

A Növekedési Hitelprogram hatása a magyar gazdaságra*

László András

Írásomban a Növekedési Hitelprogram (továbbiakban NHP vagy Program) eredményességét vizsgálom a 2015 végéig kihelyezett hitelek alapján. Az NHP a Magyar Nemzeti Bank 2013-ban indult nemkonvencionális eszköze, amelynek célja a forrás-szűkében lévő mikro-, kis- és középvállalati (kkv) szektor kedvező feltételű hitelekhez juttatása. A Program eredményessége alatt egyrészt azt értem, hogy mennyire volt releváns a probléma, amelyre a Program megoldást kínált, másrészt pedig azt, hogy milyen megoldást nyújtott, nem volt-e túl nagy költségű, kockázatos a várható eredményekhez képest. Ezeket tekintem a két alappillérnek, ami alapján az eredményességről döntené lehet. Bemutatom továbbá a Program leíró adatait, gyakorlati megvalósulását. Következtetéseim alapján a Program egy nemzetgazdasági szinten jelentős problémára megfelelő megoldást kínált, növekedési pályára állította a kkv-k hitelezését és hozzájárult a gazdasági növekedéshez is, az eredményekhez képest alacsony költségek és kockázatok mellett.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E43, E50, E52, E59, H58

Kulcsszavak: Növekedési Hitelprogram, nemkonvencionális monetáris politika, credit crunch

1. Bevezetés

A közgondolkodásban a hitel sokak számára negatív jelenség, amit a függőség és kiszolgáltatottság fogalmaival társítanak. Ugyanakkor hitel hiányában a gazdasági szereplők csak jelenbeli vagyonukra támaszkodhatnak, ami a legtöbb esetben túl kicsi ahhoz, hogy azt felhasználva jövőbeli bevételeiket maximalizálják. A közzgazdászok között egyetértés mutatkozik abban, hogy egy megfelelő mértékű, egyensúlyi hitelállomány nélkül a gazdaság kisebb teljesítményre képes. Hazánkban – és a fejlett világ túlnyomó részében – a válság utáni hitelállomány folyamatosan távolodott el az egyensúlyi szinttől, ami éreztette hatását a reálszférában. Erre megoldásként számos nemkonvencionális eszközt alkalmaztak a jegybankok, több kevesebb si-

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

László András a Budapesti Corvinus Egyetem mesterszakos hallgatója. E-mail: laszloandr@gmail.com.

A szerző köszönettel tartozik Pulai Györgynek mérvadó segítségéért, továbbá Kollarik András, Lehmann Kristóf és Plajner Ádám közreműködéséért a cikk létrejöttében.

A kézirat első változata 2016. október 3-án érkezett szerkesztőségünkbe.

kerrel. A Magyar Nemzeti Bank a Monetáris Tanács döntésének megfelelően 2013 áprilisában hirdette meg a Növekedési Hitelprogramot, amelynek első szakasza az év júniusában indult el, a kkv szektor hitelezésében tapasztalt tartós piaci zavar enyhítésének, illetve ezen keresztül a gazdasági növekedés elősegítésének, a pénzügyi stabilitás megerősítésének, valamint az ország külső sérülékenysége csökkentésének céljával. Tanulmányomban a Program háttérét elemzem a rendelkezésekre álló források alapján. Az elindítása mögött meghúzódó szempontok után részletesen bemutatom egyes szakaszait és eredményeit. Hatásmechanizmusának bemutatása révén, annak segítségével képet adok a reálgazdaságra gyakorolt hatásairól, költségeiről, kockázatairól azzal a céllal, hogy átfogó képet nyújtsak a Programról, és minél több, NHP-val kapcsolatos – nem csak tudományos körökben felmerült – kérdésre, bírálatra választ adjak.

2. Az NHP szükségessége

A következő fejezetben bemutatom a válság után kezdődő tartós vállalati hitelvisszaesést, amelyre az NHP megoldást kínált. A hitelezést keresleti és kínálati tényezőkre bontom fel, hogy kiderítsem, mely szereplők milyen hatások révén döntöttek úgy, hogy azok eredője a hitelezés csökkenése lett. A válság kitörésétől az NHP bejelentéséig tanulmányozom a hitelpiacot, ezt az időintervallumot a továbbiakban vizsgált időszaknak nevezem. Régiós viszonylatban is keresek összefüggéseket, mivel minden környező országban visszaesett a vállalati hitelezés a vizsgált időszak kezdetén, viszont az idő teltével megfordult vagy megállt a visszaesés, míg Magyarországon nem (1. ábra). Ezek összegzésével végső következtetésre jutok a vállalati hitelezésben kialakult zavarról. Hipotézisem szerint a kkv-hitelállomány csökkenése több, egymást erősítő hatás eredőjeként jött létre, de leginkább a hitelek magas forrásköltsége és a hitelezési hajlandóság csökkenése játszott benne szerepet.

2.1. A magyar kkv-szektor helyzete

Mindenekelőtt kitérek arra, hogy miért (volt) fontos cél a kkv-szektor támogatása. A jól működő kkv-szektor ösztönzi a vállalkozási kedvet, új vállalatok jelenhetnek meg, vagy a meglévők bővíthetik kapacitásaikat, ennek révén, több foglalkoztatottat alkalmazva, produktumaikkal jobban kiszolgálják a fogyasztói igényeket. Hazánkban a foglalkoztatottak 73 százalékának, közel 2 millió munkavállalónak e szektor biztosította a megélhetését, miközben hozzájárulása a GDP-hez csupán 33,6 százalék volt 2012-ben. Továbbá a kkv-kon belül is nagy a koncentráció: az összesen 1 millió főt foglalkoztató mikrovállalkozások nagyjából ugyanakkora árbevételt realizáltak, mint a nem egészen félmillió főt foglalkoztató középvállalatok. Ez az aránytalanság bizonyos szintig természetes, a munkavállalói létszám növekedésével jóval nagyobb mértékben nő a vállalatok egy főre jutó termelése a világ minden táján. Ugyanakkor az 1. táblázatban szereplő országok közül e szektornak Magyarországon a legkisebb

a foglalkoztatottakhoz viszonyított kibocsátása. E tények alapján kijelenthetjük, hogy a magyar kkv-szektorban drasztikusan alacsony a termelékenység, ami önmagában elégséges indok a kkv-k felzárkózásának támogatására.

Régiókénti bontásban tovább romlik a kép. Közép-Magyarországon jelentős koncentráció fedezhető fel: egy kkv-nak az egy lakosra jutó bruttó hozzáadott értéke háromszor nagyobb, mint az ország többi részén külön-külön, továbbá az egy lakosra jutó beruházási értékek az egyes keleti régiókban alig feleakkorák, mint Közép-Magyarországon (vö. KSH 2014).

1. táblázat				
Kkv-szektorok nemzetközi összehasonlítása				
<i>(%)</i>				
Ország	A kis- és középvállalkozások részesedése az összes vállalkozás			
	számából	árbevételéből	bruttó hozzáadott értékéből	foglalkoztatottainak számából
Európai Unió összesen (EU28)	99,8	55,1	57,9	67,2
Ezen belül:				
Magyarország	99,9	57,0	53,7	71,3
Ausztria	99,7	65,8	61,1	68,0
Horvátország	99,7	59,5	54,5	68,3
Románia	99,6	58,0	–	66,5
Szlovákia	99,9	55,3	62,7	71,2
Szlovénia	99,8	67,6	63,0	72,3
Észtország	99,7	76,9	73,7	78,0
Egyesült Királyság	99,7	44,3	50,6	53,6

Forrás: KSH (2014).

2.2. Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben

A hitelezésre keresleti oldalról hat a reálgazdaság alakulása. A pénzügyi szektor a reálszektorra hivatott kiszorgálni a finanszírozás megkönnyítése által, egy válság alatt pedig leépülnek a termelési eszközök, amik finanszírozásra szorulnának. Ha a reálszektorban visszaesés tapasztalható, akkor a vállalatok az alacsonyabb kereslet miatt kevesebbet fognak termelni, így forgóeszközgigényük is kisebb lesz, beruházni alig, vagy egyáltalán nem fognak. Ugyanakkor fordítva is fennáll az ok-okozati kapcsolat: az ún. hitelezés nélküli fellendülést (creditless recovery-t) számos empirikus kutatás vizsgálta már, arra a következtetésre jutva, hogy (vállalati) hitelszűke esetén csak nagyon törekeny, a potenciálisnál jóval alacsonyabb hosszú távú növekedés várható (Claessens–Kose–Terrones 2009). Tehát a reálgazdaság és a hitelezés endogén módon, kölcsönösen erősítve hatnak egymásra.

Régiós viszonylatban is gyenge volt a konjunkturális helyzetünk, csak Romániát előztük meg, ahol még 2011-ben is csak elhanyagolható mértékű növekedés volt (2. ábra). Ezt érdemes összevetni a vállalati hitelezést nemzetközi szinten összehasonlító 1. ábrával, ahol Románia 2010 második negyedétől már meghaladta 2008-as hitelszintjét, egy évre rá pedig a legnagyobb növekedést produkálta a vizsgált országok közül. Csehország 2011-12-ben hasonló növekedési pályát járt be, mint mi, miközben a vállalati hitelállománya 2011-ben nőtt, 2012-ben stagnált, ezzel szemben a magyarországi ugyanebben az időben meredeken csökkent. Lengyelországban és Szlovákiában, ahol magas volt a konjunktúra már közvetlenül a válság után¹, a vállalati hitelállomány növekedése is egészséges mértékű volt e két évben. Ebből következik, hogy a GDP-bővülés elősegíti a vállalati hitelállomány növekedését, de a hitelállomány bővítése anélkül is lehetséges.

A másik hitelkeresleti tényező a kamat. Egy vállalati hitelkamat egyrészt a forrásköltségből, másrészt a kamatfelárból áll. Egy kereskedelmi bank forrásait (likviditását) betétesektől, bankközi piacról, eszközei eladásából, illetve a jegybanktól felvett hitelből szerezheti. Az eszközök eladását leszámítva hosszabb távon valamennyi az alapkamattól függ, ahhoz hasonló pályát jár be, így ahhoz, hogy a régiós országok forrásköltségét nagyságrendileg összehasonlítsuk, elegendő az alapkamatokat megvizsgálni.

A kamatfelárakban két tényezőnek van kiemelkedő szerepe. Az egyik a működési és tőkeköltség, a másik a nagyobb hányadot képviselő kockázati felár (MNB 2013a). A kockázati felarat a bankok úgy határozzák meg, hogy adott csődvalószínűségű vállalatoknak akkora kamatfelarat számítanak fel, hogy a be nem csődöltek fedezzék a meg nem térült kölcsönrészeket.

A magyar vállalati kamatfelárak abszolút belesimultak a régiós átlagba, illetve az eurohitel-kamatfeláraktól sem tértek el jelentősen – nagyjából 2 százalékpont fölé voltak a vizsgált időszak során –, ezért ezt nem tekintem releváns tényezőnek a hitelvisztaesésben. A forrásköltségek azonban már jóval meghatározóbbak, amint azt a 3. ábra is mutatja. A nemzetközi válság kitörését követően – amint arra az inflációs kilátások és a pénzügyi stabilitási szempontok teret engedtek – csökkentek a magas alapkamatok régiós szinten és hazánkban is. Ennek ellenére a vállalati hitelezés visszaesésének az üteme Magyarországon még csak nem is mérséklődött, s a 2012 augusztusi további kamatvágással párhuzamosan folyamatosan csökkent a vállalati hitelállomány (Bihari 2013). A hitelpiacon a termékek (hitelek) árának (kamatának) csökkenése nem feltétlenül von maga után nagyobb értékesítést. A kamatokon kívül ugyanis egy másik tényező, a nem árjellegű feltételek is meghatározzák a hitelmenyiség alakulását. Ez azért szükséges, mert az ár nem mindig tud piactisztító

¹ Lengyelországban a válság idején is tudott növekedni a gazdaság.

szerepet betölteni. Ha a bankok csökkenteni akarják hitelkínálatukat, akkor egy bizonyos ponton túl nem a kamatokat emelik, hanem a feltételeket szigorítják. Ez annak köszönhető, hogy a magasabb hitelköltségek (kamatfelár), amit a vállalat a kockázatosága után fizet, csak még alacsonyabbá teszi jövedelmezőségét, ezáltal megnöveli a csőd, vagyis a hitel bedőlésének a valószínűségét (*Fábián–Hudecz–Szigel 2010*). Ez a szempont – egy olyan válságot követően, amelyet a rendszerszintű fizetéseképtelenség bekövetkezésének az alábecslése okozott – nem mellékes a bank-szektor döntéshozói számára.

Így lehetséges, hogy a hitelpiacon – egy normál piaccal ellentétben – az árak változása alapján nem állapítható meg biztosan, hogy kínálati vagy keresleti visszaesés okozza-e a változást. Elképzelhető, hogy 1. nőnek a kamatok, miközben a nem árjellegű tényezők változatlanok maradnak, vagy szigorodnak, 2. lehet, hogy a kamatok változatlanok maradnak, csak a hitelezési feltételek szigorodnak (vagyis csak a jobb vállalatok kapnak hitelt)², de akár a kamatok csökkenhetnek, és a feltételek szigorodhatnak egyidejűleg (*Fábián–Hudecz–Szigel 2010*). A hitelezési feltételekben egyszerre mutatkozik meg a bankok hitelezési képessége (tőkehelyzet, finanszírozási költségek, likviditás) és hitelkihelyezési hajlandósága (reálgazdaság alakulása, bankok közötti verseny).

Ami a hitelezési képességet illeti, a 2008 utáni gyors helyreállást követően 2011 végétől kezdve újra gyengülni kezdett (*Balogh et al. 2012*). Tőkeoldalról a hitelezési veszteségek növekedése és a lakossági hitelek végtörlesztése jelentett akadályt. Finanszírozási oldalról az időszak során tartósan magas hazai forrásköltségek, a külföldi források drágulása és kivonása rontotta a hitelezési képességeket (*MNB 2012a*). Figyelemre érdemes a tény, hogy ezen aspektusban is megjelenik a magas alapkamat mint gátló tényező. Mivel hazánkban devizahitel-válság volt, ennek részben természetes velejárója volt a külföldiforrás-kivonás, másrészt azonban ez a hitelezési hajlandóság csökkenéséből is fakadt. Egy idő után azonban a vállalati hitelezés visszaesése a forráskivonásnak már nem oka, hanem következménye volt. A kiáramlás 20 százaléka tekinthető kedvezőtlen folyamatnak (*MNB 2013b*). A likviditás a hitelezést érdemben már egy évvel az NHP megjelenése előtt nem korlátozta (*MNB 2012b*), tehát a hitelezési képesség csak kis mértékben gátolta a hitelezési aktivitást, a döntő tényező sokkal inkább a hajlandóság volt (*Balogh et al. 2012; Sóvágó 2011*). Születtek olyan tanulmányok, melyek szerint az ekkori likviditás csak látszólagos volt, a döntő részét külföldi tulajdonú bankok előírási kötelezettségre tartották maguknál, és ez a hitelezés szempontjából olyan, mintha likviditásszűke lenne (*Balog et al. 2014*).

² „Flight to quality” jelenség, lásd *Bernanke et al. (1996)*.

Hitelkeresleti oldalról a reálgazdasági hatások 2009-et és 2012-t, vagyis a recessziós időszakokat leszámítva nem indokolták a hitelállomány drasztikus csökkenését. Ezzel szemben kínálati oldalról az egyik legnagyobb magyarózó ereje e tényezőnek volt, a bankok a legtöbbször és a legjobban a reálgazdasági visszaeséstől való félelem és az iparági problémák hatására szigorítottak (*MNB 2012b*). Ezek a bankok részéről egyrészt csak félelmek voltak, mivel 2010-11-ben a bekövetkezett gazdasági bővülés ellenére sem enyhítettek a szigoron, másrészt olyan országspecifikus tényezők is megjelentek ezekben az években, mint a makro- és szabályozási környezet megnövekedett bizonytalansága (*Balogh et. al. 2012*). Ezáltal a bankok túlzott kockázatkörülése nagyban hozzájárult a hitelezés visszaeséséhez, leginkább a 2010-11-es időszakban, amikor is kétharmad arányban a kínálati komponens miatt csökkent a hitelállomány (*Hosszú et. al. 2013*). Tehát recesszió idején a reálgazdaság alakulása hitelkeresleti oldalról szignifikáns tényező, de kínálati oldalról azon kívül is.

Érdemes megemlíteni, hogy a hiteligényt könnyű alulbecsülni, főleg egy válság utáni időszakban, ugyanis vannak vállalatok, amelyek meg sem jelennek a hiteligényükkel a pénztézeteknél, mondván, hogy úgyszem kapnak hitelt. Márpedig ezekben a felmérésekben nem közvetlenül a vállalatokat kérdezik meg, hanem a bankokhoz benyújtott hiteligényléseket vizsgálják meg (*Fábián-Hudecz-Szigel 2010*).

2.3. A nulla közeli forrásköltségek hatása

Ha további régiós összehasonlításokba bocsátkozunk, akkor láthatjuk, hogy a csehknél ugyanolyan mértékű és ütemű vállalati hitelvisszaesés volt tapasztalható a válság kezdetétől 2010 áprilisáig, onnantól kezdve viszont megfordult a tendencia és a hitelezés növekvő pályára állt. Ha ezt összevetjük az alapkamatok alakulásával, látszik, hogy nagyjából a fordulat idejében ért véget náluk egy kamatvágási ciklus, amint 1-0,75 százalékra csökkent az alapkamat. Véleményem szerint ennek jelentős szerepe volt a vállalati hitelek fellendülésében. Egyrészt likviditásbővítő hatással járt, a bankok olcsóbban jutnak hozzá a hazai forrásokhoz. Másrészt az alacsony alapkamatnak köszönhetően több vállalat felel meg a keményebb feltételeknek, mivel a kisebb kamatteher csökkent a csődvalószínűséget. Emellett, ha nagyon alacsony, már nulla közeli a hitel forrásköltsége, akkor bátrabban rakhatnak rá a bankok kockázati felárat a hitelkamatokra, hogy fedezzék a meg nem térült kölcsönrészeket, ami által korábban hitelképtelennek minősített vállalatok juthatnak hitelhez. A kínálati oldal mellett a keresleti oldalon is erőteljes hatás várható, az olcsóbb forrásköltség révén csökkennek a hitelkamatok, a vállalatok olcsóbban tudják finanszírozni beruházásaikat, forgóeszközeiket. Ez a hármas hatás – csődvalószínűség-csökkenés, magasabb kamatfelárak révén nagyobb hitelkínálat, alacsonyabb hitelkamatok által nagyobb hitelkereslet – erőteljes lehet egy olyan szektornál, mint a kkv.

2.4. A kkv-hitelezés sajátosságai

Az előzőekben felvázolt általános kép a vállalati hitelezésről a kkv-k esetében még rosszabb. Ezen szektor mindenkor forráshoz jutása sokkal nehezebb, mivel mutatóik rosszabbak (kevésbé jövedelmezőek, kockázatosabbak), mint a nagyvállalatokéi, tehát az átlagos hitelkamatoktól felfele helyezkednek el, és sokkal jobban kiszorulnak a nem árjellegű feltételek szigorodásakor. A magyar kkv-k külső finanszírozásában gyakorlatilag egyedül a bankszektor vállal szerepet: a tőzsdére lépés a vizsgált időszakban inkább csak elvi lehetőséget jelentett³, elsősorban annak igen magas fajlagos költsége miatt, továbbá a magántőke bevonásának lehetősége is elhanyagolható mértékű (Mikesy 2015).

Általánosságban elmondható, hogy a magyar tulajdonú kkv-k mindig is alulfinanszírozottak voltak. Ezt alátámasztja, hogy a hazai kkv-k többsége a kevesebb tőkét igénylő iparágakban van jelen és általában egy szűkebb, jól specifikálható tevékenységet végez, nem jellemző rájuk a több lábbon állás, így a működésük is kockázatosabb. A legnagyobb hátrányt az okozza, hogy nagyrészüket csak hazai piacra termel (Walter 2014). Ebből kifolyólag erősen függnek a hazai konjunkturális helyzetétől, visszaeséskor kevésbé akarnak beruházni, de ha látnának rá lehetőséget, akkor is kevésbé kapnának hitelt recesszióban, mint egy exportőr vállalat. Ha devizahitelhez folyamodnának, akkor – nem csak válság esetén – szintén keményebb hitelfeltételekkel szembesülnének, de ha kapnának, akkor exportbevétel hiányában az árfolyamkockázat esetleges negatív következményét teljes egészében elszenvednék. Forinthitelek esetében a vizsgált időszakbeli magas forrásköltség mellett a kkv-knak a korábban említett alacsony, 2 százalékos körüli felárnál jóval magasabb, 5-7 százalékos felárat kellett fizetniük, így további kkv-k szorultak ki a hitelfelvételről, vagy meg se jelentek a hitelintézetnél, mert a magas kamatok mellett kevésbé térülhetett volna meg a beruházás.

2.5. Összefoglalás

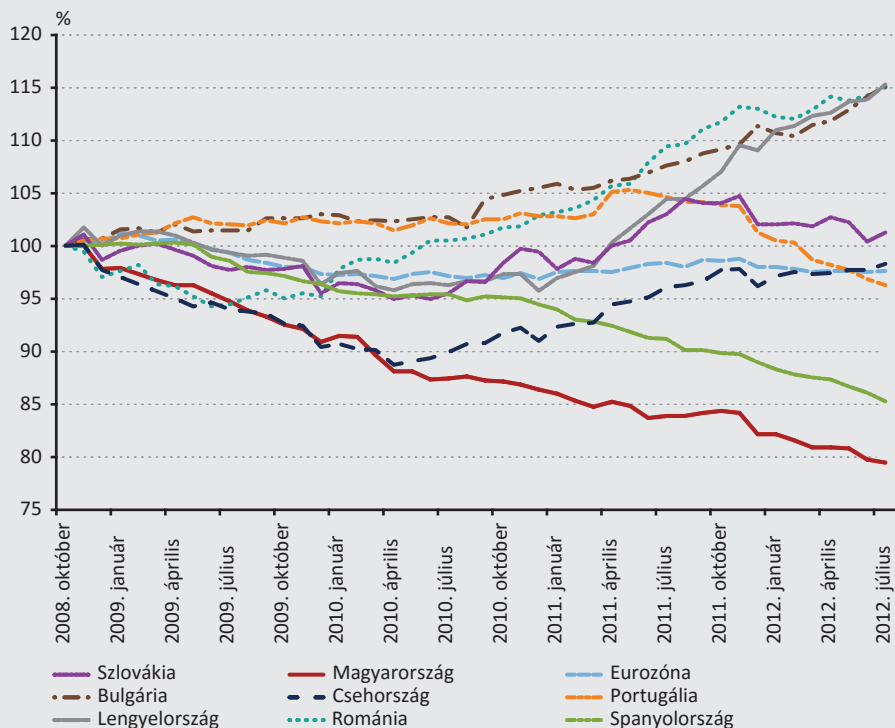
A kkv-hitelezésben sok negatív hatás erősebben volt tapasztalható, ami a teljes vállalati hitelezésben is jelentkezett. Az egyik ezek közül, hogy csak a hazai piacra termeltek. Emellett, a magas forrásköltségeken túl jelentősen nagyobb hitelfelárral szembesültek, mint a nagyvállalatok. Tehát gyenge konjunkturális helyzetben nagyon magas hitelköltségekkel terheltek. A kínálati oldal – a bankok – a válságtól kezdődően 2012-ig tőke- és likviditási korlátokba ütköztek, 2012-ben viszont, amikor már hitelképességük helyreállt, a hajlandóságuk csökkent, főképp a kkv-szektor felé, amelyek a hazai konjunkturális trendnek leginkább ki voltak szolgáltatva. Ezen tényezők által a hitelkereslet és -kínálat egyaránt hozzájárult a kkv-hitelek

³ A Budapesti Értéktőzsde 2016-ban indult stratégiájában kiemelt szerepet kapott a hazai kkv-k tőzsdére vitele, többféle szolgáltatással, programmal segítve a gyakorlati megvalósulást (forrás: <https://bet.hu/Rolunk/a-budapesti-ertektozsderol/A-BET-2016-2020-as-strategiajanak-fo-iranyai>).

visszaeséséhez, ráadásul önreflexív módon. A kkv-knak továbbá terhet jelentettek korábbi hitelek, forinthiteleknél a magasabb kamat, devizahitelek esetében a megnövekedett hitelösszeg. Ennek okán a jegybank indokoltan látta a kkv-szektor hitelezésének helyreállítását, 2013 áprilisában meghirdette a Növekedési Hitelprogramot. A Program az előzőekben felsorolt problémák közül a keresleti oldalt nagyon gyengítő, magas hitelkamatokat mérsékelte, és a bankok jövedelmezőségén, hitelezési hajlandóságán is javított.

1. ábra
A vállalati hitelezés nemzetközi összehasonlításban

(2008. október=100 százalék)



Forrás: Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2012 november.

3. A Növekedési Hitelprogram egyes szakaszainak jellemzői és eredményei

Miután áttekintettem bevezetésének a motivációját, e fejezetben részletesen ismertetem a Hitelprogramot. A Program három szakaszra tagolódik, ezeket külön-külön mutatom be, hogy kiemelhessem sajátosságait.

3.1. Az első szakasz

A Program első pillérében az MNB refinanszírozási hitelt nyújtott 0 százalékos kamattal a hitelintézetek számára, amelyet 2,5 százalékban maximált, fix kamatmarzs mellett, maximum 10 évre, kkv-eknek kihelyezett hitelek után kaptak. E hiteleket beruházásra, forgóeszköz-finanszírozásra, EU-s támogatás önrészéhez és előfinanszírozásához, illetve az eredetileg ilyen célra forintban folyósított kölcsön vagy pénzügyi lízing kiváltására használhatták a vállalatok. A II. pillér keretében kapott kölcsönt a kkv-ügyfelek belföldi hitelintézettől felvett deviza-, illetve devizaalapú kölcsönének vagy pénzügyi lízingjének forintkölcsönrel történő kiváltására fordíthatták. Mindkét esetben minimum 3 millió, maximum 3 milliárd forint a szerződési korlát (*MNB 2013c*). Vagyis a kkv-k az NHP keretében új forinthitelt vehettek fel, vagy meglévő devizahitelt, illetve magasabb kamatozású forinthitelt válthattak át a maximált, 2,5 százalékos forinthitelre, ezzel azt elérve, hogy mindenkor adósságuk hazai devizában legyen, ami segíti a célokban megfogalmazott pénzügyi stabilitást, és csökkenti a külső forrásokra való ráutaltságot. A devizahiteleknek ugyanis két addicionális veszélye van: egyrészt az árfolyamkockázat, másrészt a hitelek referenciakamata, amelyek hazánk pénzügyi szektorára való tekintet nélkül változnak. Tekintettel az NHP iránti nagy érdeklődésre, a Monetáris Tanács még a program indulása előtt 50 százalékkal, 750 milliárd forintra emelte a hitelek keretösszegét. Az igényeket valóban jól mérték fel, a keret 93,5 százalékra, 701 milliárd forintra kötöttek hitelszerződést, ami 10 ezer szerződést jelent.

Időközben az első pillérre élénkebb kereslet mutatkozott, ezért az MNB lehetővé tette a II. pillérben allokált keretösszeg még fel nem használt részének I. pillérbe történő átcsoportosítását. Így az I. pillér keretében végül 8131 hitelügylet jött létre, 472 milliárd forintnyi összegben, a II. pillérben 1713 devizahitelt cseréltek le, 229 milliárd forint értékben. Hitelszerződést kötni augusztus végéig lehetett, az eddig megkötötteket benyújtani és az első részletet folyósítani szeptember végéig, a fennmaradó hitelrészeket pedig a beruházásra nyújtott hitelek esetében 2014. március végéig lehetett lehívni (*MNB 2013c*). A Program első szakasza kiemelkedő hatású volt, csak az abban igénybevett összeg közel akkora volt, mint az azt megelőző negyedévekben folyósításra kerülő összegek. Ugyanakkor az NHP-hitelek fajtáját, szerkezetét is érdemes megvizsgálni. Az első szakaszban nagyon magas volt a hitelkiváltó hitelek aránya. A II. pillér teljes egészében, az I. pillérnek pedig 40 százaléka hitelkiváltás (*MNB 2013c*), tehát ténylegesen „csak” 210 milliárd forint

értékű új hitelt vettek fel a kkv-k. Ezáltal érthető ez a markánsan kiugró adat 2013 harmadik negyedévében, az NHP-nak nem volt annyira kimagasló eredménye az új hitelekre, mint az új vállalati hitelek alakulását leíró ábrából elsőre tűnik. Viszont a Program által létrehozott 210 milliárd forintnyi új hitel még így is jelentős, az NHP előtt néhány időszakban alig haladta meg ezt az értéket a teljes vállalati szektor által felvett forinthitel. A szerkezetét illetően emellett fontos megkülönböztetni a rövid lejáratú forgóeszközhitelket a hosszabb beruházási hitelektől. A 210 milliárd 61 százaléka, 128 milliárd forint új beruházást finanszírozott, ami szintén robusztus szám a korábbiakhoz képest.

3.2. Az első szakasz hatásai

Az NHP első szakaszának hatásai, eredményei összességében pozitívként értékelhetők: a kkv-szektor forrásellátottságát nagyban növelte, pénzügyileg stabilizálva azt. Az NHP a benne résztvevő kkv-k kamatterheit nagymértékben csökkentette. 2013 elején a két legrosszabb, de még hitelképes kkv-ügycsoport a piaci átlagnál jelentősen magasabb, 475-700 bázispontos felár mellett juthatott csak hitelhez, amihez hozzáadódik az alapkamat, ami az első szakasz idejében 4 százalék volt (vö. *MNB 2013c*). Az NHP-ban így a 2,5 százalék maximált kamatfelár és zéró forrásköltség révén 6,25-8,5 százalékponttal csökkentek az új hitelek kamatai.

A vállalati hitelezési feltételek enyhülésének a kezdete is ezen időszakra tehető, amelyben az NHP-nak a zéró forrásköltsége miatt jelentős szerepe volt. A forrásbőségen közvetve jelentkezett a hitelezők közötti verseny élénkülése, ami szintén szerepet játszott a feltételek enyhítésében. A versenyt tovább élénkítette az NHP-ban a bankváltás lehetősége, amivel az ügyfelek 20 százaléka élt, ugyanis a Programban arányosan nagyobb hitelkerethez jutottak a kis- és közepes bankok, valamint a takarékszövetkezetek (*MNB 2013a*).

Fentiektől függetlenül továbbra is szigorúak voltak ez időszakban a nem árjellegű feltételek, de a hajlandóság az enyhítésre megmutatkozott. A jelentős mennyiségű hitelkiváltásnak köszönhetően a vállalatok megszabadultak árfolyamkitettségtől, továbbá kamatterhek is csökkentek: az I. pillérben a beruházási hitelek átlagosan 5,9 százalékról, a forgóeszközhitel kamata pedig átlagosan 5,8 százalékról 2,5 százalékra csökkent. A II. pillér esetében 3,7 százalékról 2,5 százalékra mérséklődött a beruházási hitelek, és 4 százalékról 2,5 százalékra a forgóeszközhitel kamata. Ezen tényezők a későbbi hitelfelvételekkor jelentősen segítik a vállalatokat a nem árjellegű feltételek teljesülésében.

A felvett hitelek futamideje viszonylag egyenletes (*MNB 2013c*), így nem kell félni a jövőben egy adott időszakra jelentkező koncentrált hitelignénytől, ami kockázatos lenne a bankok likviditására nézve.

A hiteltípusok megoszlása a különböző méretű kkv-on belül is eredményesnek mondható. A mikrovállalkozások – amelyek átlagosan a legkockázatosabbnak tekinthetők, és így a legkevésbé felelnek meg a hitelfeltételeknek –, Programban felvett hiteleinek 60 százaléka új beruházási hitel, ami 66 milliárd forintot tett ki.

A hitelméret eloszlása különösen kedvezőnek mondható. A hitelek 70 százaléka 50 millió forint alatt maradt (darabszám szerint), ami optimális szám, ugyanis nem túl elaprózott ahhoz, hogy ne lehessen megvalósítani ezekből nagyobb beruházásokat, ugyanakkor mégsem koncentrálnak csak néhány vállalat kezében ez az összeg, ami hitelcsődök esetén előnyös. Az NHP továbbá kedvező hatással volt a kkv-hitelállomány regionális megoszlására. A Program keretében a közép-magyarországi koncentráció csökkent, főleg a keleti, délkeleti régióba jutott arányaiban több hitel (MNB 2013c).

4. A második szakasz bemutatása és elemzése

A Program második szakasza jellegét tekintve az első szakasz folytatása, mivel a hitelkonstrukciók, hiteltípusok a régiek, illetve bizonyos elért eredményei is nagyon hasonlóak. Ennek okáért összevontam a leíró részt az értékeléssel.

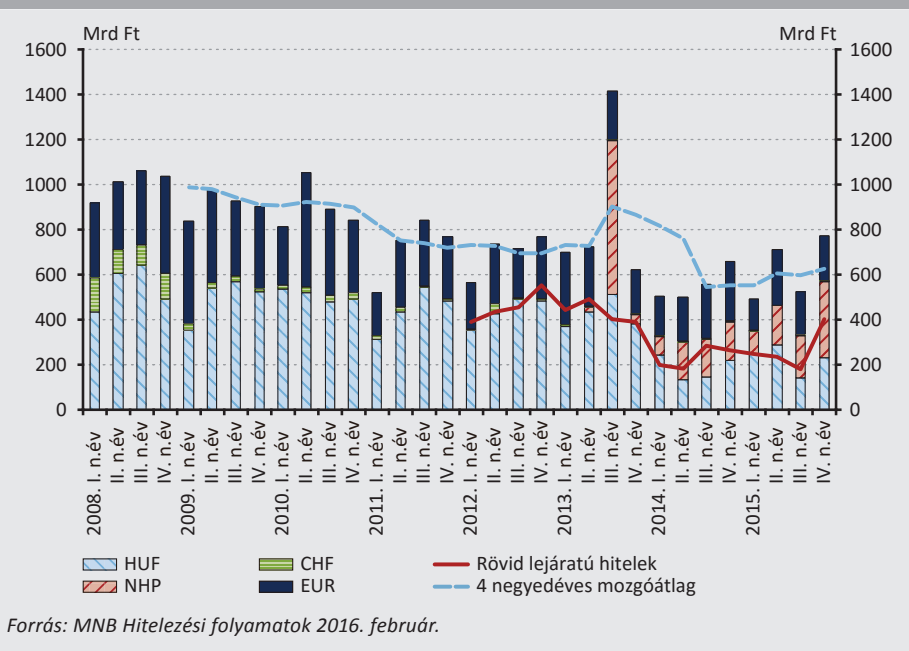
A Program második szakasza közvetlenül az első szakasz végeztével kezdődött, 2013. október 1-én, a lehívási időszak vége az I. pillér esetében 2016. december 31-ike lesz, a II. pillér esetében 2015. vége volt. Egészen 2015. végéig, tehát több mint 2 év alatt közel 27000 vállalat 1402 milliárd forint összegű hitelszerződést nyújtott be, aminek 95 százaléka új hitel, amiből is 60 százalékot beruházást finanszírozott (MNB 2016a).⁴

Ez azt jelenti, hogy e bő két év alatt egy negyedévben átlagosan 89 milliárd forintot beruházás valósulhatott meg a kkv-szektorban, csak az NHP által, tehát a 2012-es hitelkereslet-visszaesés csak átmeneti jelenség volt, ráadásul a tartós kereslet főként a beruházások finanszírozására jelentkezett.

A második szakasz kétéves futása alatt drasztikus mértékben csökkentek a nem NHP forinthitel-felvételek (továbbiakban csak forinthitelek). Az NHP relatíve nagy súlya a forinthitelekben és a forinthitelek visszaesése (4. ábra) azt a látszatot kelti, hogy érvényesült a kiszorítási hatás, ami azt jelenti, hogy a kkv-k nagy része hitelfelvevő lett volna az NHP nélkül is. Egy 2014. október végén készített kérdőíves felmérés alapján ez csak kis részben történt így. A válaszok szerint az első másfél évben felvett új hitelek közel 30 százaléka, 220 milliárd forint létrejött volna NHP nélkül, továbbá másik ugyanekkora hányada csak részben jött volna létre (MNB 2014a). Csupán már emiatt sem helytálló kiszorítási hatást feltételezni, de ha a vállalatok darabszáma szerinti megoszlást vizsgáljuk, még derűsebb képet kapunk:

⁴ A hitelkiváltás ebben a szakaszban a keretösszegnek csak 10 százaléka lehetett.

4. ábra
Új vállalati hitelek a teljes hitelintézeti szektorban



sokkal kevesebb vállalat tudott volna hitelt felvenni az NHP nélkül, vagyis sok kisebb összegű hitel nem kötött meg: a felmérésben részt vevő mikrovállalkozások 70, kisvállalkozások 65 százaléka nem tudott volna hitelhez jutni az NHP hiányában.

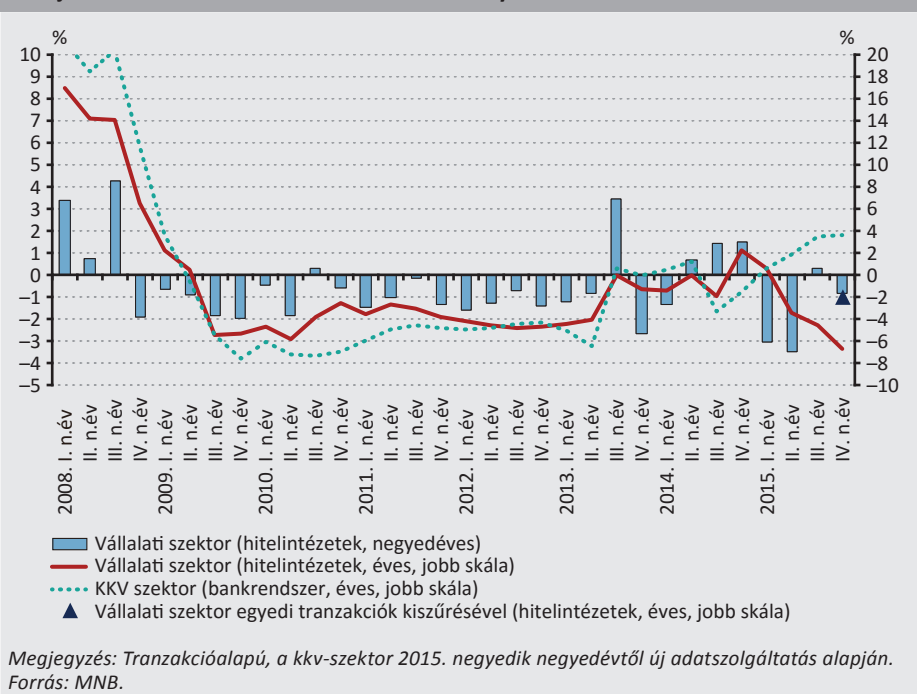
A második szakasz érdeme továbbá, hogy a mikrovállalkozások, amelyek a legnagyobb növekedési potenciállal rendelkeznek, 501 milliárd forint értékű NHP-hitel-szerződést kötöttek, és hiteleiknek 76 százaléka új beruházási hitel volt. Kisvállalkozásokhoz 468 milliárd forintnyi NHP-hitel került, aminek fele beruházási hitel. Kis- és közepes bankokban és a takarékszövetkezetekben a hitelmennyiségek közel 30 százaléka kötött meg, ami jóval magasabb arány, mint a forinthitelek esetében (MNB 2015a). EU-s hitelek egyenlő arányban jutottak a mikro- kis- és középvállalkozások csoportjához, ami lényeges, mert ennek segítségével további forrásokhoz juthatnak, így nagyobb növekedési lehetőségeket érhetnek el.

A második szakasz regionális eloszlása kevésbé koncentrált, mint az NHP megjelenése előtti kkv-hitelállomány: az NHP előtt a kkv-hitelek 54 százaléka a közép-magyarországi régióban került felvételre, míg a második szakaszban csupán 34 százalék volt ugyanez az érték, az alföldi és dél-dunántúli térségek javára.

Az NHP második szakaszának legnagyobb érdeme, hogy miközben az egyedi tranzakcióktól szűrt vállalati hitelállomány csökkent, a kkv-k hitelállománya nőtt (5. áb-

ra). A 2014. harmadik negyedévi negatív szám a kkv-hitelek változásában is csak annak tudható be, hogy éves alapon számolják a növekedést, és 2013 harmadik negyedévében indult a kiemelkedő első szakasz. Ez alapján már kijelenthető, hogy folyamatosan növekvő tendenciát mutatott a kkv-k új hitelállománya az NHP indulásától kezdve 2015 végéig, miközben a teljes vállalati hitelállomány 2015-ben meredeken esett.

5. ábra
A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának növekedési üteme



5. Az NHP a monetáris politika hatásmechanizmusában

Miután megismerkedtünk az NHP gyakorlati megvalósulásával, érdemes tisztázni, hogyan is helyezkedik el a Program a monetáris politika keretrendszerében. Az NHP a monetáris politikai eszköztár része, azon belül is egy nemkonvencionális eszköz. Nemkonvencionális eszközök alkalmazása három esetben lehet indokolt. Értelemszerűen, ha a konvencionális eszköz – az alapkamat – hatását veszti, nulla közelébe ért, vagyis a rövid kamatokkal már nincs lehetőség további monetáris lazításra, akkor a nemkonvencionális eszközökre szorul a jegybank. Ugyanakkor nulla fölötti alapkamat mellett is indokolt lehet effajta eszközök alkalmazása, ha olyan pénzügyi piaci súrlódás, bizalmatlanság vagy korlát áll fenn, ami miatt a transzmissziós mechanizmus súlyosan sérül, így kamatpolitika kevésbé lehet hatásos. Hazánkban

a pénzügyi piaci kudarcot a vállalati hitelezés első fejezetben tárgyalt visszaesése jelentette, melynek kezeléséhez nem elégséges az alapkamat csökkentése, ugyanis a kkv-hitelkamatok magasak maradtak.

„A beavatkozások módja szerint három típust különböztetünk meg: 1. kereskedelmi bankoknak likviditást nyújtó eszközök, 2. közvetlen hitelpiaci beavatkozások, 3. állampapír-vásárlás” (Balogh et. al. 2012).

„A likviditást nyújtó eszközök alapvetően a pénzügyi közvetítőrendszer számára nyújtott hiteleket, refinanszírozási konstrukciókat foglalja magában. Sok esetben a jegybankok a saját korábbi, hagyományos likviditásnyújtó eszközeiket módosították és bővítették, a korábbiaknál jóval nagyobb (sok esetben korlátlan) mennyiségekkel és kedvezőbb feltételekkel (futamidő, kamatfelár, fedezeti kör) operálva. Ezen eszközök célja a kulcsfontosságú pénzügyi piacok stabilizálása, a transzmisszió helyreállítása, a bankok likviditási feszültségeiken keresztül a bankok hitelezési képességeinek erősítése. Azonban az, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer forrásköltségét csökkentő eszköz végül milyen mértékben jelenik meg a magánszektor hitelkondícióiban, a bankok viselkedésétől függ” (Balogh et. al. 2012). Ez azt jelenti, hogy ha az adott pénzpiacon likviditási problémán kívül másfajta – tőkemegfelelési, ciklikussági, versenyből adódó – hitelezési korlátok is jelen vannak, akkor nem feltétlenül eredményes az eszköz alkalmazása.

„A transzmisszióban fontos szerepet betöltő piacokon – bankközi piac, állampapírpiac – kialakult túlzott felárak csökkenése révén a likviditásnyújtó eszközök többnyire egyben az irányadó kamat és a banki forrásköltség közötti különbséget, vagyis a refinanszírozási költségeket is csökkentik” (Bini Smaghi 2009). Ez akkor történik, hogyha az alapkamat szintjén biztosítanak nagy mennyiségű vagy akár korlátlan forrást a bankszektor számára. Közvetlenül a válság után a legtöbb fejlett ország így alkalmazta ezt az eszközt, mégpedig sikeresen (Balogh et. al. 2012).

Az NHP bizonyos tekintetben ebbe, a likviditásnyújtó eszközök csoportjába tartozik, mivel megnöveli a bankrendszer likviditását, jóllehet egyértelműen egyik kategóriába se illeszthető bele. Más jegybankok ilyen típusú eszközeikkel ellentétben azonban az MNB egyrészt igen célzottan, az egyes kkv-hitelekhez kapcsolódóan nyújt refinanszírozást, másrészt hosszabb távra, akár 10 évre is, harmadrészt jegybanki alapkamatnál alacsonyabb, 0 százalékos fix kamat mellett. Kérdés, hogy lehettek volna-e jobb alternatívái a Programnak, elérhetett volna-e a jegybank jobb hatást vagy alacsonyabb költségekkel ugyanazt a hatást – esetleg alacsonyabb költségekkel jobb hatást – a kkv-hitelpiacon.

Az állampapír-vásárlás úgy működik, hogy a jegybank megveszi a másodlagos értékpapírpiaci államkötvényeket, ezáltal azok ára felmegy, hozama lecsökken, így vonzóbbá válnak más eszközök. Ha vesznek más eszközöket – banki vagy vállalati

kötvény, jelzáloglevél –, akkor azokkal is pont ugyanez a hatás érvényesül, vagyis a finanszírozási költségek csökkennek mind a háztartások mind a vállalatok számára (*Bank of England 2010*).

Ez tehát nem csak a vállalati hitelpiacot érinti, szélesebb körű intézkedés, aminek általában az a célja, hogy a jegybank pénzt juttasson a gazdaságba, és csökkentse a hosszú hozamokat. Ez kevésbé célzott, mint az NHP. Ráadásul az állampapír-vásárlásra a monetáris finanszírozás tilalma miatt csak meghatározott esetekben, főként az állampapírpiacra föllelhető piaci zavarok esetén nyílnak lehetőségek.

„A közvetlen hitelpiaci beavatkozások során a központi bankok vállalati értékpapírokat, jelzálogleveleket vásárolnak, vagy – ritka esetben – vállalkozások számára nyújtanak hitelt. Ezáltal a magánszektor hitelkockázatát részben a jegybank vállalja magára. Az eszközvásárlásra ott van érdemi lehetőség, ahol a gazdaság fejlett értékpapírpiaccal rendelkezik, amelyen keresztül jelentős az értékpapír-alapú vállalati finanszírozás, a vállalatok nagy számban (több szektort lefedve) és jelentős arányban finanszírozzák tevékenységüket kötvényekkel, váltókkal” (*Balogh et al. 2012*). Célját illetően már közelebb áll az NHP-hoz, mint az államkötvény-vásárlás, ugyanakkor megvalósíthatósága nagyon kérdéses lett volna: hazánkban a kötvénypiacról a vállalati szektor forrásai alig néhány százalékát szerzi, kkv-k esetében pedig egyáltalán nem jellemző.

Tágabb értelemben az NHP hitelösztönző eszköz, amely a válságot követő kockázatkülcsöt, a teljes gazdaságra kiterjedő, hosszan tartó és drága adósságkezelést igyekszik megakadályozni (*MNB 2014a*). Az NHP első szakaszában a hitelkiváltások túlsúlya a korábbi drága adósság olcsóra való cserélését jelentette. Ezután tudták megengedni maguknak a kkv-k az új hitelfelvételt, de csak olyan alacsony és kiszámítható kamatozásúkat, amelyeket törleszteni tudtak. A kamatok kellően alacsonyak voltak a hitelkereslet élénkítéséhez.

Egy NHP-hitel kihelyezése a bankoknak gyakorlatilag nem jelent többletköltséget⁵, ezért a hitelezési hajlandóságot növelni tudja, tehát a kínálati oldalt is erősíti.

Az irányadó kamat mellett így megjelent egy második jegybanki kamatláb, amelyen át minél több pénzt juttat a gazdaságba a jegybank, annál nagyobb mértékben csökken a tényleges kamatláb (amely az alapkamatnak és a forrásnyújtás kamatának az átlaga). Minél nagyobb mennyiségben és felhasználói körnek biztosítja a kedvezőbb forrást, annál inkább vesztí érvényét az alapkamat (*Bihari 2013*). Az NHP esetében nem áll fenn ilyen veszély, tekintve, hogy a hitelezésen belül csak a vállalati kkv-hiteleket befolyásolja.

⁵ A hitelkihelyezésnek vannak egyszeri költségei, azonban az hosszabb lejárat esetében mérsékelt felárral megtérül.

6. Makrogazdasági hatások – bevételek, költségek, kockázatok

A különböző szakaszok egyedi eredményeit az előzőekben felvázoltam, ebben a fejezetben a Program főbb makrogazdasági mutatókra (pl. GDP, beruházás, foglalkoztatás) gyakorolt hatását írom le. Működésének elméletét ismerve, meg tudjuk vizsgálni az NHP makrogazdasági költségeit és kockázatait, ugyanis mindkét negatív tényező hatásmechanizmusának jellegéből adódik.

6.1. A Program reálgazdaságra gyakorolt hatása

Az NHP a GDP-re elsősorban a beruházások növekedésén keresztül hat. Egyrészt a vállalatok hitelköltségét csökkenti, így több hitelt tudnak felvenni beruházási célra (is). Másik oldalról a kisebb törlesztőteher révén a vállalatok cash-flow-ja is nagyobb lesz, ami által javul hitelképességük, tehát több hitelt tudnak felvenni, illetve a megnövekedett cash-flow-t megtakaríthatják, vagy akár anélkül használhatják a beruházások finanszírozására. Az utóbbi hatás révén később kevesebb külső finanszírozásra szorulnak a kkv-k, tehát ez az effektus a jövőbeli hitelfelvételt csökkenti (*MNB 2016a*). A megnövekedett cash-flow nemcsak a beruházásokon gyakorol hatást, hanem az esetleges béremelkedés is könnyebben megvalósítható. A beruházások az aggregált kereslet emelkedésén keresztül növelik a GDP-t. A GDP emelkedése béremelkedést és vállalati profitot eredményez, a béremelkedés fogyasztásra, a profit beruházásra vagy fogyasztásra való felhasználása további másodkörös keresleti hatásokat generál.

Az NHP makrogazdasági hatása keresleti és kínálati oldalról is becsülhető. Kínálati oldalról a hitelkínálati sokkok reálgazdasági hatásait vizsgáló strukturális vektor-autoregresszív (SVAR) modell (*Tamási–Világi 2011*) áll rendelkezésünkre, amely nem csak a beruházási hatáson keresztül számítja a GDP-t. E modellben a kockázatvállalásra, kamatfelárra és a monetáris politikára gyakorolt sokkok közül kell eldönteni, hogy melyeket generálhatta az NHP. Mivel az NHP egy nemkonvencionális eszköz, és csupán a teljes hitelállomány egy részére terjed ki, ezért a monetáris politikában nem okoz sokkhatást (*MNB 2016a*). Az új NHP-hitel felvevőinek körében 2014-ben készített becslés alapján nem kockázatosabbak az NHP-ban szereplő hitelfelvevők, mint a benchmarknak választott hitelképes kkv-csoport⁶, ezért a bankok kockázatvállalására se hat a Program (*MNB 2014b*). A kamatfelár sokkot generált, tehát ez alapján került becslésre az NHP reálgazdasági hatása (*MNB 2016a*).

Bauer (2016) számításai szerint az NHP GDP-növelő hatása 1,7 százalék volt a 2013-2015-ös időszakban, ami nagyjából 550 milliárd forintot jelent. A további években mérsékeltebb hatás várható, ugyanis a vállalatok egyből felhasználják az adott célra igényelt hiteleit, tehát az NHP-s beruházások, forgóeszköz-vásárlások már megva-

⁶ Erről később bővebben a kockázatok részben.

lósultak. A beruházások többletkibocsátása azonban a legtöbb iparágban hosszú távon érezteti hatását, így az NHP a későbbiekben is növeli a magyar GDP-t.

Az NHP foglalkoztatási hatásai a GDP-re gyakorolt hatásából vezethető le egy makroökonomiai modell (DELPHI) segítségével. Az eredmények szerint az NHP a 2013-2015-ös időszakban összesen 17000 fővel növelte a foglalkoztatást.

Keresleti oldalról mikroadatokat alapján beruházást becslő modell az új NHP hitelt felvevő vállalatok pénzügyi beszámolóit alapján készült. Így egyrészt meg tudjuk becsülni, hogy a Program hiányában a beruházások hogyan alakultak volna, illetve ennek fordítottját tudjuk kezelni, tehát azon vállalatok beruházásait, amelyek a Program nélkül is ugyanúgy megvalósultak volna. Ugyanakkor hátrány, hogy csak tárgyieszköz-változásokat tud kezelni a modell, amelyek eltérhetnek a makrosztatistikában megvalósuló beruházástól (pl. ha használt eszközökbe ruháznak be).

Bauer (2016) számításai alapján az NHP első szakaszában felvett hitelek 137, a második szakaszbeli hitelek 210 milliárd forintnyi új beruházást generáltak. Egy egységnyi felvett hitel mindkét szakaszban 0,5 egység addicionális új beruházást eredményezett (*MNB 2016a*).

6.2. Költségek és költségvetésre gyakorolt hatás

Az előző fejezetből kiderült, hogy az NHP egy alapkamattól lefelé eltérített refinanszírozási hitel a kereskedelmi bankoknak. A kereskedelmi bankok ezt az összeget továbbhitelezik a kkv-knak. A kkv-k, ha megkapták és felhasználták – beruházásra, forgóeszközökre –, akkor előbb vagy utóbb egy kereskedelmi bank számlapénzeként fog megjelenni. Innentől kezdve akárhogy is dönt e többletlikviditás felhasználásáról az adott kereskedelmi bank, a bankrendszer egészét tekintve visszakerül a jegybankhoz, legnagyobb részben az irányadó eszközön, a háromhónapos betéten keresztül⁷ (vö.: *Balogh 2009*). Ebből következik, hogy a jegybank kifizeti az alapkamatot a kereskedelmi bankoknak a háromhónapos betétek után, miközben az NHP-t ingyen nyújtotta. Ezért az NHP adott időbeli hitelállománya és a betétekre fizetett kamat szorzata lesz a jegybank számára az NHP költsége.

Számításaimban éves átlagos hitelállományt és súlyozott átlagú éves alapkamatot használtam a 2013-2016-os időszakra. Az irányadó eszköz közelmúltbeli mennyiségi korlátozása némileg csökkenti az átlagos sterilizációs költséget az alapkamathoz képest előretekintve, emiatt a 2016 utáni időszakra az alapkamat várható pályája helyett számításaim során a BUBOR-ra vonatkozó piaci várakozásokat használom. Az adott évi hitelállomány becslésénél abból indultam ki, hogy az 2016-ban 1500

⁷ Még visszakerülhet az overnight-betéteken és az elszámolási számlán keresztül. Az előbbi esetén az alapkamattól kisebb költséggel kerülhet vissza a jegybankhoz a pénz, de mivel elhanyagolható az overnight-ok mértéke a bankok likvid eszközein belül, így az egyszerűség kedvéért eltekintünk ettől a lehetőségtől.

Mrd forintot tetőzik és a maximum 10 éves futamidő miatt 2026-ra törlesztődik is. A 10 év alatt egyenletes törlesztést feltételeztem.

A becsléseim alapján 2013-2026 között nagyjából 200 Mrd forint az NHP várható költsége.

Ez az összeg teljes mértékben az MNB-t terheli, a jegybank gazdálkodása azonban a költségvetés része, ha nincs elegendő eredménytartaléka és veszteséges, akkor állami segítségnyújtásra szorul, ezért konszolidált államháztartás szintjén költségvetési kiadásnak vehetjük az NHP-t.

Az NHP költségei miatt fontos, hogy mekkora adóbevételt generált a Program. A foglalkoztatás, a fogyasztás és beruházások révén jóformán a legtöbb adónem alapját növelte. Figyelembe véve a GDP-re gyakorolt hatást és a magyar gazdaság adócentralizációját, a 2013-2015-ös időszakban a GDP arányában megközelítőleg 0,68 százalékkal emelkedtek a költségvetés bevételei az NHP-nak köszönhetően, ami nagyjából 220 milliárd forinttal ért fel. A Program 2013-2015-ös költségvetési bevételei tehát közel azonos mértékűek a 10 év alatt várható jegybanki költségekkel. Ráadásul, bár pontosan nem lehet meghatározni, hogy a következő években a GDP mennyivel haladja meg azt a szintet, ahogy a program hiányában alakult volna, az ahhoz képesti többletkibocsátás közel 40 százaléka minden évben megjelenik addicionális költségvetési bevételként az adócentralizációból adódóan, így a 10 év egészét tekintve az államháztartás szintjén a keletkezett adóbevételek várhatóan érdemben meg fogják haladni az MNB-nél keletkezett költségeket.

6.3. Kockázatok

Az NHP kockázatainak egyike, mint minden hitel esetében, a hitelcsőd. A hirtelen élénkülő kereslet és verseny miatt felmerülhet a gyanú, hogy felelőtlenül, jóval kockázatosabb ügyfelekhez is kihelyeznek a bankok NHP-hiteleket. Annak okán, hogy a kereskedelmi bankoknak a refinanszírozási hitelt vissza kell fizetniük a jegybankoknak, a hitelcsőd elkerülése ugyanolyan prioritás, mintha piacon szerzett források lennének. Ezt igazolta az *Endrész és szerzőtársai (2014)* által készített becslés, amely az első szakaszban részt vevő vállalatok 2007–2011 közötti átlagos és medián kockázatát mérte az akkor hitelfeltevő vagy már hitellel rendelkező kkv-khoz. Az így készített logit-becslés alapján 2011-ben a jövőben NHP-hiteles vállalatok közül csak a devizahitelt kiváltók csoportja volt 1,5 százalékponttal magasabb, az új és forinthatelt kiváltó NHP-hitelesek közel ugyanakkora kockázatúak voltak, mint az akkor hitellel rendelkező kkv-k (4,5 százalék). Kérdés, hogy mennyiben változott 2013-ra, a hitelfelvétel idejére a kockázatosságuk. Az erre készített becslés alapján az NHP-ban szereplő vállalatok átlag- és mediánkockázata 2011-ről 2013-ra 0,5-1 százalékponttal csökkent (*MNB 2014b*).

A Program bírálói között kialakult az a vélemény, miszerint a kereskedelmi bankoknak nem éri meg – vagy akár rövid távon veszteségeket is termelnek – az NHP-hitelek, ugyanis a 2,5 százalékos marzs nagymértékben (esetlegesen teljes egészében) kockázati felárként jelenik meg, ami a bankoknak nem bevétele. Ezt azzal indokolták, hogy az NHP előtti magas, 3-5 százalékos kockázati felár biztos, hogy nem szorult le olyan alacsony szintre, hogy a 2,5 százalékos marzssal jobban megérné hitelezni, mint NHP nélkül. A bankok pedig csak a verseny miatt szállnak be az NHP-konstrukcióba, hogy a későbbiekben náluk maradjon az az ügyfélkör, amelynek az NHP kifutása után nyereségesen hitelezhetnek. E vélemény megerősítésére vagy cáfolatára kérdőíves felmérést végeztem a nagyobb vállalati hitelkitettséggel rendelkező bankoknál. Mindegyik megkérdezett banki szakember megjegyezte, hogy nagy versenyhelyzet alakult ki, így alig nőtt az ügyfélkörük, inkább a meglévő ügyfelek váltak újra hitelfelvevővé, vagy vettek fel nagyobb hiteleket. A marzsokon elért nyereségek vegyes képet mutatnak a futamidő és az alapkamat változása fejében, de összességében kedvező volt az NHP a bankok jövedelmezőségére a megnövekedett hiteigények miatt.

Az NHP-ban – az előzőekben bemutatott mechanizmusa révén – a kamatkockázatot az MNB viseli a kvk-k helyett, a jövőbeli magas alapkamat nagyobb terhet jelent az államháztartásra nézve. A kérdés most az, hogy a költségeknél tárgyalt várható kamatszintet milyen tényezők növelhetik a jelenleg árazott piaci várakozásokhoz képest. 2016 szeptemberében az egyik alternatív forgatókönyv szerint a korábbi évekhez képest erőteljesebb béremelésekre lehet számítani, ami – a háztartási szektor fogyasztásának növekedése révén – az előrejelzettnél magasabb fogyasztási pályát eredményez. Ugyanakkor e hatás a GDP-re is kedvezőleg hat, ami által a Program kamatköltsége mellett az adóbevételek is nőnének. További kockázat a magasabb olaj- és nyersanyagárpályá és az esetleges pénzpiaci turbulenciák, azonban ezek nem kiemelt kockázatként vannak számon tartva (*MNB 2016b*).

A 2016 szeptemberi inflációs jelentés legyezőábrájából kiindulva, ha azzal az abszurd feltételezéssel élünk, miszerint a kamatszint 2018 végére 5 százalékra emelkedne, és tartósan ezen a szinten is maradna, az NHP MNB-nél keletkező teljes kamatköltsége 440 milliárd forintba rúgna. Ez már jelentősen meghaladja az elmúlt években generált adóbevételeket, azonban ha figyelembe vesszük a teljes futamidő alatt – a Program hatására megvalósuló többlet-GDP-hez kapcsolódóan – keletkező adóbevételeket is, akkor arra jutunk, hogy a fiskális bevételek ezen extrém esetben is várhatóan fedeznék a jegybanki kamatköltség nagyrészét.

7. Konklúzió

Az NHP 2013 júniusi indulásától 2015 végéig eredményesnek mondható. A célját elérte, több mint 28000 kkv jutott a Programnak köszönhetően kedvezményes forinthitelhez, vagy tudta leváltani korábbi deviza- vagy magas forinthitelét. A kkv-k nagy része, legfőképp a mikro- és kisvállalkozások nem váltak volna hitelfelvevővé NHP nélkül. A gazdaságra gyakorolt becsült hatása eredményesnek tekinthető, ki-magaslóan nagyobb, mint a Program költségei. Kockázatosságát tekintve az NHP-ban nincsenek komoly veszélyek, a hitelek csődvalószínűsége ugyanakkora, mint a piaci kkv-hitelek esetében. A 2015 elején kezdődött erőteljes vállalati hitelviszsaesés ellenére a kkv-szegmens hitelei növekednek, ami a Program kimagasló eredményének tekinthető.

Felhasznált irodalom

Balog Ádám – Matolcsy György – Nagy Márton – Vonnák Balázs (2014): *Credit crunch Magyarországon 2009-2013 között: egy hiteltelen korszak vége?* Hitelintézeti Szemle, 13. évfolyam 4. szám, 11–34. o.

Balogh Csaba – Krekó Judit – Lehmann Kristóf – Mátrai Róbert – Pulai György – Vonnák Balázs (2012): *Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei*. MNB-tanulmányok 100.

Balogh Csaba (2009): *Az MNB-kötvény szerepe a hazai pénzügyi piacokon. Mi az összefüggés a magas kötvényállomány, a banki hitelezés és az állampapír-piaci kereslet között?* MNB-szemle, 2009/10. <https://www.mnb.hu/letoltes/balogh-0910.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 1.

Bank of England (2010): *The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact*. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb110301.pdf>. Letöltés ideje: 2016 április 26.

Bauer Péter (2016): *A Növekedési Hitelprogram 2013–2015. évi makrogazdasági hatásai*. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-hitelprogram-a-magyar-nemzeti-bank-hitelosztonto-eszkozene-k-tapasztalatai.pdf>. Letöltés ideje: 2016. szeptember 30.

Bernanke, B. – Gertler, M. – Gilchrist, S. (1996): *The Financial Accelerator and the Flight to Quality*. *The Review of Economics and Statistics*, 78. évfolyam 1. szám, 1–15. o.

Bihari Péter (2013): *Nem konvencionális jegybanki eszközök alkalmazása – Magyarországon és külföldön* – néhány tapasztalat. *Köz-Gazdaság*, VIII. évfolyam 3. szám, 39–61. o.

Bini Smaghi, L. (2009): *Conventional and unconventional monetary policy. Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies*. ICMB, Genova

- Claessens, S. – Kose, M. – Terrones, M. (2009): *A recovery without credit: Possible, but...* <http://voxeu.org/article/creditless-recoveries-what-do-we-know>. Letöltés ideje: 2016. április 28.
- Endrész Mariann – Harasztosi Péter – Lieli Robert P. (2012) *The Impact of the Magyar Nemzeti Bank's Funding for Growth Scheme on Firm Level Investment*. MNB Working Papers 2, 2015/4. <https://www.mnb.hu/letoltes/ehl-wp-2015-final-1.pdf>. Letöltés ideje: 2016. szeptember 20.
- Fábián Gergely – Hudecz András – Szigel Gábor (2010): *A vállalati hitelezés visszaesése Magyarországon és a kelet-közép-európai régióban a válság alatt*. MNB-szemle 2010 október. <https://www.mnb.hu/letoltes/fabian-hudecz-szigel-mnbszemle-1007.pdf>. Letöltés ideje: 2016. március 28.
- Hosszú Zsuzsanna – Körmendi Gyöngyi – Tamási Bálint – Világi Balázs (2013): *A hitelkínálat hatása a magyar gazdaságra*. MNB-szemle különszám, 2013/10. <https://www.mnb.hu/letoltes/hosszu-1.pdf>. Letöltés ideje: 2016. november 15.
- KSH (2014): *A kis- és középvállalkozások jellemzői – 2014*. <https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/regiok/gyorkkv12.pdf>. Letöltés ideje: 2016. szeptember 16.
- Mikesy Álmos (2015): *A magyarországi mikro-, kis- és középvállalatok nyitottsága a külső tőkebevonás iránt*. Köz-Gazdaság, X. évfolyam 1. szám.
- MNB (2012a): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról - 2012 április*. <https://www.mnb.hu/letoltes/jelentes-penzugyi-stabilitas-201204-hu.pdf>. Letöltés ideje: 2016. április 3.
- MNB (2012b): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról - 2012 november*. <https://www.mnb.hu/letoltes/jelentes-penzugyi-stabilitas-201211-hu.pdf>. Letöltés ideje: 2016. április 11.
- MNB (2013a): *Hitelezési folyamatok - 2013 május*. <https://www.mnb.hu/letoltes/hitelezesi-folyamatok-201305-hu.pdf>. Letöltés ideje: 2016. április 2.
- MNB (2013b): *Hitelezési folyamatok - 2013 november*. <https://www.mnb.hu/letoltes/hitelezesi-folyamatok-2013-nov-hun.pdf>. Letöltés ideje: 2016. április 6.
- MNB (2013c): *A Növekedési Hitelprogram első szakaszának igénybevétele*. <https://www.mnb.hu/letoltes/nhp1-elemzes-v5-clean.pdf>. Letöltés ideje: 2016. április 12.
- MNB (2014a): *Növekedési Hitelprogram – Az első 18 hónap*. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesihitelprogramazelso18honap.pdf>. Letöltés ideje: 2016 április 22.
- MNB (2014b): *A növekedési hitelprogram első szakaszában résztvevő vállalatok elemzése: Leíró statisztikák mikro adatok alapján* 2014. április. <https://www.mnb.hu/letoltes/a-novekedesi-hitelprogram-elso-szakaszaban-resztvevo-vallalatok-elemzese.pdf>. Letöltés ideje: 2016. április 12.

MNB (2015a): *Közlemény a Növekedési Hitelprogram második szakasza keretében nyújtott hitelekéről*. <https://www.mnb.hu/letoltes/nhp2-kihasznaltsag-20150707.pdf>. Letöltés ideje: 2016. április 14.

MNB (2016a): *Növekedési Hitelprogram – A Magyar Nemzeti Bank hitelösztönző eszközeinek tapasztalatai*. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-hitelprogram-a-magyar-nemzeti-bank-hitelosztongo-eszkozenek-tapasztalatai.pdf>. Letöltés ideje: 2016. szeptember 30.

MNB (2016b): *Inflációs jelentés – 2016 szeptember*. <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-verzio-kpr-tol.pdf>. Letöltés ideje: 2016. november 16.

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

Tamási Bálint – Világi Balázs (2011): *Identification of credit supply shocks in a Bayesian SVAR model of the Hungarian Economy*. MNB Working Papers 2011/7. <https://www.mnb.hu/letoltes/wp-2011-07-1.pdf>. Letöltés ideje: 2016. szeptember 5.

Walter György (2014): *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban*. Alinea könyvkiadó, Budapest.