

# Credit crunch Magyarországon 2009–2013 között: egy hiteltelen korszak vége?\*

Balog Ádám – Matolcsy György – Nagy Márton – Vonnák Balázs

*Tanulmányunkban bemutatjuk a 2009 és 2013 közötti magyar credit crunch történetét, okait és természetét, különös tekintettel a növekedési szempontból kritikus kkv-hitelezésre. Amellett érvelünk, hogy bár a vállalati szektor eladósodása közel sem volt olyan mértékű és egészségtelen szerkezetű, mint a háztartási és az állami szektoré, a pénzügyi közvetítőrendszer zavarai jelentős részben a vállalati hitelezés visszaesésében csapódtak le. Ezek után ismertetjük a Növekedési Hitelprogram konstrukcióját, működési mechanizmusának közgazdasági logikáját. Végül értékeljük a program első szakaszának hatását a hitelezési folyamatokra és a gazdasági növekedésre, és arra a következtésre jutunk, hogy az NHP segítségével a magyar gazdaság kilépett a credit crunch negatív spiráljából.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E44, E58, G01, G21

**Kulcsszavak:** Credit crunch, Nemkonvencionális monetáris politika, Növekedési Hitelprogram

## 1. Bevezetés

A 2007–2008-ban kirobbant globális pénzügyi válság különösen erősen érintette azokat az országokat, amelyekben a korábbi évek során pénzügyi egyensúlytalanságok, sérülékenységek épültek fel. Korábbi válságok arra tanítanak, hogy egy túlzott mértékben és egészségtelen szerkezetben eladósodott gazdaságban az egyes szektorok (állam, háztartások, vállalatok) mérlegalkalmazkodása elhúzódó folyamat lehet, amely ráadásul önerősítő is: a növekedési kilátások romlása csökkenti a gazdasági szereplők fenntarthatónak gondolt eladósodottságát, ami kiadásai visszafogására készteti őket, ez azonban tovább fékezi a kibocsátást. A negatív spirált felerősítheti a bankrendszer viselkedése is: a hitelezési veszteségek miatt romló jövedelmezőség, a külső források megdrágulása és az árfolyam-leértékelődés tőkeemfelelési, valamint likviditási problémákhoz vezet, melyek – a rossz

\* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját (Balog Ádám, alelnök (MNB); Matolcsy György, elnök (MNB); Nagy Márton, pénzügyi stabilitásért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgató (MNB); Vonnák Balázs, pénzügyi rendszer elemzése igazgató (MNB)).

növekedési kilátások miatt növekvő kockázatokkal párosulva – visszavetik a hitelkínálatot, szélsőséges esetben a hitelezés teljes összeomlását, „credit crunch-ot” okozva.

A válság alatt Magyarország sérülékenységét elsősorban a nagymértékű külső eladósodottság, valamint a rövid lejáratú és a külföldi devizában történő finanszírozás magas aránya okozta. A külső finanszírozási források elapadása, megdrágulása, az árfolyam gyengülése, valamint a külső kereslet visszaesése a reálgazdaságot és a pénzügyi rendszert egyaránt megrázta. Bár a pénzügyi piacok viszonylag hamar stabilizálódtak, és oldódtak a likviditási feszültségek, a banki hitelezés folyamatosan zsugorodott, ami a vállalati szektor aktivitását még 2013 közepén is fékezte.

2013-ban indította el Növekedési Hitelprogramját az MNB, ami konstrukcióját és méretét tekintve egyedülálló vállalkozásnak számít. A kifejezetten a vállalati, és ezen belül is a kkv-hitelezés problémáit kezelni hivatott program első szakaszában az éves bruttó hazai termék több mint 2 százalékának megfelelő hitelt vettek fel a kis- és középvállalatok. Jelentős részben a hitelprogramnak köszönhetően gyakorlatilag megállt a vállalati hitelállomány több éve tartó visszaesése.

Tanulmányunkban bemutatjuk a 2009 és 2013 közötti magyar *credit crunch* történetét, okait és természetét, különös tekintettel a növekedési szempontból kritikus kkv-hitelezésre. Amellett érvelünk, hogy bár a vállalati szektor eladósodása közel sem volt olyan mértékű és egészségtelen szerkezetű, mint a háztartási és az állami szektoré, a pénzügyi közvetítőrendszer zavarai jelentős részben a vállalati hitelezés visszaesésében csapódtak le. Ezek után ismertetjük a Növekedési Hitelprogram konstrukcióját, működési mechanizmusának közgazdasági logikáját. Végül értékeljük a program első szakaszának hatását a hitelezési folyamatokra és a gazdasági növekedésre, és arra a következtésre jutunk, hogy az NHP segítségével a magyar gazdaság kilépett a *credit crunch* negatív spiráljából.

A tanulmány felépítése a következő: a második fejezet ismerteti a *credit crunch* jelenségét, irodalmát. A harmadik fejezet bemutatja a hazai hitelezési folyamatokat 2009 és 2013 között. Ezután rátérünk a Növekedési Hitelprogramra, valamint annak a vállalati hitelezésre gyakorolt közvetlen hatására. Az ötödik fejezetben kísérletet teszünk arra, hogy bemutassuk, milyen hosszabb távú változások körvonalazódnak a vállalati hitelezésben, és azok hogyan hatnak a gazdasági növekedésre. Végül következtetéseinket fogalmazzuk meg.

## 2. A „credit crunch” jelensége

A hitelezés drasztikus leállása, összeomlása, a *credit crunch* gyakran használt fogalom. Bár intuitíve könnyen értelmezhető, formális definíciójára nem született konszenzus az irodalomban.<sup>1</sup> Az egyetlen közös pont, hogy a fogalom alapvetően a kínálati oldal – endogén, vagy exogén okból jelentkező – zavarára vezeti vissza a hitelezés visszaesését.

Érdeemes megkülönböztetni a hiteladagolás („credit rationing”) és a *credit crunch* fogalmát. Előbbi azt a helyzetet írja le<sup>2</sup>, amikor a kamat magas szintje miatt vagy csak a kockázatosabb potenciális adósoknak éri meg eladósodni, vagy pedig az adósok nagyobb hozammal kecsegtető, de kisebb valószínűséggel sikeres projektekbe kényszerülnek belevágni. Emiatt a bank nem helyezi ki azt a hitelmennyiséget, ami a piac keresletét kielégítené. A *credit crunch* ezzel szemben nem feltétlenül a kamatok emelkedése, hanem más tényezők miatt a hitelkínálatban bekövetkező drasztikus visszaesést jelöli. Mindazonáltal némi átfedés is lehet a két fogalom között, ugyanis a hitelkínálat összeomlása többnyire adagolással is jár.

*Bernanke és Lown* (1991) definíciója szerint a *credit crunch* a hitelkínálati görbe balrátolódása adott kockázatmentes kamat és hitelkockázat mellett,<sup>3</sup> ami abban nyilvánul meg, hogy ugyanaz az ügyfél csak magasabb felár mellett és kisebb volumenben, vagy egyáltalán nem kap hitelt. A szerzők az USA-ban a hitelezési aktivitás 1990-es évek legelején megfigyelt, nagymértékű esését annak fényében tekintették *credit crunch*-nak, hogy a korábbi 5 recessziós időszakban lényegesen magasabb hitelnövekedést lehetett regisztrálni. Az ő értelmezésük szerint a jelenséghez nem feltétlenül tartozik a hitelállomány csökkenése, elégséges feltétel a mérsékeltébb hitelbővülés is. A tanulmány a *credit crunch* kialakulását a bankok tőkehelyzetében bekövetkezett változás miatti kínálati sokkra vezeti vissza.

Eltérő a fogalomhasználat az irodalomban abban a tekintetben is, hogy elszigetelt, ritka jelenségről, vagy az üzleti ciklusok természetes velejárójáról van szó. *Wojnilower* (1980) szerint az üzleti ciklusokat, azon belül is a visszaeséseket *credit crunch*-epizódok vezérik, amelyek kialakulásában nemcsak a bankoknak, hanem a szabályozó hatóságoknak is szerepük van.

1 Többek között BERNANKE és LOWN (1991), CLAIR és TUCKER (1993), WOJNILOWER (1980), HANCOCK és WILCOX (1998), IYER és szerzőtársai (2010), ALBERTAZZI és MARCHETTI (2010), CAMPELLO és szerzőtársai (2009), TONG és WEI (2009).

2 JAFFEE és RUSSELL (1976), BALTENSPERGER (1978), STIGLITZ és WEISS (1981), BESTER (1985).

3 Eredetiben: „a significant leftward shift in the supply curve for bank loans, holding constant both the safe real interest rate and the quality of potential borrower”, BERNANKE és LOWN (1991), p. 207.

## 2.1. Reálgazdasági hatások

A hitelkínálat visszaesése végső soron a beruházások és a kibocsátás csökkenéséhez és emelkedő munkanélküliséghez vezet. A makrogazdasági hatás számszerűsítését – a definíciós problémákon túl – nehezíti, hogy a *credit crunch* ritkán fordul elő elszigetelt jelenségként, jellemzően sok hatás jelentkezik egyidejűleg.

*Buera és szerzőtársai* (2014) egy kalibrált modell segítségével becsülték meg a 2007–2008-as válság hatását az Egyesült Államok gazdaságára, különös tekintettel a munkapiacra. Tanulmányukban egy olyan hitelkínálati, a fedezeti korlátok szigorításának keresztül megvalósuló sokkot vizsgáltak, amely után – a megfigyeltekkel összhangban – 6-8 százalékkal csökken a tőkearányos külső finanszírozás. A GDP ennek következtében közel 5 százalékkal csökken, a munkanélküliség pedig 3 százalékponttal emelkedik. Bérmevségek megléte esetén számottevően nagyobb hatásokat kapnak.

*Gerali és szerzőtársai* (2010) bayesi technikával becsültek modellt az eurózónára, amelynek a segítségével a közelmúlt válsága alatt tapasztalt *credit crunch* jelentőségét vizsgálták. Historikus dekompozíciójuk azt mutatta, hogy a GDP-nek a válság alatt elszenvedett visszaesése szinte teljes egészében a pénzügyi rendszernek volt tulajdonítható, a reálgazdasági sokkok szerepe eltörpül.

*Brzoza-Brzezina és Makarski* (2011) ugyancsak a közelmúlt globális válságának makrogazdasági hatását becsülte meg, de a lengyel gazdaságra. Egy kis, nyitott gazdaságot leíró modellen végzett szimulációjuk szerint a válság a lengyel bankrendszeren keresztül 1,5 százalékkal mérsékelte a GDP-t, ami nagyságrendileg kisebb, mint az előző tanulmány eredménye. Ezt azzal magyarázzák, hogy a lengyel gazdaságban a bankrendszer szerepe kisebb, ráadásul az eurózónánál kisebb mértékben rázta meg a válság.

Az általános egyensúlyi modellek mellett a hitelkínálat változásainak hatását becsülő strukturális vektor-autoregresszív modellek is használhatók a *credit crunch* reálgazdasági hatásának vizsgálatára. A hitelkínálat növekedési hatását Magyarországra *Tamási és Világi* (2011) előjel-restrikciókkal becsülte meg. Eredményeik szerint a hitelkínálatnak a vállalati hitelezési volumenben mért 10 százalékos visszaesése közel 2 százalékkal csökkenti a kibocsátást. Ez a magyar GDP munkaintenzitásával összhangban<sup>4</sup> 0,3–0,4 százalékkal alacsonyabb foglalkoztatást jelent. Hasonló módszertannal hasonló eredményre jutottak a hitelkínálati sokkok és a GDP vonatkozásában Csehország esetében *Franta és szerzőtársai* (2011) is.

A *credit crunch* reálgazdasági hatásával némileg összefügg az ún. hitel nélküli kilábalások (*creditless recoveries*) tapasztalata.<sup>5</sup> Hitel nélkülinek nevezünk egy gazdasági recesszióból

4 MNB-szakértői becslések szerint 1 százalékos GDP-növekedés átlagosan 0,15–0,2 százalékkal növeli a foglalkoztatottságot.

5 A jelenség és a vonatkozó irodalom ismertetése megtalálható DARVAS (2013)-ban.

---

történő kilábalást, amikor a GDP növekedését nem kíséri a hitelezés növekedése. Az irodalom konszenzusa szerint ezek a kilábalások lassabbak, mint amelyek során a hitelezés is helyreáll. *Darvas* (2013) eredményei alapján a mélypont utáni három évben a medián éves GDP-növekedési ütem a hitel nélküli kilábalások során 4,5, míg a hitelezés beindulása esetén 6 százalék. Kontrollálva a külkereskedelmi partnerek növekedési ütemére valamivel kisebb, de továbbra is jelentős, 1,1 százalékpontos különbség figyelhető meg a kétféle kilábalás sebessége között.

### 3. Credit crunch Magyarországon 2009 és 2013 között

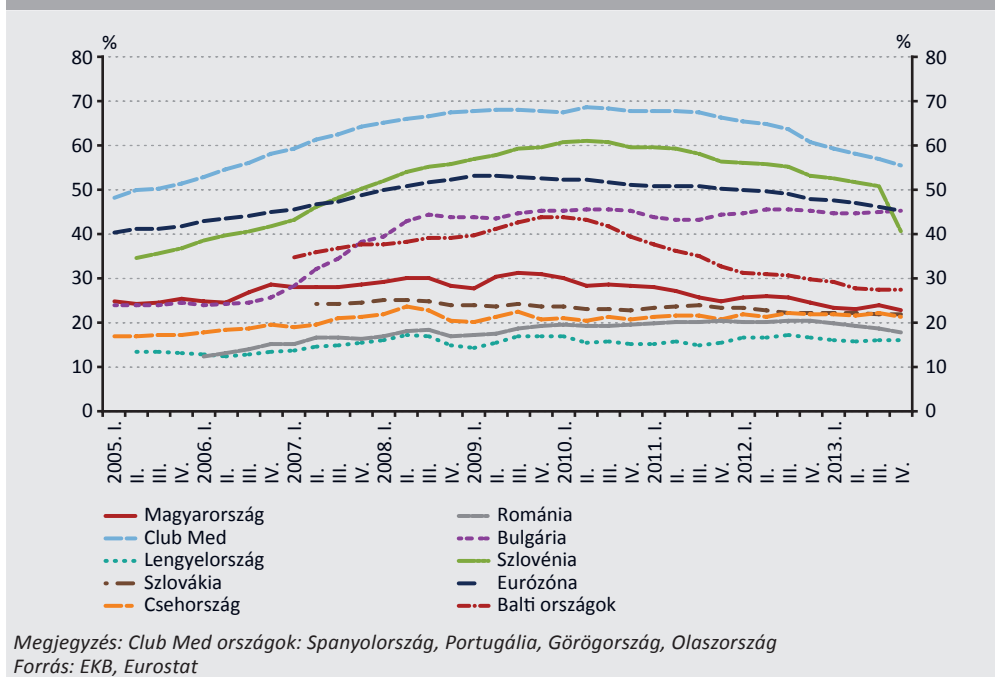
A magyar pénzügyi rendszer bankközpontú (pontosabban hitelintézet-központú), a tőkepiacok szerepe a vállalati finanszírozásban másodrendű. Míg a nagyobb vállalatok hozzáférnek külföldi bankhitelekhez vagy tulajdonosi hitelekhez, a kisebb, hazai tulajdonú vállalatok a hazai banki finanszírozásra vannak utalva. Emiatt a hitelintézeti rendszer hitelezési aktivitása meghatározó a gazdasági növekedés szempontjából

A válság előtt a (nem pénzügyi) magánszektor banki hitelállománya – GDP-arányosan is – dinamikusan nőtt, azonban ez Európában általában jellemző volt (*Fábián és Vonnák* 2014). Nálunk a növekmény meghatározó részét a lakossági hitelezés adta, ahol ez szerencsétlen összetételben, alapvetően a deviza- és devizaalapú hitelek felfutásával történt. A vállalati hitelezésben hasonló felgyorsulást nem volt tapasztalható, bár határozott eltolódás ment végbe az utólag magas nemteljesítési arányt mutató projekthitelek, és a természetes fedezettel nem rendelkező, kisebb vállalatok devizafinanszírozásának irányába. Mindazonáltal, míg a háztartási szektor 2008-ra túlzottan eladósodott, a vállalati szektorra ugyanez csak kisebb mértékben igaz, ugyanis a GDP-arányos hitelállomány nemzetközi összehasonlításban nem volt kiugró a válság előtt (*1. ábra*).

A válság éveiben mind a lakossági, mind a vállalati hitelezésben elhúzódó visszaesés volt megfigyelhető. A visszaesés tranzakciós alapon már 2009-től kezdve elindult, az állományon azonban a devizahitelek átértékelődése miatt ez kezdetben nem, csak 2011-től tükröződött.

A visszaesés mértéke megegyezett a más, súlyos pénzügyi válságon átesett országokban korábban tapasztaltakkal, különösen azokéval, amelyeket magas államadóssággal és/vagy devizakitettséggel ért a válság. Azonban, míg a historikus tapasztalatok alapján a válság

**1. ábra**  
GDP-arányos vállalati hitelállományok



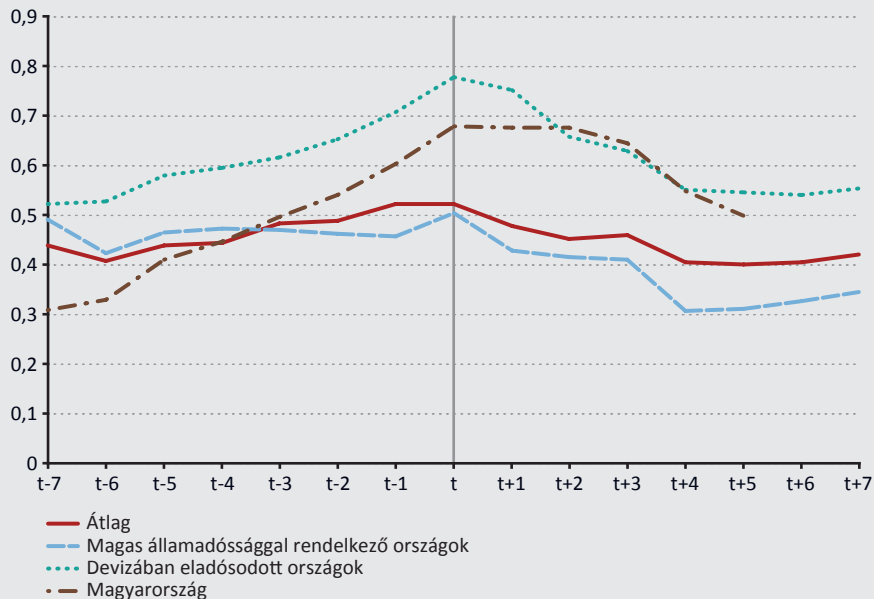
utáni ötödik évben többnyire véget ért a hitelkontrakció, Magyarországon még 2013-ban is csökkent a magánszektor hitelállománya (2. ábra).

A háztartások esetében vélelmezhető, hogy a kereslet is jelentősen visszaesett, ugyanis a forintnak a svájci frankkal szemben történt drasztikus leértékelődése, valamint a rendelkezésre álló jövedelem csökkenése tovább emelte az amúgy is magas jövedelemarányos hitelállományt, elhúzódó mérlegkiigazításra kényszerítve a szektort. A hitelkereslet csökkenésében emellett a fokozott óvatossági motívum is szerepet játszhatott.

A vállalati szegmensben ugyanakkor a keresleti tényezők mellett a kínálat is szűk keresztmetszetté vált, ami részben annak tulajdonítható, hogy a bankszektorban az átlagosan rövidebb lejáratú vállalati hitelekben hamarabb tudnak alkalmazkodni. Sóvágó (2011) becslése szerint a vállalati hitelállomány kontrakciójának legalább fele kínálati okokra vezethető vissza. Az MNB pénzügyi kondíciós indexe szerint a bankrendszer évente átlagosan egy százalékkal fékezte a gazdasági növekedést (MNB, 2014), ami hozzávetőlegesen 20-25 ezer munkahely elvesztését eredményezhette a versenyszférában. Tágabb régiókban egyedül a balti államokban esett vissza hasonló mértékben és monotonitással a vállalati hitelezés (3. ábra).

## 2. ábra

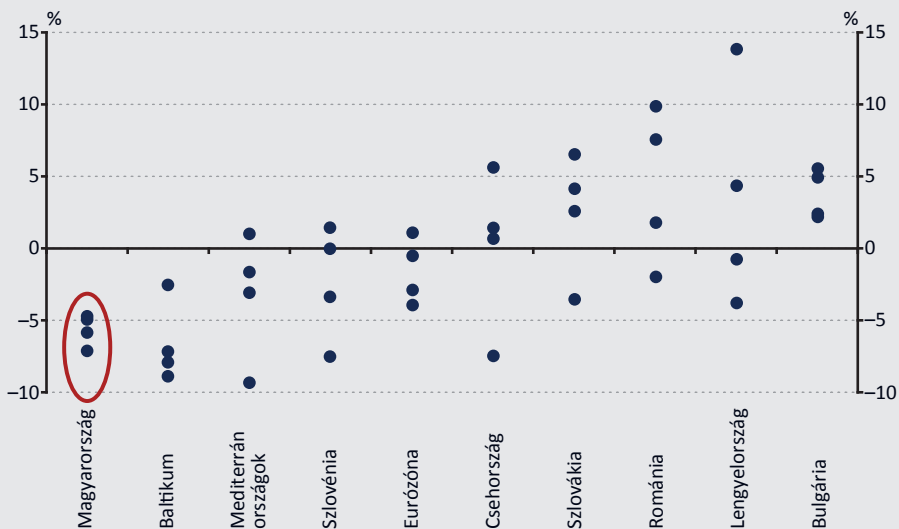
A magánszektor hitelállományának GDP-arányos alakulása a pénzügyi válságok alatt



Forrás: IMF-IFS, saját számítás Laeven és Valencia (2008), valamint Felcser és Körmendi (2010) módszertana alapján

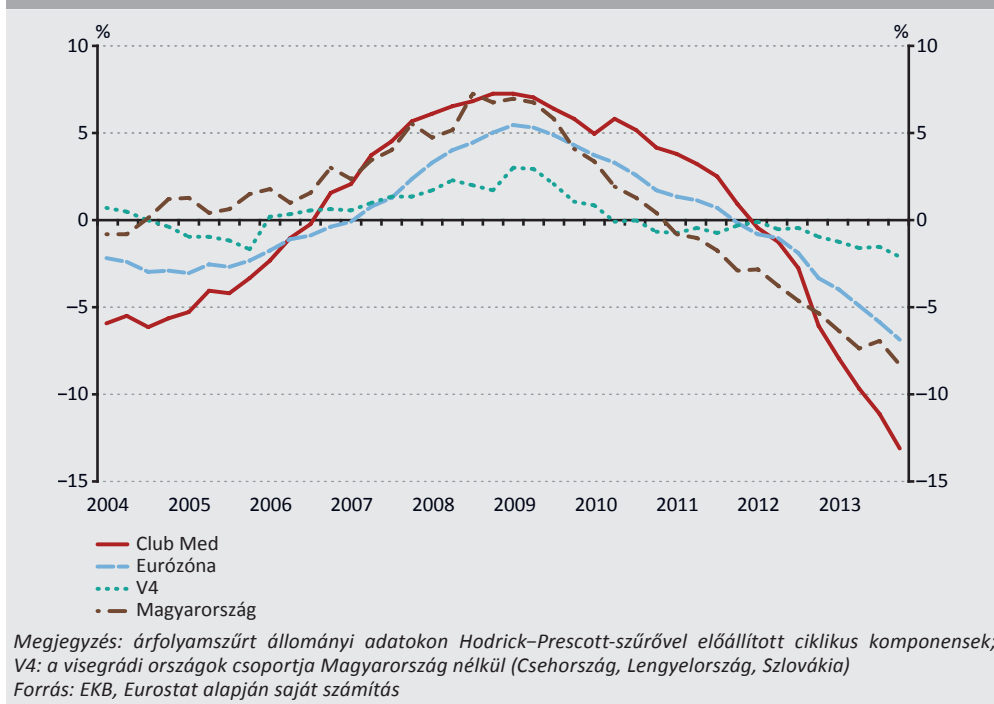
## 3. ábra

A vállalati hitelállomány éves növekedése a 2009–2012 években



Forrás: nemzeti jegybankok

4. ábra  
Vállalati hitelezési rések



Az állomány folyamatos csökkenésének hatására a vállalati hitelezés ciklikus pozíciója – az egyváltozós trendszűrők szerint<sup>6</sup> – 2010–2011 során tartósan negatív tartományba került, ami arra utal, hogy a hitelállomány elmarad az „egyensúlyi” vagy „normál” szinttől. 2013 végére a hitelrés (a GDP-arányos hitelállomány eltérése a trendértéktől) –5 és –10 százalékpont közé tehető. Hasonló folyamat ment végbe az eurózónában és a mediterrán államokban is, de mint említettük, ott a kontrakció nem volt egyenletes, markánsan csak a szuverén válság után indult el (4. ábra).

A vonatkozó irodalom alapján akkor beszélhetünk hitelösszeomlásról, *credit crunch*-ról, ha a hitelezés jelentősen visszaesik olyan tényezők következtében, amelyek a bankok hitelezési képességét (tőkeellátottságát, likviditását) rombolják, ezért hitelkínálatukat drasztikusan szűkítik. A 2008 utáni Magyarországi *credit crunch* két sajátosságára érdemes részletesebben kitérni.

6 Az anyagban csak a Hodrick–Prescott-filtert mutatjuk be, de kvalitatíve hasonló eredményre vezet az aszimmetrikus Christiano–Fitzgerald- és az ún. frekvenciatartomány-szűrő is. Az eredmények kérésre rendelkezésre állnak. A becslések értékelésénél figyelembe kell venni, hogy bár a statisztikai trendszűrő módszerek könnyű alkalmazhatóságuk miatt széles körben elterjedtek, a fundamentális tényezők figyelmen kívül hagyása miatt bizonyos esetekben félrevezetőek is lehetnek.



---

Az egyik fontos különbség, hogy sok más, a *credit crunch*-irodalomban vizsgált epizóddal ellentétben, a visszaesés nálunk éveken keresztül tartott. Ez az elhúzódó hitelkontrakció azonban – mint azt fentebb bemutattuk – tipikusnak mondható pénzügyi válságok idején, különösen eladósodott és nagy nyitott devizapozícióval rendelkező országok esetében.

A másik eltérés egy klasszikusnak tekinthető *credit crunch*-szituációtól, hogy Magyarországon a bankszektor hitelezési képessége (tőkeellátottság, likviditás) – néhány rövid időszaktól eltekintve – kielégítőnek tűnt. Ez azonban látszólagos, ugyanis pusztán annak köszönhető, hogy a bankrendszer domináló, külföldi tulajdonú bankok anyaintézményei folyamatosan tőkét emeltek az aktuális és a várható veszteségek fedezésére, és forrásaikat is csak olyan mértékben vonták ki, hogy az ne okozzon súlyos likviditási zavart a többnyire magas hitel/betét aránnyal működő leányaikban. A tőke és a likviditás így látszólag rendelkezésre állt a hitelezéshez, a hitelezési hajlandóságot azonban nem növelte, noha a bankrendszer stabilitását erősítette.

Valójában ez a helyzet ekvivalens egy tőke és/vagy likviditáshiányos környezetben kialakuló *credit crunch*-csal. Az anyabankok kényszerűségből emeltek tőkét a veszteségek elnyelésére, és nem abból a célból, hogy a leánybankok növeljék hitelezési aktivitásukat. Ezek a hazai bankok piacról vélhetően nem lettek volna képesek tőkét bevonni, hiszen zömmel tartósan veszteséges intézményekről van szó. A mérlegkiigazítási folyamat másik fontos elemeként visszafogták az új hitelezést, a meglévő, életképtelen projekteket finanszírozó hitelek kockázatait pedig átstrukturálással próbálták mérsékelni, elfedni. Mindezek eredményeképpen jelentősen gyengülhetett a monetáris transzmisszió hitelcsatornája.

Összességében tehát elmondhatjuk, hogy Magyarországon egy elnyújtott *credit crunch* volt 2009-től 2013-ig, aminek során a bankrendszer szolvens és likvid volt, azonban a szükségességnek ítélt mérlegalkalmazkodást jelentős részben a vállalati és lakossági hitelek folyamatos leépítésével valósították meg.

### 3.1. Credit crunch és vállalatméret

A hitelkínálati korlátok szigorodása nem egyformán érinti az egyes vállalatokat. Válságok vagy dekonjunkúra idején a befektetőkre, bankokra jellemző a „flight to quality” jelensége, ami azt jelenti, hogy a kölcsönadó keresi a legjobb minőségű adóásokat, és kerüli a legkisebb mértékű kockázatvállalást is. Ez a vállalati hitelezésben azt jelenti, hogy a nagyobb, stabilabb, könnyebben és méretgazdaságosabban monitorozható vállalatok felé tolódik el a hitelezés, a kisebb, és emiatt kockázatosabb cégek pedig nem, vagy csak nagyon magas felár mellett jutnak hitelhez. Tekintve, hogy Magyarországon a kis- és középvállalkozások nagyobb mértékben vannak ráutalva a banki finanszírozásra, ez a jelenség sok esetben működésük ellehetetlenüléséhez vezet.

A mikroadatbázisok és a kérdőíves felmérések elterjedésével számos tanulmány született, amely a hitelkínálati korlátok országok és vállalatok közötti szóródását magyarázza. A (banki) finanszírozáshoz való hozzáférés többnyire percepció, vagyis a vállalat által érzékelt hitelkorlát a függő változó. A leggyakoribb magyarázó változók a cég életkora, mérete, eladósodottsága, profitabilitása, tulajdonosi szerkezete.

*Beck* és szerzőtársai (2006) a Világbank World Business Environment Survey-jét használták, amelyet 1999 és 2000 között vettek fel, és 80 ország vállalatainak választát tartalmazza. Eredményeik szerint a külföldi tulajdonos jelenléte, az (árbevételalapon mért) nagyobb méret és a cég magasabb életkora mérsékli a hitelkínálati korlátokat. Külön érdekessége a becslésnek, hogy míg az életkor hatása inkább a fejlett országokban, addig a méreté a kevésbé fejlett országokban volt szignifikáns.

*Ferrando* és *Griesshaber* (2011) az EKB és az Európai Bizottság közös, eurózónabeli kis és középvállalatok körében 2009 végén felvett „SAFE” felmérésének adatbázisát használja. Hasonlóan az előző tanulmányhoz, a tulajdonosi szerkezet és az életkor jelentőségét ők is kimutatták, azonban a vállalat méretének és ágazati besorolásának hatását nem találták robusztusan szignifikánsnak.

Ugyancsak a SAFE-adatbázist használták *Holton* és szerzőtársai (2012), akik az érzékelt hitelkorlátok mellett a hitelkérelmek visszautasítását is próbálták modellezni vállalati, valamint országkarakterisztikákkal. Míg a cég nagysága és életkora szignifikánsan kapcsolatban volt a hitelkérelmek visszautasításával, ugyanez már nem mondható el az érzékelt hitelkorlátra. Utóbbit – a vállalati jellemzők közül – sokkal inkább a tulajdonosi szerkezet és a cég aktuális és várható profitabilitása magyarázta szignifikánsan.

A hazai hitelkínálati korlátok jobb megértése céljából az imént bemutatott tanulmányokéhoz hasonló becslést végeztünk el az MNB 2014 tavaszán végzett vállalati finanszírozási felmérésének<sup>7</sup> adatain. Tekintettel arra, hogy a későbbiekben részletesen kifejtsük a Növekedési Hitelprogram szerepét a *credit crunch* megállításában, elemzésünk fókuszában a vállalat méretének és eladósodottságának funkciója áll.

Függő változónk a vállalatoknak arra a kérdésre adott válasza volt, hogy „*milyen mértékben nehezíti a vállalat üzleti tevékenységét a finanszírozási forrásokhoz való hozzáférés?*” Ezt egy 1-től 10-ig terjedő skálán kellett megítélni a válaszadónak, ahol a 10-es érték jelenti a legsúlyosabb problémát. Magyarázó változóink forrása ugyanez a felmérés volt. Az alapítás óta eltelt évek számának logaritmus, a foglalkoztatottak létszámának logaritmus, árbevétel (33 kategóriába sorolva), eladósodottság, valamint régiós<sup>8</sup>, ágazati<sup>9</sup>, az exportból származó árbevétel meglétét és a többségi külföldi tulajdont jelző dummy

---

7 A felmérés részletes leírása megtalálható az MNB *Hitelezési folyamatok* című kiadványának 2014. júniusi számában.

8 Három régiót különböztettünk meg: Kelet-Magyarország, Nyugat-Magyarország és Közép-Magyarország. Utóbbit használtuk referenciakategóriának.

9 Mezőgazdaság (referenciakategória), feldolgozóipar, építőipar, kereskedelem és javítás, egyéb szolgáltatás, egyéb.

változókat használtunk a regressziókban. A becslést a függő változó jellege miatt ordinális probittal végeztük.

<b>1. táblázat</b>		
<b>A finanszírozási korlátokat magyarázó regressziók főbb statisztikái</b>		
<b>Függő változó: Érzékelt finanszírozási korlát</b>		
	(1)	(2)
Árbevétel-kategória	-0,0274 *** -3,195	
Létszám logaritmusa		-0,0901 *** -3,250
Életkor logaritmusa	-0,0899 -1,425	-0,0724 -1,268
Eladósodottság	0,3200 *** 6,225	0,3163 *** 6,448
Export	0,0707 0,512	0,0635 0,510
Külföldi tulajdon	-0,5637 *** -3,442	-0,4700 *** -3,269
Kelet-Magyarország	0,0247 0,218	-0,0373 -0,360
Nyugat-Magyarország	0,0400 0,345	0,0444 0,435
Feldolgozóipar	0,3030 1,217	0,2787 1,176
Építőipar	0,2375 0,785	0,3315 1,219
Kereskedelem, javítás	0,1703 0,668	0,1565 0,652
Egyéb szolgáltatás	0,0873 0,358	0,1032 0,447
Egyéb tevékenység	0,7900 ** 2,093	0,6948 ** 2,084
pszeudo R <sup>2</sup>	0,0341	0,0266
megfigyelések száma	555	664
<i>Forrás: Saját számítás</i>		

Két olyan – egymással erősen korreláló – változónk volt, amely a vállalat méretét ragadja meg: a létszám és az árbevétel. Ha együtt szerepeltek egy regresszióban, a multikollinearitás miatt mindkét változó inszignifikánssá vált, külön-külön azonban magas magyarázó

erővel rendelkeztek, különösen az árbevétel. Emiatt két specifikáció eredményeit is bemutatjuk az 1. táblázatban.

A méret mellett 1 százalékon is szignifikáns hatást találtunk az eladósodottság és a külföldi tulajdont jelző változók esetében. Az előjelek minden esetben intuitívak, és a hivatkozott becslésekkel megegyezők voltak. A regionális és ágazati dummyk közül csak az „egyéb tevékenység” volt szignifikáns, azonban ebbe a kategóriába meglehetősen kevés, a 750-ből mindössze 23 vállalat tartozik, úgyhogy ennek kisebb jelentőséget tulajdonítottunk.<sup>10</sup>

Eredményeink tehát azt mutatják, hogy Magyarországon a kisebb, hazai tulajdonban álló és eladósodott vállalatok szembesülnek a legszigorúbb finanszírozási korlátokkal, ami azt támasztja alá, hogy a *credit crunch* problémája a kkv-szektorban a legsúlyosabb, és a korábbi eladósodás terheinek enyhítése is segíthet a szektor hitelképességének javításában.

## 4. A credit crunch megállítása: a Növekedési Hitelprogram

A Magyar Nemzeti Bank – válaszul a vállalati szegmensben mutatkozó, tartós hitelkínálati problémákra – 2013 áprilisában bejelentette a Növekedési Hitelprogram júniusi elindítását. A 2013 szeptember végéig tartó első szakaszban 701 milliárd forint értékben kötöttek szerződést a kereskedelmi bankok a kis- és középvállalkozásokkal. A második szakasz 2013 októberében indult, és 2014 végéig (a beruházási hitelek folyósítását tekintve 2015. június végéig) tart.

A Növekedési Hitelprogram a finanszírozási korlátok által leginkább érintett kis- és középvállalkozások hitelhez jutását célozza könnyíteni egyrészt a nem árjellegű hitelkínálati korlátok oldásán, másrészt a hitelkamatok leszorításán keresztül. A konstrukció lényege, hogy az MNB forrást nyújt a programban részt vevő hitelintézeteknek fix, 0 százalékos kamaton, amit ők maximum 2,5 százalékon helyezhetnek ki beruházási, forgóeszköz-finanszírozási vagy EU-s támogatást előfinanszírozó hitel formájában. A hitel maximális futamideje a beruházási hitelek esetében 10 év lehet. A program második szakaszában a teljes igénybevétel legfeljebb 10 százaléka lehet hitelkiváltás, legalább 90 százaléknak új hitelnek kell lennie. A hitel fedezetéül a szokásos jegybanki fedezeti körön felül maga a kkv-hitel is szolgálhat megfelelő haircuttal. A hitelintézetnek abban az esetben is jelentenie kell az

<sup>10</sup> A pszeudo R-négyzet-mutatók – hasonlóan a már hivatkozott tanulmányokhoz – meglehetősen alacsonyak, azonban ez a statisztika csak korlátozottan informatív az illeszkedés jóságára, a magyarázó erőre vonatkozóan. Ezen felül mi elsősorban kauzális kapcsolatok identifikálását, és nem az érzékelt finanszírozási korlátok minél átfogóbb modellezését tűztük ki célul, amihez a becslést együtthatók szignifikanciája a releváns mutató.

---

által nyújtott hitelről, ha ez utóbbi lehetőséggel nem kíván élni, vagyis az MNB minden NHP-s hitelszerződésről rendelkezik információval.

Az elmúlt években két jegybank jelentkezett olyan hitelösztönző programmal, ami sok tekintetben hasonlít az NHP-hoz: az angol jegybank 2012. július 13-án indította el a Funding for Lending Scheme-et (FLS), az EKB pedig 2014 júniusában jelentette be a Targeted Longer-Term Refinancing Operations-t (TLTRO), amely először 2014. szeptember 18-án volt elérhető. Mindkét program a banki hitelezés ösztönzését célozza a piacinál olcsóbb jegybanki forrás biztosításával. Lényeges különbség azonban a magyar programhoz képest, hogy ez utóbbi kizárólag kkv-hitelezésre vonatkozik. Az angol jegybank és az EKB refinanszírozásának elérhetősége a résztvevők nettó hitelezési aktivitásának függvénye. Ezzel szemben az NHP-ban nincs előírás a hitelállomány változására, ugyanakkor a második szakasz keretében nyújtott hitelek legalább 90 százaléka csak új hitel lehet. Ugyancsak markáns különbség, hogy míg az FLS-ben és a TLTRO-ban nincs korlátozva a bankok által nyújtott hitel kamata, az NHP-ban ez maximum 2,5 százalék lehet.

Tekintettel a magyar hitelprogram egyediségére, érdemes azt a nemkonvencionális jegybanki beavatkozások elméleti modelljei között elhelyezni, ami segíthet a hatásmechanizmus megértésében.

## **4.1. A Növekedési Hitelprogram és a nemkonvencionális jegybanki eszközök elméleti modelljei**

A témával kapcsolatos egyik meghatározó tanulmány *Gertler és Karádi (2011)*. Modelljük arra a feltételezésre épít, hogy pénzügyi válságok idején a bankok forrásbevonó képessége jelentősen romlik, a kockázatok (költséges kikényszerítés, ún. „costly enforcement”) miatt csak magas felár mellett lennének képesek új hitelkihelyezésekhez finanszírozást szerezni a piacról. Ilyenkor a legjobb adós, az állam szerepe felértékelődhet, ugyanis olcsóbban tud forrást bevonni, így enyhíteni tudja a növekvő felárakban és csökkenő hitelezésben megnyilvánuló, negatív hitelkínálati sokkot. Az állami pénzügyi közvetítés hátránya ezzel szemben, hogy kevesebb erőforrása és tapasztalata van a hitelkockázatok felmérésében és kezelésében, ezért a szuboptimális forrásallokáció jóléti veszteséggel jár. A szerzők szerint a pénzügyi rendszer súlyos zavarai esetén az állami szerepvállalás jóléti haszna meghaladhatja a költségeket.

*Curdia és Woodford (2011)* modelljében a pénzügyi közvetítőrendszer jóléti veszteséget okoz azáltal, hogy a működési költségeket és a várható hitelezési veszteségeket érvényesíti a hitelkamatok felárában. A pénzügyi rendszer súlyos zavarai idején, amikor ez a kockázati felár jelentősen megemelkedik, a társadalmi veszteségeket a jegybank csökkentheti azzal, hogy közvetlenül hitelez a magánszektor, ugyanis ezzel kiszorítja a bankszektor, amely

kisebb költségekkel szembesül, így alacsonyabb felárral – jóllehet, egyúttal alacsonyabb volumenben – tud hitelezni.

Másodpiaci értékpapír-vásárlások hatását elemzi *Williamson* (2012), valamint *Gu* és *Haslag* (2014). A vásárlással a jegybank csökkenteni tudja a felárakat azáltal, hogy növeli a piaci likviditást. Eredményeik szerint a jegybanki vásárlás hatásos lehet abban az esetben, amikor likviditási sokkok és nem reálsokkok okozzák a felárak megemelkedését. *Gu* és *Haslag* (2014) modelljében az előbbi esetben jólétnövelő a beavatkozás.

*Correia* és szerzőtársai (2014) a Gertler–Karádi-féle (2011), a „costly enforcement” problémájával terhes pénzügyi közvetítést tartalmazó modellben vizsgálják a kamatpolitikát és a kamattámogatás gazdaságpolitikai kombinációját. A kamattámogatás, mint eszköz kiegészítheti a lazító kamatpolitikát a pénzügyi rendszer zavarai idején. Előbbi a hitelkamatok felárának, utóbbi a bankok forrásköltségének csökkentésén keresztül mérsékli a vállalatok finanszírozási költségét. Eredményeik szerint a kamattámogatás és a jegybanki alapkamat-csökkentés együttese az optimális politika, amennyiben a kamattámogatást az állam egyösszegű adóból finanszírozza. A kamattámogatás jóléti szempontból a közvetlen jegybanki hitelezést is megelőzi mindaddig, amíg utóbbi szuboptimális forrásallokációval jár együtt.

A Növekedési Hitelprogram konstrukciója és működési logikája nem feleltethető meg sem a Gertler és Karádi- (2011), sem a Curdia és Woodford-féle (2011) közvetlen jegybanki hitelezésnek. Az említett modellekben a jegybanki beavatkozás kikapcsolja a pénzügyi közvetítőrendszer forrásallokációs know-how-ját, ami jóléti veszteséget okozhat. Az NHP ezzel szemben a bankokra bízta a hitelkérelmek elbírálását (amennyiben a hitelt igénylő vállalkozás megfelel az MNB által megfogalmazott kritériumrendszernek). A hitel futamideje alatt is többnyire a bankokra hárul az összes adminisztrációs- és monitoringfeladat. Másfelől Magyarországon az állam finanszírozási költsége szignifikánsan nem volt alacsonyabb a bankrendszerénél, így a Gertler–Karádi-tanulmány (2011) sem az előnyök, sem a hátrányok tekintetében nem releváns a magyar helyzetre nézve. További fontos különbség, hogy az NHP-hitelek kamata független a piaci kamatoktól, 2,5 százalékból maximált, vagyis nemcsak a mennyiség, hanem az ár befolyásolásával is oldódnak a hitelkínálati korlátok.

A Növekedési Hitelprogram az értékpapír-piaci intervenciók modellekkel sem állítható párhuzamba, ugyanis az MNB nem vesz közvetlen hitelkockázatot a mérlegére, az a bankoknál marad (ez ugyanúgy igaz a Gertler–Karádi- és Curdia–Woodford-modellekkel történő összehasonlításban). A másik fontos különbség, hogy bár a kkv-hitelek részleges elfogadása fedezetként növeli a rendelkezésre álló likviditást, alapvetően nem ez a hitelprogram fő csatornája, ugyanis a magyar bankrendszer a válság éveiben többnyire likvid volt, és ezért nem a likviditási helyzet jelentette a szűk keresztmetszetet a hitelezésben. Az NHP sokkal inkább a bankok közötti verseny élénkülésén, valamint a csökkenő kamatterhek miatt a hitelezési hajlandóság és hitelkereslet növekedésén keresztül hat.

---

Az NHP hatásmechanizmusához az említett tanulmányok közül Correia és szerzőtársai (2014) modellje áll a legközelebb, annak ellenére, hogy ott a finanszírozási költségek optimális csökkentése jegybanki kamatcsökkentés és fiskális kamattámogatás kombinációjával történik. Az MNB hitelprogramja monetáris eszközökkel történő, célzott monetáris lazítás, ugyanakkor – mivel a 0 százalékos NHP refinanszírozási hitellel szemben a jegybanki alapkamaton kamatozó kéthetes kötvény/betét jelenik meg – a konszolidált államháztartás számára közvetlen költséggel is jár, az alapkamat „elengedése” a vállalatok szempontjából pedig a tanulmányban ismertetett hatásokkal jár. Mindazonáltal az említett modell sem tartalmazza az NHP első szakaszának azon sajátosságát, hogy a hitelkiváltások lehetősége fokozta a bankok közötti versenyt, így ezen a csatornán keresztül is növeli a hitelkínálatot.

Végül érdemes kitérni a nominális kamatok alsó korlátjára („zero lower bound”). Az idézett tanulmányok között konszenzus van abban, hogy amikor a jegybank nem tudja tovább csökkenteni irányadó kamatát, a nemkonvencionális eszközök szerepe felértékelődik, jólétnövelő hatása egyértelműbbé válik. Bár az MNB alapkamata még nem ütközött bele a zéruskorlátba, a kamatpolitikát a válság éveiben sok esetben korlátozta a belföldi szektorok nyitott devizapozíciójából eredő pénzügyi stabilitási kockázat. Ez azt jelentette, hogy bár technikailag lehetséges lett volna gyorsan és jelentősen csökkenteni a kamatot, az ezzel potenciálisan együtt járó, drasztikus árfolyam-leértékelődés olyan súlyos zavarokat okozott volna a pénzügyi rendszerben, hogy az a lazítás gazdaságélénkítő hatásait ellensúlyozta volna, vagy egyenesen kontrakciós hatású lett volna. Részben ezen kockázatoknak is tulajdonítható, hogy a Monetáris Tanács 2012 és 2014 között végrehajtott kamatcsökkentési sorozatát fokozott óvatosság jellemezte, amit az is jelez, hogy 2013 augusztusától már csak 25 bázispontnál kisebb léptékben mérséklődött a kamat. Ebben az értelemben a hazai kamatoknak is volt – időben változó – alsó korlátja, ami a hitelprogram létjogosultságát erősítheti, társadalmi hasznát növelheti.

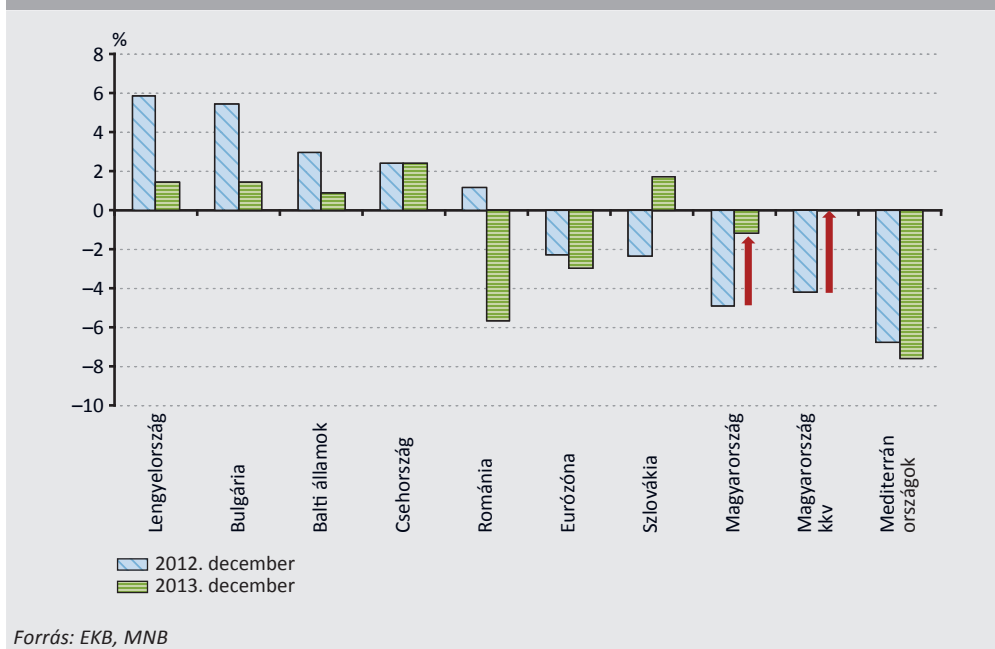
## 4.2. Az NHP hatása a vállalati hitelezésre

Az NHP első szakaszának magas kihasználtsága különösen annak fényében volt meglepő, hogy rövid idő állt a bankok és a vállalatok rendelkezésre a hitel igénylésére és folyósítására<sup>11</sup>. A 701 milliárd forintból 229 milliárd értékben vettek fel hitelt devizahitel, 182 milliárd értékben meglévő forinthitel kiváltására a vállalatok, az új hitelek volumene pedig 290 milliárd forint volt. Az új hitelek hatására a harmadik negyedévben a teljes hitelintézeti szektor vállalati hitelállományának nettó változása megközelítette a 600 milliárd forintot, ami a válság kitörése óta a legmagasabb érték. A vállalati hitelállomány változásának éves dinamikája nemzetközi összehasonlításban is látványosan javult, különösen a kkv-szegmensben (5. ábra).

---

11 A beruházási hitelek esetében azok egy részének folyósítása átcsúszhatott 2014 első negyedévére.

**5. ábra**  
**A vállalati hitelállomány éves növekedési ütemének változása 2012 és 2013 között**



Tekintettel arra, hogy az NHP első szakaszában jelentős szerepe volt a hitelkiváltásoknak is, érdemes röviden áttekinteni, hogy az egyes hitelcélok – elméletileg – hogyan befolyásolják a hitelezési folyamatokat.

Az új hitelek (forgóeszköz, beruházási) esetében a vállalati hitelállomány azonnal és egy az egyben nő, ez azonban nem jelenti azt, hogy az NHP hosszabb távon is ugyanekkora mértékben járul hozzá a vállalati hitelezéshez. Egyfelől ezen hitelek egy részét vélhetően akkor is folyósították volna, ha nincs jegybanki hitelprogram, csak piaci kondíciókkal (kiszorítási hatás, vagyis az NHP kiváltja a piacot). Másfelől az új beruházások növelik a jövőben a hitelkeresletet (például a forgóeszköz- vagy egyéb, rövid lejáratú hitelek iránt), aminek kielégítése az NHP lezárulta után piaci alapon történhet (multiplikátorhatás).

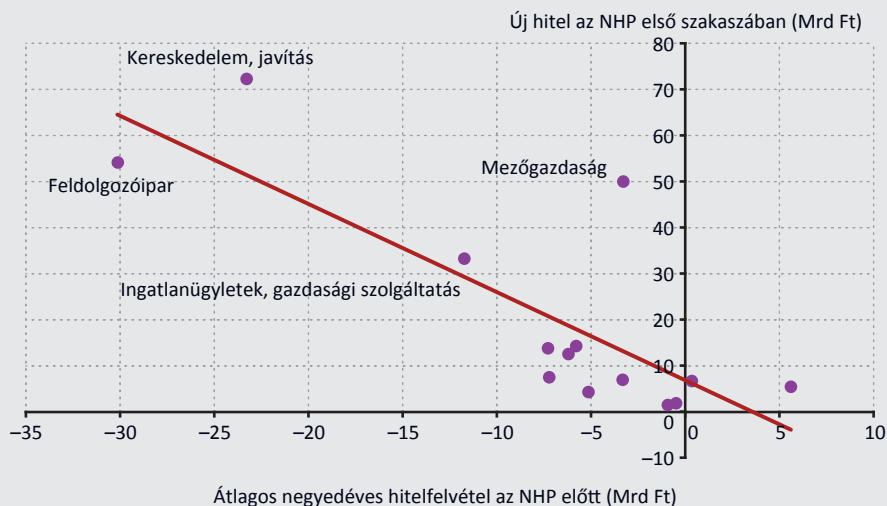
A havi/negyedéves hitelezési adatokban a kiszorítási hatás úgy jelenne meg, hogy vagy már az NHP ideje alatt sem látszik lényeges változás a hitelezési trendekben, vagy egy átmeneti, nagyobb hitelkiáramlást később egy hasonló mértékű lassulás követ, vagyis az amúgy is hitelképes vállalatok előrehozzák a hitelfelvételt a kedvezőbb kondíciók miatt. Tekintettel arra, hogy a vállalati hitelezés dinamikáját (év/év növekedési vagy kumulált tranzakciós alapon – Fábán 2014) tartósan és jelentősen megváltoztatta az NHP első szakasza, a kiszorítási hatás vélhetően gyenge volt. Ezt támasztja alá az a tény is, hogy az új hitelek több mint a fele abba a három ágazatba került (feldolgozóipar, kereskedelem, ingatlanügyletek), ahol a hitelezés a válság éveiben a legnagyobb mértékben esett vissza (6. ábra).



## 6. ábra

### A hitelállomány változása az NHP előtt és új hitelfelvétel az NHP első szakaszában

(ágazati bontás)



Forrás: MNB

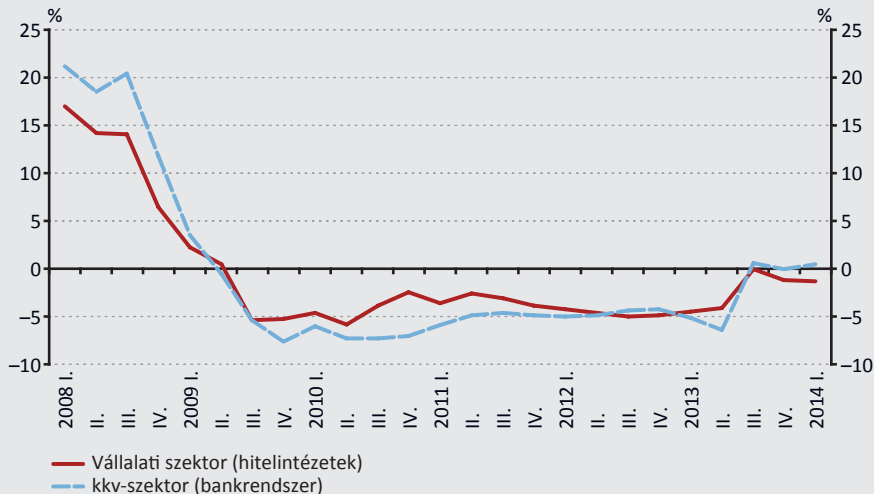
A meglévő hitelek kiváltásának hatása áttételesen hat a hitelezés trendjére az adós hitel-visszafizetési képességének javulásán keresztül. A forint hitel kiváltásánál csökken a törlesztési teher, így nagyobb hitelállományt is képes törleszteni az érintett vállalkozás. A devizahitel-kiváltásoknál is javulhat a cash flow, azonban ott elsősorban az árfolyamkockázat megszűnése lehet az a csatorna, ami a vállalat kockázati besorolását, így hitelhez jutási lehetőségeit javíthatja. Ezen hatások erősségét a hitelezési adatokból nehéz megbecsülni, viszont a 3.1. fejezetben bemutatott becslésünk alapján a hitelkínálati korlátok szempontjából fontos csatornáról van szó, így a kiváltások is szignifikáns mértékben hozzájárulhatnak a *credit crunch*-ból történő kitoréréshez.

## 5. Új trendek a vállalati hitelezésben 2014-ben

Bár a 2013. harmadik negyedévi nagy hitelkiáramlás a következő negyedévekben nem ismétlődött meg, sőt, a negyedik negyedévben a bankok a 2014-re tervezett EKB/EBA portfólió-átvilágítási programja miatt jelentősen össze is húzták mérlegüket, az első szakaszban a piacra került új kkv-hitelek tartósan emelték a hitelállományt, és gyakorlatilag megállították a vállalati hitelezés évek óta tartó masszív kontrakcióját, a *credit crunch*-ot.

7. ábra

A hitelállomány éves növekedési üteme a vállalati és a kkv-szegmensben



Forrás: MNB.

A teljes vállalati szektor hitelállományának tranzakciós alapú éves változása a korábbi 4-5 százalékos csökkenésről tartósan –1 százalék közelébe javult, a kkv-szegmensben pedig már enyhe növekedés figyelhető meg év/év alapon (7. ábra).<sup>12</sup> Az MNB előrejelzése szerint, amely a második szakasszal kapcsolatban az eddig bejelentett 500 milliárd forint felhasználását feltételezi, a vállalati hitelezés a következő két évben sem esik tovább, a kkv-hitelezés növekedése pedig tartóssá válik.

Az ágazati hitelezési dinamikák arra utalnak, hogy a vállalati hitelezés visszaesésének megállításában – a jegybanki kamatcsökkentések és a javuló konjunkturális helyzet hatásán túl – a Növekedési Hitelprogramnak oroszlánrésze lehetett. Ha összehasonlítjuk az egyes ágazatok hitelállományainak átlagos negyedéves változását az NHP bejelentése előtti időszak (2009. I. negyedév – 2013. I. negyedév) és az első szakasz elindulása utáni időszak (2013. III. negyedév – 2014. I. negyedév) között, azt tapasztaljuk, hogy a hitelezés élénkülése szoros kapcsolatot mutat azzal, hogy az adott ágazatban mennyi volt az új hitelfelvétel az NHP első szakaszában (8. ábra). Különösen a mezőgazdaságban, a feldolgozóiparban és a kereskedelemben látható egyszerre a hitelezési fordulat és a magas részvételi arány az NHP első szakaszának új hiteleiben.

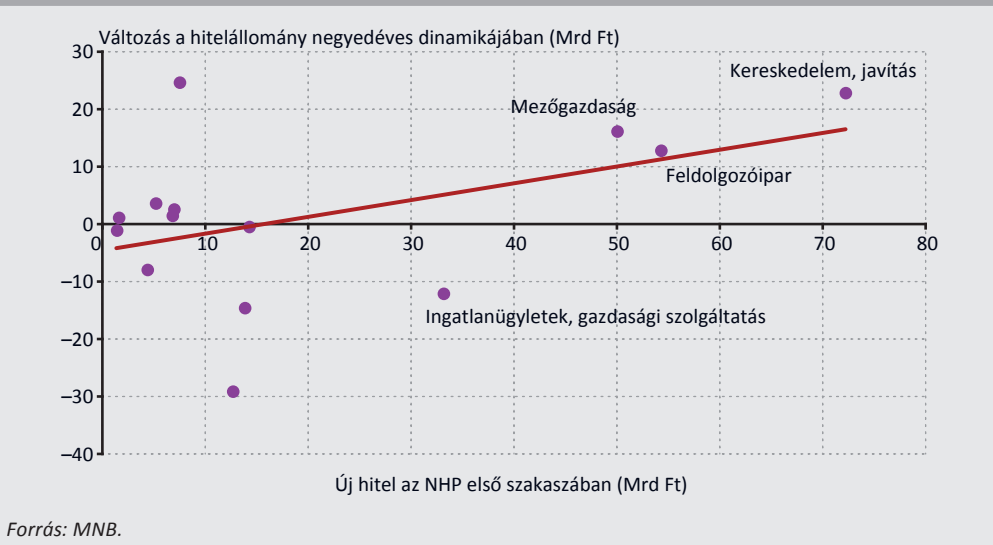
Az NHP nemcsak a hitelezés volumenében, hanem a hitelállomány szerkezetében, ezzel összefüggésben pedig a hitelezett kkv-k kockázatoságában is jelentős javulást eredményezett. A hitelprogram hitelei forintban denomináltak, hosszú lejáratúak és fix kamatozásúak.

12 Hitelezési Folyamatok, 2014. június

### 8. ábra

#### Új hitelfelvétel az NHP első szakaszában és változás a hitelezés dinamikájában

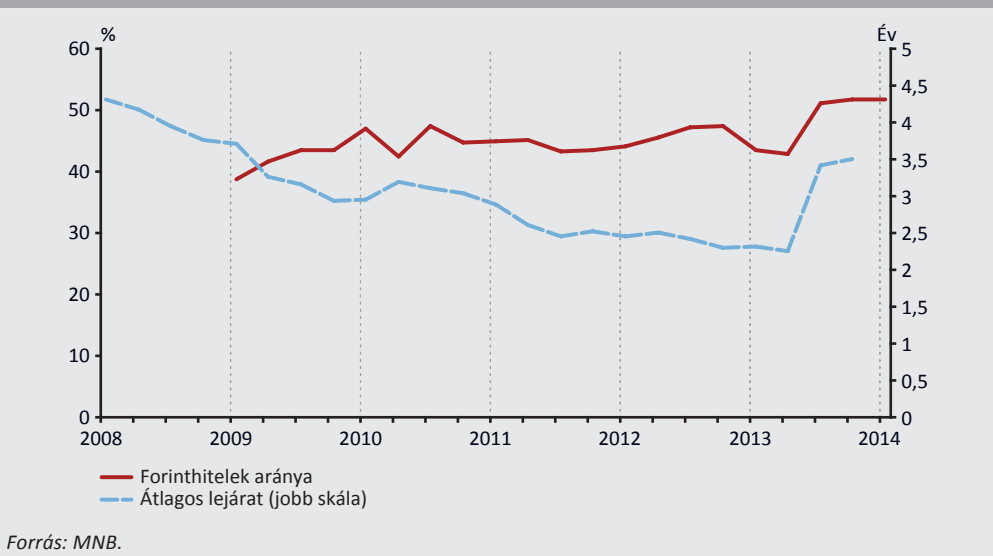
(ágazati bontás)



Az első szakasz második pillérén belül 229 milliárd forintot folyósítottak a bankok meglévő devizahitelek kiváltására. Az első szakaszban folyósított hitelek átlagos lejáratát 6,9 év volt, ami számottevően hosszabb, mint az akkor kint lévő kvv-állomány átlagosan alig több mint 2 éves lejáratát. Mindezek következtében a forintbitelek részaránya a kvv-hitelállományon

### 9. ábra

#### A forintbitelek aránya és átlagos lejáratát a kvv-hitelállományban



belül 43 százalékról 51 százalékra, az átlagos lejárat pedig a válság előtti értéket megközelítve 3,5 évre hosszabbodott (9. ábra). Az NHP-hitelek fix kamatozása pedig egy hosszú távra jól tervezhető törlesztési terhet eredményez.

### **5.1. Az NHP első szakasza reálgazdasági hatásának becslése Tamási és Világi (2011) strukturális VAR-modelljének segítségével**

Bár az NHP második szakasza még nem ért véget, és vélhetően az első szakasznak sem jelent meg még a teljes hatása a GDP-adatokban, Tamási és Világi (2011) modelljével kísérletet teszünk arra, hogy a vállalati hitelezési volumen és a kamatadatokban kirajzolódó trendek alapján becslést adjunk arra, hogy az első szakasz milyen mértékben járul hozzá a gazdasági növekedéshez. A program teljes hatásának pontosabb megbecslésére csak némi idő eltelte után és a megfelelő vállalati szintű adatok felhasználásával lesz majd lehetőség.

Az említett tanulmányban a szerzők három olyan sokkot (kockázatvállalás, hitelfelár, monetáris politika) is identifikálnak, amelyek potenciálisan alkalmasak lehetnek az NHP hatásának megragadására. A vizsgálatra alkalmas sokk kiválasztásakor figyelembe vettük, hogy az NHP nem klasszikus monetáris politikai lépés, ugyanis nem a gazdaság egészét meghatározó kamatkörnyezet megváltozását eredményezi, hanem a vállalatok (szűkebb körének) hitelkondícióit mérsékli a program futamideje alatt. Fontos szempont volt az is, hogy az NHP közvetlenül nem hat a bankszektor kockázatvállalási hajlandóságára (közvetetten azonban igen), ami miatt a két hitelkínálati sokk közül az ún. kamatfelársokkot választottuk az NHP hatásainak értékelésére.

A sokk méretét kétféleképpen kalibráltuk. Az első eljárás szerint az aggregált vállalati hitelkamatokból dekomponáltuk az NHP új hitelkihelyezései okozta hatásokat 2013 második negyedéve és 2014 első negyedéve között<sup>13</sup>, és az így kapott, feltételezett hitelkamatokból levontuk a tényleges aggregált hitelkamatokat. Ez az eltérés a hitelfelárakon realizált azon sokk, amelyet az NHP új hitelei eredményeztek a teljes hitelkihelyezésen belül. Ezzel az eljárással vélhetően felülbecsüljük a teljes hatást, ugyanis az NHP első szakasza nem egy korlátlanul elérhető, a piacnál lényegesen alacsonyabb hitelt biztosított, hanem csak a meghirdetett (igaz, a nagy előzetes kereslet miatt megemelt) keret erejéig. Emiatt úgy is kalibráltuk a sokkot, hogy annak a vállalati hitelezésre gyakorolt hatása egyezzen meg az NHP bejelentése előtti (2013. márciusi) MNB-előrejelzés és a 2013 második negyedéve és 2014 első negyedéve közötti tényadatok különbségével. Ez a megközelítés is felső becs-

---

<sup>13</sup> Jóllehet, az NHP második szakasza már 2013 végén elindult, de mivel a 2014. március végéig folyósított összeg elenyésző az első szakaszéhoz képest, az eredmények lényegében az első szakasz hatását tükrözik.

---

lésnek tekinthető, ugyanis az NHP mellett más tényezők (jegybanki kamatcsökkentések, a konjunkturális kilátások javulása stb.) is szerepet játszhattak a hitelpálya javulásában.

Eredményeink szerint az első megközelítéssel az NHP első szakasza 0,8 százalékkal növelte a GDP-t, de figyelembe véve az említett becslési torzítást, a tényleges hatás 0,4 és 0,8 százalék között lehet, ami – tekintettel a kkv-szektor termelésének magasabb munkaszükségletére – a versenyszférában 3000–8000 új munkahely teremtésével vagy veszélybe kerülő munkahely megőrzésével ekvivalens. A második megközelítés szerint a GDP-hatás – figyelembe véve a becslési torzítást – 0,2 és 0,5 százalékos, ami 1500–5000 munkahely megőrzésével és teremtésével egyenértékű. Mindkét esetben tehát érdemi reálgazdasági hatás számszerűsíthető.

## 6. Összegzés

Tanulmányunkban bemutattuk, hogy a magyar gazdaság 2009 és 2013 közepe között egy elhúzódó *credit crunch*-perióduson esett át, ami különösen a vállalati hitelezés lefagyásán keresztül mélyítette a gazdasági visszaesést és hátráltatta a kilábalást. A magyar helyzet abban tért el korábbi, más országokban tapasztalt *credit crunch*-októl, hogy a hazai bankok tőkeellátottsága és likviditása – jelentős részben az anyabankok viselkedése miatt – elvileg elegendő lett volna a hitelezés beindulására, valójában azonban az anyaintézmények nem hitelezési céllal, hanem a szabályozói előírásoknak való megfelelés és a várható veszteségek elnyelése céljából biztosították a tőkét és a likviditást, így hitelezési szempontból beszélhetünk tőke- és likviditási korlátokról. Egy vállalati kérdőíves felmérésre alapozott becslésünk szerint a hitelkínálat szűkülése a kisebb, hazai tulajdonú és eladósodott vállalatokat érinti nagyobb mértékben.

A hitelpiaci zavarok kezelésére az MNB 2013-ban elindította Növekedési Hitelprogramját. A válság alatt keletkezett szakirodalom általában kimutatta a pénzügyi rendszer súlyos zavarai esetén a vállalati hitelezést élénkítő, nemkonvencionális jegybanki eszközök társadalmi hasznát. Az NHP azonban több sajátossága miatt nem illeszthető bele egyik elméleti modellbe sem. Egyrészt – szemben az idézett tanulmányok által vizsgált beavatkozási formákkal – az MNB meghagyja a bankrendszer forrásallokációs funkcióját, és nem vesz közvetlen hitelkockázatot a mérlegére. Másrészt nemcsak a mennyiségeken keresztül befolyásolja a hitelkamatokat, hanem közvetlenül, a 2,5 százalékos kamatmaximum kikötésével is. Mindezen sajátosságok miatt az NHP a piaci mechanizmusok nagyobb mértékű érvényesülése ellenére hatékonyabban befolyásolja a hitelezési kondíciókat.

A Növekedési Hitelprogram elindítása 2013 közepén megállította a hitelkontrakciót a vállalati szegmensben, a kkv-szegmensben pedig lassú növekedés indult el. A program első szakasza nagyobb mértékben érte el új hitelfelvételi lehetőséggel azokat a nemzetgazdasági

ágazatokat, ahol a hitelezés visszaesése nagyobb volt. Ezen ágazatokban erőteljes fordulat figyelhető meg a hitelezési dinamikában az első szakasz lezárulta után is. A vállalati szektor hitelhez jutási feltételei mellett javult a hitelállomány szerkezete a hosszú lejáratú, fix kamatozású forinthitelek arányának emelkedése révén. A hitelezési folyamatok javulása arra enged következtetni, hogy a program első szakasza 2014-ben és 2015-ben összesen 0,2–0,8 százalékkal járulhat hozzá a GDP növekedéséhez és 2000–8000 munkahelyet a foglalkoztatottsághoz.

### Felhasznált irodalom

ALBERTAZZI, UGO – DOMENICO J. MARCHETTI (2009): Credit supply, flight to quality and evergreening: An analysis of bank-firm relationships after Lehman. *Banca d'Italia Working Papers*, April.

BALTENSPERGER, ERNST (1978): Credit Rationing: Issues and Questions. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 10, No. 2 (May), pp. 170–183.

BECK, THORSTEN – DEMIRGUC-KUNT, ASLI – LAEVEN, LUC – MAKSIMOVIC, VOJISLAV (2006): The determinants of financing obstacles. *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 25(6), October, pp. 932–952.

BERNANKE, BEN S. – CAÍRA S. LOWN (1991): The credit crunch. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1991. No. 2, pp. 205–247.

BESTER, HELMUT (1985): Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 75(4), September, pp. 850–855.

BRZOZA-BRZEZINA, MICHAŁ – MAKARSKI, KRZYSZTOF (2011): Credit crunch in a small open economy. *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 30(7), pp. 1406–1428.

BUERA, FRANCISCO J., FATTAL-JAEF, ROBERTO – YONGSEOK SHIN (2014): Anatomy of a Credit Crunch: From Capital to Labor Markets. *NBER Working Paper* No. 19997, March.

CAMPELLO, MURILLO – GRAHAM, JOHN – HARVEY, CAMPBELL R. (2009): The real effects of the financial constraints: Evidence from a financial crisis. *NBER Working Papers* No. 15552, 2009.

CLAIR, ROBERT T. – TUCKER, PAULA (1993): Six Causes of the Credit Crunch. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, Third quarter, pp.1–19.

CORREIA, ISABEL – DE FIORE, FIORELLA – TELES, PEDRO – TRISTANI, ORESTE (2014): Credit Spreads and Credit Policies. *CEPR Discussion Paper* 9989

---

CÚRDIA, VASCO – WOODFORD, MICHAEL (2011): The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 58(1), pp. 54–79, January.

DARVAS ZSOLT (2013): Can Europe recover without credit? Bruegel, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/770-can-europe-recover-without-credit>

FÁBIÁN GERGELY (2014): Az NHP megfordította a hitelszűke negatív spirálját. *Világgazdaság*, 2014. május 14.

FÁBIÁN GERGELY – VONNÁK BALÁZS (szerk.) (2014): Átalakulóban a magyar bankrendszer – Vitaindító a magyar bankrendszerre vonatkozó konszenzusos jövőkép kialakításához. MNB-tanulmányok, különszám

FELCSER DÁNIEL – KÖRMENDI GYÖNGYI (2010): Bankválságok nemzetközi tapasztalatai: kezelési eszközök és makrogazdasági következmények. *MNB-szemle*, 2010. június.

FERRANDO, ANNALISA – NICOLAS GRISSHABER (2011): Financing obstacles among euro area firms: Who suffers the most? ECB Working paper No. 1293.

FRANTA, MICHAL, HORVÁTH, ROMAN – RUSNÁK, MAREK (2011): Evaluating Changes in the Monetary Transmission Mechanism in the Czech Republic. *CNB Working paper series*, 13/2011.

GERALI, ANDREA – NERI, STEFANO – SESSA, LUCA – SIGNORETTI, FEDERICO M. (2010): Credit and Banking in a DSGE Model of the Euro Area. *Journal of Money, Credit and Banking*, Blackwell Publishing, vol. 42(s1) 09, pp. 107–141,

GERTLER, MARK – KARÁDI, PÉTER (2011): A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 58(1), January, pp. 17–34.

GU, CHAO – HASLAG, JOSEPH (2014): Unconventional Optimal Open Market Purchases. *Review of Economic Dynamics*, Elsevier for the Society for Economic Dynamics, vol. 17(3), July, pp. 543–558.

HANCOCK, DIANA – WILCOX, JAMES A. (1998): The „credit crunch” and the availability of credit to small business. *Journal of Banking – Finance* 22, pp. 983–1014.

HOLTON, SARAH – LAWLESS, MARTINA – MCCANN, FERGAL (2012): Firm Credit in Europe: A Tale of Three Crises. *Research Technical Papers 04/RT/12*, Central Bank of Ireland.

IYER, RAJKAMAL – LOPES, SAMUEL – PEYDRÓ, JOSÉ-LUIS – SCHOAR, ANTOINETTE (2010): Interbank liquidity crunch and firm credit crunch: Evidence from the 2007–2009 crisis. Bank of Portugal, June 2010.

JAFFEE, DWIGHT M. – RUSSELL, THOMAS (1976): Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 90(4), November, pp. 651–66.

LAEVEN, LUC – VALENCIA, FABIAN (2008): Systemic Banking Crises: A New Database. *IMF Working Papers*, WP/08/224.

MNB (2014): Hitelezési folyamatok. 2014. június.

SÓVÁGÓ SÁNDOR (2011): Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben. *MNB-tanulmányok* 94.

STIGLITZ, JOSEPH E. – WEISS, ANDREW (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3 (Jun. 1981), pp. 393–410

TAMÁSI BÁLINT – VILÁGI BALÁZS (2011): Identification of credit supply shocks in a Bayesian SVAR model of the Hungarian Economy. *MNB-füzetek*.

TONG, HUI – WEI, SHANG-JIN (2009): The composition matters: Capital inflows and liquidity crunch during a global economic crisis. *NBER Working Paper* No. 15207.

WILLIAMSON, STEPHEN D. (2012): Liquidity, Monetary Policy, and the Financial Crisis: A New Monetarist Approach. *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 102(6), October, pp. 2570–2605.

WOJNIOŁOWER, ALBERT M. (1980): The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History. *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol.1980. No. 2, pp. 277–339.