

# A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra\*

Felcser Dániel – Soós Gábor Dániel – Váradi Balázs

*A tanulmány a Magyar Nemzeti Bank 2012 augusztusában elkezdett kamatcsökkentési ciklusát és annak makrogazdasági és pénzügyi piaci hatásait vizsgálja. Először bemutatja a transzmissziós mechanizmus normál gazdasági körülmények melletti működését, majd kitér a válság utáni időszak fő kihívásaira. Áttekinti a kamatciklus hatását a különböző pénzügyi piacokon, illetve a makrogazdaságra nézve. A konklúzió szerint, a Magyar Nemzeti Bank előrejelző modelljével végzett becslések alapján, a kamatcsökkentési ciklus mérsékelte a jegybanki inflációs cél alullövésének mértékét, és érdemben hozzájárult a gazdasági kibocsátás szintjének emelkedéséhez is.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E43, E52

**Kulcsszavak:** kamatcsökkentési ciklus, monetáris transzmisszió

## 1. Bevezetés

A 2007–2008-ban kezdődött globális pénzügyi és gazdasági válság jelentős mértékben visszavetette a globális gazdasági növekedést a beruházási aktivitás és a fogyasztási kereslet visszaesése következtében. Emellett a válság előtt eladósodott gazdasági szereplők elhúzódó mérlegleépítési folyamata, illetve a bankok szigorú hitelezési kondíciói nyomán a hitelezési aktivitás is visszaesett, miközben a gazdasági recesszió során érdemben megemelkedett a munkanélküliség, és a globális kereslethiány a gazdaságok többségében kezdetben mérséklődő, majd tartósan alacsony inflációs környezet kialakulásához vezetett. A válság kitörését követően a kedvezőtlen makrogazdasági folyamatokra kezdetben mind fiskális, mind monetáris lazítással reagáltak a fejlett gazdaságok. A globális jelentőségű jegybankok (Európai Központi Bank, Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England) a gazdasági recesszióra válaszul először az irányadó kamatot csökkentették, ami viszonylag rövid időn belül elérte vagy megközelítette nominális alsó korlátját. A legtöbb esetben ugyanakkor ezek a lépések önmagukban még elégtelen mértékű monetáris lazításnak bizonyultak a válságból való kilábalás támogatásához, ezért a hagyományos kamatpolitika mellett egyéb, nemkonvencionális monetáris politikai eszközök (pl. mennyiségi lazítás, előrettekintő iránymutatás) bevezetésére volt szükség. A vál-

\* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Felcser Dániel a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: felcserd@mnb.hu.  
Soós Gábor Dániel a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: soosg@mnb.hu.  
Váradi Balázs a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: varadib@mnb.hu.

ság Magyarországot is mélyen érintette, így a szükséges gazdaságpolitikai és monetáris politikai reakciók Magyarország esetében sem maradhattak el. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) a tartósan alacsony inflációs környezettel, a visszafogott hitelezési aktivitással és a Magyarország külső sérülékenységével kapcsolatos kihívásokra számos intézkedéssel válaszolt.

Az erős dezinflációs hatások nyomán kialakult, tartósan alacsony inflációs környezet által támasztott kihívásokra reagálva a Magyar Nemzeti Bank 2012 augusztusában kamatcsökkentési ciklusba kezdett, és az elmúlt 3 év során összességében 565 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát. A kamatcsökkentési ciklus számos csatornán keresztül hat a gazdaságra és a gazdasági szereplők várakozásaira (*MNB 2012b*). A fokozatos kamatcsökkentések mellett a válság okozta monetáris transzmissziós zavarok oldása miatt egyéb, nemkonvencionális eszközöket is alkalmazott az MNB a 3 százalékos inflációs cél elérése, a gazdasági növekedés élénkítése, valamint Magyarország külső sérülékenységének csökkentése érdekében. 2013 áprilisában a kis- és középvállalkozások hitelezésében tapasztalt zavarok enyhítése és ezáltal a gyorsabb gazdasági növekedés elérése érdekében a jegybank elindította Növekedési Hitelprogramját. A vállalkozások hitelprogram iránti fokozott érdeklődésére tekintettel az MNB Monetáris Tanácsa 2013 szeptemberében az NHP folytatásáról döntött. A program megállította a vállalati hitelállomány visszaesését, és a vállalatok beruházási kedvét erősítő hitelfeltételeket teremtett, ezáltal javította a monetáris transzmissziót. A Növekedési Hitelprogram kedvező hatásainak erősítése érdekében a Monetáris Tanács 2015 februárjában egy, az NHP-hoz hasonló, azonban attól különálló konstrukció, az NHP+ elindítása mellett döntött (*MNB 2015a*).

A hitelezési aktivitás ösztönzése és a gazdasági növekedés élénkítése mellett több program is támogatta az ország külső sérülékenységének csökkenését. 2014 áprilisában a jegybank az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának növelése és ezzel párhuzamosan a külső forrásokra való ráutaltság mérséklése, azaz Magyarország külső sérülékenységének csökkentése érdekében elindította az ún. önfinanszírozási programot, és megkezdte a monetáris politikai eszköztár ennek megfelelő átalakítását. Az eszköztár megújításának részeként 2014 augusztusában a kéthetes MNB-kötvény először kéthetes jegybanki betétté alakult, majd 2015. szeptember végétől a három hónapos jegybanki betét szolgál az MNB irányadó eszközüül. Hazánk külső sérülékenységének csökkenéséhez szintén hozzájárult, hogy a Magyar Nemzeti Bank támogatta a deviza alapú lakossági jelzáloghitelek forintra történő átváltását, amivel a hazai pénzügyi rendszer szereplői időben felkészülhettek az árfolyamkockázatból származó kedvezőtlen hatások elkerülésére (*MNB 2015b*).<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> 2015. január 15-én a svájci jegybank eltörölte az euróval szemben fenntartott árfolyamküszöböt, ami a svájci frank hirtelen történő, nagymértékű felértékelődésével járt és világszerte jelentős pénzügyi turbulenciát okozott. Magyarországon a deviza alapú lakossági jelzáloghitelek átváltási árfolyama azonban már 2014 novemberében rögzítésre került, így a svájci frank erősödése nem érintette érdemben a hazai bankrendszert és a svájci frank alapú hitellel rendelkező háztartásokat.

A devizahitel-állomány érdemi mérséklődésével javult a monetáris transzmisszió is: a forinthitelek dominánssá válásával mind a kamatsatorna, mind az árfolyamsatorna hatékonysága nőtt.<sup>2</sup> Tanulmányunkban részletesebben a Magyar Nemzeti Bank 2012 augusztusában elkezdett kamatcsökkentési ciklusát és annak makrogazdasági és pénzügyi piaci hatásait vizsgáljuk.<sup>3</sup>

## 2. A monetáris transzmisszió működése hagyományos és nem hagyományos környezetben

Az inflációs célkövetést alkalmazó modern jegybankok az árak, az infláció alakulására próbálnak hatást gyakorolni úgy, hogy többnyire tekintettel vannak a gazdasági kibocsátás ingadozására is. Azt a többlépcsős folyamatot, amelyen keresztül a monetáris politika befolyásolja a makrogazdaság alakulását, monetáris transzmissziós mechanizmusnak nevezzük. Az alábbiakban először a transzmissziós mechanizmus normál gazdasági körülmények melletti működését mutatjuk be, ami után kitérünk a válság utáni időszak fő kihívásaira.

A fejlett országokban a jegybankok elsősorban viszonylag rövid lejáratú pénzügyi eszközök segítségével befolyásolják a piaci folyamatokat. Ez az eszköz többnyire egy egy-két napos vagy néhány hetes hitel vagy betét, amely a kereskedelmi bankok számára áll rendelkezésre, és amelynek kamatát a jegybanki döntéshozók határozzák meg. Ez az eszköz Magyarországon 2015. szeptembertől a – korábbi két hetes helyett – a három hónapos futamidejű MNB-betét, melynek hozama a jegybanki alapkamat. A hosszabb futamidejű eszköz alkalmazása nem példa nélküli, az utóbbi években sok országban vezettek be hosszabb lejáratú aktív vagy passzív oldali jegybanki eszközöket. Arra ugyan kevesebb nemzetközi példa van, hogy az irányadó jegybanki eszköz 3 hónapos vagy annál hosszabb távú legyen, azonban előfordul: például a svájci jegybank irányadó kamata a fedezet nélküli bankközi hitelek 3 hónapos referenciakamata (LIBOR).<sup>4</sup>

A monetáris transzmisszióknak jellemzően öt csatornáját lehet megkülönböztetni (1. ábra): kamat-, árfolyam-, eszközár-, hitel- és várakozási csatorna. Ezen csatornák mindegyike sajátos mechanizmust jelent, amelyen keresztül az árupiaci keresletet eléri a monetáris politikai lépések. A megváltozott keresletre az árak csak némi késéssel tudnak reagálni, így a kibocsátás átmenetileg eltérhet hosszú távú szintjétől. A kínálati oldalt a monetáris politika a termelési költségeken keresztül is érinti.

<sup>2</sup> A devizahitelek magas aránya miatt korábban például egy expanzív monetáris politikai lépés az árfolyamra gyakorolt gyengítő hatása miatt, a jegybank lépésének szándékával ellenkezőleg, visszafoghatta volna a devizában eladósodott háztartások fogyasztási keresletét.

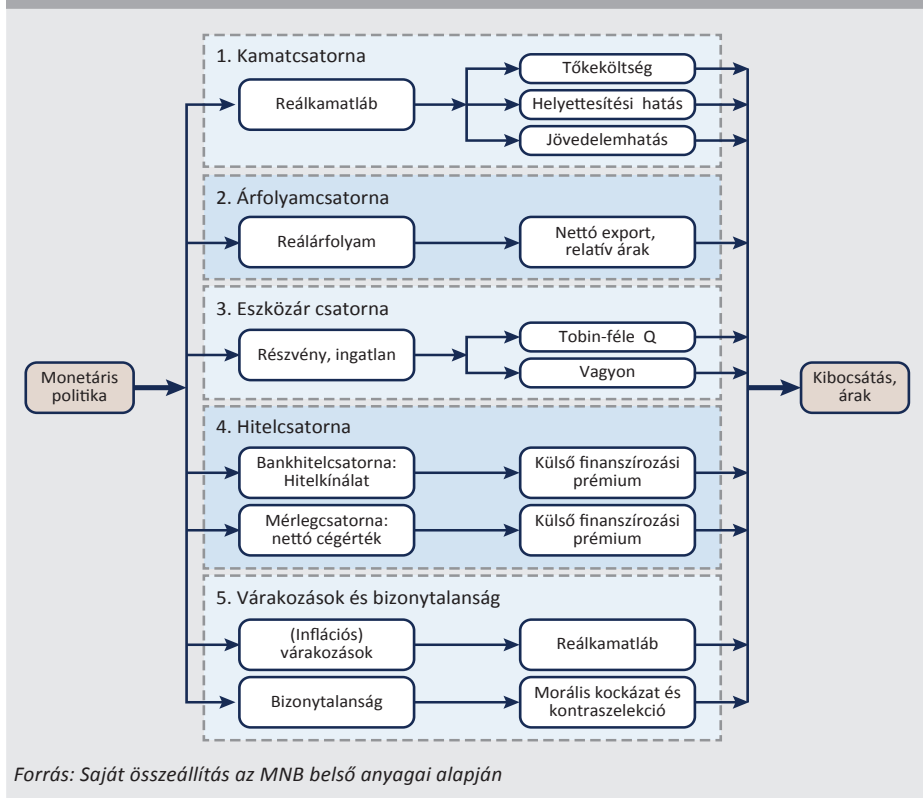
<sup>3</sup> Az NHP első másfél évének eredményeit MNB (2014d) mutatja be.

<sup>4</sup> Továbbá Csehországban szükség esetén egyéb sterilizációs eszközként 3 hónapos repotendert tart a jegybank, ezen felül az angol jegybank, a svéd és az izraeli jegybank is alkalmaz 1 hónapos vagy hosszabb lejáratú sterilizációs eszközt.

A következőkben ezek közül három transzmissziós csatorna normál időszaki működését mutatjuk be részletesebben.

1. ábra

A transzmissziós mechanizmus sematikus ábrája



A legegyszerűbb csatorna, amely a monetáris politikai impulzusokat közvetíti, a kamatcsatorna. Például egy jegybanki kamatcsökkentés hatására olcsóbbá válik a kereskedelmi bankok számára a jegybanknál elérhető hitel (ahol az irányadó kamat hitelhez kötődik), illetve a bankok a jegybanknál elhelyezett betéteik után kisebb kamatot kapnak (ahol az irányadó kamat betétkezhez kötődik), aminek következtében a kereskedelmi bankok az ügyfeleik számára nyújtott hitelek, illetve a bankoknál elhelyezett betétek kamatait is csökkentik. Az alacsonyabb kamatok arra ösztönzik a háztartásokat, hogy több hitelt vegyenek fel, mérsékeljék megtakarításaikat, vagyis többet fogyasszanak. A vállalatokat elsősorban beruházási döntéseikben befolyásolják a kamatok: alacsonyabb kamat mellett több projekt tudja azt a hozamot kitermelni, ami még nyereségessé teszi a vállalkozást, így emelkednek a beruházások.

A jegybanki kamatcsökkentés gazdasági hatása alapvetően függ attól, hogy a kamatcsökkentés milyen mértékben és milyen gyorsan gyűrűzik át a vállalatok és a lakosság számára releváns kamatokba. Magyarországon *Horváth et al. (2004)* kimutatta, hogy a jegybanki kamat változásait a kereskedelmi banki kamatok néhány hónap alatt jelentős mértékben lekövetik, vagyis a bankok hatékonyan közvetítik a monetáris politikai döntéseket. A vállalati szegmens esetén a hitelek és a betétek jellemzően rövid futamidejűek, így relatíve gyorsan árazódnak át. A háztartási oldalon azonban ennél lassabb az átárazódás, és az csak a forintban denominált eszközökben jelentkezik.

A csökkenő jegybanki alapkamat ugyanakkor nem csak közvetlenül hathat az árazási és termelési döntésekre, hanem az árfolyamcsatornán keresztül is. Szabad nemzetközi tőkemozgások esetén a kamatpolitikára érzékenyen reagálhat az árfolyam. A kamatok és az árfolyam között a kamatparitás teremt összefüggést. Mivel egy nemzetközi portfólió-befektető szabadon választhat, hogy milyen valutában tartja pénzét, tartósan nem térhetnek el egymástól a különböző pénznemben realizált hozamok. A tényleges hozamot a kamat és az árfolyam változása együttesen határozza meg. Ha a kamat és az árfolyamnyereség együttesen elmarad a máshol elérhető hozamtól, a befektetők mindaddig elfordulnak az adott valutától, amíg vagy a kamatok, vagy az árfolyam-erősödés nem teszi újra versenyképessé azt. Az árfolyamcsatorna különösen a kis, nyitott országokban (mint amilyen Magyarország is) játszik kitüntetett szerepet, ugyanis az importált javak árát, valamint az exporttermékek versenyképességét közvetlenül érinti a hazai valuta értéke. Egy leértékelődés nyomán például nő az exporttermékek iránti külső kereslet, viszont csökkenhet a drágábbá váló külföldi termékek behozatala. A hazai kibocsátás így összességében bővül, miközben az árak – a külkereskedelemben kerülő drágább javak miatt – szintén emelkednek.

A várakozási csatorna önállóan, illetve egyéb csatornákba beépülve is fontos eleme a transzmissziós mechanizmusnak. Ha a monetáris politika célja hiteles, akkor a racionális gazdasági szereplők annak teljesülésére számítanak. Egy inflációs célkövetéses rendszerben ez azt jelenti, hogy a gazdasági szereplők inflációs várakozását a jegybanki inflációs cél horgonyozza le. Ha inflációs sokk éri a gazdaságot, a gazdasági szereplők bíznak abban, hogy a monetáris politika mindent megtesz a sokk semlegesítése érdekében (pl. tartósan alacsonyan várt inflációs alapfolyamatokra kamatcsökkentéssel reagál), így középtávon nem fognak a céltól jelentősen eltérő inflációval számolni. A jegybank inflációs céljához horgonyzott várakozások ekkor „megkönnyítik” a jegybank dolgát, ugyanis az árazási magatartás és a bérkövetelések nem fognak további inflációs nyomást jelenteni, és minimális növekedési áldozat mellett lesz elérhető az inflációs cél. A várakozások tehát gyakran kulcsfontosságúak lehetnek a monetáris politika szempontjából.

Fontos kiemelni, hogy bizonyos esetekben előfordulhat, hogy a monetáris transzmissziós mechanizmus az elméleti keretben felvázolttól eltérően működik. Ennek oka, hogy a gyakorlatban a különböző transzmissziós csatornák valamilyen okból kifolyólag gyakran nem tudnak kellően hatékonyan, az elmélet alapján várt módon működni. A válságot követően a világ számos országa esetében sérült a transzmissziós mechanizmus (az euróövezet kapcsán lásd például *ECB 2013*).<sup>5</sup> Emögött a gazdasági szereplők válságot megelőző, túlzott mértékű eladósodása, majd a válság kitörését követő elhúzódnó mérlegkiigazítási folyamata áll, melynek során a gazdasági szereplők jelentős mértékben növelik megtakarításaikat és visszafogják fogyasztási-beruházási kiadásait (Csortos–Szalai 2015). Ezáltal a mérlegalkalmazkodás során a hagyományos monetáris politika hatékonysága csökken, ami mindaddig fennáll, amíg a magánszektor nem fejezi be a mérlegalkalmazkodást és nem növekszik hitel-felvételi hajlandósága. A magánszektor forrásigényének csökkenése következtében a monetáris politika hagyományos eszközének is mérséklődik a hatékonysága, így a kamatcsatorna kevésbé tudja kifejteni hatását a gazdaságra. Mindemellett több módon is segíteni lehet a gazdasági szereplők alkalmazkodási folyamatát. Például fontos szerepet tölthet be a fiskális politika a magánszektor szereplőinek mérlegalkalmazkodási folyamatának támogatásában, erre Magyarországon például szolgált a 2012 tavaszán elindult árfolyamgát-program, amely a devizahiteles ügyfelek árfolyamkockázatát és kamatterheit mérsékelte. Ezen kívül az irányadó kamat csökkentésével párhuzamosan mérséklődő állampapír-hozamok mellett csökkennek az állami kamatkidadások és adósságmegújítási költségek, ami nagyobb teret biztosít a fiskális politika számára a gazdaság élénkítésére. Szintén segíti a mérlegalkalmazkodást, amennyiben a reálárfolyam leértékelődése a versenyképesség javulásán és így az export növekedési hozzájárulásán keresztül segíti a gazdaság fellendülését.

Magyarország esetében a monetáris politika kamatcsatornája mellett az árfolyamcsatorna megfelelő működése is korlátozott volt a devizában denominált adósság magas aránya miatt. Alapesetben, élénkítő monetáris politika mellett az árfolyam leértékelődése hozzájárulhat a mérlegtisztítási folyamathoz a kibocsátásra és a jövedelemáramlásra gyakorolt kedvező hatásán keresztül. Magyarország esetében azonban a gazdasági szereplők devizaadósságának magas aránya miatt – a forintosítást megelőzően – egy esetleges árfolyamgyengülés az export élénkítése mellett kedvezőtlenül hathatott a gazdasági szereplők jövedelmi helyzetére, visszafogottabb keresletet eredményezve. E kedvezőtlen összefüggést némiképp mérsékelte az egyszeri végtörlesztés, majd az árfolyamgát bevezetése, a deviza alapú lakossági jelzáloghitelek idei forintosítása pedig lényegében megszüntette a lakosság árfolyamra vonatkozó erős érzékenységét.

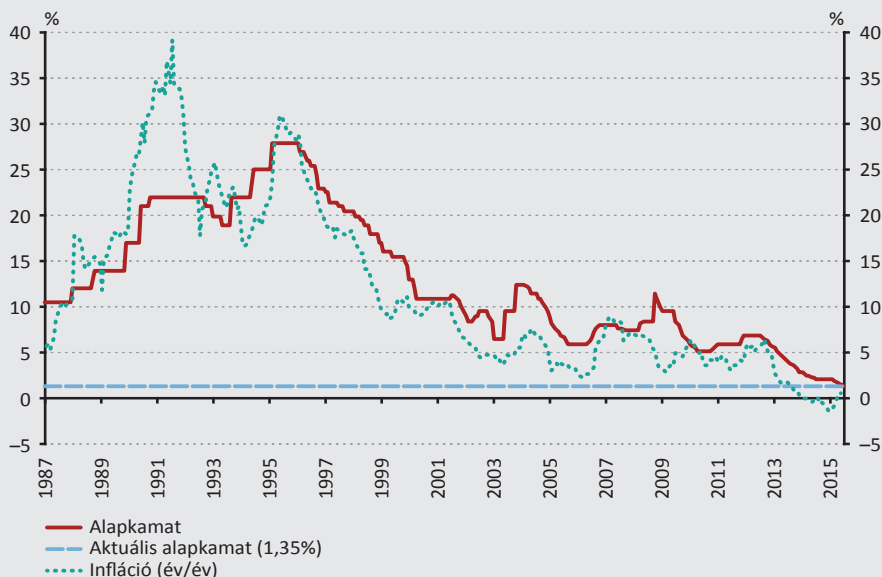
---

<sup>5</sup> Ezzel szemben *Borstel et al. (2015)* eredményei alapján nem változott meg az euróövezeti kamatcsatorna hatékonysága a válság előttihez képest, bár a banki hitelek felárát a korábbinál kevésbé tudta befolyásolni a hagyományos monetáris politika. *Kucharčuková et al. (2013)* – több csatornát vizsgálva – a cseh monetáris transzmisszió kapcsán szintén nem talált jelentős változást a válság hatására.

### 3. A magyar kamatcsökkentési ciklus szakaszai

2012 augusztusától a Magyar Nemzeti Bank több eszközzel igyekezett elérni a jegybanktörvényben meghatározott mandátumát, ami elsődlegesen az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli ki, ami mellett – az elsődleges célt nem veszélyeztetve – a jegybank támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását és a rendelkezésére álló eszközökkel a kormány gazdaságpolitikáját. A 2012 nyár végétől megvalósított fokozatos kamatcsökkentések következtében a jegybanki irányadó kamat összességében 565 bázisponttal, historikusan alacsony szintre csökkent (2. ábra). A kamatcsökkentési ciklust kezdetben Magyarország fokozatosan javuló kockázati megítélése és a globálisan meghatározó jegybankok tartósan laza monetáris politikai irányultsága tette lehetővé, amit a hazai fiskális politika területén megvalósított lépések is támogattak. A kamatcsökkentési ciklus második szakaszában – miközben Magyarország kockázati megítélése tovább javult –, az erős dezinflációs folyamatok és a gazdasági növekedés élénkítése tette szükségessé a monetáris lazítás folytatását. A nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság ugyanakkor óvatos monetáris politikát indokolt, ami a korábbi 25 bázispontnál kisebb lépésköz mellett valósult meg. A kamatcsökkentési ciklus harmadik szakasza 2015 márciusában kezdődött, amikor az erősödő, lefelé mutató inflációs kockázatok a további monetáris lazítás irányába mutattak.

**2. ábra**  
A magyar irányadó kamat és infláció alakulása  
(1987–2015)



Forrás: MNB, Pénzügyi Közlöny, KSH, Madarász–Novák (2015) alapján

A kamatcsökkentési ciklus elején a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság erősödése és Magyarország kockázati megítélésének fokozatos javulása támogatta a fokozatos lépésekben végrehajtott kamatcsökkentéseket. Emellett a globális jelentőségű jegybankok által megvalósított, tartósan laza monetáris politika, valamint a hazai fiskális politikai lépések is növelték a hazai monetáris politika mozgásterét. A ciklus kezdetén az infláció ugyan érdemben meghaladta a jegybank 3 százalékos inflációs célját, ugyanakkor az endogén kamatpályát feltételező előrejelzés alappályája a monetáris politika számára releváns horizonton célra mérséklődő inflációt prognosztizált a monetáris kondíciók érdemi lazításának lehetősége mellett, a kockázati megítélés tartós javulása és az árszintnövelő sokkok lecsengése esetén (*MNB 2012a*). A cél feletti infláció ugyanis főként egyedi tényezőknek volt tulajdonítható, és az átmeneti hatások kifutásával 2012 végétől erős dezinflációs időszak következett.

A kamatcsökkentési ciklus elindítását megelőzően a globális befektetői hangulat kedvezően alakult. A kockázatvállalási hajlandóság érdemi javulása főként az eurózóna stabilitásával kapcsolatos pozitív eseményeknek volt köszönhető. A 2012 elején még bizonytalan pénzügyi környezet a júniusi görög választások, a spanyol bankmentő csomag, valamint Mario Draghi EKB-elnök július végén tett nyilatkozata<sup>6</sup>, majd a nemkonvencionális eszközök alkalmazásának bejelentése (EKB kötvénnyvásárlásainak újraindítása<sup>7</sup>) következtében jelentős mértékben javult. A kockázatvállalási hajlandóság növekedésével a feltörekvő piaci eszközöktől elvárt prémium érdemben mérséklődött. Ezzel párhuzamosan a magyar kockázati felár is jelentős mértékben csökkent: 2012. június elejétől augusztus végéig összesen 200 bázisponttal mérséklődött a hazai 5 éves CDS-felár, amivel összhangban a 10 éves hozamok is érdemben csökkentek. A kockázati megítélés javulásával, a Magyarországgal szemben elvárt kockázati prémium fokozatosan mérséklődve elérte a feltörekvő piaci átlagot, amihez az erősödő fiskális fegyelem is alapvetően hozzájárult (*MNB 2014a*). A költségvetési kiigazítások eredményeként a magyar költségvetés ESA-módszertan szerinti hiánya a GDP 2,3 százalékára mérséklődött 2012-ben. Emellett az államadósság csökkenő pályára állt, amivel párhuzamosan Magyarország külső sérülékenysége is csökkenni kezdett. A támogató globális monetáris politikai környezetben az MNB Monetáris Tanácsa először 25 bázispontos lépésekkel a kezdeti 7 százalékról 4 százalékra mérsékelte az irányadó kamatot 2012 augusztusa és 2013 júliusa között.

---

<sup>6</sup> Mario Draghi 2012. július 26-i beszédében arra utalt, hogy az EKB a korábbinál rugalmasabb monetáris politikát folytathat a jövőben, határozottabban segítve az eurózónás válságkezelést. A jegybankelnöki nyilatkozat kiemelte, hogy többek között a megemelkedett szuverén kockázati prémium következtében sérült a monetáris transzmissziós mechanizmus csatornája, aminek kiküszöbölése, illetve az euro stabilitásának megőrzése érdekében minden, a mandátumán belül eső eszközt alkalmazni fog a központi bank (*ECB 2012a*).

<sup>7</sup> 2012. augusztus 2-án az EKB bejelentette, hogy az ún. „Outright Monetary Transactions” (OMT) programjának keretében, szükség esetén – és amennyiben az adott eurózóna-tagállam teljesíti az EKB által támasztott kritériumokat – szuverén államkötvényeket vásárol a másodlagos piacon a monetáris transzmissziós mechanizmus megfelelő működésének biztosítása érdekében (*ECB 2012b*).



A sérülékeny feltörekvő országokhoz képest kedvezőbb nettó finanszírozási képességnek, a fegyvelmezett kormányzati politikának, valamint a Magyarország ellen 2004 óta tartó túlzottdeficit-eljárás megszüntetésének is köszönhetően a hazai kockázati megítélés a kamatcsökkentési ciklus második szakaszában tovább javult. Emellett a globálisan meghatározó jegybankok monetáris politikája is támogató maradt az időszak során, így a többnyire kedvező nemzetközi pénzüpiaci hangulatban a válságot megelőző szintekre csökkent Magyarország kockázati felára. Ezen támogató tényezők mellett a visszafogott belső kereslet, a negatív kibocsátási rés, a szabályozott árak több lépcsőben végrehajtott csökkentése, a mérsékelt importált infláció, valamint az inflációs várakozások fokozatos mérséklődése következtében erősen dezinfláló környezet alakult ki a hazai gazdaságban, ami a kamatcsökkentési ciklus folytatását tette indokolttá.

A 2012 végétől megfigyelt dezinflációs folyamat több tényező együttesének volt a következménye. A korábbi indirektadó-emelések bázisból való kiesése, illetve a szabályozott árak több lépcsőben végrehajtott csökkentése számottevően mérsékelte a kormányzati intézkedésekből adódó közvetlen inflációs hatásokat. Emellett a válság során kialakult és a gazdaságban továbbra is jelenlévő kihasználatlan kapacitások, a visszafogott belső kereslet, valamint a mérséklődő globális inflációs folyamatok is erősítették a hazai dezinflációt. Ezen tényezők következtében 2013-ban fokozatosan mérséklődtek az inflációs alapfolyamatok alakulását megragadó mutatók, amik azóta is alacsony szinteken alakulnak.<sup>8</sup> A tartósan alacsony inflációs környezet fennmaradásához a tényinfláció csökkenésével párhuzamosan mérséklődő inflációs várakozások is hozzájárultak. Emellett a jegybanki céllal összhangba kerülő inflációs várakozások az alacsonyabb bérdinamikán keresztül mérsékeltek a munkaerőpiac felől megjelenő inflációs nyomást, tovább növelve a monetáris politika mozgásterét.

Összességében elmondható tehát, hogy a tartósan bizonyuló dezinflációs környezet, a jegybank 3 százalékos célja alá mérséklődő infláció, valamint előretekintve az inflációs kilátások alakulása további monetáris lazítást tett szükségessé. Ennek megfelelően 2014 júliusáig a jegybank – az esetleges kedvezőtlen külső sokkokra való tekintettel egyre kisebb ütemű lépésekben – további 190 bázisponttal 2,1 százalékgig csökkentette az alapkamatot, majd lezárta a 2 éven át tartó, folyamatos kamatcsökkentési ciklust. Előretekintő iránymutatásában a Monetáris Tanács hangsúlyozta, hogy „a makrogazdasági kilátások tartósan laza monetáris kondíciók fenntartásának irányába mutatnak” (*MNB 2014b*).

Ezt követően egészen 2015 márciusáig 2,1 százalékos szinten tartotta a jegybank az alapkamatot. A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemezték, előretekintve a reálgazdaság dezinflá-

<sup>8</sup> A Magyar Nemzeti Bank 2014 januárjától havi rendszerességgel teszi közzé inflációs alapmutatóit.

ciós hatása mérséklődött, és az aktuális monetáris kondíciók fenntartása mellett az infláció középtávon a céllal összhangban alakult. Az elsősorban az energiaárak jelentős mérséklődése miatt tovább csökkenő inflációra reagálva a 2014. decemberi Inflációs jelentésben jelezte a jegybank, hogy erősödtek a lefelé mutató inflációs kockázatok (*MNB 2014c*), a makrogazdasági kilátások alapján azonban ekkor még nem volt indokolt az alapkamat további mérséklése.

2015 márciusában ugyanakkor az aktuális Inflációs jelentés átfogó értékelését követően a Monetáris Tanács a kamatsökkentési ciklus újraindítása és 15 bázispontos kamatsökkentés mellett döntött. A további monetáris lazítást az erősödő lefelé mutató inflációs kockázatok indokolták, a döntéshozók megítélése szerint ugyanis „növekedett a valószínűsége az inflációs várakozások módosulásával érvényesülő másodkörös hatások kialakulásának” (*MNB 2015c*). Az inflációs cél monetáris politikai horizonton történő elérése érdekében a jegybank 15 bázispontos lépésekkel 2015 júliusára 1,35 százalékra mérsékelte az alapkamatot, majd lezárta a márciusban újraindított kamatciklust. A Magyar Nemzeti Bank ezzel 2012 augusztusa és 2015 júliusa között összességében 565 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát, ami nemzetközi kontextusban összhangban volt mind a globálisan meghatározó, mind a régiós jegybankok laza monetáris politikai irányultságával.<sup>9</sup> A ciklust lezáró közleményében a jegybank jelezte, hogy a makrogazdasági kilátások – előrejelzése alapján – tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutatnak.

#### 4. A kamatsökkentési ciklus hatása a magyar pénzügyi piacokon

Az alapkamat fokozatos csökkentése a monetáris transzmisszió első lépcsőjeként a pénzügyi piaci kamatokba gyűrűzött be, illetve egyúttal az állampapír-piaci hozamokra is kedvezően hatott. A monetáris politikai lazítás mellett egyéb nemzetközi, illetve hazai események vagy folyamatok (például a változó kockázati megítélés) hatása is tükröződik a kamatok és hozamszintek alakulásában, de hosszabb, többéves időtávot vizsgálva több esetben szoros együttmozgás figyelhető meg az irányadó ráta és a piaci kamatok között. Az azonos tendenciák alapján a monetáris politika is számottevő szerepet játszott a kamatok és a hozamszintek historikusan alacsony szintre történt csökkenésében. Mindeközben a fokozatos és óvatos kamatlépések,

<sup>9</sup> A vizsgált időszakban a Federal Reserve az eszközvásárlásainak leállítását követően is fenntartotta 0–0,25 százalékos alapkamatát, és továbbra is rendkívül laza maradt monetáris politikai irányultsága. Az EKB, miután az alapkamat elérte nominális alsó korlátját, további, nemkonvencionális eszközöket jelentett be, majd 2015 márciusában megkezdte államkötvény-vásárlási programját a monetáris kondíciók további lazítása érdekében. A japán jegybank a már hosszú ideje 0 százalékos alapkamat mellett ugyancsak további nem hagyományos eszközök alkalmazásába kezdett: 2013 áprilisában meghirdette az ún. Mennyiségi és Minőségi Lazító Programját. A Bank of England hagyományos eszközzel ugyancsak nem tudott már további lazítást végrehajtani, miután irányadó rátája elérte a 0,5 százalékot, így 2012 júliusában elindította hitelösztönző programját (Funding for Lending Scheme). A régiós jegybankok szintén jelentős mértékű monetáris lazítást hajtottak végre az időszak során: a román jegybank 350, míg a lengyel jegybank 325 bázisponttal csökkentette alapkamatát 2012 augusztusa és 2015 júliusa között, miközben a cseh jegybank, elérve nominális alsó korlátját, a korona árfolyamát használta monetáris politikai eszközként a monetáris kondíciók további lazítására.

valamint a jegybank előretekintő kommunikációja elősegítette, hogy a kamatcsökkentési ciklus piaci zavarok és a pénzügyi stabilitás veszélyeztetése nélkül menjen végbe. A következőkben a kamatciklus hatását tekintjük át a különböző pénzügyi piacokon, valamint előretekintve kitérünk a piaci elemzők várakozásaira.

A kamatcsökkentések a rövid pénzpiaci hozamokban fokozatosan érvényesültek (1. táblázat). A kamatcsökkentési ciklus során a rövid pénzpiaci hozamok – a kamatfolyosón belül alakulva – szorosan együtt mozogtak a csökkenő alapkamattal. A mérséklődő kamat melletti alacsony inflációs környezetben a hazai (egy évre) előretekintő reálkamatok feltörekvő piaci összehasonlításban az időszak jelentős részében átlagos szinten alakultak (MNB 2014a).

A hazai kamatkülönbség mérséklődése ugyan részben hozzájárulhatott a forint euróval szembeni árfolyamának gyengüléséhez, azonban a kamatcsökkentések fokozatossága és az előretekintő kommunikáció miatt ez a hatás fokozatosan, a kockázati mutatók trendszerű csökkenése mellett, a volatilitás növekedése nélkül érvényesült. Az árfolyamban és a kockázati megítélésben történt megingások nagyrészt az MNB-től független nemzetközi és hazai tényezőkhöz (elsősorban a Federal Reserve mennyiségi lazításának lassításához, geopolitikai feszültségekhez, illetve a forintosítás előtt a devizahitel szerződések körüli bizonytalansághoz) kapcsolódtak. A kamatcsökkentés összességében a forint árfolyamának az inflációs cél elérésével összeegyeztethető mértékű és pénzügyi stabilitási kockázatokat nem okozó leértékelődésével járt együtt.

1. táblázat

Az alapkamat, illetve különböző kamatok és hozamok alakulása

	Alapkamat	BUBOR 3M	Állampapír-hozamok					Banki termékek kamatai					CDS (5 év)
			3 hónap	12 hónap	3 év	5 év	10 év	Lakossági lekötött betét	Lakossági lakáscélú hitel	Vállalati lekötött betét	Vállalati folyószámla hitel		
Kamatciklus kezdete	7,0	7,15	6,8	6,8	6,8	7,1	7,4	6,7	12,1	6,6	9,9	425,0	
Kétéves kamatciklus vége	2,1	2,14	1,8	1,9	3,0	3,3	4,2	1,7	5,9	1,7	5,2	169,9	
Kamatciklus újraindítása	2,1	1,97	1,5	1,7	2,1	2,5	3,2	1,6	5,3	1,4	4,4	131,5	
Aktuális	1,35	1,36	0,9	0,9	2,2	2,8	3,7	1,1	4,6	1,1	4,3	149,8	

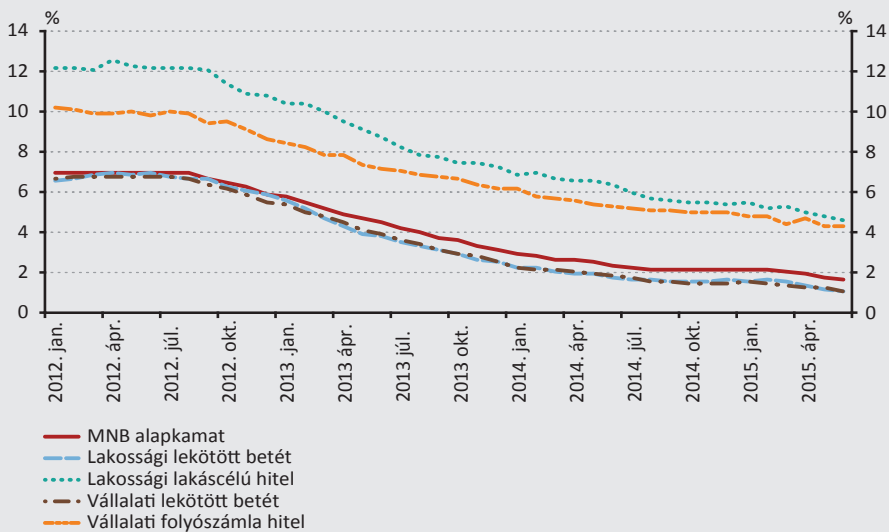
Megjegyzés: A banki termékek kamatainál szerződéses összeggel súlyozott átlagok szerepelnek (június).  
Időpontok: kamatciklus kezdete: 2012. augusztus 28., kétéves kamatciklus vége: 2014. július 23., kamatciklus újraindítása: 2015. március 24., aktuális: 2015. július 31.

Forrás: Bloomberg, MNB, ÁKK

Az alapkamat csökkentése a banki kamatokat is mérsékelte. A referenciaárazás miatt a banki termékek kamataira is folyamatos hatással van az alapkamat óvatosabb ütemű mérséklése is. A kamatciklus megindítása óta a lakossági lakáscélú hitelek esetében összességében mintegy 750, a vállalatifolyószámla-hiteleknél közel 570 bázispontos csökkenés volt tapasztalható (3. ábra). Az előbbi hitelkamatok a kamatcsökkentési ciklus újraindulását követően is további, mintegy 50–60 bázisponttal mérséklődtek a 2015. februári szinthez képest. A kamatcsökkentési ciklus a banki hitelkamatokon keresztül számottevően mérsékelte a vállalati és lakossági kamatterheket.

**3. ábra**

**Az MNB-alapkamat, illetve egyes forint-hitel és -betét termékek kamatának alakulása**



Megjegyzés: Lakossági lakáscélú hitelnél maximum 1 éves kamatfixálás mellett.

Forrás: MNB

A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása a kamatcsökkentések ellenére folyamatosan magas szinten alakult. A kamatcsökkentések tehát – a mérlegalkalmazkodási folyamat közben nem meglepő módon – érdemben nem módosították a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseit: hitelezési oldalról a mérséklődő hitelkamatok ellenére a lakosság hitelfelvételi kedve alacsony maradt, míg a betéti kamatok csökkenése miatt elvileg bekövetkező megtakarítás-csökkenést több tényező is ellensúlyozhatta (MNB 2014a). Egyrészt a lakosság pénzügyi eszközei a végtörlesztési programban résztvevők esetében jelentősen csökkentek, ami növelhette ezen háztartások megtakarítási hajlandóságát, másrészt a magasabb jövedelemnövekedés miatt a GDP-arányos megtakarítások is tovább emelkedhettek. Végül öngondosko-

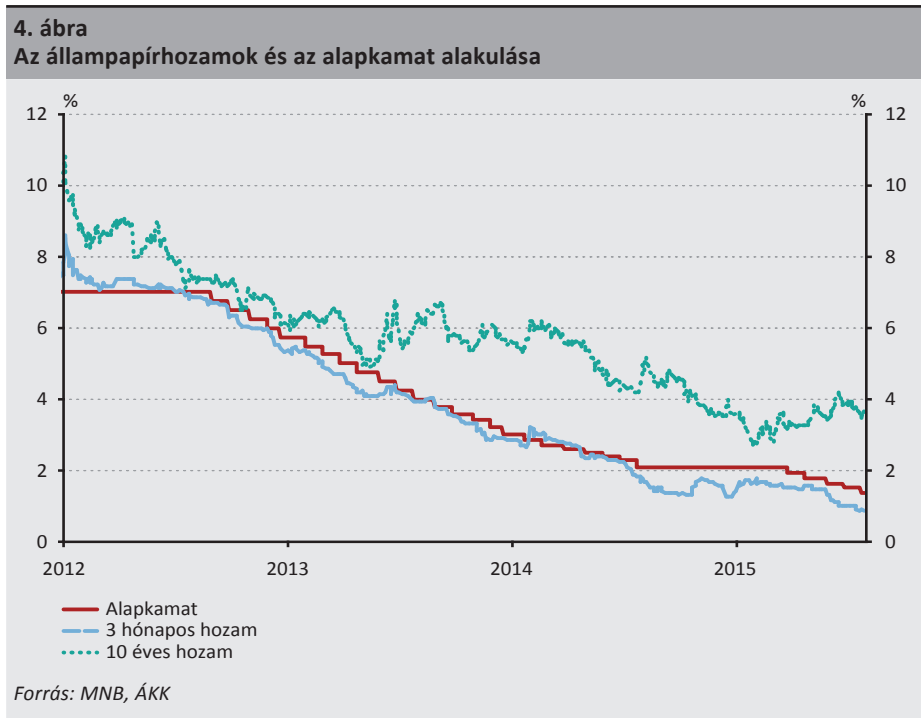
dási és előtakarékosági motívumok is szerepet játszhattak, amiket a hosszabb távú megtakarítások adókedvezménye, a válság éveiben bizonytalanabbá váló növekedési kilátások, valamint a demográfiai folyamatok egyaránt erősíthettek.

A csökkenő kamatszint ellenére huzamosabb ideje nagymértékű az ország külső finanszírozási képessége, ami csökkentőleg hat a kockázati prémiumra. A hozamgörbe a jegybank lépései és a fiskális konszolidációs program hatására lefelé tolódott, így a forintadósság finanszírozási költségei is csökkentek. Az alacsonyabb forintkamat-kiadások a jövedelemegyenleg hiányát is mérsékelhették, és így a külső egyensúly javulását is támogatták. Az elmúlt időszakban az ország sérülékenysége szempontjából kiemelten fontos adósságmutatók is csökkentek, ami a kockázati prémium mérséklődésében is szerepet játszhatott.

Az állampapír-piaci hozamok a kamatcsökkentési ciklus kezdete óta jelentősen mérséklődtek. A hozamok csökkenéséhez és az állampapír-piaci kereslet növekedéséhez a nemzetközi környezet, a hazai gazdaság kedvező kilátásai és a fegyelmezett hazai fiskális politika mellett nagymértékben hozzájárultak a jegybanki programok is (kamatcsökkentési ciklus, önfinanszírozási program, jegybanki eszköztár átalakítása). A hozamcsökkenés az egyes futamidőkön eltérő mértékű volt, 2015. július végéig egyéves és rövidebb futamidőkön átlagosan 585 bázispontot tett ki, míg hosszabb futamidőkön (10 és 15 év) átlagosan 355 bázispontos csökkenést lehetett tapasztalni. Az önfinanszírozási program az államadósság finanszírozási szerkezetének megváltoztatását tűzte ki célul, és ezen keresztül szintén hozzájárulhatott a hozamok mérséklődéséhez. A hozamok mérséklődéséből az önfinanszírozási program bejelentéséig (2014. áprilisig) 420, illetve 170 bázispontos csökkenés valósult meg, miközben az irányadó kamatot a jegybank 440 bázisponttal mérsékelte. A hozamcsökkenés átlagosan mintegy 480 bázispontot tett ki a 2012 augusztusa óta eltelt időszakban. 2015 márciusától a kamatciklus újraindításának és az önfinanszírozási program második ütemének átlagos hatása rövidebb futamidőkön megfelelt az irányadó kamat csökkentésének, hosszabb futamidőkön azonban a hozamemelkedés irányába mutató nemzetközi tendenciák érvényesültek.

A kamatcsökkentési ciklus során a rövid és közepes (3–5 éves) futamidejű hozamok szorosan együtt mozogtak a mérséklődő alapkamattal, illetve az önfinanszírozási program bejelentése után a megnövekvő kereslet hatására érdemben alacsonyabb szinten alakulnak a hazai irányadó rátánál. A hosszú hozamok kevésbé szorosan követték az alapkamat csökkenését, de összességében szintén trendszerűen mérséklődtek. Ez nem meglepő, hiszen a monetáris politika a rövid hozamokat hatékonyabban tudja befolyásolni, ugyanakkor a kiszámítható kamatcikluson és az előrettekintő kommunikáción keresztül a jegybank a hosszabb hozamokra is képes hatni. A hosszabb lejáratú hozamok csökkenését a mérséklődő inflációs várakozások, a fegyelmezett fiskális politika és a számottevően javuló külső egyensúlyi folyamatok egyaránt támogatták, miközben a nemzetközi kockázattalálási hajlandóság alakulása

az időszak nagy részében szintén segítette. A hosszú hozamok (10 éves és hosszabb) ugyanakkor főként a görög államcsőd valószínűségének növekedése, az eurózónára vonatkozó inflációs várakozások emelkedése és a Fed kamatemelésére vonatkozó várakozások miatt 2015 közepén emelkedni kezdtek (4. ábra).



A magyar állampapír-piaci hozamok jelentős csökkenése következtében az államháztartás éves kamatmegtakarítása hosszú távon a GDP több mint 1,7 százaléka lehet (Kicsák 2015). A kamatmegtakarítás mértéke az adósság fokozatos átárazódásával emelkedni fog. A kiinduló 2012-es – változatlan alapkamatot és állampapír-piaci hozamszintet feltételező – pályához képest 2014-re közel 0,6 százalékkal csökkentek a kamatkidadások a GDP arányában, míg az alacsony hozamkörnyezet fennmaradását, a forintfinanszírozás növekedésével párhuzamosan a devizaadósság arányának mérséklődését és a forint árfolyamának stabilitását feltételezve hosszú távon a becsült kamatkidadások a GDP 1,7 százalékaival csökkenhetnek éves szinten (2. táblázat). A becslés alapján a csökkenésből hosszú távon mintegy 0,2 százalék köszönhető a 2015 júniusában bejelentett és szeptemberben életbe lépő eszköz-tár-átalakításnak.

A kamatcsökkentések az MNB kamateredményét is érdemben javították. Az irányadó kamat csökkentése egyrészt közvetlenül is mérsékli a jegybank kamatkidadásait, másrészt közvetett hatások is jelentkeznek: a kisebb alternatívaköltsége miatt nő a kamatmentes jegybanki forrást jelentő készpénz kereslete, illetve a betéti kamatok csökkenése jelentős portfólió-átrendezésre ösztönözheti a lakosságot (Kékesi et al. 2015). A sterilizációs állomány növekedése ellenére a kamatcsökkentési ciklus elindulása óta az MNB kumulált kamatmegtakarítása 2015 közepére megközelíti a GDP 2 százalékát. Ezzel egyúttal a konszolidált államháztartás finanszírozási terhei és kockázatai is mérséklődtek.

2. táblázat		Kumulált állami és MNB-kamatmegtakarítás becslése									
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
		után									
Állami kamatmegtakarítás	– GDP százalékában	0,04	0,3	0,6	0,9	1,1	1,3	1,4	1,5	1,7	
	– milliárd forint	12	93	192	291	400	496	542	592	721	
MNB kamatmegtakarítás	– GDP százalékában	0,01	0,5	1,4	1,8						
	– milliárd forint	4	143	452	620						

Megjegyzés: MNB-kamatmegtakarítás a sterilizációs állományon, kötelező tartalékon és kormányzati betéteken lévő forint kamatkidadások alapján. A 2015-ös érték az első félév közepéig veszi figyelembe az MNB kamatmegtakarítását.  
 Forrás: Kicsák (2015); MNB-számítás

Az óvatos lépésekben végrehajtott kamatcsökkentések piaci hozamokba történő fokozatos átárazódása, a lapos bankközi forward-hozamgörbe, illetve az elemzők inflációs várakozásai azt jelzik, hogy a piaci szereplők a jegybanki inflációs céllal összhangban lévőknek tekintik a tartósan alacsony kamatkörnyezetet. A piaci szereplők 2015 és 2016 végére vonatkozó medián kamatvárakozásai a kamatcsökkentési ciklussal párhuzamosan mérséklődtek, míg az inflációs várakozások az átmeneti negatív inflációs környezetet követően fokozatosan közelítenek a 3 százalékos inflációs célhoz (MNB 2014a). Előretekintve, amikor az egyszeri árszintcsökkentő tételek már kevésbé hatnak az előrejelzésekre, továbbra is jól horgonyoztak az inflációs várakozások.

## 5. A kamatcsökkentési ciklus hazai makrogazdasági hatásai

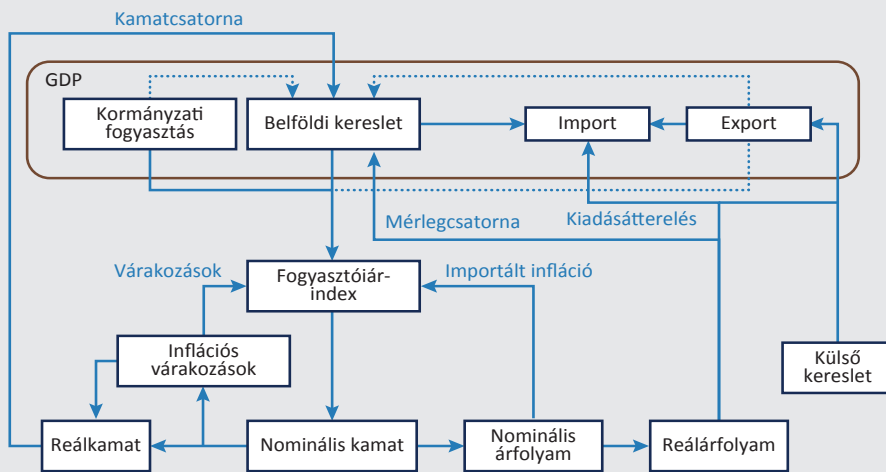
### 5.1. Az előrejelzői modell rövid összefoglalása

Az MNB makrogazdasági előrejelzései a központi MPM-modell (Monetáris Politikai Modell) mellett számos szakértői, parciális modell felhasználásával készülnek. A központi modell ugyanakkor összefogja, tömöríti az egyes szakértői inputokat, együt-

tal megjeleníti a monetáris transzmisszió legfontosabb csatornáit. E tulajdonságok pedig alkalmassá teszik arra, hogy segítségével megbecsüljük a kamatcsökkentési ciklusnak a magyar gazdaságra gyakorolt makrogazdasági hatásait. A becslési eredmények ismertetése előtt röviden áttekintjük a modell fő tulajdonságait.<sup>10</sup>

Az MPM-modell negyedéves frekvenciájú, főbb makrogazdasági változókat és kapcsolatokat tartalmazó, elméleti és empirikus összefüggések alapján kalibrált, kis és nyitott gazdaságot leíró makrogazdasági modell. E modellcsalád tagjaiban közös, hogy a főbb mechanizmusok alapvetően négy összefüggéssel írhatók le. (i) A belföldi kereslet a rendelkezésre álló jövedelem és a reálkamat függvényében alakul. (ii) Az árfolyam az aktuális és a jövőbeli kamatkülönbségek és a kockázati prémium értékétől függően alakul. (iii) Az infláció a kereslettől és a termelési költségektől függ. (iv) A modell által implikált kamatpályát egy ún. Taylor-szabály írja le, mely alapján a kamatpályát az indirekt adóktól szűrt infláció várható értéke és a reálgazdaság aktuális ciklikus pozíciója határozza meg.

**5. ábra**  
Az MPM-modell működési sémája



Forrás: Szilágyi et al. (2013)

## 5.2. A kamatcsökkentési ciklus makrogazdasági hatásai

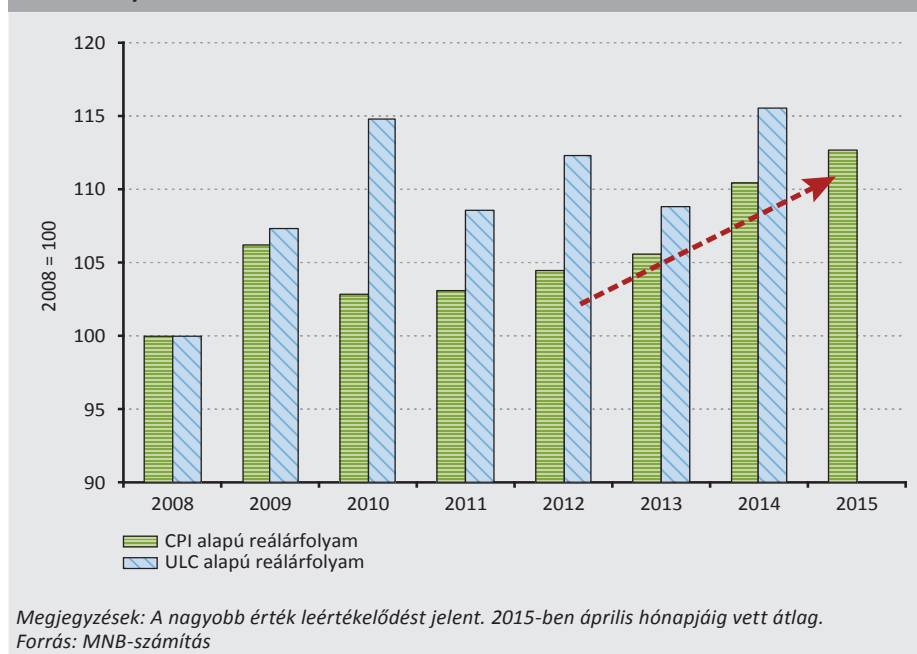
Kis, nyitott gazdaságokban, mint amilyen Magyarország is, a kamatcsökkentés a leértékelődő reálárfolyamon keresztül támogatja az adott gazdaság ár- és költségalapú versenyképességét, így elősegíti az export dinamikusabb bővülését. Magyarországon az elmúlt időszakban mind az ún. fajlagos munkaköltség alapú, mind pedig a fo-

<sup>10</sup> A modellről részletesebb leírást ld. Szilágyi et al. (2013).



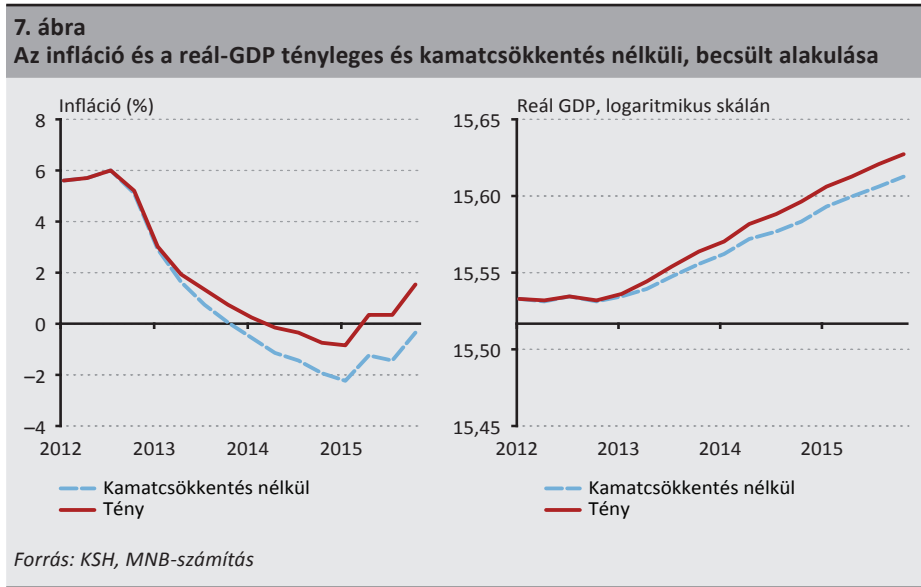
gyasztói ár alapú reálárfolyam leértékelődött (6. ábra). Hazánkban a vizsgált időszak első felében, a válság előtt felhalmozott, fennálló devizában történő adósságterhek következtében a direkt kamatcsatorna kevésbé lehetett hatékony a lakossági fogyasztási-megtakarítási döntésekre vonatkozóan, így a kamatcsökkentés gazdasági növekedést ösztönző hatása elsősorban az exportszektor élénküléséhez kötődhetett, és kevésbé a fogyasztás bővüléséhez. Ugyanakkor az idei évtől megvalósuló forintosítás következtében a lakosság mérlegéből kikerült egy rendkívül nagy kockázatot okozó tétel, előretekintve tehát erősödhet a kamatcsatorna növekedést ösztönző ereje, így a kamatcsökkentés idén és jövőre is nagyobb mértékben járulhat hozzá a fogyasztás élénküléséhez, elősegítve ezáltal a hazai belső kereslet emelkedését. Összességében tehát a kamatcsökkentés a forintosítást megelőzően elsősorban a gyengülő reálárfolyamon keresztül élénkülő exporthoz kötődően élénkíthette a hazai gazdaságot, míg a forintosítás következtében előretekintve egyre nagyobb szerepet kaphat a fogyasztás bővülése a hazai növekedéshez való hozzájárulásban.

**6. ábra**  
A reálárfolyam-mutatók alakulása



A jegybanki alapkamat 2012. augusztus óta fokozatosan csökkent az aktuális szintjére, ami, amellett hogy mérsékelte a jegybanki inflációs cél alullövésének mértékét, érdemben hozzájárult a gazdasági kibocsátás szintjének emelkedéséhez is. A jegybanki kamatváltozások némi késleltetéssel jelentkeznek az árakban (jellemzően 1 évtől kezdődően), így az elmúlt időszaki kamatcsökkentések idén és jövőre is érez-

tetik hatásukat. A teljes kamatcsökkentési ciklus az éves átlagos infláció mértékét tavaly 1,1 százalékponttal növelhette, idén pedig 1,6 százalékponttal emelheti meg. Kamatcsökkentések nélkül mind az elmúlt évi, mind az idei infláció számottevően negatív tartományba (–1 százalék alá) süllyedhetett volna, felvetve egy tartós deflációs periódus kialakulásának kockázatát (7. ábra).



A kamatcsökkentési ciklus megkezdése óta a magyar gazdaság ár- és költségala-  
 pú versenyképessége kedvezőbbben alakult a régiónál, mely az export élénkülésén  
 keresztül szintén hozzájárulhatott a gazdasági növekedéshez. Emellett a csökkenő  
 jegybanki alapkamat a fogyasztás és beruházások fokozatos élénkítését is segítette.  
 2013-ban és 2014-ben a kamatcsökkentés növekedést ösztönző hatása elsősorban  
 a fokozatosan leértékelődő reálárfolyamon keresztül javuló exportpiaci teljesítmény  
 javulásán keresztül jelentkezhetett. Ugyanakkor 2015-től – a lakosságnál lévő devi-  
 zahitel-állomány túlnyomó részének forintosítása következtében – erősödik a mo-  
 netáris transzmisszió kamatcsatornája, így a jelentősen alacsonyabb kamatkörnye-  
 zet sokkal közvetlenebbül hat a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseire,  
 növelve ezáltal a belső kereslet növekedéshez való hozzájárulását. Összességében  
 tehát a fenti hatások eredményeként önmagában a kamatcsökkentések az elmúlt  
 három évben érdemben emelték a hazai gazdaság teljesítményét (3. táblázat).

**3. táblázat**

**A kamatcsökkentési ciklus hatása az inflációra, illetve a GDP szintjére<sup>11</sup>**

Időszak	Infláció (százalékpont)	GDP szint (százalék)	Belső kereslet hozzájárulása a GDP-hez	Nettó export hozzájárulása a GDP-hez
2013	0,4	0,5	0,1	0,4
2014	1,1	1,1	0,5	0,6
2015	1,6	1,4	0,9	0,5

Forrás: MNB-számítás

**6. Konklúzió**

A Magyar Nemzeti Bank hároméves kamatcsökkentési ciklusa mérsékelte a jegybanki inflációs cél alullovésének mértékét, és érdemben hozzájárult a gazdasági kibocsátás szintjének emelkedéséhez is, elsősorban a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának kamatsatornáján és árfolyamcsatornáján keresztül. A két csatorna közül a devizaalapú lakossági jelzáloghitelek forintra történő átváltását követően a kamatsatorna relatív szerepe erősödhetett, így a forintosítás előretekinve a monetáris politika hatását erősíthette.

A kamatcsökkentések fokozatosan érvényesültek a rövid pénzpiaci hozamokban, a ciklus során a rövid pénzpiaci hozamok szorosan együtt mozogtak a csökkenő alapkamattal. Az alapkamat csökkentése az alacsonyabb banki hitelkamatokon keresztül számottevően mérsékelte a vállalati és lakossági kamatterheket, míg az alacsonyabb állampapír-piaci hozamok jelentős kamatmegtakarítást eredményeztek az államháztartás esetében.

A Magyar Nemzeti Bank legutóbbi (2015. júniusi) előrejelzése alapján az árstabilitás középtávú elérése tartósan laza monetáris kondíciókat igényel. A magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az inflációs környezet tartósan mérsékelt maradhat. A fejlett országok (USA, euróövezet, Japán) és a régió jegybankjainak várható lépései alapján nemzetközi szinten is huzamosabb ideig alacsony kamatkörnyezet valószínűsíthető, ami támogatja a jelenlegi alacsony hazai kamatszint tartós fenntartását. A globális pénzpiaci hangulat esetleges jövőbeli romlása

<sup>11</sup> Az egyes időszakokra számított átlagos hatás. A kamatcsökkentési ciklus makrogazdasági hatásainak számszerűsítését az aktuális előrejelzői modellünkkel (MPM-modell) végeztük. E modell összefogja, tömöríti az egyes szakértői inputokat, egyúttal megjeleníti a monetáris transzmisszió legfontosabb csatornáit. Ugyanakkor a modell, mint bármely közgazdasági modell önmagában, minthogy a valóság leegyszerűsített mását tudja megjeleníteni, bizonyos, ún. paraméterbizonytalanság mellett értelmezhető. A paraméterbizonytalanság ebben az esetben alapvetően a modellben megjelenített transzmissziós csatornák kulcsparamétereireihez kötődik, melynek értékeit a modell múltbeli adatok alapján történő paraméterbecslések 90 százalékos konfidencia-intervalluma alapján állítottuk be, hogy megkapjuk a pontbecslés ebből adódó bizonytalanságát. Eszerint a becslési horizont végére (2015) a modell paraméterbizonytalanságából, az inflációs és a kibocsátás szintjére vonatkozó hatásra, a táblázatban szereplő pontbecsléshez képest egy  $\pm 0,3-0,4$  százalékpontosra szélesedő sáv adódik.

Magyarország kockázati megítélését is kedvezőtlenül érintheti, amennyiben azonban a kockázati megítélés nem romlik érdemben, lehetőség van az alacsony kamatszint tartós fenntartására.

A Növekedési Hitelprogram, valamint az NHP+ az elmúlt időszakban megállította a vállalati hitelállomány visszaesését, és a vállalatok beruházási kedvét erősítő hitel-feltételeket teremtett. Előretekintve ezek a programok tovább ösztönözhetik a gazdasági szereplőket, hogy mérséklődjön a gazdasági válság során érdemben megnövekedett kockázatkerülés, enyhüljenek a hitelezési kondíciók, és ezáltal helyreálljon és egy egészségesebb dinamikával folytatódjon a hitelezési aktivitás. A devizaalapú lakossági jelzáloghitelek forintosítása, valamint a jegybank önfinszírozási programja a külső forrásokra való ráutaltság mérséklése által csökkenti Magyarország külső sérülékenységét. Emellett a hitelprogramok, a forintosítás és a monetáris politikai eszköztár átalakítása is várhatóan javítja a monetáris transzmissziót.

## Felhasznált irodalom

Borstel, von, J. – Eickmeier, S. – Krippner L. (2015): *The interest rate pass-through in the euro area during the sovereign debt crisis*. Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper 03.

Csortos Orsolya – Szalai Zoltán (2015): *A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 3. szám, 2015. szeptember, megjelenés alatt.

ECB (2012a): *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London*. European Central Bank, 26 July 2012.

ECB (2012b): *Introductory statement by Mario Draghi, President of the ECB, Brussels*. European Central Bank, 9 October 2012.

ECB (2013): *Assessing the retail bank interest rate pass-through in the euro area at times of financial fragmentation*. ECB Monthly Bulletin, August 2013, pp. 75–91.

Horváth Csilla – Krekó Judit – Naszódi Anna (2004): *Kamatátgyűrűzés Magyarországon*. MNB Füzetek 2004/8, illetve Közgazdasági Szemle, 2005/4, pp. 356–376.

Kékesi Zsuzsa – Kóczyán Balázs – Sisak Balázs (2015): *A lakossági portfólióátrendezés szerepe az állam finanszírozásában*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 1. szám, 2015. március, pp. 80–110.

Kicsák Gergely (2015): *Az MNB lépései megtakarítást hoztak az államnak*. Világgazdaság Online, 2015. június 29.

- Kucharčuková, O. B. – Franta, M. – Hájková, D. – Král, P. – Kubicová, I. – Podpiera, A. – Saxa, B. (2013): *What We Know About Monetary Policy Transmission in the Czech Republic: Collection of Empirical Results*. Research and Policy Notes 1, Czech National Bank.
- Madarász Annamária – Novák Zsuzsanna (2015): *Historikus mélyponton a magyar alapkamat*. Portfolio.hu, 2015. július 22.
- MNB (2012a): *Jelentés az infláció alakulásáról*, 2012. június. Magyar Nemzeti Bank, 2012. június 28.
- MNB (2012b): *Monetáris politika Magyarországon*. Magyar Nemzeti Bank.
- MNB (2014a): *A kétéves kamatcsökkentési ciklus hatásai*. Magyar Nemzeti Bank, 2014. július 22.
- MNB (2014b): *Közlemény a Monetáris Tanács 2014. július 22-i üléséről*. Magyar Nemzeti Bank, 2014. július 22.
- MNB (2014c): *A Monetáris Tanács állásfoglalása a decemberi Inflációs jelentésben*. Magyar Nemzeti Bank, 2014. december 18.
- MNB (2014d): *Növekedési Hitelprogram – Az első 18 hónap*, Magyar Nemzeti Bank.
- MNB (2015a): *Megújult a Magyar Nemzeti Bank 2013-2015*. Magyar Nemzeti Bank, március 6.
- MNB (2015b): *Közlemény a Monetáris Tanács 2015. január 27-i üléséről*. Magyar Nemzeti Bank, január 27.
- MNB (2015c): *A Monetáris Tanács állásfoglalása a márciusi Inflációs Jelentésben*. Magyar Nemzeti Bank, március 24.
- Szilágyi Katalin – Baksa Dániel – Benes, Jaromir – Horváth Ágnes – Köber Csaba – Soós Gábor D. (2013): *The Hungarian Monetary Policy Model*. MNB Working Paper 01, Magyar Nemzeti Bank.