Mátrai Róbert – Pulai György – Vonnák Balázs (2012): „Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei”, MNB-Tanulmányok 100.

[http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbtanulmanyok/mnbhu\\_mt100/MT100.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/mnbhu_mt100/MT100.pdf), letöltve: 2013. február 1.

döntésekben, úgy a jegybank az aggregált keresleten keresztül képes hatni a kibocsátásra és az inflációra.<sup>2</sup>

Magyarországon azonban ezt a folyamatot két tényező is akadályozza. Egyrészt mivel a bankok jelentős része külföldi tulajdonban van, így **az anyabankok finanszírozása függetlenítheti őket a hazai monetáris politikától**, mivel az anyabanki forrásoknak köszönhetően rendelkezésre áll számukra egy alternatív finanszírozási forrás. Másrészt **a magánszektor hitelállományának jelentős része idegen devizában denominált, ezért az irányadó kamat csökkentése csak korlátozottan gyűrűzik tovább a hitelkamatok szintjébe.**

10. ÁBRA: A DEVIZAHITELEK ARÁNYA A MAGÁNSZEKTORBAN



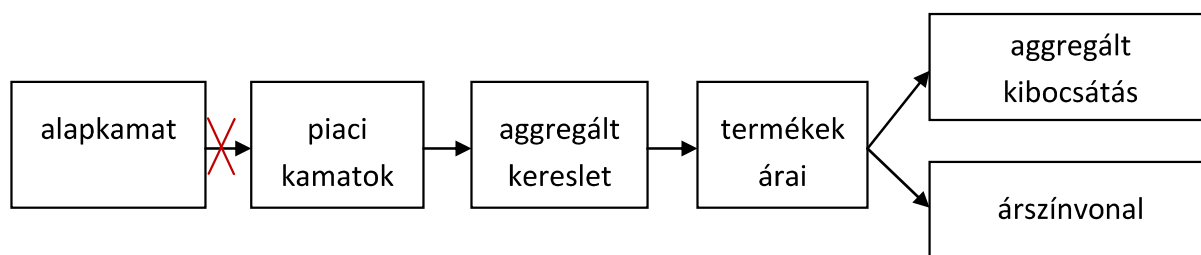
Forrás: MNB

Bár a lakossági szegmensben a végtörlesztés nagymértékben csökkentette a magas devizaarányt, annak mértéke még így is 50 százalékot meghaladó. A vállalati szegmensben is hasonlóan magas ez az érték, ám mivel a vállalati hitelekre a referenciakamathoz kötött árazás jellemző, így legalább a forintHITELEK esetében jobban megjelenik az alapkamat változása a kamatok szintjében. A folyamatos devizahitel-törlesztői pozícióval csak lassan építhető le a magas devizaarány, és **a forint árfolyama is nagymértékben alakítja a devizahitel-állomány mértékének alakulását.** Tavaly decemberben közel 10 forinttal lett drágább mind a svájci frank, mind az euró árfolyama, ami nagymértékben hozzájárult ahhoz, hogy a háztartások hitelállományát 114 milliárd forinttal, a vállalatok hitelállományát 93 milliárd forinttal növelte az átértékelődés és egyéb változás. Mivel tranzakcióból fakadóan mindkét szegmens ennél kisebb mértékű nettó törlesztést hajtott végre, így teljes hitelállományuk nőtt a hónap végére.

<sup>2</sup>A monetáris transzmisszióról bővebben ld.

[http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_egyebkiadvanyok\\_hu/monetaris-politika-magyarorszag-2011/monetaris-politika-magyarorszag-2012.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_egyebkiadvanyok_hu/monetaris-politika-magyarorszag-2011/monetaris-politika-magyarorszag-2012.pdf), letöltve: 2013. február 1.

## 11. A TRANZMISSZIÓS MECHANIZMUS KAMATCSATORNÁJÁNAK SÉRÜLÉSE



A kamatcsatorna sérülése tehát abban nyilvánul meg, hogy a hitelkamatokba való átgyűrűzés a külföldi tulajdon és a magas devizaadósság miatt csak korlátozottan valósul meg. Az alapkamat csökkentése így leginkább a vállalati forinthitelek kamataiban, illetve az újonnan nyújtott háztartási forinthitelek kamataiban jelenhet meg.

### 3.1.2 A transzmissziós mechanizmus sérülése: az árfolyamcsatorna

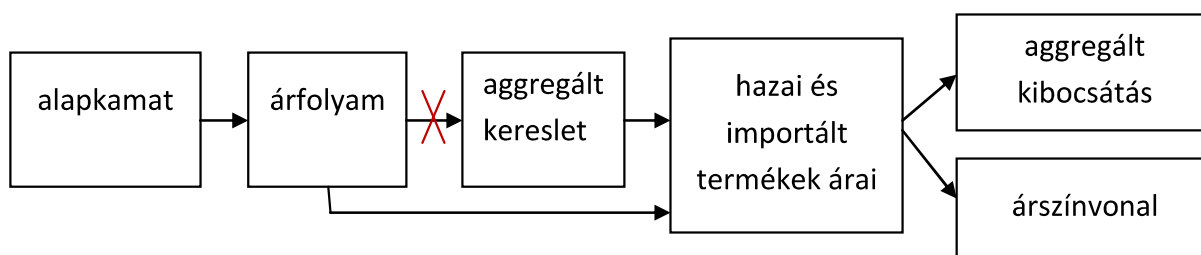
A devizahitelek magas aránya nem csupán a kamatcsatornában, hanem az árfolyamcsatornában is sérülést okoz. A monetáris transzmisszió árfolyamcsatornájának kiemelt szerepe abból fakad, hogy Magyarország kis, nyitott gazdaság, és intenzív külkereskedelmi kapcsolatokat folytat. Az alacsonyabb alapkamat a hozam mérséklését eredményezi, ami csökkenti a hazai eszközök iránti keresletet, és a forint árnak leértékelődéséhez vezet. Az irányadó kamat növelése ezzel ellentétes folyamatokat eredményez az árfolyamcsatorna logikája szerint.

Az árfolyam változása hat egyrészt a nettó exporton keresztül az aggregált keresletre, másrészt az importált termékek árának változásán keresztül befolyásolja az árszínvonalat. Ha például csökken az alapkamat, és ebből fakadóan gyengül a forintárfolyam, az élénkíti az exportot, mivel a magyar termékek idegen devizában kifejezve olcsóbbak lesznek. A külső kereslet növekedése pedig bővíti az aggregált kibocsátást és inflációt gerjeszt. Emellett az árfolyam gyengülése az importált termékek átárázódásán keresztül közvetlenül is növeli a fogyasztói árakat.

A problémát az jelenti, hogy az alapkamat csökkentésével járó árfolyamgyengülés fokozhatja a hiteladósok törlesztéseinek elmaradását, ami veszteségeket és növekvő kockázatokat okoz a bankszektor számára. Mindez növeli a kockázati felárakat, így végeredményben a hitelkamatok nőhetnek. Továbbá a bankok fokozott kockázatkerülése visszafogja hitelkínálatukat, ami a hitelkamatok emelkedése mellett az egyéb hitelfeltételek szigorodásában nyilvánulhat meg. Ez azért is fontos szempont, mivel a bankok kockázatvállalási hajlandósága jelenleg rendkívül alacsony, így a bankszektorra érő kockázatok mérséklése feltehetően célravezetőbb lenne a hitelezési aktivitás fokozása szempontjából, mint a forint likviditásnyújtás. Tehát a kamatcsatorna mellett a monetáris transzmisszió árfolyamcsatornája sem a megszokott módon működik, mivel az aggregált kereslet

**élénkítése** vagy éppen szűkítése **akadályokba ütközik. A forint árfolyamának mozgásával járó következményekre tekintettel kell lenni az alkalmazott gazdaság- és monetáris politika megválasztása során.** Az MNB tavaly augusztus óta folytatott kamatvágási ciklusa ugyanakkor nem okozott jelentős mértékű forintgyengülést, amiben szerepet játszhat a nemzetközi likviditásbőség, melynek köszönhetően kisebb mértékben csökken a magyar eszközök iránti kereslet. Ezt alátámasztja a forintárfolyam és az 5 éves CDS felár egymáshoz viszonyított alakulása is: miközben a tavalyi év közepétől folyamatosan csökkent az országhozkockázat, addig a forintárfolyam erősödése augusztustól kezdődően megtört, és gyengülni kezdett.

12. ÁBRA: A TRANZMISSZIÓS MECHANIZMUS ÁRFOLYAMCSATORNÁJÁNAK SÉRÜLÉSE



**A nemkonvencionális eszközök alkalmazása tehát indokolt lehet a transzmissziós mechanizmus sérülése miatt** a hitelezés élénkítése, és ezzel az aggregált keresletre növelése érdekében attól függetlenül, hogy az alapkamat szintje nem 0 százalék közeli. **A monetáris eszközök alkalmazhatóságát azonban meghatározzák az adott ország pénzügyi rendszerének sajátosságai, a vállalatok adósságfinanszírozásának szerkezete, illetve hitelpiaci tényezők is.** Azokban az országokban, ahol a vállalatok finanszírozásában jelentős szerepet játszanak a közvetlen tőkepiaci eszközök, ott például vállalatikötvény-vásárlással, vagy a piacon meghatározó szereplők finanszírozásával segítheti a jegybank a vállalatihitel-kockázat mérséklését (pl. USA). Ezzel ellentétben, azokban a gazdaságokban, melyekben a banki finanszírozás dominál, ott a kereskedelmi bankok likviditásának növelését célzó eszközöknek lehet értelmük (pl. európai országok). A likviditásbőség azonban nem feltétlenül eredményezi a gazdaság fellendülését. A hitelkínálat érdemi javulása csak akkor következhet be, ha a hitelezés korlátját a forrásszerzési nehézségek adják. Amennyiben nem a hitelezési képesség, hanem a hitelezési hajlandóság, vagyis a bankok fokozott kockázatkerülése képezi a szűk keresztmetszetet, úgy a likviditás növelése nem bővíti érdemben a hitelkínálatot.

A monetáris eszköztár bővítése a hitelezés ösztönzése mellett **akkor is indokolt lehet, ha azzal hirtelen fellépő piaci feszültségeket kíván a jegybank csökkenteni**, például a felárak indokolatlan növekedése esetén. Az ilyen jellegű beavatkozások azért is fontosak, mert például az állampapír-piacon fellépő zavarok ugyancsak hozzájárulhatnak a transzmissziós mechanizmus sérüléséhez a magas hozamok révén. A pénzügyi piacok stabilizálása érdekében tett lépéseknek azonban nem várt következményei lehetnek. Az MNB az alábbi

veszélyeket gyűjtötte össze, melyek a nemkonvencionális eszközök ilyen jellegű alkalmazásával járnak:

- nem lehet tudni, hogy a piaci zavar átmeneti-e, ami miatt **nehéz megbecsülni az átvállalt kockázat és a várható költségek mértékét** (a költségek abból fakadnak, hogy amennyiben mégsem átmenetinek bizonyulnak a magas felárak, hanem megalapozottak, akkor az olcsóbban felvásárolt eszközökből veszteségek keletkeznek)
- **a beavatkozás ronthatja az adott piac működését** azáltal, hogy helyettesíti a piacot
- állampapír-vásárlás esetén **felmerülhet a monetáris finanszírozás kérdése**

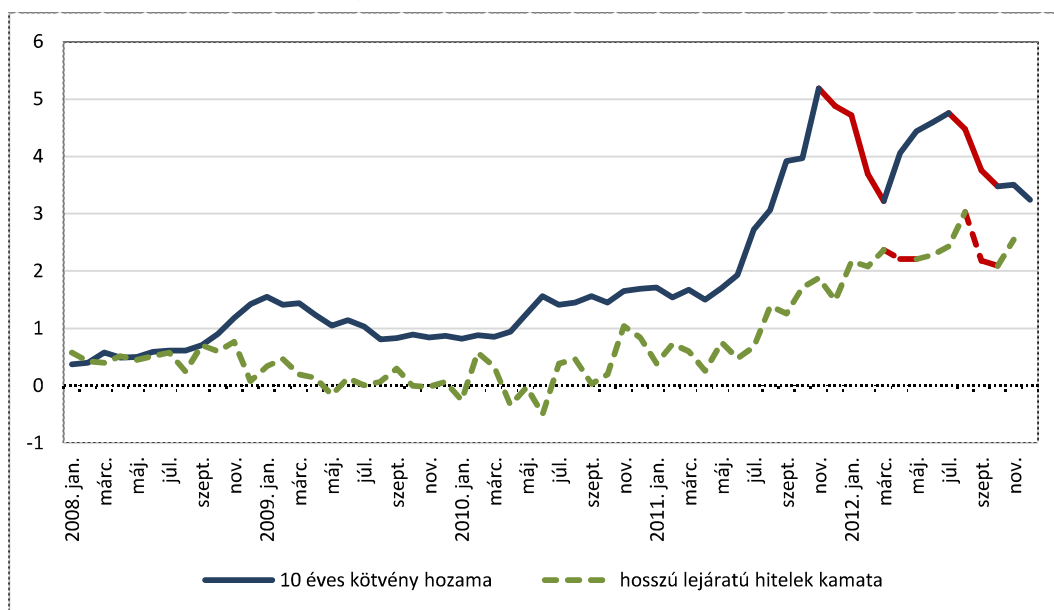
A jegybanki állampapír-vásárlás esetében felmerül az elsődleges célként megfogalmazott árstabilitással való összeegyeztethetőség problémája. Ez abból fakad, hogy a befektetők monetáris finanszírozásként értelmezhetik a jegybank likviditási vagy transzmissziós célját. Az állampapír-piacon megjelenő jegybanki kereslet hozzájárulhat a túlzott felárak mérsékléséhez. Azonban ha a piaci szereplők úgy ítélik meg a jegybanki beavatkozást, hogy azt nem likviditási, hanem szolvenciaprobléma okozza, vagyis a fenntarthatatlan államadósságot finanszírozza a jegybank, úgy a végeredmény akár hozamemelkedés is lehet. Az eszköz alkalmazásának sikere emiatt nagyban függ attól, hogy a befektetők miként értékelik a gazdaságpolitikát, illetve mennyire tartják hitelesnek a jegybankot. Magyarországon erre tekintettel kell lenni a jegybanki állampapír-piaci vásárlások során.

Formailag az elsődleges jegybanki állampapír-vásárlás számít monetáris finanszírozásnak, és mivel ez az EKB számára nem megengedett, így a válság kitörése óta másodpiaci vásárlásokat hajtott végre. A másodlagos piacon történő vásárlással olyan papírok keresletének növekedéséhez járul hozzá a jegybank, amelyeket előzőleg már eladott az állam a piacon. Amennyiben ez a lépés ráadásul eseti, és a monetáris politikai célokkal való összhang is garantálható, akkor a befektetők várhatóan nem értékelik monetáris finanszírozásnak. **Az EKB a szuverén kockázati felárak fundamentumok által nem indokoltnak ítélt szintjét kívánta mérsékelni kötvénypiaci beavatkozásával**, vagyis a transzmisszió sérülésének kiigazítását célozta meg. Az eurózóna jegybankja csak abban az esetben vásárolt állampapírt, ha az államadósság fenntarthatóságát biztosító programcsomag előkészítése már folyamatban volt az adott országban, ami egyfajta garanciát jelentett a hosszú távú fenntarthatóságra.

A 2011 őszen végrehajtott intenzív állampapír-vásárlásokat (securities markets programme, SMP) az olasz hosszú lejáratú államkötvények közel 2 százalékpontos, a spanyol hosszú lejáratú államkötvények közel 1 százalékpontos esése követte. Ezzel együtt **a hosszú lejáratú hitelek kamatai is mérséklődtek** valamelyest, bár ez főként Spanyolországban volt tetten érhető. Az állampapír-piaci vásárlások mellett a hozamokat csökkentették az EKB 50

bázisponos kamatcsökkentése és a 3 éves hiteleinek nyújtása is, melyek a likviditás bővítését célozták.

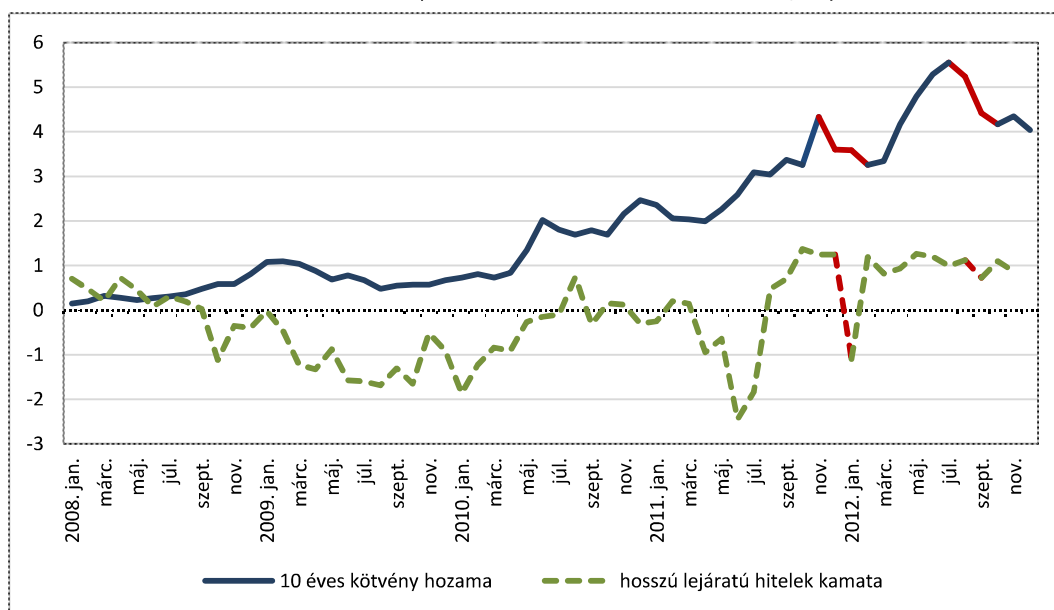
13. ÁBRA: AZ EKB KÖTVÉNYVÁSÁRLÁSAINAK HATÁSA AZ OLASZ ÁLLAMPAPÍROK ÉS HITELKAMATOK FELÁRAIRA (NÉMETORSZÁGHOZ VISZONYÍTVA, %)



Forrás: Eurostat

A 2012 nyarán bejelentett újabb terv (outright monetary transactions, OMT) ismét mérsékelte a hozamokat, már a kijelentés hatására is estek a kötvények kamatai, és a hitelkamatok is csökkentek valamelyest.

14. ÁBRA: AZ EKB KÖTVÉNYVÁSÁRLÁSAINAK HATÁSA A SPANYOL ÁLLAMPAPÍROK ÉS HITELKAMATOK FELÁRAIRA (NÉMETORSZÁGHOZ VISZONYÍTVA, %)



Forrás: Eurostat

Ezzel párhuzamosan a hitelfedezetek körében bővítéséről is döntött az EKB, és az alapkamat is mérséklődött 25 bázisponttal. **A hitelezésre ugyanakkor korlátozott volt ezen intézkedések hatása a továbbra is fennmaradó magas kockázatok és a bizonytalan kilátások miatt.**

Az állampapír-vásárlás tehát a piaci zavarok enyhítése mellett a likviditás bővítésének vagy a hosszú lejáratú hozamok – és ezzel a hitelkamatok – csökkentésének eszköze is lehet.

Hazánkban azonban az ország magas sérülékenysége miatt erre korlátozottan van csak lehetőség. Magyarországon ezért **leginkább csak átmeneti piaci likviditási feszültségek esetében lehet alkalmas megoldás a jegybanki állampapír-vásárlás, és ez esetben is fontos a hiteles kommunikáció és a garanciák biztosítása.** Ellenkező esetben a beavatkozás inflációs és leértékelődési várakozásokat eredményezhet, ami végső soron hozamemelkedést és tőkekiáramlást okoz. A felárak illetve hitelkamatok mérséklését hosszú távon az országgkockázat csökkentése, a hiteles gazdaságpolitika eredményezhetné.

### *3.1.3. Az MNB által a válság kitörése óta alkalmazott eszközök*

Magyarországon tehát a hirtelen fellépő piaci feszültségek enyhítése mellett a hitelkínálat és -kereslet bővítése érdekében lehet szükség nemkonvencionális eszközök alkalmazására. A hitelkínálaton belül is elsősorban a visszafogott hitelezési hajlandóság problémájának megoldása lenne kívánatos, az ország adottságai miatt azonban szűk a nemkonvencionális eszközök alkalmazhatóságának mozgástere.

**Az MNB a válság kitörése óta bevetett eszközei a devizalikviditás, a forintlikviditás, illetve az értékpapírpiacon zavarainak helyreállítását célozták.**

2008-tól a devafinanszírozási lehetőségek beszűkülése az FX-swappiacok likviditásának esését okozta. Az egynapos EUR/HUF **FX-swap rendelkezésre állás bevezetése enyhítette a feszültségeket, a bankok képesek voltak finanszírozni akut devizalikviditási igényüket.** 2009-től a hosszabb távú devizalikviditás nyújtásával tovább csökkentek a feszültségek, a vállalati hitelezés visszaesését azonban nem tudták megállítani a swapeszközök.

A növekvő swappiaci devizafelvétel és a bankközi piaci bizonytalanság a bankok forintlikviditási igényét is növelte. A bankrendszer likviditásának fokozásához több eszközt is bevetett a jegybank: bővítette a jegybanki hiteleknél elfogadható fedezetek körét, kéthetes és hat hónapos hiteleszközöket vezetett be, és csökkentette a tartalékráta mértékét. **A bankrendszer likviditástöbbletét ezek az intézkedések mellett az EU/IMF hitelfelvétel, illetve az államkötvény-vásárlások is érdemben bővítették.**

**Az államkötvény-piacokba való beavatkozást a fundamentálisan nem megalapozott külföldi eladói nyomással indokolta az MNB.** Nagyjából 250 milliárd forint értékben vásárolt állampapírt a másodpiacon. A lépés likviditásra gyakorolt **hatása nem egyértelmű,** annak

helyreállításában szerepet játszhatott az EU/IMF hitelmegállapodás is. A forint jelzáloghitel- és jelzáloglevél-piac likviditását célozva hirdette meg a jegybank jelzáloglevél-programját 2010-ben, melynek keretében **forint jelzáloglevél-vásárlásokat** hajtott végre. A program **nem hozott érdemi javulást**, a piaci felárak csak átmenetileg csökkentek, és a jelzálogbankok passzivitása miatt a tervezettel ellentétben nem is került meghosszabbításra a program. Az alacsony érdeklődés oka a forint jelzáloghitelezés visszafogott növekedése volt, valamint az, hogy a bankok a rövidebb futamidejű finanszírozást preferálták.

2. TÁBLÁZAT: AZ MNB ÁLTAL A VÁLSÁG KITÖRÉSE ÓTA ALKALMAZOTT NEMKONVENCIONÁLIS MONETÁRIS POLITIKAI ESZKÖZÖK

| Cél                       | Időpont | Eszköz                                                                                                                                | Hatás |
|---------------------------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| devizalikviditás fokozása | 2008    | • egynapos EUR/HUF swap                                                                                                               | +     |
|                           | 2009    | • egyhetes CHR/EUR swap<br>• 3 és 6 hónapos EUR/HUF                                                                                   | +     |
|                           | 2011    | • egyhetes EUR/HUF swap                                                                                                               | +     |
| forintlikviditás fokozása | 2008    | • jegybanki hiteleknel elfogadható fedezetek körének bővítése<br>• kéthetes és hathónapos hiteleszközök<br>• tartalékráta csökkentése | +     |
| értékpapír-piacok         | 2008    | • másodpiaci államkötvény-vásárlás                                                                                                    | ?     |
|                           | 2010    | • jelzáloglevél-program<br>• közvetlen és másodpiaci vásárlás                                                                         | ?     |

Forrás: Krekó Judit – Balogh Csaba – Lehmann Kristóf – Mátrai Róbert – Pulai György – Vonnák Balázs (2012): „Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei”, MNB-Tanulmányok 100. alapján  
([http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbtanulmanyok/mnbhu-mt100/MT100.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/mnbhu-mt100/MT100.pdf), letöltve: 2013. február 1.)

A jegybank tehát alapvetően a bankok alacsony hitelezési képességét képes javítani a likviditás biztosítása révén, például az alacsony devizalikviditás bővítésével járulhatna hozzá a hitelezés élénküléséhez. Ez azonban csak az egyik meghatározó eleme a hitelkínálatnak, emellett a bankszektor hitelezési hajlandósága is lényeges. A bankok túlzott kockázatkerülését, vagyis alacsony hitelezési hajlandóságát **enyhíthetik a különféle garanciavállalási konstrukciók**, melyek során kockázatmegosztás jön létre a bankok és az állam között. A hitelezés élénkítését segítheti emellett a vállalati hitelek kamatainak lejjebb szorítása **közvetlen hitelnyújtás vagy támogatás** révén, ami szintén a kockázatok átvállalását jelentené. Ez azért jelent gondot, mert a **hitelkockázat átvállalása a fiskális költségek növekedését jelentheti**, amit egy fenntarthatósági problémákkal küzdő ország esetén kedvezőtlennek ítélnék meg a befektetők. Egy ilyen program sikerét így nagyban



**meghatározza az országba vetett bizalom erősítése, a szabályozási környezet bizonytalanságának mérséklése.** Mindezek a lépések tehát az általános bizalom építésével együtt lehetnek sikeresek, ami alapvetően nem jegybanki, hanem kormányzati feladat. A hitelkockázat átvállalását ugyanakkor el lehet kerülni a hitelgarancia intézményével, mely során kezességvállaló vállalatok erősíthetik a bankok kockázatvállaló képességét. A forintkamatok mérséklésére irányuló törekvések is kedvezőek lehetnek, többek között azért is, mert ösztönözheti az adósokat devizahiteleik átváltására, ami a transzmisszió javulását és a kockázatok mérséklődését eredményezné.

Elemzői vélemények szerint kedvezőek lehetnek a jegybank által állami garanciával nyújtott hitelek. Ám megítélésük szerint e lehetőséget érdemes szigorú feltételekhez kötni, hogy az célzottan a gazdaság növekedését szolgálja, és elkerülhetőek legyenek a spekulatív megfontolások, még ha a hatás így mérsékeltebb is lesz. A kéthetes betétek korlátozását ugyanakkor nem tekintik az elemzők célravezetőnek, szerintük az egynapos kamat irányadó szerepéhez és a hozamszint eséséhez vezetne, ami monetáris lazításnak felelne meg. A kötelező tartalékra fizetett kamat eltörlését egy újabb adónak tekintenek az elemzők, ami a növekedés ellen hat.

Azzal egyetértenek a piaci szereplők, hogy a jegybanki állampapír-vásárlás együtt járhat a befektetői bizalom megrendülésével és az árfolyam gyengülésével. Egyes elemzők úgy gondolják, hogy bár a bankszektor forintlikviditása megfelelő, a devizalikviditás már problémát jelenthet, és ez bankonként is eltérő lehet. Különösen a hosszú lejáratú forrás hiánya jelent problémát. Több elemző is úgy gondolja, hogy a devizatartalék kismértékben leépíthető a monetáris eszköztár bővítése érdekében. Arra is felhívták a figyelmet, hogy az inflációs cél háttérbe szorításának negatív következményei lehetnek.