

A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer*

Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám – Vonnák Balázs

Magyarországot a keresleti, kínálati és intézményi tényezők sajátos együttállásából adódóan jelentős lakossági devizahitel-állománnyal érte el a 2008-as gazdasági válság. A háztartási szektor kitétségének csökkentésére több kormányzati és állami intézkedés született, végleges megoldást pedig a lakossági deviza és devizaalapú jelzáloghitelek 2014-es kivezetése hozott. Elemzésünk amellett érvel, hogy a forintosításra olyan időpontban került sor, amikor a jogi és gazdasági előfeltételek megléte miatt a szükségszerűen felmerülő kockázatok alacsony szintre csökkentek, illetve azokat a konverzió várható jóléti és társadalmi hasznai ellensúlyozták. A forintosítás lebonyolítását az MNB koordinált devizaeladási programja tette lehetővé, amely a bankokkal egyeztetett módon, a banki kooperációt ösztönözve és a jegybanki tartalékmegfelelés biztosítása mellett összesen 9,1 milliárd eurót bocsátott a bankok rendelkezésére. A jegybanki program révén az átváltás a forintárfolyamra gyakorolt érdemi hatás nélkül ment végbe.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E58, E65, G21

Kulcsszavak: jelzáloghitelek, pénzügyi stabilitás, monetáris politika, adósságkonszolidáció, forintosítás

1. Bevezetés: A magyarországi lakossági devizahitelezés problematikája

A svájci jegybank 2015. január 15-én a frank euróval szemben fenntartott árfolyamkülönbének eltörléséről döntött. A lépés után közvetlenül a forint közel 20 százalékot gyengült a svájci devizával szemben. Néhány héttel, hónappal korábban ezek a fejlemények érdemi hatással lettek volna magyar családok százazreinek pénzügyi helyzetére, a pénzügyi piacok működésére, a bankrendszer stabilitására – mint ahogy azt a válság éveiben számos alkalommal megtapasztaltuk, amikor a forint árfolyama hirtelen és nagymértékben gyengült. Ez esetben a megrázkódtatás

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

Kolozsi Pál Péter a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: kolozsip@mn.b.hu.

Banai Ádám a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: banaia@mn.b.hu.

Vonnák Balázs a Magyar Nemzeti Bank alelnöki tanácsadója. E-mail: vonnakk@mn.b.hu.

Jelen kéziratot 2015 júliusában zárták a szerzők, így a jelzáloghiteleken kívüli egyéb fogyasztói deviza és deviza alapú hitelek 2015 augusztusában elindított forintosítási folyamatára nem tér ki a tanulmány.

elmaradt, ugyanis ekkorra már a lakossági deviza jelzáloghitelek jelentős részét – közigazgatási értelemben – forinthitellé alakították át a bankok.

A lakosság devizában való eladósodása az utóbbi évek egyik kiemelkedő közpolitikai témája volt. A közbeszédben elsősorban a nehéz helyzetbe került adósok problémája jelent meg, a devizahitelezés ugyanakkor a nemzetgazdaság egészében és valamennyi érintett gazdasági szereplő számára kockázatot és problémát jelentett – jellemzően nem rögtön a devizahitelek felépülésekor, hanem a gazdasági környezet romlása után. Ezekből a kockázatokból és rendszerszintű problémákból vezethető le a fedezetlen lakossági devizahitelekkel¹ szembeni állami fellépés, illetve 2014 őszén az érintett deviza és devizaalapú jelzáloghitelek kivezetése is.

A szakirodalom szerint az idegen devizában való lakossági eladósodás racionális indokokkal is magyarázható (pl. *Ize 2005*), mégis jelentős kockázatok származhatnak belőle a háztartások esetében. A devizahitelek felvételéből adódó árfolyamkockázatot a lakosság általában nem képes kezelni, illetve nem hajlandó fizetni az árfolyamkockázat ellen védelmet jelentő termékekért, hiszen azzal a kamatkülönbözetből eredő „hasznát” veszítené el. Így végül nyitott árfolyampozíciót vállal. Az ebből adódó problémákra az adósok fel tudnak készülni abban az esetben, ha olyan összegű hitelt vesznek fel, amit még hazai devizában is képesek lennének törleszteni. Ebben az esetben egy esetleges árfolyamsokk esetén megnövekvő törlesztő részlet is teljesíthető lesz az adósok számára. Többnyire azonban a hitelfeltevők éppen azért választják az idegen devizában történő eladósodást, mert így lehetséges lesz számukra a hazai devizában nyújtottnál nagyobb hitelösszeg felvétele. Vagyis nem készülnek fel a hosszú távon megnövekvő árfolyamvolatilitás negatív hatásaira. A devizahitelezés így lényegében megkönnyíti a lakosság számára a túlzott eladósodást. Meg kell jegyezni, hogy a devizahitelezés kezdetén Magyarországon is kínáltak bankok árfolyamkockázat ellen védelmet nyújtó termékeket, de ezek nem váltak népszerűvé az adósok körében, majd később a banki kínálatból is „kikoptak”, miközben a kötelező árfolyambiztosítás bevezetésére sem került sor.²

A háztartásokkal szemben a bankszektornak lényegesen szélesebb eszköztár áll rendelkezésére a lakosság számára nyújtott devizahitelekkel felfutó kockázatok kezelésére. Ennek ellenére az árfolyamkockázat szempontjából természetes fedezettel nem rendelkező adósok idegen devizában történő hitelezése jelentős többletkockázatok forrása lehet. A bankok rendszerint nem vállalnak, illetve szabályozói megkötések miatt nem is vállalhatnak jelentős nyitott árfolyampozíciót, vagyis az

¹ Fedezetlen lakossági devizahitel alatt azt értve, hogy a lakosság nagy részének nyílt az árfolyampozíciója a devizahitel felvételével.

² A kötelező árfolyambiztosítás lehetőségéről lásd *Asztalos (2013)*. Figyelembe kell venni azonban azt az összefüggést is, hogy minél inkább biztosítja magát az ügyfél az árfolyamkockázat ellen, annál inkább közelíti a kamata a forinthiteléhez. A teljes árfolyambiztosítás kötelezővé tétele így – in extremis – egyenértékű a devizahitelezés betiltásával.

árfolyammozgásnak közvetlenül nincs hatása a hitelportfóliójukra. Az adósok árfolyamkockázata azonban növekvő hitelkockázatként jelenhet meg a bank számára. Egy sok esetén drasztikusan megnövekvő nem-teljesítések hatása együtt járhat kezelhetetlen mértékű veszteségekkel. Emellett negatívan érinti a tőke megfelelést az is, hogy a devizahitelek forintban kifejezett tőkekövetelménye leértékelődés esetén nő. A növekvő hitelezési kockázat mellett a bankok likviditási kockázata is jelentősen emelkedhet a devizahitelezés miatt. A devizahitelekhez szükséges devizalikviditást a bankok sok esetben deviza-swapokon keresztül szerzik meg, a swap-piacra való ráutaltság pedig komoly kockázatot jelenthet, mivel ezen ügyletek gyakorta rövid lejáratúak, illetve mert a szerződések sokszor letéti követelményt írnak elő.

A bankrendszeri és háztartási problémák komoly terheket róhatnak az államra, így végső soron az állam is növekvő kockázatokkal kénytelen szembesülni a devizahitelezés miatt. A hitelezési kockázatok materializálódása esetén a háztartásoknál és a bankrendszerben is szükséges lehet az állami beavatkozás. Egyrészt a kormánynak a kapcsolódó szociális problémák miatt indokolt az adósok tömeges bedőlésével foglalkozni. Másrészt egyes bankok szolvenciahelyzetének megrendülése esetén ugyancsak szükség lehet állami szereplő részvételére. Felügyeleti eszközökkel szükséges lehet fellépni az érintett bank helyzetének rendezése érdekében, illetve a betétbiztosításon keresztül az ügyfelek kártalanítása is felmerülhet. Mindkét eset állami forrásokat emészthet fel. A bank nagyságától, tulajdonosi struktúrájától, rendszerben betöltött szerepétől függően akár állami feltőkésítésre is sor kerülhet. A növekvő likviditási kockázatokból fakadó problémák miatt ugyancsak állami beavatkozásra lehet szükség. A devizahitelezés túlzott elterjedése azért is problematikus, mert a hazai szektor árfolyamkitettsége, valamint a pénzügyi rendszerben ezt letükröző pozíciók olyan sérülékenységeket eredményeznek,³ ami miatt torzulhat a monetáris transzmisszió, gyengülhet a jegybank monetáris politikájának hatékonysága.

A következőkben a magyarországi lakossági deviza és devizaalapú jelzáloghitelek kivezetésének kérdésével foglalkozunk. A tanulmány felépítése a következő. Az első fejezetben röviden bemutatjuk, Magyarországon hogyan épült fel az állomány, illetve milyen intézkedések születtek a válság alatt a probléma kezelésére, enyhítésére. A második fejezetben amellet érvelünk, hogy 2014 előtt egy, a megvalósult forintosításhoz hasonló, átfogó és hatékony megoldás feltételei nem voltak adottak. A harmadik fejezetben bemutatjuk a lakossági devizahitelek kivezetését támogató jegybanki devizaeladási program keretrendszerét és paramétereit. Végül röviden összefoglaljuk, hogy a lakossági devizahitelek kivezetése milyen jótékony hatásokkal járhat nemzetgazdasági szempontból.

³ Erről lásd: Kovács (2013) és Lentner (2015).

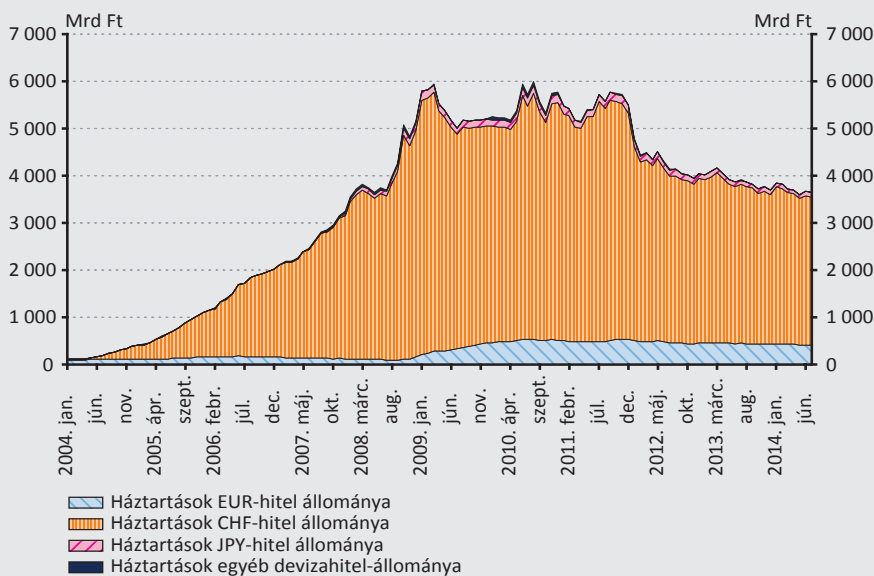
2. A lakossági devizahitelezés kialakulása, tényereése és a kockázatok kezelését célzó intézkedések Magyarországon

A devizahitelezés kialakulásának mozgatórugóival számos empirikus tanulmány foglalkozott, különösen a válság után.⁴ A tanulmányokban jellemzően keresleti, kínálati és intézményi tényezőket különböztetnek meg. A következőkben áttekintjük a magyar lakossági devizahitelezés felfutásának okait, és amellet érvelünk, hogy nálunk a potenciális kiváltó okok többsége szerepet játszhatott. Ezután bemutatjuk, hogy milyen állami, jegybanki intézkedések történtek 2014 előtt a probléma csökkentésére.

2.1. A magyarországi lakossági devizahitelezés felfutásának okai

Magyarországon 2004-ben kezdődött a kiterjedt lakossági devizahitelezés időszaka, és a szektor nettó hitelfelvevő maradt egészen 2009-ig. A devizahitelezés leállása után a forint leértékelődése növelte tovább az állományt 2009-ben és 2010-ben (1. ábra).

1. ábra
A magyar hitelintézeti szektor devizahitel-állományának alakulása 2004 és 2014 között

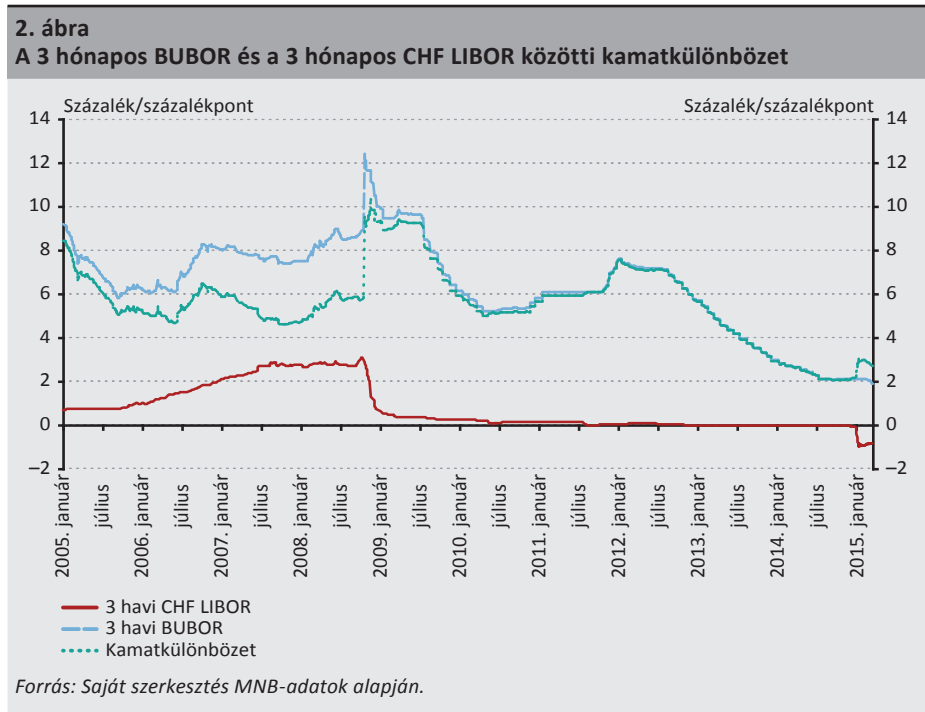


Forrás: Saját szerkesztés MNB-adatok alapján.

⁴ Egy nagyobb irodalomáttekintés és az eredmények metaanalízise található Crespo Cuaresma et al. (2011) tanulmányában. Ezen felül még lásd: Brown et al. (2014), Beer et al. (2010), valamint Brown et al. (2013).

Ahogy a következőkben részletesen kifejtjük, a magyarországi lakossági devizahitelek elterjedéséhez keresleti, kínálati és intézményi okok egyaránt hozzájárultak. Az alábbiakban a keresleti és kínálati oldal bemutatásakor nagyban támaszkodunk Hudecz (2012) elemzésére.

Magyarországon a 2000-es évek elején a laza fiskális politika és a magas államadósá-g, illetve a magas kockázati prémium, valamint a nemzetközi összevetésben magas infláció magas nominális forintkamatokat eredményezett (2. ábra). A forint és a fejlett országok kamatai (különösen az euro és a svájci frank) közötti különbség tartósan magasabb volt, mint a devizahitelezés által nem érintett régiós országokban.⁵



Széles körben tapasztalt jelenség, hogy a kamatkülönbség mellett a gazdasági szereplők (jellemzően a háztartások, de esetenként a hitelnyújtó bankok is) alulbecsülik a devizahitelezésből adódó árfolyamkockázatot. Magyarországon ezt a hatást erősítette a viszonylag stabil forintárfolyam, ami elfedte az árfolyamgyengülés veszélyeit és kockázatait.⁶ A monetáris politikai rezsim gyakorlatilag kettős célrendszere, neve-

⁵ Közgazdaságilag ezt a kamatkülönbséget ellensúlyozhatta volna a fedezett kamatparitás érvényesülése, azaz az árfolyam változása, de a gyakorlatban ez a hatás nem feltétlenül érvényesül, így a kamatkülönbség effektív lehetett.

⁶ 2003 januárjában még egy forint melletti spekulációra is sor került, ami ugyancsak nem a forint potenciális gyengülésének érzetét keltette.

zetesen az inflációs célkövetés és az árfolyam intervenciós sávja azt eredményezte, hogy a jegybank 2003-tól a sáv 2008 elején történt eltörléséig a kamatpolitikát gyakorlatilag az árfolyam stabilitásának volt kénytelen alárendelni, ami regionális összehasonlításban volatilisabb kamatok és stabilabb árfolyamot eredményezett. A devizahitelek vonzerejét növelte, hogy az alacsonyabb kamat miatt emelkedett a hitelfelvétel felső határa, azaz végső soron „virtuálisan” (vagyis az árfolyamkockázat figyelembe vétele nélkül) javult a hitelfeltevő hitelképességének megítélése. A paternalisztikus állami struktúrában szocializálódott lakosság esetében releváns tényező lehetett az „erkölcsi kockázat” (moral hazard) felvállalása, azaz az állami segítségnyújtással való kalkulálás is. Ez összhangban van *Schneider és Tornell (2004)* modelljével, ahol az implicit állami bail-out garancia készíti a devizabevétellel nem rendelkező hazai szereplőket, hogy likviditási korlátaikat devizahitel-felvétellel oldják.

Mivel Magyarország csatlakozása az eurózónához a devizahitelek árfolyamkockázatának egy részét (EUR/HUF árfolyam elmozdulásának kockázata) kezelte volna, a viszonylag gyors euróbevezetésre számító háztartások⁷ legalábbis részben racionálisan vállalhattak fel árfolyamkockázatot. A lakossági devizahitelek magyarországi felfutásakor reális lehetőségnek tűnhetett egy viszonylag gyors (akár 3–5 éven belül elérhető) belépés az európai valutaunióba. Fontos kiemelni, hogy a svájci frankban denominált hitelek elterjedése lényegesen nagyobb sérülékenységet jelentett, mint ha euróban adósodtak volna el a háztartások, hiszen a svájci frank menedékdevizának számít, így válság esetén nagymértékben erősödhet.

A kínálati oldal tekintetében ki kell emelni, hogy Magyarország 2001-ben teljesen konvertibilissé tette a forintot, és sor került a tőkekorlátozások leépítésére, azaz a 2000-es évek elejére adott volt annak jogi lehetősége, hogy a fejlett piacok felesleges likviditása magyar gazdasági szereplőkhöz kerüljön.

Míg a globális pénzpiacokat laza monetáris kondíciók és likviditásbőség jellemezte, az MNB az inflációs problémák és az országgkockázat megemelkedése miatt 2003-ban jelentősen emelte az irányadó kamatot. A kamatkülönbözet nagyságából az is következett, hogy a bankok jelentős kamatmarzsot tudtak használni a devizahiteleknél, mert így is a forinthiteleknél kedvezőbb kamatot ajánlottak. A lakossági devizahitelezés megjelenése éles versenyt generált a magyar bankpiacon, a hitelintézetek pedig kockázatalapú versenybe „szorították magukat”, azaz a piacirészesedés-szerzés igénye és vágya sok esetben túlzott kockázatvállalást eredményezett. 2003-tól fokozatosan kivezetésre kerültek a támogatott forinthitelek, ami automatikusan a devizahitelek felé lökte nemcsak az ügyfeleket, hanem a jelentős kapacitásokat kiépített bankokat is. Ugyancsak fontos, hogy Magyarországon a devizahitelezés

⁷ Az MNB 2001-ben megjelent, „A forint útja az euróhoz” című kiadványa arra a következtetésre jutott, hogy „akár már 2006/2007-ben a monetáris unió tagjai is lehetünk”.

felfutásakor a forint jelzáloghiteleket potenciálisan finanszírozó értékpapíroknak (jelzáloglevelek, fedezett kötvények) nem volt elég kiterjedt piaca ahhoz, hogy a bankok forintban alacsony felárú, esetleg fix kamatozású konstrukciókat tudtak volna kínálni az ügyfeleknek – bár a magas kamatkülönbözet miatt ennek hiánya nem feltétlenül volt tényleges korlát (Csajbók et al. 2010).

A keresleti és kínálati tényezők mellett indokolt annak bemutatása is, hogy a lakossági devizahitelezés felfutása milyen formális és informális intézményi környezetben zajlott le. Az intézményi gazdaságtan egyik klasszikus szerzője, Williamson klasszifikációs rendszeréből kiindulva mindenekelőtt azt érdemes megvizsgálni, hogy mik azok a közösség egészét jellemző lelki, mentális, ismeretbeli jellegzetességek, illetve formális szabályozási karakterisztikák, amelyek relevánsak voltak a devizahitelek elterjedése tekintetében. Ezek a tényezők esetenként nehezen mérhetőek, azaz inkább kvalitatívak: ide sorolható a rendszerváltás eufórikus hangulatából adódó „gyors vagyonosodás” egyeseket jellemző vágya (konvergencia-ígéret), a bankok túlzott kockázatvállalási hajlandósága, a szabályozás esetleges lazasága és hiányosságai, illetve a hazai pénzügyi kultúra alacsony szintje is.⁸

Rodrik és Subramarian (2003)⁹ szerint a fenntartható fejlődés alapja a megfelelő minőségű intézményrendszer, amelyen belül kiemelkedő jelentősége van a piacok létrejöttét, működését, stabilizálását és legitimációját biztosító intézményeknek. A devizahitelezés magyarországi felfutásakor a piac létét biztosító jogi keretek ugyan adottak voltak, de a Kúria jogegységi határozata, az azt követő devizahiteles perek, valamint a devizahiteles probléma eszkalálódása egyértelművé tették, hogy a piac sok esetben nem működött társadalmi értelemben megfelelően, illetve a kapcsolódó intézményrendszer érdemben nem tudta kezelni a felmerülő problémákat. A piaci kudarc irányába mutatott az is, hogy a szétaprózott nemzeti pénzügyi felügyeletekkel szemben egy szorosan integrált és nagy pénzügyi csoportok által dominált pénzügyi szektor állt (Bethlendi 2012). Míg a felügyeleti körben információk hiányosságok voltak a jellemzőek, addig a bankszektorban egy jóval hatékonyabb és teljesebb tudás- és információtranszfer („felügyeleti megosztottságból adódó paralízis”). Rodrik (2000) szerint a magas színvonalú intézményi környezet (i) egyértelmű üzeneteket küld a piaci szereplőknek a társadalmilag optimális kimenet elérése érdekében; (ii) nem teszi lehetővé a hozamvadászatot; (iii) megakadályozza az erőforrások pazarlását; (iv) illeszkedik az ország adottságaihoz és adminisztratív lehetőségeihez, (v) hozzájárul a társadalmi béke és stabilitás fenntartásához. A lakossági devizahitelezés hazai elterjedése arra utal, hogy a magyar intézményrendszer nem működött

⁸ A pénzügyi ismeretek széles körű elterjedésének hiányát, illetve a pénzügyi ismeretek és a pénzügyi döntések közötti diszharmóniát több felmérés is alátámasztja. Lásd az MNB 2006-os felmérése, illetve az *Állami Számvevőszék pénzügyi kultúra kutatása (2013)*.

⁹ Lásd: Rodrik és Subramarian (2003).

megfelelően, hiszen az ösztönzők egy társadalmi szinten szuboptimális kimenetet segítettek elő, ahol lehetőség volt a túlzott eladósodásra, ami komoly stabilitási kockázatot jelentett az országnak.

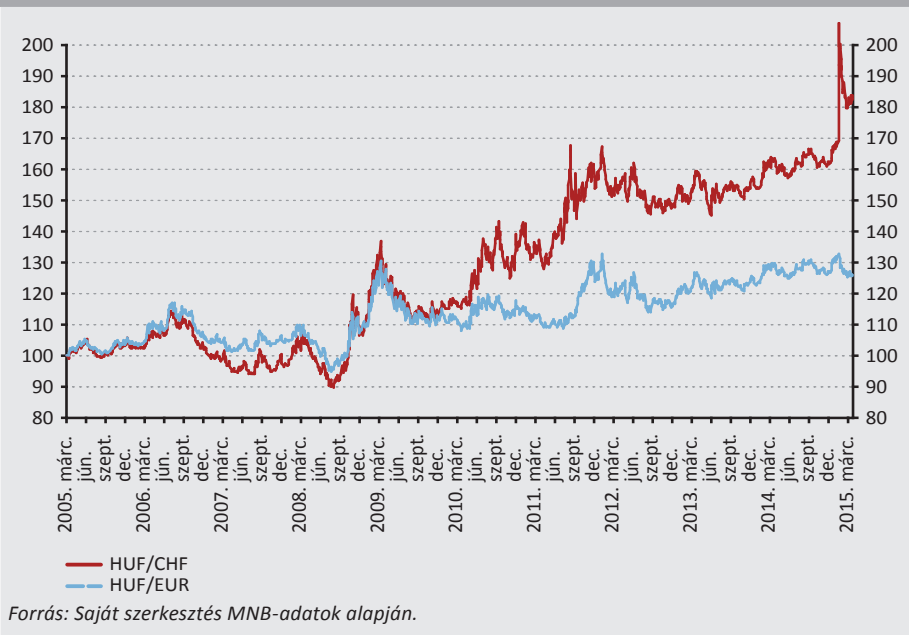
2.2. A lakossági deviza jelzáloghitel-állomány problémájának kezelésére tett intézkedések 2014 előtt

A lakossági devizahitelezés nemcsak Magyarországot, hanem a kelet-közép-európai régió más országait is „megérintette”, a tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy Magyarországgal szemben a térségbeli országok többségében születtek intézkedések a devizában való háztartási eladósodás visszaszorítására, korlátozására. *Bethlendi (2011)*, *Bethlendi et al. (2015)*, illetve a nemzetközi tapasztalatok alapján mind makrogazdasági intézkedések (nemzetgazdasági megtakarítások növelése, kamatkülönbözet csökkentése,¹⁰ illetve nagyobb árfolyamvolatilitás), mind a kereslet és a kínálat korlátok közé szorítása (széleskörű pénzügyi kultúra fejlesztése, adminisztratív és felügyeleti korlátozás, erkölcsi ráhatás, piacfejlesztés) terén lett volna mód a lakossági szempontból fedezetlen devizahitelezés korlátozására. Alá kell ugyanakkor húzni, hogy nem egyértelmű, hogy ezen intézkedések mennyire lettek volna hatékonyak, hiszen például Romániában a beavatkozás mellett is jelentős devizahitelállomány épült fel.

A makrogazdasági kilátások romlásával a devizaadósok helyzete hatványozottan romlott. Ennek fényében nem meglepő, hogy a pénzügyi válság magyarországi történetének központi kérdésévé a devizahitelekből, azon belül is a háztartásoknak nyújtott jelzáloghitelekből eredő kockázatok váltak. Mivel a háztartások döntő részben forintbevéttel rendelkeznek, és a devizában meghatározott törlesztőrészekből eredő árfolyamkockázatok kezelésére csak korlátozott mértékben képesek, így különös jelentősége volt a forintárfolyam alakulásának: 2009 márciusában, a kelet-közép-európai régiót érintő egyedi sokk során, illetve 2011 második felében nagymértékben gyengült a forint az euróval szemben. Emellett 2010 nyarától a korábban meglehetősen stabil EUR/CHF árfolyam mozdult el jelentősen. A forint svájci frankkal szembeni leértékelődése 2008 és 2011 között összességében 60–70 százalék volt, ami a hazai hitelfelvevőket különösen érzékenyen érintette, hiszen a devizaadósok döntően CHF-ben adósdtak el (3. ábra).

¹⁰ A kamatkülönbözet csökkentése gyakran – mint például *Bethlendi (2011)-ben* – úgy merül fel, mint a monetáris kondíciók lazítása. Figyelembe kell azonban venni, hogy tartósan alacsony kamatszintet csak az infláció leszorításával, vagyis egy átmenetileg szigorú monetáris politikával lehet elérni. Magyarországon a devizahitelezés felfutásának első éveiben az akkorinál lényegesen alacsonyabb kamatszint magasabb inflációhoz vezetett volna, ami később a ténylegesnél magasabb nominális kamatokat eredményezett volna. Ugyanakkor a magyar helyzet a monetáris rezsím sajátosságára hívja fel a figyelmet, arra, hogy az infláció féken tartásának szándéka a vizsgált időszak nagy részében az intervenció sáv erős szélénél stabilizálódó árfolyamhoz vezetett, csökkentve az érzékelt árfolyamkockázatot.

3. ábra
Az EUR/HUF és CHF/HUF árfolyam alakulása 2005-től kezdve
 (2005. március 1. = 100)



Az árfolyamot ért sokkokra több állami intézkedés született azzal a céllal, hogy az adósok problémái és kitétsége mérséklődjene. Ezen intézkedésekről több kiadvány, tanulmány részletesen is beszámol (pl. *Banai et al. 2011*), így mi itt csak egy rövid összefoglalót adunk.

Bár a közbeszédben legtöbbször az árfolyamgyengülés miatti törlesztőrészlet-emelkedés jelent meg, a bankok kamatemelési gyakorlata is jelentősen nehezítette az adósoknak a visszafizetést. Az egyoldalú kamatemelés lehetősége miatt jelentősen, esetenként akár 2–3 százalékponttal is emelkedett a hitelek kamata a kezdeti szinthez képest a válságban, annak ellenére (*MNB 2014b*), hogy az EUR és CHF alapkamata jelentősen csökkent. Éppen ezért először 2009-ben, majd 2010-ben sor került a bankok kamatemelési lehetőségeinek szigorítására. A bankoknak ettől kezdve csak szabályalapú (referenciakamathoz kötött) vagy szabályozott (tétéles előírásokon alapuló) kamatmódosításra volt lehetőségük. Ez a szabályozás azonban sok esetben nem jelentett tényleges korlátot, hiszen a tapasztalatok szerint a bankok meglehetősen „széles” ok-okozati listákat készítettek, melyek alapján jogosultak voltak kamat- vagy díjemelésre (*MNB 2010*). Az árázással kapcsolatos problémákat végül a 2011 végén született Otthonvédelmi törvény rendezte, de ez csak az új

hitelekre lehetett hatással. A meglévő állománnyal kapcsolatos problémák ezen lépések eredményeként csak mérsékelten csökkentek.

Az Otthonvédelmi csomag részeként indult el az árfolyamgát rendszere 2011 végétől. A programba belépő adósok a piacnál lényegesen kedvezőbb árfolyamon törleszthették a hitelüket a program végéig (CHF-hitel esetében 180 HUF/CHF, EUR-hiteleknel 250 HUF/EUR, JPY-hiteleknel pedig 2,5 HUF/JPY volt az árfolyam). A valós és a kedvezményes törlesztőrészlet közötti különbséget az állam, az adós és a bankrendszer megosztva vállalta. A különbözetből a tőkerész egy gyűjtőszámlára került, aminek törlesztését az adós vállalta magára, mégpedig úgy, hogy 2017 után kellett volna megkezdenie a visszafizetést. Vagyis a program implicit módon azt feltételezte, hogy 2017-re szignifikánsan javulni fog a gazdasági környezet. A kamatrészt az állam és a bankrendszer osztotta meg egymás között. A programban való részvétel nagyon gyorsan emelkedett 2012-től, ugyanakkor 2013 nyarára szinte megállt a növekedés. Így is az adósok több mint 40 százaléka élt a belépés lehetőségével, ami közel 1500 milliárd forintos állományt jelentett.

A 2014 előtti állami programok közül egyedül a végtörlesztés járt érdemi adósságcsökkenéssel. A devizaalapú jelzáloghitellel rendelkező adósok számára lehetővé vált 2011 végén, hogy svájci frank hiteleknel 180 HUF/CHF, eurohitel esetén 250 HUF/EUR, míg japán jen hiteleknel 2 HUF/JPY árfolyamon végtörleszthessék (teljes előtörlesztés) adósságukat. A szabályozás a bankok számára nem írt elő kötelező forinthitel-nyújtást a programban résztvevők számára, így az adósok háromnegyede megtakarítások felhasználásával fizette vissza kedvezményes árfolyamon a hitelét. A résztvevő mintegy 170 ezer adós, körülbelül 1300 milliárd forintnyi hitelállományt zárt le, amiből összesen 310 milliárd forint esetében használtak forinthitelt a törlesztéshez (*MNB 2012*). A lehetőség csak rövid ideig volt nyitva, hiszen az adósoknak 2011 végéig jelezni kellett bankjuk részére a törlesztési szándékot, és a jelzés után 60 napon belül le kellett zárni a tranzakciót. Éppen ezért a program elsősorban a hitelképes, illetve a nagyobb megtakarítással (vagyonnal) rendelkezők számára volt valós lehetőség. A résztvevők számára a program 20–30 százalékos adósságelengedést jelentett, a bankrendszer pedig több mint 300 milliárd forintos veszteséget szenvedett el.

A 2014 előtti intézkedések közül a nem teljesítő jelzáloghitel-adósok megsegítésére a Nemzeti Eszközkezelő Zrt. (NET) hivatott. Az intézmény a bankokkal együttműködésben olyan megoldást kíván biztosítani a nem teljesítő adósok egy részének, amivel elkerülhető az adósok kilakoltatása. A NET éppen ezért a nem teljesítő hitelek mögött álló ingatlanokat vásárolja fel a bankoktól úgy, hogy a korábbi adós bérlőként maradhat az ingatlanban: így bár a továbbiakban nem lesz tulajdonos, az adósságtól megszabadul, és a lakhelyét nem veszíti el. A NET-nek a vásárlás során

az adósok szociális helyzetét is figyelembe kell venni, és csak szociálisan rászoruló adósok ingatlanát veheti meg.¹¹

3. A magyarországi lakossági devizahitelek kivezetését lehetővé tevő tényezők

A fenti intézkedések nem tudták végérvényesen és tartósan kezelni a devizahiteles problémát, a lakossági devizahitelek ugyanis benmaradtak mind a bankok, mind a háztartások mérlegében. A megoldást *per definitionem* a lakossági deviza- és devizaalapú jelzáloghitelek kivezetése jelenthette, amire 2014 őszén került sor.

Az alábbiakban az időzítés szempontjából releváns tényezőket vesszük sorba, amelyek azt mutatják, hogy a forintosításra az első olyan időpontban került sor, amikor mind a jogi háttér, mind a gazdasági feltételek adottak voltak.

3.1. Jogszabályi környezet

Az első szükséges feltétel a Kúria 2014 júniusában kihirdetett, a korábbi jogi viták és eltérő jogértelmezések tekintetében irányadó jogegységi határozata volt, ez alapozta meg ugyanis jogi értelemben a forintosítást. A Kúria jogegységi határozata három kérdésben adott egyértelmű iránymutatást:

(i) Az árfolyamkockázat adósokra hárítása alapvetően nem tekinthető tisztességtelennek, amennyiben azonban az átlagos adós számára nem érthető a szerződésben foglalt árfolyamkockázat, akkor ez semmissé teheti az adott szerződést (transzparencia követelménye). Közgazdasági szempontból ebből adódóan az árfolyamkockázatot alapvetően az adós viseli.

(ii) Az egyoldalú kamatemelés tisztességtelen és jogtalan, amennyiben az adós számára nem világos és transzparens, hogy az egyes körülmények változása milyen mértékben hat ki a fizetési kötelezettségekre. A Kúria döntése értelmében a kamatemelések során az arányosság, a ténylegesség és a szimmetria elvét kell figyelembe venni.

(iii) Az árfolyamrés díjként történő alkalmazása minden esetben és minden körülmények között tisztességtelen és semmis.

A Kúria döntésének kiemelt jelentőséget adott, hogy a lakossági devizahitelek rendezése a gazdasági válság okozta makrogazdasági és a háztartások jövedelmi helyzetében jelentkező romlással párhuzamosan egyre inkább jogi útra terelődött.¹²

¹¹ Az első ütemterv alapján a cél az volt, hogy 2014 végéig 25 000 ingatlan vásároljon meg az intézmény, ami a 2014. szeptemberi információk alapján teljesülhetett (ekkor már több mint 22 000 ingatlan volt birtokában).

¹² A Banki Adósok Érdekvédelmi Szervezete 2009-ben alakult meg.

Ebből adódóan a lakossági devizahitelekkel kapcsolatos, átfogó állami intézkedést meg kellett előznie a perekből adódó nyitott jogi kérdések lezárásának.

- (i) A Kúria döntéséből adódott, hogy a bankok és az ügyfelek között el kell számolni az egyoldalú kamat- és díjemelésekből, illetve az árfolyamrés alkalmazásából adódó túlfizetéseket.
- (ii) A Kúria döntését követően lehetett kellő jogi megalapozottsággal és legitimitással véghezvinni az elszámolást és a forintosítást, hiszen a Kúria végérvényesen pontot tett a jogi viták végére. Ennek hiányában a folyamat egésze került volna veszélybe, hiszen egy esetleges ellentétes jogi döntés lehetősége érdemben emelte volna a kockázatokat és a program kiszámíthatatlanságát.
- (iii) A Kúria döntése szükséges volt ahhoz, hogy meg lehessen állapítani a forintosítás során használt árfolyamot, ami nélkül nem lehetett volna kivezetni a lakossági deviza-jelzáloghiteleket. Ez volt az egyik legélesebb jogi kérdés a lakossági devizahitelekkel kapcsolatban, hiszen a forintosítás milyenségét alapjaiban határozta meg, hogy mely árfolyamon kerül sor a konverzióra. Az árfolyamkockázattal kapcsolatos Kúria-döntéssel rögzítésre került, hogy az adósoknak viselniük kell az árfolyamkockázatot, ami a piaci árfolyam alkalmazását indukálja.

Össességében a Kúria jogegységi határozata megalapozta a lakossági deviza- és devizaalapú hitelekkel kapcsolatos problémák általános rendezését, amit a kormány törvényi úton hajtott végre. Ennek keretében a kormány jogszabályt alkotott a fogyasztói kölcsönszerződések szerződéses feltételeinek rendezéséről, ami alapján az árfolyamrés és az egyoldalú kamatemelések felülvizsgálatát követően semmisnek nyilvánított szerződésmódosításokból eredő kárt a hitelfelvevők számára visszatérítették. Az Országgyűlés 2014 szeptemberében fogadta el a 2014. évi XXXVIII. törvényt, amely kimondta, hogy az adósok túlfizetéseit visszamenőleg tőke-előtörlesztésként kell figyelembe venni a folyószámla-, hitelkártyahiteleken és az állami kamattámogatású hiteleken kívül minden hitelre, melyet 2004. május 1. után nyújtottak, illetve amely 2009. július 26. előtt nem szűnt meg. A fogyasztói követelés mértékét az eredeti és az átszámított fennálló tőketartozás közti különbség, valamint az eredeti és átszámított lejárt tartozások közötti különbség adja. Még élő szerződések esetében az így kiszámolt összeget előbb a lejárt tartozások, majd a főtartozás terhére kell elszámolni (*MNB 2014b*). Az elszámolás mellett a hitelek kamata is visszaállhatott a hitel kezdetekor érvényes szintre, ami azért fontos, mert az egyoldalú emelések esetenként igen nagyok voltak (átlagosan 2 százalékpont körüli csökkenésre számíthattak az adósok). Fontos intézkedés volt a háztartási hitellezésben a fogyasztónak nyújtott hitelek szabályozásáról szóló törvénymódosítás, amivel bevezetésre került az ún. „fair bankrendszer”. A szabályozás minden – újonnan kötött és a jelenlegi állományban lévő – fogyasztói kölcsönszerződésre előírja

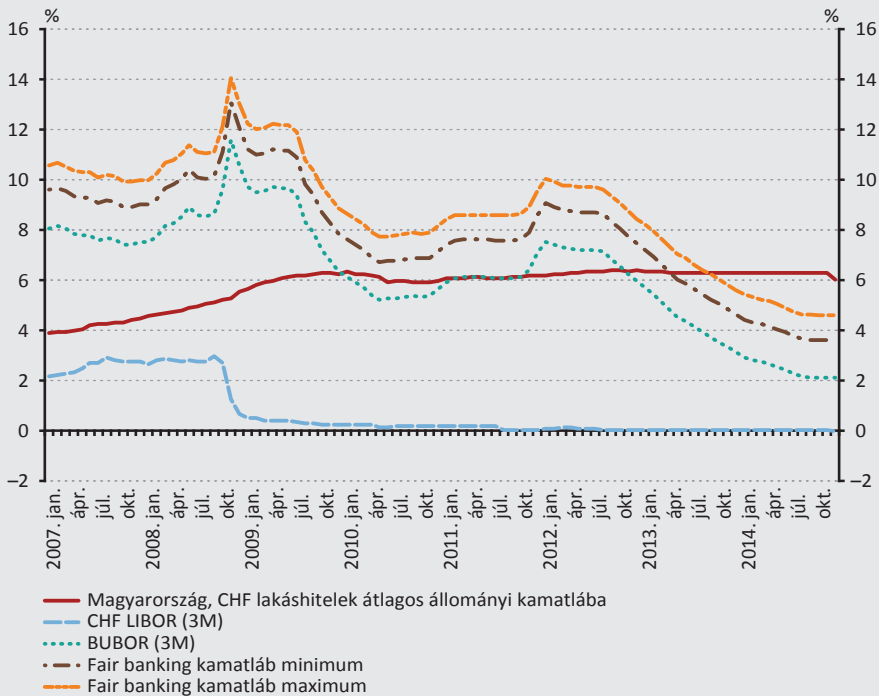
a fix vagy referencia alapú kamatozás alkalmazását, ezzel lényegében kiterjesztve az új jelzáloghitelekre 2012 áprilisától vonatkozó „átlátható árazást”.¹³

3.2. Forintkamatok

A forintosítás szempontjából kiemelten fontos volt a forintkamatok csökkenése. Az MNB 2012-ben kezdte el kamatcsökkentési ciklusát, ami 2014 nyarára 7 százalékról 2,1 százalékra vitte le az irányadó jegybanki kamatot, és ezzel párhuzamosan hasonló mértékben mérséklődött a gazdaság egészében a kamatszint. Ez azért volt fontos, mert így a forintosítás nem járt a kamatok és a törlesztő részletek emelkedésével, ami a konverzió legitimitását erősítette. A lakosság számára a fair bankolásról

4. ábra

A magyarországi lakossági devizahitelek és a fair banking szabályozás által számított forintkamatok visszamentőleges összevetése



Forrás: Saját szerkesztés MNB-adatok alapján.

¹³ A három évnél rövidebb futamidejű hitelek esetében a futamidő egészen rögzített a kamatláb, illetve a felár mértéke a változtatás lehetősége nélkül. A három évnél hosszabb futamidejű hitelek esetében a kamatláb, illetve a kamatfelár módosítására meghatározott – legalább hároméves – periódusonként nyílik lehetőség, összesen öt alkalommal a hitel futamideje alatt. A kamatláb, illetve a kamatfelár változtatása szigorúan objektív – az MNB által ellenőrzött és közzétett – mutatók változásához van kötve, melyek elsősorban olyan körülmények változását hivatottak megragadni, amelyekre a pénzintézetnek nincs közvetlen ráhatása (pl. forrásköltség, likviditási prémium változása).

szóló törvény elfogadása ugyancsak megkönnyítette a forinthitelekre való átállást, transzparens keretek között tartva a későbbi esetleges átárazásokat is. Összességében tehát 2014-re csökkentek olyan szintre a forintkamatok, hogy – feltételezve a fair bankolás szabályainak betartását – a devizahiteleseknek ne jelentsen kamatemelkedést a forintra való konverzió (4. ábra).

3.3. Kockázati megítélés

A lakossági devizahitelek kivezetésének időzítésére hatással vannak a makrogazdasági feltételek és környezet is. A lakossági devizahitelek forintosítása ugyanis csak úgy lehetséges jelentős árfolyamgyengülés nélkül, ha valamelyik hazai szektor át tudja venni úgy az árfolyampozíciót, hogy az érdemben csökkenti az ország árfolyamkitettségből származó sérülékenységet. A gazdaságpolitikai és különösen az államháztartási konszolidációból (tartósan csökkenő államháztartási hiány, csökkenő államadósság¹⁴), illetve Magyarország kockázati megítélésének javulásából adódóan 2014-re olyan gazdasági környezet alakult ki, amelyben alacsony piaci kockázatok mellett vált végrehajthatóvá a lakossági devizahitelek kivezetése. Ehhez szükség volt a szuverén kockázati felár jelentős mérséklődésére: az 5-éves szuverén CDS 2014 őszi 150–170 bázispont körüli értéke historikus összevetésben is alacsonynak tekinthető.

3.4. Jegybanki mozgástér

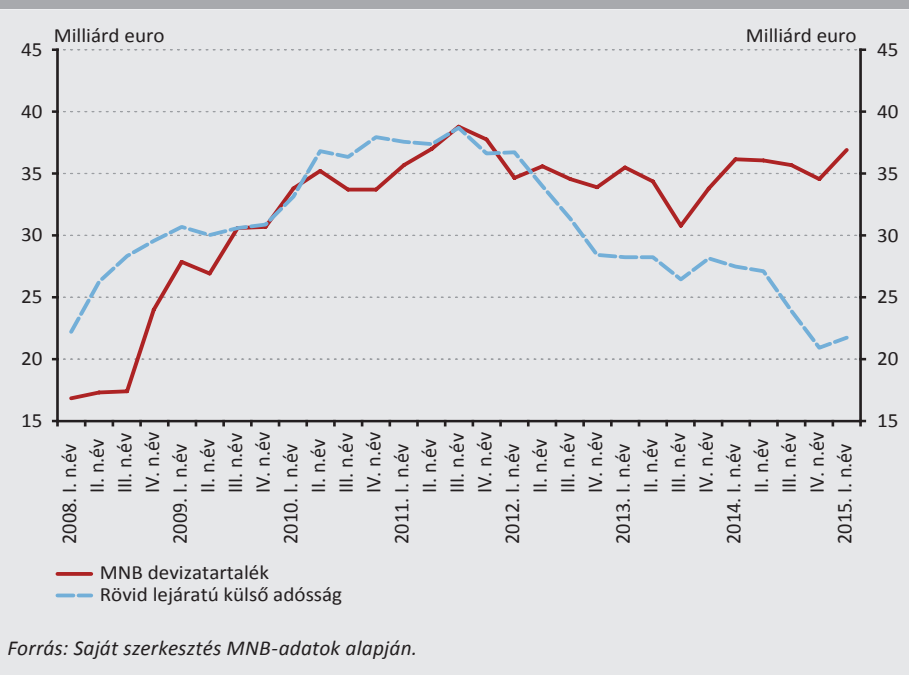
A devizahitelek kivezetése, azaz az elszámolás és a forintosítás egyrészt hatással vannak a banki eredményekre, másrészt pedig jelentősen átalakítják a bankok mérlegeit. A mérleghatásokat tekintve mind az elszámolás, mind pedig a forintosítás abba az irányba hat, hogy csökken a bankok devizakövetelése, és nyílik az árfolyampozíciója, amit a bankok mind működési, mind szabályozási okokból adódóan zárni fognak,¹⁵ amihez devizát kell venniük. A devizahitelek elszámolásának és forintosításának fedezési devizaigénye piaci devizavétel esetén jelentős nyomást gyakorolhatott volna a forint árfolyamára. A rendezett forintosításhoz ezért elengedhetetlen volt, hogy az MNB rendelkezzen a fedezési ügyletekhez szükséges devizamennyiséggel, és azt a bankok rendelkezésére is tudja bocsátani úgy, hogy a devizatartalékok állománya előretekintve se essen a piac és a nemzetközi szervezetek által elvárt szint alá.¹⁶ A tartalékigényt meghatározó külső adósság, illetve kiemelten a rövid lejáratú külső adósság csökkenése révén az MNB tartalék-megfelelése 2014-re érte el azt a szintet, ami lehetővé tette a biztonságos forintosítást (5. ábra).

¹⁴ Erről lásd részletesen: *Baksay et al. (2015)*.

¹⁵ A bankok nem mindegyike zárja ugyan teljesen nyitott pozícióját, a nyitott árfolyam-pozícióknak azonban pótlólagos tőkeigénye van, ami költséges. Másrészt a bankok túlzott kockázatot sem akarnak vállalni az árfolyam tekintetében, ezért is törekszik többségük közel zárt pozícióra.

¹⁶ A modern jegybankok által megjelölt devizatartalék tartási célokról lásd: *Nagy–Palotai (2014)*.

5. ábra
Az MNB devizatartaléka és a rövid lejáratú adósság



3.5. Devizahitel-állomány

A program kivitelezhetősége tekintetében releváns a konvertálandó állomány nagysága is. A devizahitelezés tiltása, a végtörlesztés és a fennálló hitelek normal üzemenet szerinti amortizációja miatt 2014-re a korábbi 19 milliárd eurós csúcstről 9 milliárd euróra csökkent az átváltásra váró deviza-jelzáloghitel állomány. Mindez – a devizatartalékok bővülésével együtt – azt jelentette, hogy arányaiban kevesebb, mindössze 25 százaléknyi devizatartalékot kellett felhasználni a konverzióhoz, szemben a korábbi évek ennél akár nagyságrendekkel nagyobb értékeivel.

A fentiekben felsorolt jogi és gazdasági feltételek 2014-re ugyan nem eliminálták teljes mértékben a forintosítással járó kockázatokat, de olyan szintre szorították azokat, amelyek mellett a konverzió várható nettó társadalmi, jóléti haszna összességében indokoltá tette annak elindítását.¹⁷

¹⁷ Korábban is születtek javaslatok a devizahiteles probléma rendezésére, melyek közül a Surányi György, Tomas Spurny és Barta György nevéhez fűződő 2011-es koncepció kapta a legnagyobb publicitást. Bár az általuk kidolgozott csomag több releváns problémára tartalmazott megoldási javaslatot, de a fentebb említett feltételek hiánya miatt jelentős kockázatokkal járt volna. Ezek közül a szerzők is kiemelték a jegybanki devizatartalék nem elégséges szintjét, de nem tértek ki több más kockázatra, melyek közül talán a lakossági devizahitel-szerződések egységes jogi megítélésének hiánya emelendő ki. A szerződések jogszerűségére vonatkozó társadalmi konszenzus hiányában bármilyen forintosítási program azzal a kockázattal járt volna, hogy esetleges későbbi bírósági ítéletek nyomán a rendezés „igazságossága” utólag megkérdőjeleződik, ami végső soron a megoldás véglegességét ássa alá.

4. A lakossági devizahitelek kivezetését támogató jegybanki devizaeladási program

A forintosítás esetében elválik egymástól a jogi és a közgazdasági konverzió. Jogi értelemben akkor történik meg a devizanemváltás, amikor a bank a korábban devizában nyilvántartott hitelt immár forinthatelként tartja nyilván a könyveiben. Közgazdasági értelemben ugyanakkor egy fix árfolyamon rögzített devizahitel is forinthatelnek tekinthető, hiszen az állomány ezt követően forinthatelként „viselkedik” (kiemelten abban a tekintetben, hogy nem hat az állomány nagyságára a devizaárfolyam változása). Közgazdasági értelemben a forintosítás a kormány és a bankok közötti megállapodás 2014. november 9-ei aláírásával, illetve a konverziós árfolyamok ebben történt rögzítésével, valamint az ezt követő fedezéssel történt meg, míg jogi értelemben 2015. március 31-ig kellett a bankoknak könyveiken átvezetni a konverziót.

4.1. A devizahitelek kivezetéséből adódó fedezési igény

A banki adottságok, illetve a követett üzletpolitika eltérése miatt többféle finanszírozási és devizapozíció-fedezési modell alakult ki a magyar bankrendszerben. Tipizálva és sematikus megközelítésben az alábbi két alapmodellt lehet azonosítani. (i) Devizaforrásból finanszírozott devizahitelezés (mérlegen belül fedezett devizapozíció); (ii) forintforrásból finanszírozott devizahitelezés (devizapozíció fedezése devizaswappal).

„Vegyztisztán” a fenti banki prototípusok egyike sem létezik, a bankok a finanszírozási és fedezési modellek keverékét alkalmazzák. Ezzel együtt vannak bankok, amelyek inkább az egyik, illetve inkább a másik modell mellett köteleződtek el. Az elszámolásra és a forintosításra a bank a követett finanszírozási modelltől függetlenül kinyíló árfolyam-pozíciójának zárásával reagál. Ez a devizahitelezési modelltől és a felmerülő költségektől függően vagy devizaforrások visszafizetését, vagy pedig devizaswappok lezárását jelenti. Mind a két megoldás devizaigényt jelent, azaz növeli a devizakeresletet, ami piaci vásárlás esetén a program nagyságrendjénél fogva árfolyamhatással és így a monetáris kondíciók érdemi megváltozásával járt volna.

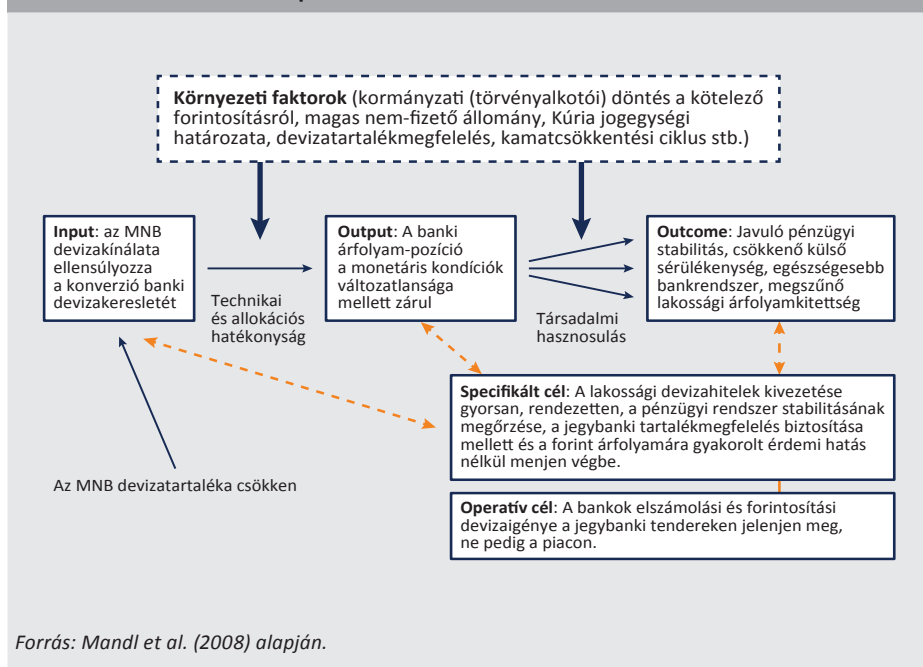
A devizaalapú lakossági jelzáloghitelek forintosításából adódó, nagyságrendileg 10 milliárd eurós, azaz 3000 milliárd forintos devizakereslet piacra áramlása jelentős forintgyengülést válthatott volna ki. Ilyen mértékű koncentrált forint-eladásra még nem volt példa, de az mindenképp irányadó, hogy *Kiss M. és Molnár (2012)* alapján 2008-ban két hónap alatt 2000 milliárd forinttal csökkent a külföldi szereplők forintpozíciója, ami nagyságrendileg 30 százalékos forintgyengülést jelentett. A forintosítási devizakereslet piacon való megjelenése ennél nagyobb árfolyamgyengüléssel is járhatott volna, hiszen nagyobb volt a volumen, koncentráltabb volt a kereslet

és a belföldi eladások a külföldi szereplőkből is hasonló reakciót válthattak volna ki, felerősítve ezzel a gyengülést, amiből adódóan a 30 százalékos potenciális árfolyamesés leginkább egy optimista alsó becslésnek tekinthető. Mindez abba az irányba mutatott, hogy szükség van egy jegybanki devizaeladási programban testet öltő közpolitikai beavatkozásra. Az MNB programjának kialakítása mellett szólt az is, hogy a jegybanktörvény pénzügyi stabilitási feladatot szab az MNB számára, azaz amennyiben a program nem veszélyezteti az elsődleges (árstabilitási) célt, akkor a jegybanknak „szerepet szükséges vállalnia a devizahitelek rendezett kivezetésében, az elszámolás és a forintosítás lebonyolításában.”¹⁸

4.2. Az MNB szerepvállalásának keretrendszere és formája

A közpolitikai intézkedések hatékonyságával kapcsolatban *Mandl és szerzőtársai* (2008) koncepcionális modellje alapján el kell különíteni egymástól a rövidebb távon jelentkező és inkább technikai célokat (kimenet), a hosszabb távon jelentkező és beágyazottabb társadalmi folyamatokra vonatkozó célkitűzéseket (eredmény),

6. ábra
Az MNB forintosítási szerepvállalásának keretrendszere



¹⁸ Magyar Nemzeti Bank: A Magyar Nemzeti Bank biztosítja a lakossági devizahitelek kivezetéséhez szükséges devizát a bankrendszer számára. Közlemény. 2014. szeptember 24.

illetve fenti kategóriák közötti kapcsolatot megtestesítő hatékonyságot és társadalmi hatást (hasznosulást). Mind a kimenetek, mind az eredmények tekintetében kiemelt jelentősége lehet olyan tényezőknél, amire az adott programoknak nincs hatása (környezeti faktorok). Az MNB forintosítási programja a fenti modellbe az alábbi módon illeszthető.

Az MNB devizakínálata a jegybanki program input-tényezőjének tekinthető, ami az MNB devizatartalék-megfelelésének függvénye. A program révén a bankok devizához jutnak, ezzel zárják a lakossági devizahitelek kivezetése miatt nyíló árfolyampozíciójukat, ez pedig társadalmi szinten a pénzügyi stabilitás erősödésével, a külső sérülékenységgel csökkenésével, a banki mérlegek egészségesebbé válásával, illetve a lakossági árfolyamkitettséggel megszűnésével hasznosul. A fenti folyamatra hatással vannak a környezeti faktorok, azaz mindenekelőtt az, hogy mindez milyen gazdasági, jogi és társadalmi közegben játszódik le, valamint hogy ebből adódóan az egyes érintett szereplők – kiemelten a bankok – miképp reagálnak.

Nem evidens és intuitív ugyanakkor, hogy milyen eszközzel indokolt a jegybanki célok elérése. Az MNB azt rögzítette, hogy a program célja, hogy a „lakossági devizahitelek kivezetése gyorsan, rendezetten, a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése mellett és a forint árfolyamára gyakorolt érdemi hatás nélkül menjen végbe”,¹⁹ ami azt jelenti, hogy a fenti szempontok alapján szükséges a jegybanki eszközök kiválasztása és kialakítása. Az MNB ezen felül kikötötte, hogy a jegybanki tartalékmegfelelést a program folyamán is folyamatosan biztosítani kell. A jegybanknak lehetősége van közvetlen devizapiaci beavatkozásra a nem kívánt és indokolt árfolyammozgások megakadályozására, de ebben az esetben nem lett volna biztosított a folyamat rendezettsége. Interveniálás esetén az sem garantált, hogy csak a jegybanki célnak megfelelően kerül sor a jegybanki deviza felhasználására. A teljesen a bankok azonnali, diszkrecionális döntésére bízott, azaz nem koordinált jegybanki deviza-eladási tenderek esetében ugyan a céltól eltérő felhasználás nem reális lehetőség, de a stabilitás tekintetében figyelembe kell venni, hogy az egyedi banki stratégiák miatt érdemi devizakereslet jelenhet meg a devizapiacra, ami a jegybanki program hatékonyságát nagyban ronthatja és nem szándékolt következményekkel járhat. A koordinált jegybanki tenderek esetében elméleti szinten is biztosított, hogy a deviza csak a jegybanki célok érdekében vehető igénybe, illetve kizárható annak lehetősége is, hogy az egyes bankok a piacon szerezzék be a szükséges devizát, így ez a jegybanki szerepvállalási forma megfelelő feltételeket nyújt az MNB deklarált céljainak eléréséhez.

¹⁹ Magyar Nemzeti Bank: A Magyar Nemzeti Bank biztosítja a lakossági devizahitelek kivezetéséhez szükséges devizát a bankrendszer számára. Közlemény, 2014. szeptember 24.

4.3. A koordinált jegybanki devizaeladási program paramétereit

A következő fejezet a jegybank koordinált devizaeladási programjának elemeit ismerteti. Az egyes paraméterek a jegybanki (specifikált és operatív) célokhoz való kapcsolódásukkal kerülnek bemutatásra.

Közgazdasági adottságként ismerjük el, hogy a devizahitelek forintosítása és a bankok fedezési igényének jelentkezése elválik egymástól, hiszen az utóbbi a konverziós árfolyam ismertté válásakor azonnal jelentkezik, miközben a tényleges forintosításra ettől eltérő időben is sor kerülhet. A fedezési igény jelentkezése és a jegybanki devizatartalék kapcsolódó felhasználása ugyancsak elválik egymástól, hiszen az árfolyampozíció megváltozása és a deviza felhasználása, azaz a devizaforrások visszafizetése, illetve a swapok zárása időben nem feltétlenül esik egybe. A fentiekből adódóan az elszámoláshoz és a forintosításhoz kapcsolódó devizaigény évekre elnyújtva és fokozatosan jelentkezik, azaz a tartalékfelhasználás sem feltétlenül koncentrált.

Az MNB mindkét euróeladási eszköz esetében fixáras²⁰ tendert hirdetett meg a banki limitek figyelembe vételével. Az MNB eurót bocsátott a bankok rendelkezésére, az euró és a svájci frank közötti árfolyamkockázatot a bankoknak kellett fedeznie.²¹ A következő táblázat a jegybanki program paramétereit a deklarált jegybanki célokhoz illesztve mutatja be (1. táblázat).

²⁰ Az árazásban több megközelítés nyújthat támpontot. Indokolt figyelembe venni az FX-swapok arbitrázsmentes sávját, illetve hogy a lejáratú prémium miatt a hosszú források jellemzően magasabb kamattal mellett állnak rendelkezésre, így azok fenntartása és az olcsóbb rövid források visszafizetése a bank számára költségesebb finanszírozási struktúrát jelent, mint ha a hosszú forrásokat törlesztené elő.

²¹ Az elszámolási szakaszt 2014. szeptember 23-án hirdette meg a jegybank, a forintosítási szakaszt pedig az elszámolási program kiterjesztésével kezelte az MNB. Ez utóbbiról 2014. november 4-i ülésén döntött a Monetáris Tanács.

²² A bankok rövid külső adósságának csökkentését korlátozhatják exogén tényezők (bizonyos ügyfélbetétek, a derivatív ügyletekhez kapcsolódó margin számlák), illetve a rövid külső adósság előtörlesztésének nehézségei.

²³ *Magyar Nemzeti Bank (2015).*

²⁴ A forintosítási tenderek két szempontból jelentettek újdonságot az elszámoláshoz képest: (i) a forintosítás jellegénél fogva jóval nagyobb devizakeresletet támasztott, mint az elszámolás, (ii) a fedezési igény jóval koncentráltabban jelentkezett, mint az elszámolás esetében. Ez utóbbi abból adódott, hogy az elszámolásnál a jogi eltérésekből és a számviteli elszámolások eltérő értelmezéséből adódóan a banki devizaigény megjelenése nem egy időben történt minden banknál, míg a forintosításánál a konverziós árfolyam bejelentéskor azonnal kinyíltak a banki devizapozíciók, és felmerült a fedezési igény.

²⁵ A szerződést minden jelentős fogyasztói deviza- és deviza alapú jelzáloghitelekkel rendelkező bank aláírta. Mindebből adódóan egyetlen bank számára sem volt adott a lehetőség a piaci konverzióra és így az esetleges indokolatlan előnyszerzésre.

²⁶ A forintosítási szakaszban az MNB a két devizaeladási eszközre együttesen érvényes, összevont keretösszeget határozott meg, míg az elszámolásban külön-külön érvényes limitek kerültek rögzítésre. A feltétel nélküli eszköz esetében az MNB a 2016-2017-es futamidők mellett korlátozott mértékben ugyan, de egyes 2015-ös futamidőkre is meghirdetette az eszközt, ami a devizahiteleiket rövid lejáratú deviza-swapokkal finanszírozó bankok számára jelenthetett kedvezőbb lehetőséget.

²⁷ Selected Decisions and Resolutions of the International Monetary Fund.

²⁸ Az MCP-t az IMF 1981. március 20-i 6790-(81/43) számú döntése definiálja: „egy tagnak vagy a tag pénzügyi ügynökének az olyan intézkedése, amelyből fakadóan a tag devizája és egy másik tag devizája közti azonnali devizaügyletek vételi és eladási árfolyama közti eltérés 2 százalék fölél tágul, MCP-nek minősül, és az Alap előzetes engedélyét igényli.”

1. táblázat	
A jegybanki deviza-eladási program paramétereit és az MNB deklarált céljai	
Specifikált jegybanki célok	Az MNB elszámolási és forintosítási deviza-eladási tendereinek paramétereit
Gyorsaság	<p>A lakossági devizahitelek kivezetésének ütemezése alapvetően annak függvénye, hogy milyen gyorsan képes a jegybank a szükséges devizát rendelkezésre bocsátani. Ez a jegybanki tartalékmegfeleléstől függ, így a program kiemelt feltétele volt, hogy az MNB 2014 őszére érdemi tartalékmozgástérrel rendelkezzen.</p> <p>A jegybanki devizatartalék-megfelelés tekintetében jelentősége van a banki alkalmazkodásnak, hiszen a bankok kooperatív magatartása esetén a tartalékigény is csökkenhet. A jegybanki eszköztár egyes elemei érdeklétté teszik a bankokat a devizatartalék-igényt alapjaiban meghatározó rövid külső adósság csökkentésében, illetve amennyiben ennek nem tudnak eleget tenni,²² akkor csak időben elnyújtva juthatnak a devizához. Ezt figyelembe véve két jegybanki eszközt vezetett be az MNB:²³ (i) rövid külső adósság csökkentési feltételhez kötött eszköz, (ii) hosszabb futamidejű, feltétel nélküli eszköz.</p> <p>A feltételes eszköz esetében a bankoknak legalább a kapott deviza 50 százalékának megfelelő mértékben kell csökkenteniük rövid lejáratú külső adósságukat. A devizaliquiditást a bankok a rövid adósság visszafizetéséig az MNB-nél rövid swap-ügyletekben görgetik, így az adott összeg a tényleges felhasználásig a jegybanknál marad.</p> <p>A feltétel nélküli eszköz egy devizapiaci spot euró eladási ügylet és egy devizaswap (jellemzően CIRS) kombinációja, ami elsősorban azon bankoknak nyújt fedezési lehetőséget, amelyek hosszú swap-ügyletekre, vagy hosszú adósságra épülő finanszírozási szerkezetükből adódóan nem tudják rövid lejáratú külső adósságukat csökkenteni. Az elszámolási szakaszban a feltétel nélküli ügylet keretében történő deviza-eladás esetében a devizaliquiditás csak éven túli lejáratokon állt a bankok rendelkezésre, majd a tartalékmozgástér javulásával a forintosítási tendereknél három 2015-ös lejáratot is meghirdetett az MNB (a lejáratok rövidege miatt ezekben az esetekben FXswapokat kötött a jegybank és a banki igénybevétel is korlátozva volt).</p> <p>Mind a két eszköz támogatja a tartalékmegfelelést. A feltételes eszköz esetén a devizatartalék rövid távon csökken, ugyanakkor a rövid lejáratú külső adósság visszafizetésén keresztül mérséklődik az MNB tartalékigénye is, így bővül a jegybank mozgástere. A feltétel nélküli eszköz rövid távon nem csökkenti a devizatartalékokat, a tartalék felhasználására – a bankok igényeihez igazodva – időben elnyújtva kerül sor.</p>
Rendezettség	<p>A program időzítése</p> <p>Az MNB 2014. szeptember 23-án, azaz két hónappal a 2014. november 25-én elfogadott forintosítási törvény előtt döntött arról, hogy a bankrendszer számára biztosítja a lakossági devizahitelek kivezetéséhez – ennek részeként az elszámoláshoz és a forintosításhoz – szükséges deviza mennyiségét. A jegybanki döntés révén a bankok tudhatták, hogy nem kell a piacon fedezniük az elszámolásból és a forintosításból adódó devizaigényüket, hiszen azt rendezett formában az MNB-nél is megtehetik.</p> <p>Formális megállapodások</p> <p>A banki felhasználás maximális mértékét az MNB már az elszámolással kapcsolatban is rögzítette a bankokkal való egyeztetéseken, de a forintosítási tendereken való részvételről 2014. november 7-én a jegybank minden érintett partnerbankkal formális szerződést is kötött.²⁴ Az MNB vállalta, hogy a partnerkörébe tartozó hitelintézetek számára biztosítja a forintosításhoz kapcsolódó fedezési ügyletek teljes devizaigényét. A hitelintézetek vállalták, hogy minden fedezeti ügyletekhez szükséges devizaigényüket a jegybanktól szerzik be a devizapiaci helyett.²⁵ 2014. november 7-én az MNB és a Magyar Bankszövetség is megállapodást kötött, amely szabályozta a forintosításhoz kapcsolódó ügyletek legfontosabb üzleti feltételeit.</p> <p>Eszközök paramétereit</p> <p>A devizanyújtó eszközök paramétereit (elsősorban lejáratát) illeszkednek a bankok lejáratú szerkezetéhez, az alkalmazott finanszírozási modellekhez, illetve a fedezési eszközök jellegzetességeihez, ami rugalmasságot eredményezett, és ezzel érdeklétté tette a bankokat a részvételben. A forintosítási szakaszban a tartalékmozgástér javulása miatt az MNB módosította deviza-eladási eszközeinek feltételeit, amivel nőtt az eszközök rugalmassága.²⁶</p>
Pénzügyi stabilitás, árfolyamsemlegesség	<p>Az árfolyam szempontjából semleges konverzió jegyében a spot deviza-eladás az ajánlatok beadásának időpontjában érvényes MNB hivatalos EUR/HUF árfolyamon történt. Ez összhangban van a Nemzetközi Valutaalap vonatkozó rendelkezésével²⁷, aminek értelmében az IMF tagjai számára tilos ún. többszörös devizagyakorlatot (multiplecurrency practice, MCP) alkalmazni az IMF engedélye nélkül.²⁸ Az MNB programja a lakossági devizaalapú jelzáloghitelek kivezetéséhez szükséges teljes devizamennyiséget biztosította, azaz banki oldalról nem volt szükség piaci devizavásárlásra, ami a pénzügyi stabilitást erősítette.</p>

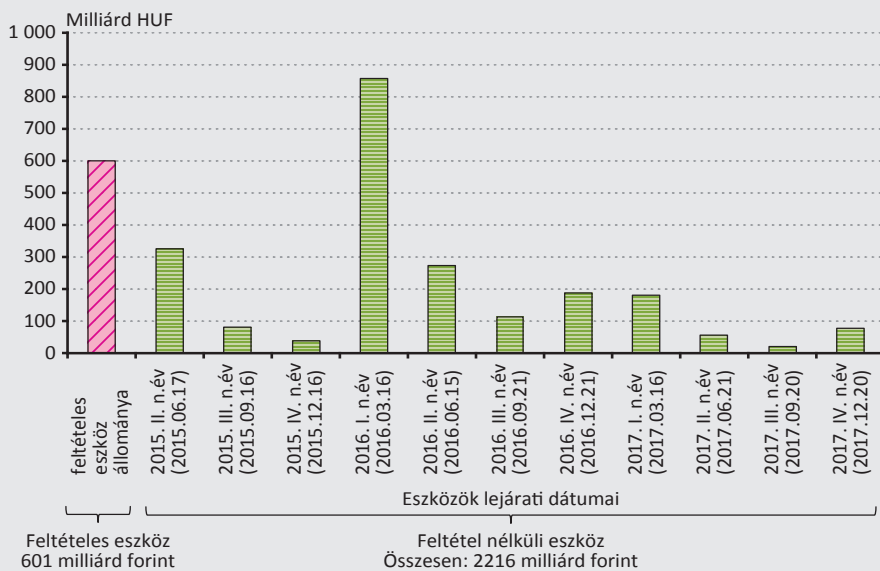
4.4. A jegybanki devizaeladási program és a bankrendszer likviditása

A lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó jegybanki programok során a bankrendszer az MNB-nél tartott forintlikviditásért tud devizát vásárolni. A devizahiteles rendezésnek ezért egyrészt feltétele, hogy a bankok rendelkezzenek a szükséges forintlikviditással, másrészt pedig fontos, hogy az elszámolási és forintosítási swapok lejáratát után se csökkenjen egy kritikus szint alá a bankrendszer likviditása, hiszen az szükséges a banki működéshez és alapvető feltétele a hitelezésnek is.

A lakossági devizahitelek kivezetésének likviditási feltételei 2014 őszén egyértelműen adottak voltak, ugyanis bár egyedi banki szinten voltak eltérések, de a magyar bankrendszer egészének forintlikviditási többlete érdemben meghaladta az elszámoláshoz és forintosításhoz kapcsolódó likviditási igényt.²⁹ Az MNB irányadó instrumentumában 2014 őszén jellemzően 4800–5100 milliárd forintot tartottak a bankok, míg a devizahiteles kivezetés forintigénye nagyságrendileg 2800 milliárd forintra tehető, amihez a devizafelhasználás időbeli porlasztása miatt hozzá kell adni azt is, hogy a bankrendszer likviditása strukturálisan évről-évre nő (kiemelten az EU-források beáramlása és a Növekedési Hitelprogram miatt).

7. ábra

Az MNB devizatenderein allokált devizaállomány forintértéke eszköz és lejárat szerinti bontásban



Forrás: Saját szerkesztés MNB-adatok alapján.

²⁹ A bankrendszeri likviditás mértékének azért van jelentősége, mert jól működő bankközi piacokat feltételezve ebből az esetleges egyedi banki likviditási problémák kezelésének lehetősége is adódik.

A jegybanki devizeladási eszközök feltételrendszeréből adódóan a forintlikviditás csökkenése fokozatos lesz, így módon a piaci hatások limitáltak lehetnek. Ezzel együtt indokolt figyelemmel lenni a banki alkalmazkodás lehetséges csatornáira, hiszen a kapcsolódó deviza-swapok lejáratokor³⁰ (7. ábra) jelentősen átalakul a bankrendszer likviditási struktúrája, és az alkalmazkodás az egyéb piacokat, például az állampapírpiacon is érintheti.³¹

4.5. A jegybanki tenderek eredményei

A jegybank az elszámolási szakasz első tenderét 2014. október 13-án tartotta, a forintosítási szakasz tenderei pedig 2014. november 10-én kezdődtek. Az MNB összesen 12 tendert tartott, melyeken nagy koncentráció mellett több mint 9,1 milliárd eurót adott el a bankoknak (2. táblázat).

2. táblázat					
Az elszámolási és forintosítási tenderek eredményei					
Elszámoláshoz és forintosításhoz kapcsolódó jegybanki eszközök igénybevétele (millió euróban)					
Tender dátuma	Elszámoláshoz kapcsolódó eszközök		Forintosításhoz kapcsolódó eszközök		Összesen
	Feltételes eszköz	Feltétel nélküli eszköz	Feltételes eszköz	Feltétel nélküli eszköz	
2014.10.13.	230	750	–	–	980
2014.10.20.	0	0	–	–	0
2014.10.27.	0	0	–	–	0
2014.11.03.	13	0	–	–	13
2014.11.10.	0	0	1627	6207	7834
2014.11.11.	–	–	28	32	60
2014.11.17.	0	0	–	–	0
2014.11.24.	0	0	–	–	0
2014.12.01.	0	0	–	–	0
2014.12.08.	50	38	–	–	88
2014.12.22.	–	–	–	50	50
2015.01.23.	–	–	–	102	102
Összesen:	293	788	1655	6391	9127

"–": az eszközből adott napon került sor tenderre
 Forrás: Saját szerkesztés MNB–adatok alapján.

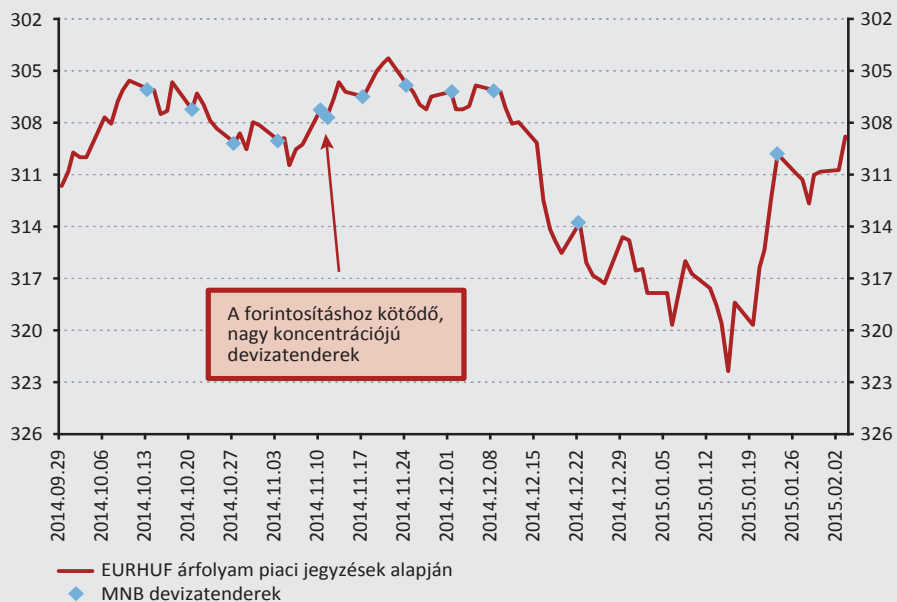
³⁰ Az MNB 2015. márciusban bejelentette, hogy lehetővé teszi a lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódóan kötött banki deviza-swap ügyletek lejárat előtti, részleges lezárását, amit az tett lehetővé, hogy 2014 ősze óta nőtt a jegybank devizatartalék-mozgástere. Forrás: Magyar Nemzeti Bank: A bankok hamarabb elvihetik a lakossági devizahitelek kivezetéséhez vásárolt deviza egy részét. Közlemény, 2015. március 30.

³¹ Erről részletesen lásd: Hoffmann et al. (2014).

A bankrendszer fogyasztói deviza- és deviza alapú jelzáloghitel-állománya az elszámolás előtt 10,8 milliárd eurót tett ki, ami az elszámolás után nagyságrendileg 9 milliárd euróra csökkent. A konverziós igény azonban kisebb volt ennél, ezt az állományi számot ugyanis korrigálni szükséges, egyrésztől az érintett hitelállomány mögötti több mint 1,5 milliárd eurós elszámolt értékvesztéssel, valamint az ebből az elszámolások miatt felszabadított értékkel (0,4–0,6 milliárd euró). A bankok forintosításhoz kapcsolódó fedezeti igénye így 8 milliárd euró körüli összegre volt tehető.³² Összességében tehát (i) az MNB forintosítási tenderein allokált 8 milliárd euróval a bankok a forintosítást gyakorlatilag teljes egészében az MNB-nél fedezték le, (ii) az MNB az árfolyamréssel, illetve az egyoldalú kamat- vagy kamatfelár-emeléssel kapcsolatos banki elszámolások fedezéséhez 1 milliárd eurót allokált a bankrendszerbe, ami feltehetően valamivel kisebb volt a teljes elszámolási fedezésnél.

Összességében a jegybanki devizaadási program lefedte a lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó banki devizaigényt, amit a devizaállományi adatok és az eladott jegybanki devizamennyiség egymásnak való megfeleltethetősége mellett az is alátámaszt, hogy a folyamat nem járt érdemi árfolyamhatással. Az elszámolás és a forintosításhoz szükséges deviza jelentős árfolyamgyengülést okozott volna piaci

8. ábra
A forintárfolyam alakulása és a jegybanki devizatenderek



Forrás: Saját szerkesztés MNB-adatok alapján.

³² Magyar Nemzeti Bank: Sikeres volt az MNB devizaadási tendere, a bankok szinte teljes egészében fedezték a forintosítást. Közlemény, 2014. november 10.

devizavásárlás esetén, amire az árfolyam adatok alapján nem került sor. A devizatenderes napokon az árfolyam mozgása nem tért el a „szokásostól”, sem a volatilitás nagysága, sem az elmozdulás jellemző iránya tekintetében, ami ugyancsak azt mutatja, hogy a banki devizaigény a jegybankban csapódott le (8. ábra).

4. Összegzés

2014-ben sor került a lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetésére, amit a jogszabályi háttér megváltozása, a jegybanki mozgástér bővülése, a kockázati felárak csökkenése, a devizahitel-állomány mérséklődése és a kamatok csökkenése tett lehetővé. Az elszámolás és különösen a forintosítás jelentős banki devizakeresletet generált, amit a jegybank a devizaeladási programján keresztül elégített ki.

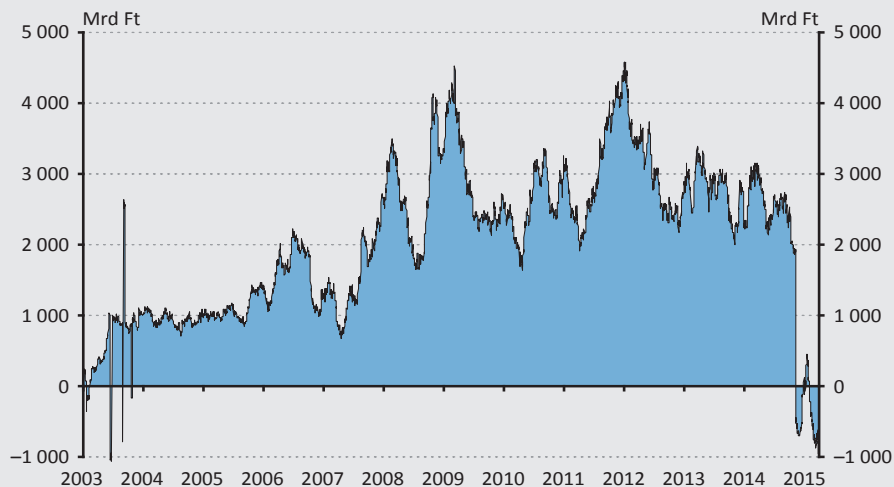
Mivel a lakossági devizahitelezés nem pusztán a háztartási szektor pénzügyi helyzetére nézve jelentett kockázatot, hanem a pénzügyi rendszer, valamint a magyar gazdaság egészére, a devizában denominált jelzáloghitelek kivezetése sem csak a családok pénzügyi pozícióját, árfolyamkitettséjét érinti.³³ A háztartásoknál a forintosítás közvetlenül azt eredményezi, hogy nettó vagyonukat és a hónapról hónapra elkölthető jövedelmüket az árfolyam ingadozásai többé nem befolyásolják, vagyis megszabadulnak az árfolyamkockázattól. Az elszámolás és az „etikus bankrendszer” szabályozás is abba az irányba hat, hogy a háztartásoknak alacsonyabb és kiszámíthatóbb lesz a törlesztési terhük, ami javíthatja fogyasztási és beruházási kedvüket.

A forintosítás összességében a bankrendszer stabilitására pozitív hatással van. Az MNB és az érintett bankok közötti euróeladási tranzakciók következtében a bankrendszer nettó deviza-swap kitettsége gyakorlatilag eltűnt: a korábban jellemzően 2–3000 milliárd forintos állomány az év végére gyakorlatilag lenullázódott (9. ábra), ugyanis a külföld felé fennálló pozíciót teljes egészében lefedezte az MNB-vel szembeni, ellentétes irányú állomány. A forintosítás a rövid külföldi forrásokat is mérsékelheti, ami a megújítási kockázat csökkenését jelenti. Január elsejétől a törlesztési árfolyam rögzítésével az érintett devizahiteleken a hitelkockázat csökkent, ami középtávon javítja a bankok hitelportfóliójának minőségét, és csökkenti a tőke megfelelési mutató érzékenységét az árfolyammozgásokra.

A devizahitelek rendezésének másik két fontos eleme, az elszámolás és a „fair” bankolás szabályozási keretrendszerének lefektetése közvetlenül és rövid távon minden bizonnyal negatív hatást gyakorolt és gyakorol a bankrendszer jövedelmezőségére, tőkeakkumulációs képességére, amit a teljes „csomag” egyenlegének megvonásakor indokolt figyelembe venni. Fontos ugyanakkor látni, hogy az elszámolás tartalmában *jogi* intézkedés, azaz nem tekinthető *gazdaságpolitikai* lépésnek, vagyis a bankok semmilyen rendezés esetén nem spórolhatták volna meg a kapcsolódó költségeket.

³³ A lakossági devizahitelezés megszüntetéséről részletesen lásd: *Erhart et al. (2015)*.

9. ábra
A bankrendszer nettó swap-állományának alakulása 2003 és 2015 között



Forrás: Saját szerkesztés MNB-adatok alapján.

A kamatszintek „tiszteséges” szintre történő mérséklése és a kamatváltoztatások átláthatóságának biztosítása – a fennálló szerződésekre vonatkozóan is – *ceteris paribus* középtávon a hitelintézetek érdekeit is szolgálhatja az ügyfelek bizalmának visszanyerése által, így összességében a lakossági devizahitelek problémáját rendező csomag közvetlenül és közvetve is pozitívan hathat a pénzügyi közvetítésre.

A bankrendszer és ezen keresztül a teljes pénzügyi rendszer erősödése csökkenti Magyarország kockázati felárát, ami a bankok és a költségvetés finanszírozási költségeire egyaránt kedvező hatást gyakorol. Az állampapír-piaci hozamcsökkenés az állam kamatkiadásait mérsékli, ami az államadósság gyorsabb csökkentését, és/vagy a gazdaság nagyobb mértékű élénkítését teszi lehetővé a fiskális politika számára. A forintosítás javítja a monetáris politika transzmissziójának hatékonyságát, növeli a jegybank mozgásterét. A pénzügyi stabilitási kockázatok csökkenése miatt az árfolyam piaci mozgásai ismét a hagyományos csatornákon hatnak a reálgazdaságra és az inflációra, vagyis az átmeneti erősödéseknek, gyengüléseknek csökken a hatásuk, így a jegybank kamatpolitikája is egyre inkább a hosszú távú trendekre tud fókuszálni. A devizahitelek problémájának rendezése összességében tehát mind közvetlenül, mind áttételes csatornákon keresztül erősíti a pénzügyi rendszert, és fenntartható módon támogatja a gazdasági növekedést.

Felhasznált irodalom

- Állami Számvevőszék (2013): *Felmérés a felsőoktatásban tanuló fiatalok pénzügyi kultúrájáról*. Kutatási jelentés.
- Asztalos László György (2013): *A devizahitelek gazdaságot erősítő kezelése*. Január 21. Budapest http://www.mkt.hu/docs/2013-10-29-15-47-12-ALGY_Devizahitelezes.pdf
- Baksay Gergely – Palotai Dániel – Szalai Ákos (2015): *Az államadósság alakulása nemzetközi összehasonlításban és az alacsony infláció hatása*. MNB szakmai cikk. Március.
- Banai Ádám – Király Júlia – Nagy Márton (2011): *Home High Above and Home Deep Down Below – Lending in Hungary World Bank*, WPS5836.
- Barta György – Spurny, Tomas – Surányi György (2011): *Radikális terv a lakossági devizahitelek kezelésére*. Figyelő, http://fn.hir24.hu/gazdasag/2011/04/06/egy_radikalis_terv_lakossagi (letöltés dátuma: 2015.06.20.).
- Basso, H.S. – Calvo-Gonzalez, O. – Jurgilas, M. (2007): *Financial dollarization – The role of banks and interest rates*, Working Paper Series 748, European Central Bank.
- Beer, Ch. – Ongena, S. – Peter, M. (2010): *Borrowing in foreign currency: Austrian households as carry traders*. Journal of Banking & Finance, Elsevier, 34(9), pp. 2198–2211.
- Bethlendi András – Czeti Tamás – Krekó Judit – Nagy Márton – Palotai Dániel (2005): *A magánszektor devizahitelezésének mozgatórugói*, Magyar Nemzeti Bank, Háttér tanulmányok, HT Nr. 2.
- Bethlendi András (2011): *Policy Measures and Failures on Foreign Currency Household Lending in Central and Eastern Europe*. Acta Oeconomica, 61(2), pp. 193–223.
- Bethlendi András (2012): *Az elégtelen felügyeleti együttműködés és a devizahiteles válság*. Pénzügyi Szemle Online, Január 24.
- Bethlendi András – Fáykiss Péter – Gyura Gábor – Szombati Anikó (2015): *A Magyar Állam mikroprudenciális és makroprudenciális szabályozásának és ellenőrzésének jellemzői a devizahitelezés területén*. A folyamat hiányosságainak bemutatása. Fogyasztóvédelmi anomáliák. In: Lentner Csaba (Szerk.): *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, Nemzeti Közszerkesztési Tankönyvkiadó, Budapest.
- Brown, M. – De Haas, R. – Sokolov, V. (2013): *Regional inflation and financial dollarisation*, Working Papers 163, European Bank for Reconstruction and Development, Office of the Chief Economist.

- Brown, M. – Kirschenmann, K. – Ongena, S. (2014): *Bank Funding, Securitization, and Loan Terms: Evidence from Foreign Currency Lending*, Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, 46(7), pp. 1501–1534.
- Cuaresma, J. C. – Fidrmuc, J. – Hake, M. (2011): *Determinants of Foreign Currency Loans in CESEE Countries: A Meta-Analysis, Focus on European Economic Integration*, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), Issue 4, pp. 69–87.
- Csajbók Attila – Hudecz András – Tamási Bálint (2010): *Foreign currency borrowing of house holds in new EU member states* – MNB Occasional Papers 87.
- Csávás Csaba – Koroknai Péter (2014): *Visszanyerni az egyensúlyt: Hol tartunk most?* MNB, 2014. március 4.
- Erhart Szilárd – Kékesi Zsuzsa – Koroknai Péter – Kóczyán Balázs – Matolcsy György – Palotai Dániel – Sisak Balázs (2015): *A devizahitelezés makrogazdasági hatásai és a gazdaságpolitika válasza*. In: Lentner Csaba (Szerk.): *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, Nemzeti Közszolgálati Tankönyvkiadó, Budapest, pp. 121–158.
- Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter – Nagy Márton (2014): *A forintosítás időben elnyújtva csökkenti a jegybank mérlegét és így a forintlikviditást*. MNB szakmai cikk. December.
- Holló Dániel (2012): *A system-wide financial stress indicator for the Hungarian financial system*, Magyar Nemzeti Bank, MNB-tanulmányok, OP 105.
- Hudecz András (2012): *Párhuzamos történetek – A lakossági devizahitelezés kialakulása és kezelése Lengyelországban, Romániában és Magyarországon*, Közgazdasági Szemle LIX. évfolyam, Április.
- Ize, A. (2005): *Financial Dollarization Equilibria: A Framework for Policy Analysis*, IMF Working Papers 05/186, International Monetary Fund.
- Kiss M. Norbert – Molnár Zoltán (2012): *Hogyan hatnak a devizapiaci szereplők a forintárfolyamra?* MNB Szemle. Február. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu-msz-201202/kissm-molnar.pdf
- Kovács Levente (2013): *A devizahitelek háttere*. Hitelintézeti Szemle, 12(3), pp. 183-193. <http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2013/05/183-193-Kovacs.pdf>
- Krekó Judit – Endrész Marianna (2010): *A devizahitelezés szerepe az árfolyam reálgazdasági hatásában*, MNB-Szemle, Március.
- Lentner Csaba (2015): *A Devizahitelezés Nagy Kézikönyve. Nemzeti Közszolgálati és Tankönyvkiadó, Budapest, 2015.*

- Magyar Nemzeti Bank (2006): *Tájékoztató a fiatalok pénzügyi kultúrájáról készített közvélemény-kutatás eredményéről*. November 8.
- Magyar Nemzeti Bank (2008): *Jelentés az infláció alakulásáról*. November, Magyar Nemzeti Bank.
- Magyar Nemzeti Bank (2010): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. November.
- Magyar Nemzeti Bank (2011): *Jelentés az infláció alakulásáról*. December, Magyar Nemzeti Bank.
- Magyar Nemzeti Bank (2012): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. Április.
- Magyar Nemzeti Bank (2014a): *Inflációs jelentés*. Szeptember.
- Magyar Nemzeti Bank (2014b): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. November.
- Magyar Nemzeti Bank (2015): *A jegybanki euróeladási tenderek terméktájékoztatói*. MNB honlap.
- Mandl, U. – Dierx, A. – Ilzkovitz, F. (2008): *The effectiveness and efficiency of public spending. European Economy*. Economic Papers. 301. February. Brussels. pdf. 36pp. Link: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication11902_en.pdf
- Nagy Márton – Palotai Dániel (2014): *A devizatartalék óvatosan csökkenthető*. MNB szakmai cikk, Április.
- Rodrik, D. (2000): *Trade Policy Reform as Institutional Reform*. Harvard University, August. <https://www.sss.ias.edu/files/pdfs/Rodrik/Research/trade-policy-reform-institutional-reform.pdf>
- Rodrik, D. – Subramarian, A. (2003): *The Primacy of Institutions*. Finance and Development, 40(2), pp. 31–34.
- Schneider, M. – Tornell, A. (2004): *Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises*, Review of Economic Studies, Wiley Blackwell, Vol. 71, pp. 883–913.
- Zettelmeyer, J. – Nagy, P. M. – Jeffrey, S. (2010): *Addressing private sector currency mismatches in emerging Europe*, EBRD, WP 115, June.